

Niclas Groos

**Der faktische Bezugszwang  
in der aktienrechtlichen  
Kapitalerhöhung**



Nomos

Nomos Universitätsschriften

Recht

Band 1026

Niclas Groos

# Der faktische Bezugszwang in der aktienrechtlichen Kapitalerhöhung



**Nomos**



Onlineversion  
Nomos eLibrary

**Die Deutsche Nationalbibliothek** verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Köln, Univ., Diss., 2024

ISBN 978-3-7560-1573-3 (Print)

ISBN 978-3-7489-4556-7 (ePDF)

1. Auflage 2024

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2024. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2023/2024 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur finden bis einschließlich März 2024 Berücksichtigung. Das zwischen Einreichung und Veröffentlichung der Dissertation verabschiedete Zukunftsfinanzierungsgesetz konnte in einem Nachtrag im Lichte des faktischen Bezugszwangs gewürdigt werden.

Zunächst möchte ich mich bei meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Klaus Peter Berger, LL.M. (Virginia), für das mir bei der Anfertigung der Arbeit stets entgegengebrachte Vertrauen sowie die zügige Erstellung des Erstgutachtens bedanken. Herrn Prof. Dr. Jens Koch danke ich für die schnelle Erstellung des Zweitgutachtens und die hilfreichen Anregungen.

Mein herzlicher Dank gebührt auch Niclas Poot und Benedikt Fischer, die das Manuskript kritisch durchgesehen haben und mit ihren Anmerkungen maßgeblich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben. Einen unschätzbaren Beitrag dazu hat auch Kerstin Düpper geleistet, die diese Arbeit nicht nur immer wieder Korrektur gelesen hat, sondern mir auch während der gesamten Promotionszeit zur Seite stand. Dafür bin ich ihr zutiefst dankbar.

Der größte Dank gilt meinen Eltern, die mich immer liebevoll und bedingungslos unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Los Angeles, im April 2024

*Niclas Groos*



# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Einleitung	17
§ 1 Gegenstand der Untersuchung	17
§ 2 Gang der Darstellung	20
1. Kapitel: Grundlagen der Kapitalerhöhung und des Bezugsrechts	21
§ 3 Grundlagen der Kapitalerhöhung	21
A) Nominelle Kapitalerhöhung	22
B) Effektive Kapitalerhöhung	24
I. Funktion der effektiven Kapitalerhöhung	24
II. Arten effektiver Kapitalerhöhungen	25
1. Ordentliche Kapitalerhöhung	25
a) Zuständigkeit	26
b) Verfahren	29
aa) Beschluss und Anmeldung des Beschlusses zur Eintragung im Handelsregister	29
bb) Zeichnung	30
cc) Einlage	30
dd) Anmeldung der Durchführung der Kapitalerhöhung zur Eintragung im Handelsregister	31
ee) Ausgabe der jungen Aktien	31
2. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	32
3. Bedingte Kapitalerhöhung	33
III. Auswirkung der Kapitalerhöhung auf den Börsenkurs	34
C) Gegenleistung für neue Anteile	34
I. Ausgabebetrag und Bezugspreis	35
II. Agio	37
III. Formalia bezüglich der Festsetzung des Bezugspreises	42
IV. Interessen der Beteiligten bei Bestimmung des Bezugspreises	44

V. Untergrenzen der Gegenleistung	45
1. Geringster Ausgabebetrag	45
2. Faktischer Bezugszwang	46
VI. Obergrenzen der Gegenleistung	46
D) Fehlerhafte Kapitalerhöhungen und Rechtsschutz	47
I. Fehlerhafte Kapitalerhöhungsbeschlüsse	48
1. Fehlerquellen	48
2. Kontrollmaßstab	49
3. Folgen fehlerhafter Beschlüsse und Rechtsschutz	51
a) Nichtigkeit des Hauptversammlungsbeschlusses	51
b) Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses	52
c) Freigabeverfahren	53
d) Heilung durch Eintragung?	55
II. Fehlerhafte Verwaltungsmaßnahmen	55
1. Fehlerquellen	55
2. Kontrollmaßstab	56
3. Auswirkungen von Fehlern der Verwaltung auf die Wirksamkeit der Kapitalerhöhung	57
4. Rechtsschutz bei fehlerhaften Verwaltungsmaßnahmen	58
a) Vorbeugende Unterlassungsklage	58
b) Leistungsklage auf Schadensersatz	59
c) Feststellungsklage	60
§ 4 Grundlagen des Bezugsrechts	60
A) Dogmatische Grundlagen des Bezugsrechts	61
I. Begriffsbestimmung	61
II. Rechtsnatur und Inhalt des Bezugsrechts	62
III. Geschichte und Zweck des Bezugsrechts	63
B) Der Bezugsrechtsausschluss	66
I. Der faktische Bezugsrechtsausschluss	68
II. Das mittelbare Bezugsrecht als Sonderfall	68
C) Bezugsrechtshandel	69
I. Wert des Bezugsrechts	71
II. Börsennotierung ‚ex Bezugsrecht‘	72



2. Kapitel: Dogmatik und Voraussetzungen des faktischen Bezugszwangs	75
§ 5 Begriffsbestimmung	75
A) Zulässiger und unzulässiger Zwang	75
B) Abgrenzung zum faktischen Bezugsrechtsausschluss	76
§ 6 Entwicklungslinie des faktischen Bezugszwangs	78
A) Entwicklung in der Literatur	78
B) Entwicklung in der Rechtsprechung	82
I. Urteil des OLG Stuttgart	82
II. Beschluss des OLG Düsseldorf	84
III. Beschluss des HOLG Hamburg	86
§ 7 Anwendungsbereich des faktischen Bezugszwangs im Rahmen von Kapitalerhöhungen einer Aktiengesellschaft	88
A) Erfasste Aktiengesellschaften	89
I. Örtlich erfasste Aktiengesellschaften	89
II. Sachlich erfasste Aktiengesellschaften	89
1. Nicht-börsennotierte Aktiengesellschaften	90
a) Begriffsbestimmung der (nicht-)börsennotierten Aktiengesellschaft	90
b) Personalistische Aktiengesellschaften	91
c) Kleine Aktiengesellschaften	93
d) Nicht-börsennotierte Aktiengesellschaften im Übrigen	93
2. Börsennotierte Aktiengesellschaften	94
B) Erfasste Arten der Kapitalerhöhung	96
I. Nominelle Kapitalerhöhung	96
II. Ordentliche Kapitalerhöhung	98
III. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	98
IV. Bedingte Kapitalerhöhung	100
V. Kapitalerhöhungen im Zuge staatlicher Stabilisierungsmaßnahmen	102
§ 8 Dogmatische Grundlage des faktischen Bezugszwangs	104
A) Analogie zu § 255 Abs. 2 AktG	104
I. Vorliegen einer Regelungslücke	105
II. Planwidrigkeit der Regelungslücke	107
III. Vergleichbare Interessenlage	108

