

## Schranken für den Bezugsrechtsausschluss – Rechtsprechung des BGH im Wandel?

ZHR 167 (2003) 1–7

Das Bezugsrecht der Aktionäre kann sowohl bei der ordentlichen Kapitalerhöhung<sup>1</sup> als auch beim genehmigten Kapital<sup>2</sup> mit einer ¾-Mehrheit durch die Hauptversammlung ausgeschlossen werden. Das gilt gleichermaßen für die Kapitalerhöhung mit Bar- und mit Sacheinlagen. Beim genehmigten Kapital kann der Ermächtigungsbeschluss über die Kapitalerhöhung vorsehen, dass der Vorstand über den Ausschluss des Bezugsrechts entscheidet<sup>3</sup>. Diese Entscheidung bedarf der Zustimmung des AR<sup>4</sup>. In allen Fällen unterliegt der Beschluss der Hauptversammlung über den Bezugsrechtsausschluss nach der Rechtsprechung des BGH einer material-rechtlichen Inhaltskontrolle<sup>5</sup>. Mit dem letzten zu dieser Frage erlassenen Urteil<sup>6</sup> hat der BGH Entsetzen bei manchem Theoretiker unter den Gesellschaftsrechtlern ausgelöst<sup>7</sup>, hingegen die Praktiker unter ihnen sowie die stärker dem Kapitalmarktrecht verhafteten Autoren in hohem Maße beglückt<sup>8</sup>. Dieses Urteil war erforderlich, um die Regelung des genehmigten Kapitals, die mit der *Holzmann*-Entscheidung<sup>9</sup> de facto außer Kraft gesetzt worden war, wieder funktionsfähig zu machen. Es wirft aber Fragen auf, die durch die Rechtsprechung noch geklärt werden müssen.

---

1 § 186 Abs. 3 AktG.

2 § 203 Abs. 1 i.V.m. § 186 Abs. 3 AktG.

3 § 203 Abs. 2 Satz 1 AktG.

4 § 204 Abs. 1 Satz 2 Hs. 2 AktG.

5 Zur ordentlichen Kapitalerhöhung vgl. BGHZ 71, 40 – *Kali und Salz*; zum genehmigten Kapital vgl. BGHZ 125, 239 – *Deutsche Bank* (Anschluss durch die HV); BGHZ 83, 319 – *Holzmann* (Ausschluss durch HV oder Ermächtigung des Vorstandes zum Ausschluss).

6 BGHZ 136, 133 – *Siemens/Nold*.

7 Vgl. u. a. *Lutter*, JZ 1998, 50; *ders.*, FS Zöllner, 1999, S. 363, 372 ff.; zustimmend jedoch *Kindler*, ZGR 1998, 35, 38 ff.; konstruktive Interpretation bei *Zöllner*, AG 2002, 585, 587.

8 Vgl. u. a. *Bungert*, NJW 1998, 488, 491; *Vollhard*, AG 1998, 397, 403; *Schwark*, LM AktG § 86 Nr. 9.

9 BGHZ 83, 319.

*I. Stand der Rechtsprechung zum Inhalt der materiell-rechtlichen  
Beschlusskontrolle bei der ordentlichen Kapitalerhöhung und  
bei dem genehmigten Kapital*

In *Kali und Salz*<sup>10</sup> umschreibt der BGH diesen Inhalt recht umfassend: Da eine Kapitalerhöhung sachlich notwendigerweise auf den Zweck und die Interessen der Gesellschaft bezogen sei, müsse auch ein mit ihr verbundener Bezugsrechtsausschluss im Gesellschaftsinteresse seine Rechtfertigung finden. Der Ausschluss des Bezugsrechts sei nur dann zulässig, wenn er – bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung – auch bei gebührender Berücksichtigung der Folgen für die ausgeschlossenen Aktionäre durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt sei. Die Prüfung, ob diese sachliche Wirksamkeitsvoraussetzung erfüllt sei, schließe die Abwägung der Interessen und der Verhältnismäßigkeit von Mittel und Zweck ein.

Die Verhältnismäßigkeit von Mittel und Zweck sieht er in *Holzmann und Deutsche Bank* dann als gegeben an, wenn die HV der Überzeugung sein durfte, der Bezugsrechtsausschluss sei das angemessene und am besten geeignete Mittel zur Verfolgung überwiegender Gesellschaftsinteressen<sup>11</sup>. Im Urteil *Deutsche Bank* wird auch die Formulierung verwendet, das mit dem Bezugsrechtsausschluss verfolgte Ziel stehe nicht außer Verhältnis zu der Beeinträchtigung, welche die Aktionäre durch die Maßnahme erleiden<sup>12</sup>. Im Schrifttum wird dieser Gesichtspunkt unter den Begriffen der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit erörtert<sup>13</sup>.

Im Leitsatz von *Siemens/Nold* heißt es, beim genehmigten Kapital könne die HV das Bezugsrecht der Aktionäre ausschließen oder den Vorstand zum Ausschluss ermächtigen, wenn die Maßnahme, zu deren Durchführung der Vorstand ermächtigt werden solle, im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liege. Der Vorstand dürfe von der Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss nur dann Gebrauch machen, wenn das konkrete Vorhaben im Zeitpunkt seiner Realisierung noch im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liege<sup>14</sup>. In den Entscheidungsgründen wird ausgeführt, der Vorstand habe in eigener Verantwortung zu prüfen, ob aus unternehmerischer Sicht der Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre im Interesse der Gesellschaft liege<sup>15</sup>.

10 BGHZ 71, 40, 46.

11 BGHZ 83, 319, 321 – *Holzmann*; BGHZ 125, 239, 244 – *Deutsche Bank*.

12 BGHZ 125, 239, 246.

13 *Lutter* in: *Kölner KommAktG*, 2. Aufl. 1992, § 186 Rn. 62 f.; *Hüffer*, *AktG*, 5. Aufl. 2002, § 186 Rn. 27 f.; *Hefermehl/Bungeroth* in: *Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff*, *AktG*, § 186 Rn. 113 und § 203 Rn. 21; *Wiedemann* in: *GroßkommAktG*, 4. Aufl. 1992, § 186 Rn. 144 ff.; kritisch *Nirk* in: *Hdb. der AG*, Teil I, Rn. 553.

14 BGHZ 136, 133.

15 BGHZ 136, 133, 139.

Die Unterschiedlichkeit der in *Siemens/Nold* und in den Vorgängerentscheidungen verwendeten Formulierungen ist signifikant. *Kali und Salz* fordert, dass der Ausschluss durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft *gerechtfertigt* ist. Ferner sind die Folgen für die ausgeschlossenen Aktionäre gebührend zu berücksichtigen, d. h. aus der Sicht ex ante muss der Bezugsrechtsausschluss das angemessene und am besten geeignete Mittel zur Verfolgung überwiegender Gesellschaftsinteressen sein und die Rechte der ausgeschlossenen Aktionäre – das Teilhabe- und Vermögensrecht – dürfen durch den Ausschluss nicht unverhältnismäßig beeinträchtigt werden.

In der *Holzmann*-Entscheidung werden diese Grundsätze der Inhaltskontrolle sowohl auf den Beschluss der Hauptversammlung über den Bezugsrechtsausschluss bzw. die Ermächtigung des Vorstandes dazu als auch auf die in Ausübung der Ermächtigung getroffene Entscheidung des Vorstandes übertragen. *Siemens/Nold* fordert lediglich, dass der Ausschluss im (wohlverstandenen) Interesse der Gesellschaft *liegt*. Eine Abwägung der mit dem Bezugsrechtsausschluss einhergehenden Vorteile für die Gesellschaft und der damit verbundenen Nachteile für die Aktionäre wird nicht ausdrücklich verlangt.

Dieser Befund entspricht der Tendenz des Urteils *Siemens/Nold*, die strengen Voraussetzungen der *Holzmann*-Entscheidung zu lockern. Die Lockerung besteht sicherlich darin, die konkrete Prüfung der Voraussetzungen für den Bezugsrechtsausschluss allein dem Vorstand zu überlassen<sup>16</sup>. Dieser hat im Rahmen seines unternehmerischen Handlungsspielraumes zu prüfen, ob das – nunmehr konkrete – Vorhaben dem (wohlverstandenen) Interesse der Gesellschaft entspricht<sup>17</sup>. Hat die Hauptversammlung das Bezugsrecht ausgeschlossen, muss er prüfen, ob die konkret umzusetzende Maßnahme die Durchführung dieses Hauptversammlungsbeschlusses im Interesse der Gesellschaft rechtfertigt. Ist er zum Bezugsrechtsausschluss ermächtigt, hat er zu prüfen, ob der Bezugsrechtsausschluss aus unternehmerischer Sicht im Interesse der Gesellschaft *liegt*<sup>18</sup>.