B) Verstoß gegen § 54 Abs. 1 AktG	109
C) Ausfluss der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht	111
I. Entwicklung und Grundlage der Treuepflicht	112
II. Treuepflicht als Minderheitsschutz	116
III. Normative Anknüpfungspunkte der Treuwidrigkeit bei faktischem Bezugszwang	118
1. Ausfluss von Art. 14 GG	119
2. Unzulässige Nachschusspflicht	120
IV. Treueverpflichtete	121
V. Anknüpfungspunkt der Treuepflicht in der Kapitalerhöhung	125
1. Treuepflicht bei Festsetzung der Ausgabebedingungen durch die Hauptversammlung	125
2. Treuepflicht bei Festsetzung der Ausgabebedingungen durch die Verwaltung	127
§ 9 Voraussetzungen und maßgebliche Faktoren zur Bestimmung des faktischen Bezugszwangs	127
A) Allgemeine Merkmale und Kriterien zur Feststellung des faktischen Bezugszwangs	128
I. Merkmale des faktischen Bezugszwangs	128
II. Feststellung der Unangemessenheit	129
1. Umfassende Abwägung	129
2. Erfordernis objektiver und subjektiver Faktoren	132
3. Gebotene Zurückhaltung	134
B) Faktoren bei (nicht-börsennotierten) Aktiengesellschaften	134
I. Niedriger Bezugspreis	135
1. Maßgeblicher Referenzwert	135
a) Gesetzliche Anhaltspunkte zum maßgeblichen Referenzwert	135
b) Der innere Wert der Aktie als maßgeblicher Referenzwert	137
c) Erfordernis einer Unternehmensbewertung zur Bestimmung des inneren Wertes?	138
d) Rückgriff auf einen bekannten Handelswert?	144
2. Innerer Wert als Richtwert oder Untergrenze?	145
a) Gesetzliche Regelungen	146

b)	Diskussion um das Verbot der Ausgabe unter Wert	147
aa)	Argumente für das Verbot der Ausgabe unter Wert	147
bb)	Argumente gegen das Verbot der Ausgabe unter Wert	149
cc)	Rechtsvergleichende Argumente zum Verbot der Ausgabe unter Wert	151
dd)	Stellungnahme	155
II.	Unangemessenheit der Abweichung vom Referenzwert	161
1.	Objektive Faktoren bezüglich der Unangemessenheit	161
a)	Grundsätzlich zulässige und offenkundig unzulässige Abschlüsse?	161
b)	Auswirkungen des Bezugsrechts und eines Bezugsrechtshandels auf die Unangemessenheit	165
aa)	Auswirkungen des Bezugsrechts	165
bb)	Auswirkungen eines Bezugsrechtshandels	165
cc)	Alternativen zum Bezugsrechtshandel	168
c)	Weitere möglicherweise beeinträchtigte Interessen der (Minderheits-)Aktionäre	171
aa)	Verringerung der Stimmrechtsmacht	173
bb)	Verlust der Sperrminorität bzw. spezieller Minderheitsrechte	176
cc)	Hinausdrängen eines Aktionärs	177
dd)	Verwässerung der Dividende	178
ee)	Finanzielle Belastung bei großer Beteiligung	180
d)	Auswirkung eines gesteigerten Finanzierungsinteresses der Gesellschaft	182
e)	Bestehen einer jedenfalls gleichwertigen Finanzierungsalternative	185
f)	Einfluss einer nominellen Kapitalerhöhung vor oder nach der effektiven Kapitalerhöhung	187
g)	Einfluss eines Kapitalschnitts	190
2.	Subjektive Faktoren – Anforderungen und Bezugspersonen	192
a)	Anforderungen an die subjektive Komponente	193
b)	Auf welche Personen ist abzustellen?	195
c)	Schluss von objektiven auf subjektive Faktoren?	196

III. Zwischenfazit	197
C) Besonderheiten bei börsennotierten Aktiengesellschaften	197
I. Niedriger Bezugspreis	198
1. Maßgeblicher Referenzwert	198
a) Innerer Wert oder Börsenkurs als maßgeblicher Referenzwert?	198
aa) Gesetzliche Anhaltspunkte zum maßgeblichen Referenzwert	198
bb) Praktische Erwägungen zum maßgeblichen Referenzwert	202
cc) Wahlrecht zur Bestimmung des Wertes?	207
b) Relevanter Börsenkurs	208
c) Rückgriff auf den inneren Wert bei Illiquidität der Aktie?	214
d) Rückgriff auf den inneren Wert bei Überbewertung der Aktie?	218
e) Erfordernis einer Unternehmens- bzw. Aktienbewertung?	219
2. Der Börsenkurs als Richtwert oder Untergrenze?	220
II. Unangemessenheit der Abweichung vom Referenzwert	221
1. Geltung der Erwägungen zur nicht-börsennotierten Aktiengesellschaft	221
2. Ausschluss der Unangemessenheit bei 10 %-Kapitalerhöhungen?	221
3. Unangemessenheit bei der Abwehr feindlicher Übernahmen	222
4. Auswirkungen eines (börslichen) Bezugsrechtshandels auf die Unangemessenheit	226
a) Pflicht zum börslichen Bezugsrechtshandel?	226
b) Anforderungen an den Bezugsrechtshandel	228
c) Folgen eines fehlenden bzw. unzureichenden Bezugsrechtshandels	231
III. Zwischenfazit	231

3. Kapitel: Prozessuale und andere Folgefragen zum faktischen Bezugszwang	233
§ 10 Prozessuale Folgen des faktischen Bezugszwangs	233
A) Prozessuale Folgen bezüglich des Kapitalerhöhungsbeschlusses	233
I. Materielle Inhaltskontrolle beim faktischen Bezugszwang?	233
1. Hintergrund der materiellen Inhaltskontrolle	234
2. Meinungsstand in der Literatur	237
3. Stellungnahme	239
II. Nichtigkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses?	242
III. Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses	244
1. Anfechtbarkeit analog § 255 Abs. 2 AktG	244
2. Anfechtbarkeit nach § 243 Abs. 2 AktG	244
3. Anfechtbarkeit nach § 243 Abs. 1 AktG	245
IV. Freigabeverfahren	245
V. Heilung durch Eintragung beim faktischen Bezugszwang?	247
VI. Entsprechende Anwendung des Spruchverfahrens?	248
B) Prozessuale Folgen bezüglich des Verwaltungshandelns	250
I. Kontrollmaßstab im Rahmen des faktischen Bezugszwangs	250
II. Vorbeugende Unterlassungsklage gegen das Verwaltungshandeln	253
III. Schadensersatzansprüche gegen die Gesellschaft und die Verwaltung	254
C) Darlegungs- und Beweislast im Kontext des faktischen Bezugszwangs	257
I. Darlegungs- und Beweislast bezüglich der objektiven Faktoren des faktischen Bezugszwangs	257
II. Darlegungs- und Beweislast bezüglich der subjektiven Faktoren des faktischen Bezugszwangs	261
§ 11 Folgefragen und Praxisempfehlungen	262
A) Erhöhte Aufmerksamkeit bei sanierungsbedürftigen Gesellschaften	262
B) Delegation an die Verwaltung als unzulässige Umgehung?	264

C) Anwendung der Grundsätze zum faktischen Bezugsrechtsausschluss analog § 186 Abs. 3, 4 AktG	265
I. Anwendung der formellen Anforderungen	267
II. Anwendung der materiellen Anforderungen	267
D) Pflicht zur Offenlegung des inneren Wertes?	268
E) Richtwerte für den Bezugspreis	270
§ 12 Übertragbarkeit der Erwägungen zum faktischen Bezugszwang	271
A) Übertragbarkeit auf mezzanine Finanzierungsinstrumente	271
B) Übertragbarkeit auf andere Rechtsformen	275
I. Übertragbarkeit auf die KGaA	275
II. Übertragbarkeit auf die SE	277
III. Übertragbarkeit auf die GmbH	278
IV. Übertragbarkeit auf Personengesellschaften	281
 Zusammenfassende Thesen	 283
 Nachtrag	 289
A) Keine Regelung des faktischen Bezugszwangs	289
B) Ausgleichsanspruch und Spruchverfahren beim Bezugsrechtsausschluss	289
C) Folgen für die Behandlung des faktischen Bezugszwangs	291
 Literaturverzeichnis	 295

## Abkürzungsverzeichnis

A.2d	Atlantic Reporter, Second Series
ABL.	Amtsblatt der Europäischen Union
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Begr.	Begründer; Begründung
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
DAX	Deutscher Aktienindex
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery
DK	Der Konzern (Zeitschrift)
jurisPR-HaGesR	juris PraxisReport Handels- und Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
i.E.	im Ergebnis
i.S.d.	im Sinne des
ISIN	International Security Identification Number
KapErhG	Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Gewinn- und Verlustrechnung vom 23. Dezember 1959, BGBl I S. 789 ff.
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 S. 1 ff.
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173 S. 84 ff.
NAV	Net asset value
N.E.2d	North Eastern Reporter, Second Series
n.rkr.	nicht rechtskräftig
N.Y.	New York Court of Appeals
N.Y. App. Div.	New York Supreme Court, Appellate Division
N.Y.S.2d	New York Supplement, Second Series

## Abkürzungsverzeichnis

SE-VO	Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. L 294 S. 1 ff.
StFG	Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarkt- und eines Wirtschaftsstabilisierungsfonds (Stabilisierungsfondsgesetz – StFG) vom 17. Oktober 2008, BGBl I S. 1982 ff., zuletzt geändert durch Gesetz vom 22. Dezember 2023 (BGBl I Nr. 406)
TERP	Theoretical ex-rights price
Var.	Variante
WStBG	Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds „Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS“ und der Realwirtschaft durch den Fonds „Wirtschaftsstabilisierungsfonds – WSF“ (Wirtschaftsstabilisierungsbeschleunigungsgesetz – WStBG) vom 17. Oktober 2008, BGBl I S. 1982, 1986 ff., zuletzt geändert durch Gesetz vom 20. Dezember 2021 (BGBl I S. 5247)
WKN	Wertpapierkennnummer
WpÜG-AV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27. Dezember 2001, BGBl I S. 4263 ff., zuletzt geändert durch Gesetz vom 11. Dezember 2023 (BGBl I Nr. 354)
ZRI	Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz (Zeitschrift)
ZuFinG-E	Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), abrufbar unter <a href="https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/1-Referentenentwurf.pdf?__blob=publicationFile&amp;v=2">https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/20_Legislaturperiode/2023-04-12-ZuFinG/1-Referentenentwurf.pdf?__blob=publicationFile&amp;v=2</a> (zuletzt abgerufen am 11. März 2024)

Im Übrigen wird verwiesen auf *Kirchner, Hildebert* (Begr.), *Böttcher, Eike* (Bearb.), *Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache*, 10. Aufl. 2021.



# Einleitung

## § 1 Gegenstand der Untersuchung

Anlass der vorliegenden Untersuchung ist ein Beschluss des für das Aktienrecht zuständigen 11. Zivilsenats des HOLG Hamburg vom 12. Februar 2021<sup>1</sup>. Darin hat sich der Senat mit einer Rechtsfigur befasst, die in der juristischen Forschung und Praxis – erst recht in der obergerichtlichen oder gar höchstrichterlichen Rechtsprechung – bis dato eher ein Schattendasein fristet:<sup>2</sup> dem faktischen Bezugszwang in der Kapitalerhöhung.

Unter dem Stichwort ‚faktischer Bezugszwang‘ wird im Recht der Kapitalgesellschaften die Frage diskutiert, ob und inwiefern sich die mit einem niedrigen Ausgabebetrag für neue Anteile einhergehenden Folgen für die Gesellschafter auf die Zulässigkeit von Bezugsrechtskapitalerhöhungen auswirken.<sup>3</sup> Bei Ausgabe der neuen Aktien zu einem Betrag unter ihrem rechnerischen Anteil am Unternehmenswert verteilt sich dieser Unternehmenswert auf mehr Aktien, ohne dass der Gesellschaft ein entsprechender Gegenwert zufließt. Der auf die bereits gehaltenen Aktien entfallende Anteil am Unternehmenswert verwässert.

---

1 HOLG Hamburg ZIP 2021, 794.

2 Vgl. *Kuthe/Zipperle/Reuters*, WM 2021, 1979, 1980; *Servatius*, EWiR 2021, 227, 228, ordnet die Entscheidung in einen „durch Rechtsunsicherheit geprägten Kontext“ ein.

3 Vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 156, 157 ff.; OLG Düsseldorf AG 2019, 467, 471 f.; HOLG Hamburg ZIP 2021, 794, 796 ff.; *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 53a Rn. 52; *Drescher*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 243 Rn. 179; *Drescher*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 255 AktG Rn. 9; *Ekkenga*, in: KK-AktG, § 182 Rn. 41, 43; *Harnos*, Gerichtliche Kontrolldichte im Gesellschaftsrecht, S. 627 f.; *Heidel*, in: NK-AktG, § 255 Rn. 8; *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 23a; *Kocher/Feigen*, CFL 2013, 116, 119; *Kuthe/Zipperle/Reuters*, WM 2021, 1979, 1980 ff.; *Lüssow*, Das Agio im GmbH- und Aktienrecht, S. 143 ff.; *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 66; *Seibt/Voigt*, AG 2009, 133, 138 ff.; *Servatius*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 186 Rn. 103; *Servatius*, in: Noack/Servatius/Haas, GmbHG, § 55 Rn. 30; *Servatius*, in: FS Windbichler, 1093, 1095 f.; *Sickingler/Kuthe*, in: MAH-AktienR, § 33 Rn. 115; *Sickingler/Thelen*, AG 2021, 705 ff.; *Stilz/Schumann*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 255 Rn. 28; *Tielmann*, in: FS E. Vetter, 819, 827 ff.; *Vatter*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 9 Rn. 32; *Ziemons*, in: BeckOK-GmbHG (Stand: 01.11.2023), § 55 Rn. 40 ff.

Nach der Konzeption des AktG wird diese Verwässerung durch das gesetzliche Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG kompensiert. Gemäß dieser Norm ist jedem Aktionär auf sein Verlangen ein seinem Anteil an dem bisherigen Grundkapital entsprechender Teil der neuen Aktien zuzuteilen. Rechnerisch entspricht der Wert des Bezugsrechts der Differenz zwischen dem Wert der Aktie vor der Kapitalerhöhung und dem Wert der Aktie nach der Kapitalerhöhung.<sup>4</sup> Ein Aktionär kann die Wertverwässerung seiner bestehenden Aktien ausgleichen, indem er entweder das Bezugsrecht ausübt und ‚günstige‘ Aktien aus der Kapitalerhöhung zeichnet oder das Bezugsrecht zu dessen Wert verkauft. Im Idealfall stehen sich diese Alternativen gleichwertig gegenüber.

Die hinter dem faktischen Bezugszwang stehende Überlegung ist, dass Anteilseigner faktisch gezwungen sein könnten, von ihrem Bezugsrecht Gebrauch zu machen, um eine Verwässerung zu vermeiden. Dies kommt in Betracht, wenn der dargestellte gesetzliche Schutzmechanismus und die mit dem Bezugsrecht einhergehende Wahlfreiheit des Aktionärs beeinträchtigt sind, etwa weil der Aktionär das Bezugsrecht nicht oder nur unter Wert verkaufen kann. Unter welchen Voraussetzungen eine solche Beeinträchtigung vorliegt, ist eine der zentralen Fragen, die es im Rahmen dieser Arbeit zu erörtern gilt.

Von besonderer Bedeutung beim faktischen Bezugszwang ist demnach die Wechselwirkung zwischen einer möglichen Verwässerung bereits gehaltener Anteile und einem bestehenden Bezugsrecht. Insoweit kann vom Gegenstück des weit mehr Beachtung findenden faktischen Bezugsrechtsausschlusses gesprochen werden, bei dem diese Wechselwirkung ebenfalls besteht, jedoch in entgegengesetzter Ausprägung.<sup>5</sup> Beim faktischen Bezugsrechtsausschluss wird das Bezugsrecht zwar formal gewahrt, jedoch so ausgestaltet, dass seine Ausübung faktisch ausgeschlossen wird.<sup>6</sup> Aus Aktionärsicht käme es bei einem niedrigen Ausgabebetrag zwangsläufig zu einer Verwässerung seiner bestehenden Beteiligung. Um dies zu verhindern, wird der faktische Bezugsrechtsausschluss dem formellen Bezugsrechtsausschluss mit dessen strengen Voraussetzungen und Verwässerungsschutzvor-

---

4 Vgl. *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 186 Rn. 33.

5 Ausführlich zur Abgrenzung unten § 5 B).

6 *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölter/Weber, AktG, § 186 Rn. 39; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2344; *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 186 Rn. 158.

schriften grundsätzlich gleichgestellt.<sup>7</sup> Beim faktischen Bezugszwang hingegen folgt aus den Bedingungen und Umständen der Kapitalerhöhung der faktische Zwang, das Bezugsrecht auszuüben, um eine Verwässerung zu kompensieren. Wie dem zu begegnen ist und welche Rechtsfolgen an einen faktischen Bezugszwang zu knüpfen sind, stellt einen weiteren Schwerpunkt der vorliegenden Untersuchung dar.