Der BGH hat nicht erläutert, wie die Wendung zu verstehen ist, der Bezugsrechtsausschluss (durch den dazu ermächtigten Vorstand) müsse im (wohlverstandenen) Interesse der Gesellschaft liegen. Sie beinhaltet sicherlich eine Abkehr von den strengen Voraussetzungen im *Holzmann*-Urteil. Der unternehmerische Handlungsspielraum soll, wie in der Entscheidung *Deutsche Bank* bereits auf den Weg gebracht, voll zur Geltung kommen. In diesem Rahmen hat der Vorstand das Gesellschaftsinteresse wahrzunehmen, wobei es von den tatsächlichen Umständen des Einzelfalles abhängt, in welchem Maße dem Bezugsrecht der Aktionäre Rechnung getragen werden kann. Auf den konkreten

---

16 So das Verständnis des Urteils durch *Zöllner*, AG 2002, 585, 587 unter Bezugnahme auf *Schumann*, Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalbeschaffungsmaßnahmen von Aktiengesellschaften, 2001, S. 65 ff.

17 BGHZ 136, 133 (Leitsatz b) und 139.

18 BGHZ 136, 133, 139.

Fall bezogen heißt das, das unternehmerische Konzept „Beteiligungserwerb durch Beteiligungseinräumung“ lässt eine Entscheidung des Vorstandes über den Bezugsrechtsausschluss ohne Hinterfragung des Konzeptes zu. Eine nähere Abgrenzung zu *Holzmann* und *Kali und Salz* muss die Rechtsprechung noch vornehmen.

*Siemens/Nold* erfasst Bar- und Sacheinlagen. Wie sich aus dem Tatbestand des Urteils ergibt, erfasste das genehmigte Kapital II die Ausgabe von Stammaktien gegen Geld- oder Sacheinlagen. Demgemäß sind die im Leitsatz ausgesprochenen Grundsätze auch nicht auf Sacheinlagen beschränkt worden. Die Beschränkung, die in den Entscheidungsgründen in einem Punkte auf die Kapitalerhöhung mit Sacheinlagen vorgenommen wird<sup>19</sup>, ändert daran nichts.

*Kali und Salz* und *Holzmann* haben den Bezugsrechtsausschluss bei der ordentlichen Kapitalerhöhung und dem genehmigten Kapital einer einheitlichen materiell-rechtlichen Inhaltskontrolle unterworfen. *Siemens/Nold* hat die Erleichterung des Bezugsrechtsausschlusses nur für das genehmigte Kapital ausgesprochen. Verbleibt es dabei, ist das Institut der ordentlichen Kapitalerhöhung zur Bedeutungslosigkeit verurteilt. Da das Gesetz ein genehmigtes Kapital bis zur Hälfte des Grundkapitals zulässt<sup>20</sup> und der Häufigkeit der Durchführung keine Grenzen setzt, sind die Gesellschaften in der Lage, ihren Eigenkapitalbedarf in der Regel auf diesem Wege zu decken, ohne auf die Durchführung einer ordentlichen Kapitalerhöhung zurückgreifen zu müssen. Die dort maßgebenden strengen Anforderungen an die Inhaltskontrolle sind daher praktisch wirkungslos. Zu einer Anpassung wird es auch kaum kommen, weil Aktionäre mangels Nutzung dieses Instituts keine Gelegenheit zur Erhebung von Beschlussanfechtungsklagen haben. Darüber hinaus bietet die im Jahre 1994 eingefügte Regelung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG<sup>21</sup> die Möglichkeit, zusätzlich Erhöhungen bis zu 10% des Grundkapitals vorzunehmen, ohne dass auch hier eine Grenze für Zeiträume oder Häufigkeit gezogen wird, in denen die Maßnahme durchgeführt werden darf. Die Missbrauchsschranke ist so weit entfernt, dass sie von den Gesellschaften nicht als Einschränkung wahrgenommen werden dürfte.

## *II. Die Regelung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG als Ansatzpunkt für unterschiedliche Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluss bei börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften?*

Die Folgen des Bezugsrechtsausschlusses sind in einer Verminderung der Beteiligung zu sehen, die sich in der Verringerung des Gewinn-, Liquidations- sowie Stimmrechtsanteils niederschlägt. Sie führt zu einer Verschiebung der

<sup>19</sup> BGHZ 136, 133, 139.

<sup>20</sup> § 202 Abs. 3 AktG.

<sup>21</sup> Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts vom 2. 8. 1994, BGBl. I, 1961.