Die Grundannahme, dass ein niedriger Ausgabebetrag negative Auswirkungen für die Bestandsaktionäre haben kann, ist unbestritten. Dies zu begründen ist somit nicht Bestandteil dieser Arbeit. Von Interesse ist einzig, ob und wie dies bei der Rechtmäßigkeit von Kapitalerhöhungen zu berücksichtigen ist. Trotz der möglicherweise einschneidenden Folgen für die Kapitalmaßnahme bei Bejahen eines faktischen Bezugszwangs, sind dessen Grundlagen, Voraussetzungen und Auswirkungen im Diskurs nämlich nur vereinzelt intensiv behandelt worden. An manchen Stellen werde ihm sogar „voreilig und konturenlos“ das Wort geredet.<sup>8</sup> Die Festlegung des Ausgabebetrages ist dabei in der Praxis ein gewichtiger Schritt, sodass auch Rechtsfragen zu diesem Punkt von nicht zu unterschätzender Bedeutung sind. Dennoch gibt es – soweit ersichtlich – noch keine umfassende Abhandlung zu diesem Thema. Zwar wurde auch für das Aktienrecht bereits ausführlich untersucht, ob sich bei einer Bezugsrechtskapitalerhöhung ein Agio bzw. der Ausgabebetrag am inneren Wert der Aktien zu orientieren habe.<sup>9</sup> Dies deckt sich jedoch nur ausschnittsweise mit der Figur des faktischen Bezugszwangs und dessen Kernfrage, ob – ähnlich der Regelung des § 255 Abs. 2 AktG für den Bezugsrechtsausschluss – ein Ausgabebetrag auch bei Bezugsrechtskapitalerhöhungen unzulässig niedrig sein kann. Insbesondere wird mancherorts nicht oder zu pauschal auf die Unterscheidung zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Gesellschaften eingegangen.

Vor diesem Hintergrund soll diese Arbeit dazu beitragen, die bestehende Forschungslücke zu schließen. Anhand der Kapitalerhöhung bei der Aktiengesellschaft gilt es, dem faktischen Bezugszwang Kontur zu verleihen, um daraus auch Schlüsse für andere Rechtsformen und Finanzierungsinstrumente ziehen zu können. Dabei wird aufzuzeigen sein, dass es sich beim

---

7 Vgl. Koch, in: Koch, AktG, § 186 Rn. 43; Kuntz/Stegemann, ZIP 2016, 2341, 2344; Schürnbrand/Verse, in: MüKo-AktG, § 186 Rn. 158.

8 Servatius, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 186 Rn. 103.

9 Vgl. Herchen, Agio und verdecktes Agio im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 42 ff.; Hofmann, Der Minderheitsschutz im Gesellschaftsrecht, S. 658 ff.; Lüssow, Das Agio im GmbH- und Aktienrecht, S. 111 ff.; Rottbauer, ZGR 2007, 401, 428 ff.; Servatius, in: FS Windbichler, 1093 ff.

faktischen Bezugswang um eine Rechtsfigur handelt, die im Einzelfall den Handlungsspielraum bei Festlegung des Ausgabebetrages beschränken kann und die mit den bewährten Mitteln des Aktienrechts einzufangen ist.

## *§ 2 Gang der Darstellung*

Um den rechtlichen Rahmen aufzuzeigen, in dem sich der faktische Bezugswang *de lege lata* bewegt, ist es zunächst erforderlich, im 1. Kapitel die aktienrechtlichen Grundlagen der Kapitalerhöhung (§ 3) und des Bezugsrechts (§ 4) zu erörtern.

Das 2. Kapitel widmet sich der Dogmatik und den Voraussetzungen des faktischen Bezugswangs. Nach einer Begriffsbestimmung (§ 5) wird zunächst die Entwicklungslinie des faktischen Bezugswangs aufgezeigt (§ 6), um sodann seinen Anwendungsbereich abstecken zu können (§ 7). Danach gilt es, die dogmatische Grundlage des faktischen Bezugswangs zu diskutieren (§ 8). Darauf basierend werden die Voraussetzungen des faktischen Bezugswangs behandelt, wobei auf verschiedene tatsächliche und rechtliche Konstellationen einzugehen ist (§ 9). Von besonderer Bedeutung ist dabei die Unterscheidung zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften.

Im sich anschließenden 3. Kapitel werden zunächst die prozessualen Folgen eines faktischen Bezugswangs erörtert (§ 10). Daraufhin wird sich mit weiteren Folgefragen im Zusammenhang mit dem faktischen Bezugswang auseinandergesetzt (§ 11). Gesondert wird dabei die Übertragbarkeit der Erwägungen zum faktischen Bezugswang im Rahmen der Kapitalerhöhung einer Aktiengesellschaft auf andere Finanzierungsinstrumente und Rechtsformen diskutiert (§ 12).

Den Abschluss der Untersuchung bildet eine Zusammenfassung der zentralen Ergebnisse anhand von Thesen.

# 1. Kapitel: Grundlagen der Kapitalerhöhung und des Bezugsrechts

## § 3 Grundlagen der Kapitalerhöhung

Zunächst ist es wichtig, auf die für die Behandlung des faktischen Bezugswangs relevanten Grundlagen der Kapitalerhöhung einzugehen. Dabei sind die jeweiligen Arten der Kapitalerhöhung samt ihren formellen und materiellen Unterschieden aufzuzeigen. Dies ermöglicht es, die Erörterung des faktischen Bezugswangs spezifischer auf die jeweilige Kapitalerhöhungsstruktur zu beziehen.

Das AktG nennt als „Maßnahmen der Kapitalbeschaffung“<sup>10</sup> die Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182 ff. AktG), die bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG), das genehmigte Kapital (§§ 202 ff. AktG), die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG), die Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen sowie die Genussrechte (§ 221 AktG). Bei Wandel- bzw. Gewinnschuldverschreibungen und Genussrechten wird der Gesellschaft auf schuldrechtlicher Grundlage Kapital überlassen, sodass es sich im Kern um Fremdkapitalinstrumente handelt.<sup>11</sup> Die übrigen Maßnahmen lassen sich in nominelle und effektive Kapitalerhöhungen unterteilen.<sup>12</sup> Der faktische Bezugswang wird – soweit ersichtlich – bislang einzig im Rahmen der Kapitalerhöhungen diskutiert, sodass die Maßnahmen nach § 221 AktG zunächst außer Betracht bleiben.<sup>13</sup> Für die Behandlung des faktischen Bezugswangs und das Abstecken seines Anwendungsbereichs

---

10 So die amtliche Überschrift des zweiten Abschnitts des sechsten Teils des ersten Buchs des AktG (§§ 182 ff. AktG), vgl. BGBl I 1965, S. 1089, 1135.

11 Koch, in: Koch, AktG, § 221 Rn. 1. Die vertragliche Ausgestaltung der Instrumente führt oftmals zu einer Kombination aus Fremd- und Eigenkapitalkomponenten, sodass auch von hybriden bzw. mezzaninen Instrumenten oder *equity-linked notes* gesprochen wird, Koch, in: Koch, AktG, § 221 Rn. 1; Rieder/Holzmann, in: Grigoleit, AktG, § 221 Rn. 1 f.; zu den Begrifflichkeiten ‚hybrid‘ und ‚mezzanine‘ ausführlich Schrecker, Mezzanine-Kapital im Handels- und Steuerrecht, S. 18 f.; zu den strukturellen Gemeinsamkeiten der unter diesen wirtschaftlichen Sammelbegriffen zusammengefassten Finanzierungen etwa Berger, ZBB 2008, 92, 94.

12 Grundlegend für die heutige Unterscheidung: Godin, AcP 145 (1939), 69 ff.; Rauch, Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln.

13 Zur Übertragbarkeit der Erwägungen zum faktischen Bezugswang in der Kapitalerhöhung auf diese Instrumente s. § 12 A).

ist es daher zunächst ausreichend (aber erforderlich), die Grundlagen der Kapitalerhöhung bei der Aktiengesellschaft darzulegen.

## A) Nominelle Kapitalerhöhung

Die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nach §§ 207 ff. AktG wird auch als nominelle Kapitalerhöhung bezeichnet.<sup>14</sup> Sie führt wie alle übrigen Arten der Kapitalerhöhungen zu einer Erhöhung des in der Satzung verankerten Grundkapitals, §§ 1 Abs. 2, 23 Abs. 3 Nr. 3 AktG.<sup>15</sup> Die Besonderheit der nominellen Kapitalerhöhung liegt darin, dass der Gesellschaft keine neuen Mittel zugeführt werden.<sup>16</sup> Im Zuge einer nominellen Kapitalerhöhung werden lediglich Gewinn- bzw. Kapitalrücklagen oder Zuführungen zu diesen Rücklagen aus dem Jahresüberschuss oder Bilanzgewinn in Grundkapital umgewandelt, §§ 207 Abs. 1, 208 AktG. Es handelt sich somit entgegen der Überschrift des Gesetzesabschnitts<sup>17</sup> nicht um eine Maßnahme der Kapitalbeschaffung im wörtlichen Sinne.<sup>18</sup> Bilanztechnisch findet vielmehr ein Passivtausch statt.<sup>19</sup>

Die nominelle Kapitalerhöhung wurde erst 1959 kodifiziert.<sup>20</sup> Vorher wurde die nominelle Kapitalerhöhung herrschend anhand der sog. Theorie

---

14 *Hirte*, in: Großkomm-AktG, § 207 Rn. 1; *Gesell/Seulen*, in: Kessler, Unternehmensfinanzierung, § 4 Rn. 36; *Stelmaszczyk*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 207 AktG Rn. 1; *Simons*, in: Hölters/Weber, AktG, § 207 Rn. 2; *Wagner*, in: NK-AktG, § 207 Rn. 1; *Zetsche*, in: KK-AktG, § 207 Rn. 17. Nach h.M. ist die nominelle Kapitalerhöhung eine ‚echte Kapitalerhöhung‘ und nicht eine bloße Berichtigung oder Umschichtung, *M. Arnold*, in: MüKo-AktG, § 207 Rn. 1 m.w.N; zu den Folgen dieser Einordnung ausführlich *Zetsche*, in: KK-AktG, § 207 Rn. 21 ff.

15 *Wagner*, in: NK-AktG, § 207 Rn. 1; *Wilhelm*, Kapitalgesellschaftsrecht, Rn. 562.

16 *Fett/Spiering*, NZG 2002, 358, 359; *Wagner*, in: NK-AktG, § 207 Rn. 1; nichtsdestotrotz kann eine nominelle Kapitalerhöhung die Außenfinanzierung und somit die Mittelzufuhr erleichtern, vgl. *Hirte*, in: Großkomm-AktG, § 207 Rn. 35 ff., mit weiteren Motiven. Früher wurde die nominelle Kapitalerhöhung trotz dieser Besonderheit „[...] in die Formen der regulären Kapitalerhöhung gepresst“, s. *Zetsche*, in: KK-AktG, § 207 Rn. 2, mit einer ausführlichen Darstellung der Entwicklung der nominellen Kapitalerhöhung.

17 S. Fn. 10.

18 *M. Arnold*, in: MüKo-AktG, § 207 Rn. 1; *Koch*, in: Koch, AktG, § 207 Rn. 3; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 207 Rn. 2.

19 *Ekkenga*, in: KK-AktG, Vor § 182 Rn. 9; *Fett/Spiering*, NZG 2002, 358, 359; *Koch*, in: Koch, AktG, § 207 Rn. 3.

20 Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Gewinn- und Verlustrechnung vom 23. Dezember 1959, BGBl I S. 789.

der Doppelmaßnahme behandelt.<sup>21</sup> Nach dieser Ansicht war die nominelle Kapitalerhöhung in zwei Maßnahmen unterteilt, nämlich zunächst die Ausschüttung einer Dividende und sodann die (effektive) Kapitalerhöhung gegen (Sach-)Einlage der Dividendenforderung, wobei die jeweiligen Zahlungen verrechnet wurden.<sup>22</sup> Bei der Kodifikation folgte der Gesetzgeber jedoch der Einheitstheorie, wonach es sich bei der nominellen Kapitalerhöhung um einen einheitlichen Vorgang der Umwandlung von ausschüttungsfähigem, freiem Kapital in Grundkapital handelt.<sup>23</sup>

Bei Gesellschaften mit Nennbetragsaktien (§ 8 Abs. 2 AktG) ist die nominelle Kapitalerhöhung grundsätzlich nur gegen Ausgabe neuer Aktien durchzuführen, §§ 207 Abs. 2 S. 1, 182 Abs. 1 S. 4 AktG.<sup>24</sup> Lediglich sofern teileingezahlte Aktien bestehen, kann die nominelle Kapitalerhöhung nach Maßgabe des § 215 Abs. 2 AktG durch Erhöhung des Nennbetrages erfolgen. Mit der Eintragung des Beschlusses über die Erhöhung des Grundkapitals durch Ausgabe neuer Aktien werden die Aktionäre *ipso iure* Inhaber der neuen Aktien bzw. entsprechender Teilrechte.<sup>25</sup> Ein Bezugsrecht entsteht daher nicht.<sup>26</sup> Auch eine Einlagepflicht wird nicht begründet.<sup>27</sup> Neue Aktien stehen den Aktionären im Verhältnis ihrer Anteile am bisherigen Grundkapital zu, § 212 S. 1 AktG.

Gesellschaften mit Stückaktien (§ 8 Abs. 3 AktG) steht es darüber hinaus frei, ihr Grundkapital ohne Ausgabe neuer Aktien zu erhöhen, § 207 Abs. 2 S. 2 Hs. 1 AktG. Der Umfang der Beteiligung einer Stückaktie am Grundkapital der Gesellschaft erhöht sich automatisch in dem Verhältnis, in dem das Grundkapital erhöht wurde. Eine Korrektur der bestehenden Aktienur-

---

21 Ausführlich dazu und zur weiteren Entwicklung: *Hirte*, in: Bayer/Habersack, AktienR im Wandel, Bd. 2, Kap. 19 Rn. 45 ff.; *Zetsche*, in: KK-AktG, § 207 Rn. 1 ff.

22 *Koch*, in: Koch, AktG, § 207 Rn. 2.

23 *Hirte*, in: Bayer/Habersack, AktienR im Wandel, Bd. 2, Kap. 19 Rn. 49.

24 *M. Arnold*, in: MüKo-AktG, § 207 Rn. 21a; *Weiß*, in: BeckHdb-AG, § 9 Rn. 114.

25 *Drukarczyk/Lobe*, Finanzierung, S. 352; *Hirte*, in: Großkomm-AktG, § 207 Rn. 42; *Zetsche*, in: KK-AktG, § 212 Rn. 5.

26 *Drukarczyk/Lobe*, Finanzierung, S. 352; *Hirte*, in: Großkomm-AktG, § 207 Rn. 33; *Koch*, in: Koch, AktG, § 212 Rn. 2; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 212 Rn. 1; abw. wohl *Steiner*, DB 2001, 585, 586.

27 *Scholz*, in: MünchHdb-GesR Bd. 4, § 60 Rn. 55 f. Aus diesem Grund wird zuweilen auch von ‚Gratisaktien‘ gesprochen, vgl. etwa: *Hirte*, in: Großkomm-AktG, § 207 Rn. 35; *Kiefner/Seibel*, AG 2016, 301, 302; kritisch dazu etwa *M. Arnold*, in: MüKo-AktG, § 207 Rn. 2 und aus dem älteren Schrifttum *Höppner*, Praxis des Aktienrechts, S. 47.

kunden ist nicht erforderlich, da diese keine Angaben zum Umfang der Beteiligung einer Stückaktie am Grundkapital enthalten.<sup>28</sup>

## B) Effektive Kapitalerhöhung

Die übrigen Arten der Kapitalerhöhung, d.h. die Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182 ff. AktG), die bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG) und das genehmigte Kapital (§§ 202 ff. AktG), lassen sich unter dem Stichwort der effektiven Kapitalerhöhung zusammenfassen.<sup>29</sup>

### I. Funktion der effektiven Kapitalerhöhung

Die effektive Kapitalerhöhung grenzt sich von der nominellen Kapitalerhöhung dadurch ab, dass der Gesellschaft neue Mittel von außen zugeführt werden.<sup>30</sup> Sie dient also der Gewinnung von Eigenkapital, entweder durch Zuführung gänzlich neuer Mittel oder durch Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital.<sup>31</sup>

Die Gründe für die Durchführung einer effektiven Kapitalerhöhung sind vielfältig. Im Vergleich zur Aufnahme von Fremdkapital hat die Zuführung von Eigenkapital den Vorteil, dass keine Tilgungs- und Zinszahlungen die Liquidität belasten und der Gesellschaft das Kapital dauerhaft zur Verfügung steht.<sup>32</sup> Zudem führt eine Kapitalerhöhung zu einer Erhöhung des Haftkapitals der Gesellschaft, was sie für Fremdkapitalgeber attraktiver macht und somit die Aufnahme von Fremdkapital erleichtert.<sup>33</sup> Im Rahmen von M&A-Transaktionen können die durch die Kapitalerhöhung geschaffe-

---

28 *Hirte*, in: Großkomm-AktG, § 207 Rn. 43.

29 Vgl. *Gesell/Seulen*, in: Kessler, Unternehmensfinanzierung, § 4 Rn. 36; *Koch*, in: MüKo-AktG, § 255 Rn. 4; *Wagner*, in: NK-AktG, § 207 Rn. 1; *Wilhelm*, Kapitalgesellschaftsrecht, Rn. 569; Nachweise aus dem älteren Schrifttum finden sich bei *Fischer*, in: Großkomm-AktG, 2. Aufl. 1965, § 150 Anm. 7.

30 *Wagner*, in: NK-AktG, § 207 Rn. 1; vgl. *Ekkenga*, in: KK-AktG, § 182 Rn. 2; gleiches geschieht bei Einzahlung der Aktionäre in die Kapitalrücklage gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB, jedoch erhöht sich in diesem Fall nicht der Anteil des einzahlenden Aktionärs, vgl. *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, Vor § 182 Rn. 9.

31 Vgl. *Servatius*, in: Noack/Servatius/Haas, GmbHG, § 55 Rn. 3.

32 *Wiedemann*, in: Großkomm-AktG, Vor § 182 Rn. 52.

33 *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, Vor § 182 Rn. 17 (mit kritischer Haltung ob der heutigen Geltung dieses Arguments); *Wiedemann*, in: Großkomm-AktG, Vor § 182 Rn. 52.



nen Aktien als Akquisitionswährung eingesetzt werden und so die nötigen Barmittel reduzieren.<sup>34</sup> Dabei werden das Zielunternehmen bzw. die Anteile daran als Sacheinlage in die Gesellschaft eingebracht.<sup>35</sup> Die Anteilseigner der Zielgesellschaft erhalten im Gegenzug die neuen Aktien aus der Kapitalerhöhung.<sup>36</sup> In der Unternehmenskrise kann die Kapitalerhöhung dazu dienen, die Gesellschaft zu sanieren,<sup>37</sup> sei es durch Barkapitalerhöhung<sup>38</sup> oder mittels eines sog. *Debt-Equity-Swap*<sup>39</sup> im Rahmen eines Insolvenz- bzw. Restrukturierungsplans.<sup>40</sup>

## II. Arten effektiver Kapitalerhöhungen

### 1. Ordentliche Kapitalerhöhung

Die §§ 182–191 AktG bilden den Unterabschnitt zur „Kapitalerhöhung gegen Einlagen“. Nach der gesetzlichen Konzeption erfolgt jedoch auch bei der bedingten Kapitalerhöhung bzw. der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital die Ausgabe der neuen Aktien gegen Leistung einer Einlage.<sup>41</sup> Aus diesem Grund wird die Kapitalerhöhung gegen Einlagen vorzugswür-

---

34 Ausführlich dazu *Dietz*, Aktien als Akquisitionswährung; *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, Vor § 182 Rn. 21; *Servatius*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 182 Rn. 2; zur Handhabung in der Praxis ausführlich *Wieneke*, NZG 2004, 61 ff.

35 *Dietz*, Aktien als Akquisitionswährung, S. 34 ff.

36 Daher wird in diesem Zusammenhang auch von *share for share* Transaktionen gesprochen, vgl. etwa: *Beisel*, in: Beisel/Klump, Unternehmenskauf, § 11 Rn. 26; *J. Vetter*, AG 2008, 177, 179 f.

37 *Höll/Jostarndt*, ZBB 2008, 180 ff., mit ausführlicher Darstellung der ökonomischen Hintergründe; *Servatius*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 182 Rn. 2.

38 Zu nennen ist hier insbesondere der sog. Kapitalschnitt, bei dem eine (vereinfachte) Kapitalherabsetzung mit einer darauffolgenden effektiven Kapitalerhöhung verbunden wird, vgl. dazu unten § 9 B) II. 1. g).

39 Dabei werden Forderungen eines Gesellschaftsgläubigers im Wege der Sachkapitalerhöhung in die Gesellschaft eingebracht, mit der Folge, dass die Forderungen erlöschen und der Gläubiger vom Fremd- zum Eigenkapitalgeber wird, vgl. *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 32c.

40 *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 32c; *Morgen/Arends/Schierhorn*, ZRI 2021, 305, 310; *Seibt*, in: Theiselmann, Praxishdb. Restrukturierungsrecht, Kap. 5 Rn. 1; *Servatius*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 182 Rn. 2.

41 *Ekkenga*, in: KK-AktG, Vor § 182 Rn. 16; *Schürmbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 1.

dig auch als ‚ordentliche Kapitalerhöhung‘ bezeichnet.<sup>42</sup> Die ordentliche Kapitalerhöhung ist dabei die Grundform der Kapitalerhöhungen, auf deren Regelungen das AktG in den Abschnitten zu den übrigen Arten der Kapitalerhöhung regelmäßig verweist.<sup>43</sup>

#### a) Zuständigkeit

Der Ablauf einer ordentlichen Kapitalerhöhung lässt sich in zwei Abschnitte aufteilen, nämlich die Beschlussfassung und die Durchführung der Kapitalerhöhung.<sup>44</sup> Die Zuständigkeit für die jeweiligen Abschnitte kann verschiedene Organe der Aktiengesellschaft treffen.

Als Satzungsänderung<sup>45</sup> bedarf die ordentliche Kapitalerhöhung – wie die übrigen aktienrechtlichen Kapitalmaßnahmen –<sup>46</sup> zunächst eines Kapitalerhöhungsbeschlusses, für den ausschließlich die Hauptversammlung zuständig ist, vgl. §§ 179 Abs. 1, 182 Abs. 1 AktG bzw. § 119 Abs. 1 Nr. 6 AktG.<sup>47</sup> Die Einberufung der Hauptversammlung obliegt grundsätz-

---

42 *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 1; geläufig ist auch der gleichbedeutende Begriff ‚reguläre Kapitalerhöhung‘; vgl. etwa *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, Vor § 182 Rn. 13; *Ekkenga*, in: KK-AktG, Vor § 182 Rn. 16; *Weiß*, in: BeckHdb-AG, § 9 Rn. 3.

43 *T. Busch/D. Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, Rn. 44.1; *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 1. Entgegen des gesetzlichen Konzepts überwiegt in der Praxis insbesondere börsennotierter Aktiengesellschaften jedoch die Bedeutung der ‚spezielleren‘ Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital gegenüber der ordentlichen Kapitalerhöhung, vgl. *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, § 182 Rn. 13; *T. Busch/D. Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, Rn. 44.1; *Koch*, in: Koch, AktG, § 202 Rn. 2.

44 *Ekkenga*, in: KK-AktG, § 182 Rn. 3; *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 4.

45 Der Kapitalerhöhungsbeschluss ist zunächst nur eine Bekundung des Willens der Hauptversammlung, eine Kapitalerhöhung durchzuführen und die Satzung zu ändern, vgl. *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 6; *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 4; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 182 Rn. 10. Steht das Volumen der Kapitalerhöhung bei Beschlussfassung noch nicht fest, bietet es sich an, für die spätere Satzungsänderung den Aufsichtsrat zu ermächtigen, § 179 Abs. 1 S. 2 AktG, vgl. *Sickingher/Kuthe*, in: MAH-AktienR, § 33 Rn. 42.

46 Auch die Ausnutzung des genehmigten Kapitals nach § 202 Abs. 1 AktG durch den Vorstand bedarf zunächst einer Grundlage in der Satzung, welche die Hauptversammlung durch Satzungsänderung herbeiführt, *Haberstock/Greitemann*, in: Hölters/Weber, AktG, § 179 Rn. 7.

47 *Scholz*, in: MünchHdb-GesR Bd. 4, § 57 Rn. 15; ausführlich zum unionsrechtlichen Kontext der Hauptversammlungszuständigkeit *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 21.

lich dem Vorstand, § 121 Abs. 2 S. 1 AktG.<sup>48</sup> In ihr ist die Tagesordnung anzugeben, § 121 Abs. 3 S. 2 AktG. Nach Maßgabe des § 124 Abs. 3 S. 1 AktG haben Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft in der Bekanntmachung der Einberufung zu den Gegenständen der Tagesordnung, über die die Hauptversammlung beschließen soll, also etwa eine Kapitalerhöhung, Beschlussvorschläge zu machen. Jedoch haben auch die Aktionäre die Möglichkeit, Beschlussvorlagen einzubringen.<sup>49</sup> Aktionäre, deren Anteile zusammen 5 % des Grundkapitals oder den anteiligen Betrag von EUR 500.000 erreichen, können verlangen, dass Gegenstände auf die Tagesordnung gesetzt und bekanntgemacht werden, § 122 Abs. 2 S. 1 AktG. Jedem neuen Gegenstand muss dabei eine Begründung oder eine Beschlussvorlage beiliegen, § 122 Abs. 2 Satz 2 AktG.<sup>50</sup> Insofern ist es auch möglich, dass (einzelne) Aktionäre einen Kapitalerhöhungsbeschluss initiieren und diesen später bei entsprechender Mehrheit beschließen. Bereits diese Möglichkeit, einen Beschluss zu initiieren und letztlich durchzubringen, zeigt ein Missbrauchspotential gegenüber den übrigen Aktionären auf, wenn diese durch den gewählten Beschlussinhalt vor Probleme bei der Bezugsrechtsausübung gestellt werden. Insofern bedarf es geeigneter Instrumente zum Schutz der übrigen Aktionäre.

Die Hauptversammlung hat im Kapitalerhöhungsbeschluss eine Regelung zum Erhöhungsbetrag, d.h. dem Betrag, um den das Grundkapital erhöht werden soll, vorzusehen.<sup>51</sup> Ausreichend ist dabei die Angabe eines Mindest- und Höchstbetrages oder nur eines Höchstbetrages, sog. ‚Bis-zu-Kapitalerhöhung‘.<sup>52</sup> Dieses Vorgehen trägt dem Umstand Rechnung, dass der Umfang des platzierbaren Aktienvolumens oft ungewiss ist, bei präziser Angabe des Erhöhungsbetrages und dessen Nichterreichen die Eintragung der Kapitalerhöhung jedoch nicht erfolgen darf.<sup>53</sup> Um die Abgrenzung der

---

48 Zu den abweichenden Zuständigkeiten s. *Bungert*, in: MünchHdb-GesR Bd. 4, § 36 Rn. 11 ff.

49 Dies dürfte in der Praxis jedoch die Ausnahme darstellen, s. *Ekkenga/Jaspers*, in: *Ekkenga*, Hdb. AG-Finanzierung, Kap. 4 Rn. 79.

50 Ob bei Beschlussgegenständen eine Begründung ausreicht oder auch eine Beschlussvorlage erfolgen muss, ist umstritten, vgl. *Kubis*, in: MüKo-AktG, § 122 Rn. 32 m.w.N.

51 *Elser*, in: NK-AktG, § 182 Rn. 22; *Stelmaszczyk*, in: *Henssler/Strohn*, GesR, § 182 AktG Rn. 15; *Scholz*, in: MünchHdb-GesR Bd. 4, § 57 Rn. 27.

52 *Koch*, in: *Koch*, AktG, § 182 Rn. 12; *Scholz*, in: MünchHdb-GesR Bd. 4, § 57 Rn. 15; *Wiedemann*, in: *Großkomm-AktG*, § 182 Rn. 55, jeweils m.w.N.; kritisch für den Fall des § 186 Abs. 5 AktG *Herfs*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung, Rn. 5.30.

53 *Koch*, in: *Koch*, AktG, § 182 Rn. 12; *Rottbauer*, ZGR 2007, 401, 420.

„Bis-zu-Kapitalerhöhung“ zum genehmigten Kapital zu wahren, ist nach weit vertretener Auffassung im Erhöhungsbeschluss eine Durchführungsfrist festzulegen.<sup>54</sup> Auch bezüglich der Bestimmung des Ausgabebetrages<sup>55</sup> liegt die Zuständigkeit zunächst bei der Hauptversammlung. Lässt der Kapitalerhöhungsbeschluss einen Spielraum, ist es Aufgabe der Verwaltung, diesen nach pflichtgemäßem Ermessen auszufüllen.<sup>56</sup> Diese Kompetenz kann richtigerweise nicht allein dem Aufsichtsrat übertagen werden,<sup>57</sup> da es sich um eine Maßnahme der Unternehmensleitung bzw. Geschäftsführung handelt, die nach der aktienrechtlichen Kompetenzordnung dem Vorstand vorbehalten ist, vgl. etwa § 111 Abs. 4 S. 1 AktG.<sup>58</sup> Zulässig ist hingegen eine Delegation an den Vorstand dergestalt, dass die Zustimmung des Aufsichtsrates erforderlich ist.<sup>59</sup> Dies widerstrebt nicht der gesetzlichen Kompetenzordnung, was sich etwa aus den §§ 204 Abs. 1 S. 2, 111 Abs. 4 S. 2 AktG ergibt.<sup>60</sup> Somit können verschiedene Akteure für die Festlegung des Ausgabebetrages zuständig sein. Dies schafft eine weitere Komplexitätsebene im Umgang mit dem faktischen Bezugswang, da damit differenzierte rechtliche Würdigungen erforderlich sein können.

---

54 *Ekkenga*, in: KK-AktG, § 182 Rn. 30; *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 14; *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 45; *Servatius*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 182 Rn. 62 ff.; a.A. wohl OLG München NZG 2009, 1274, 1275; *Scholz*, in: MünchHdb-GesR Bd. 4, § 57 Rn. 27.

55 Zum Begriff s. § 3 C) I.

56 OLG Frankfurt a.M. ZIP 2017, 1714, 1717; *Ekkenga*, in: KK-AktG, § 182 Rn. 49 ff.; *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 24; *Pleister/Kindler*, ZIP 2010, 503, 508; *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 70; *Tielmann*, in: FS E. Vetter, 819, 822 f.; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 182 Rn. 22. Zur Festlegung des Ausgabebetrages s. auch § 3 C) III. In der Aktiengesellschaft bilden Vorstand und Aufsichtsrat die Verwaltung, *Seyfarth*, in: Seyfarth, Vorstandsrecht, § 1 Rn. 2.

57 *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, § 182 Rn. 60; *Ekkenga*, in: KK-AktG, § 182 Rn. 217; *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 69; *Servatius*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 182 Rn. 78; *Sickinger/Kuthe*, in: MAH-AktienR, § 33 Rn. 26; a.A. RGZ 144, 138, 143; *Stelmaszczyk*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 182 AktG Rn. 21; *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 24; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 182 Rn. 22.

58 *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 69; *Sickinger/Kuthe*, in: MAH-AktienR, § 33 Rn. 26.

59 *Ekkenga*, in: KK-AktG, § 182 Rn. 49; *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 24, jeweils m.w.N.; a.A. wegen § 111 Abs. 4 S. 1 AktG *Servatius*, in: BeckOGK-AktG (Stand: 01.10.2023), § 182 Rn. 78.1, unter Berufung auf *Wiedemann*, in: Großkomm-AktG, § 182 Rn. 64, der jedoch auch von einer „Ermächtigung an die Verwaltung“ spricht und lediglich eine Beteiligung von „anderen Organen der Gesellschaft, wie Beirat oder Verwaltungsrat,“ für unzulässig hält.

60 *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 69.

Die Durchführung des Kapitalerhöhungsbeschlusses obliegt demgegenüber originär dem Vorstand, vgl. § 83 Abs. 2 AktG.<sup>61</sup> Der Vorstand wird bei einzelnen Verfahrensschritten durch den Aufsichtsratsvorsitzenden unterstützt.<sup>62</sup>

## b) Verfahren

### aa) Beschluss und Anmeldung des Beschlusses zur Eintragung im Handelsregister

Der Kapitalerhöhungsbeschluss bedarf nach der dispositiven Regelung des § 182 Abs. 1 S. 1 AktG einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Neben dieser qualifizierten Kapitalmehrheit ist zudem eine einfache Stimmenmehrheit nach § 133 Abs. 1 AktG, d.h. die Mehrheit der abgegebenen Stimmen, erforderlich.<sup>63</sup> Dabei ist jedoch die Präsenzquote bei Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften zu beachten, die beispielsweise bei den DAX-Unternehmen im Jahr 2019 und 2020 im Schnitt bei rund zwei Drittel lag.<sup>64</sup> Insofern ist es auch für Aktionäre, die weniger als drei Viertel des Grundkapitals der Gesellschaft auf sich vereinen, möglich, Kapitalerhöhungsbeschlüsse durchzusetzen.

---

61 *Ekkenga*, in: KK-AktG, § 182 Rn. 3; *Koch*, in: Koch, AktG, § 182 Rn. 4.

62 Vgl. für die ordentliche Kapitalerhöhung §§ 184 Abs. 1 S. 1, 188 Abs. 1 AktG; *Ekkenga*, in: KK-AktG, Vor § 182 Rn. 58.

63 *Stelmaszczyk*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 182 AktG Rn. 6 f.; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 182 Rn. 11; *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 24; die Mehrheiten können insbesondere bei Höchststimmrechten, teileingezahlten Aktien und bei Altfällen mit Mehrstimmrechten auseinanderfallen, *Schürnbrand/Verse*, in: MüKo-AktG, § 182 Rn. 25; bezüglich Letzteren sei darauf hingewiesen, dass Art. 12 Nr. 9 RE ZuFinG-E die Wiedereinführung von Mehrstimmrechten vorsieht.

64 Vgl. die Untersuchung der Barkow Consulting GmbH, abrufbar unter: <https://www.barkowconsulting.com/neuer-rekord-bei-hv-praesenz-2020-im-dax-30> (zuletzt abgerufen am 11. März 2024); dabei ist zu beachten, dass die Hauptversammlungen 2020 pandemiebedingt überwiegend virtuell abgehalten wurden. Inwieweit auch nach der Pandemie von der durch das Gesetz zur Einführung virtueller Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften und Änderung genossenschafts- sowie insolvenz- und restrukturierungsrechtlicher Vorschriften vom 20. Juli 2022, BGBl I S. 1166 ff., eingeführten Möglichkeit virtueller Hauptversammlungen Gebrauch gemacht wird und wie sich die Präsenzquoten damit entwickeln, bleibt abzuwarten. Bislang ist mit den virtuellen Hauptversammlungen kein Trend zur Steigerung der Teilnahmequoten verbunden, *Seibt/Danwerth*, AG 2022, 177, 178.

Der Vorstand und der Aufsichtsratsvorsitzende haben sodann grundsätzlich den Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, § 184 Abs. 1 S. 1 AktG. In der Praxis wird jedoch häufig von der Möglichkeit nach § 188 Abs. 4 AktG Gebrauch gemacht, die Anmeldung des Kapitalerhöhungsbeschlusses mit der Anmeldung der Durchführung der Kapitalerhöhung zu verbinden.<sup>65</sup>

#### bb) Zeichnung

Die Zeichnung der neuen Aktien nach § 185 AktG markiert den Beginn der Durchführung der Kapitalerhöhung.<sup>66</sup> Der Zeichnungsschein, d.h. die schriftliche Erklärung zur Zeichnung der neuen Aktien, § 185 Abs. 1 S. 1 AktG, hat gemäß § 185 Abs. 1 S. 3 Nr. 2 AktG unter anderem den Ausgabebetrag der Aktien sowie ein etwaiges korporatives Agio<sup>67</sup> zu enthalten.

#### cc) Einlage

Den letzten Schritt der Durchführung der Kapitalerhöhung markiert die Leistung der (Mindest-)Einlagen auf die neuen Aktien.<sup>68</sup> Dabei gelten weitestgehend dieselben Vorschriften wie bei Gründung der Gesellschaft. Bei Bareinlagen ist demnach mindestens ein Viertel des geringsten Ausgabebetrages (§ 9 Abs. 1 AktG) und bei Überpariemissionen, d.h. der Ausgabe neuer Aktien zum höheren als dem geringsten Ausgabebetrag,<sup>69</sup> zusätzlich das gesamte (korporative) Agio von der Gesellschaft einzufordern und entsprechend von den Zeichnungswilligen zu zahlen, §§ 188 Abs. 2 S. 1, 36a Abs. 1 AktG. Sacheinlagen sind vollständig zu leisten, §§ 188 Abs. 2 S. 1, 36a Abs. 2 S. 1 AktG.

---

65 *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, § 188 Rn. 27; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 188 Rn. 32.

66 *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, § 185 Rn. 1; *Koch*, in: Koch, AktG, § 185 Rn. 1.

67 LG Frankfurt a.M. AG 1992, 240, 240; *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, § 185 Rn. 21; *Scholz*, in: MünchHdb-GesR Bd. 4, § 57 Rn. 170; *Wiedemann*, in: Großkomm-AktG, § 185 Rn. 19. Zum korporativen Agio s. § 3 C) II.

68 Vgl. *Apfelbacher/Metzner*, in: Hölters/Weber, AktG, § 185 Rn. 6.

69 *Vedder*, in: Grigoleit, AktG, § 9 Rn. 7; *Wöstmann*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 9 AktG Rn. 10.