Stimmrechtsquoten zu Lasten der Aktionäre, wenn Außenstehende das Bezugsrecht ausüben, oder im Verhältnis der Aktionäre untereinander, wenn nur ein Teil der Aktionäre bezugsberechtigt ist. Außerdem besteht die Gefahr, dass der Wert der Beteiligung verwässert wird, wenn der Ausgabebetrag der neuen Anteile nicht dem Vermögenswert entspricht, den die alten Anteile am Gesellschaftsvermögen repräsentieren<sup>22</sup>.

Diese Erkenntnis hat der Gesetzgeber zum Anlass genommen, in das Gesetz eine Vorschrift einzufügen, die den Bezugsrechtsausschluss bei der Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen ohne Durchführung einer materiell-rechtlichen Inhaltskontrolle zulässt, wenn der Erhöhungsbetrag 10% des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet.

Dieser Regelung liegen im Wesentlichen drei Erwägungen zugrunde:

- Kapitalerhöhungen mit unmittelbarem oder mittelbarem Bezugsrecht der Aktionäre werden als zeitaufwendig und kostenträchtig beurteilt<sup>23</sup>. Das soll zu Lasten des Gesellschaftsvermögens und damit des anteiligen Wertes der Aktien gehen. Diese Kosten, so wird dargelegt, könnten bei Ausschluss des Bezugsrechtes und direkter Platzierung der Aktien an der Börse weitgehend aufgefangen werden.
- Die Anlehnung des Ausgabepreises an den Kurswert soll vermeiden, dass die Aktionäre einen vermögensrechtlichen Nachteil durch Festsetzung eines niedrigeren Kurses erleiden, den sie mangels Erlangung eines Bezugsrechtes nicht zu kompensieren vermögen. Diese Überlegung setzt voraus, dass der Börsenwert dem inneren Wert der Aktie entspricht. Davon kann nach allgemeiner Ansicht unter normalen wirtschaftlichen Voraussetzungen bei entsprechender Entwicklung der Börsendaten ausgegangen werden.
- Es ist nicht zu vermeiden, dass die quotale Beteiligung mit Einfluss auf Liquidations-, Dividenden- und Stimmrechtsanteil verringert wird. Diesen Verlust muss der Aktionär – wie er das bei Ausübung eines Bezugsrechtes tut – dadurch ausgleichen, dass er Aktien an der Börse hinzuerwirbt. Tut er das nicht, vermindert sich seine quotale Beteiligung. Diese Folge würde auch bei Nichtausübung des Bezugsrechtes eintreten.

Geht man von diesen Einzelheiten aus, liegt der Bezugsrechtsausschluss im Interesse der Gesellschaft. Er wäre unter diesen Umständen auch gerechtfertigt, weil den Aktionären durch den Ausschluss keine Nachteile entstehen würden.

Besteht eine Marktengung, bei der die Aktionäre den quotalen Verlust ihres Anteils nicht auszugleichen vermögen, oder ist der Börsenwert niedriger als

<sup>22</sup> BGHZ 71, 40, 45.

<sup>23</sup> Kübler/Mendelson/Mundheim, AG 1990, 461, 471; Heinsius, FS Kellermann, 1991, 115, 124; Kübler, ZBB 1993, 1, 4 ff.; Ekkenga, AG 1994, 59; dagegen Zöllner, AG 2002, 585, 589 ff. unter Hinweis auf Terstege, Bezugsrechte bei Kapitalerhöhungen: Eine ökonomische Analyse aus Aktionärssicht, 2001, 194 ff.

der innere Wert der Aktie, erleiden die ausgeschlossenen Aktionäre Nachteile. Das Gesetz versucht einer drohenden Marktengung dadurch Rechnung zu tragen, dass es das Emissionsvolumen auf 10% des Grundkapitals beschränkt. Dennoch eintretende Nachteile können nur dadurch vermieden werden, dass man die vom Gesetzgeber der gesetzlichen Regelung zugrunde gelegten Voraussetzungen als widerlegbare Vermutung ansieht und für den Fall ihrer Widerlegung auf das von der Rechtsprechung entwickelte Gebot sachlicher Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses zurückgreift.

Man könnte nun daran denken, dieses gesetzliche Modell, den Aktionär auf den Zukauf von Aktien an der Börse zur Erhaltung seiner quotalen Beteiligung zu verweisen, wenn der Ausgabepreis der neuen Aktien den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet, zu generalisieren und für börsennotierte Gesellschaften die materiell-rechtliche Inhaltskontrolle darauf zu beschränken, dass der Bezugsrechtsausschluss im Interesse der Gesellschaft liegt. Für nicht börsennotierte Gesellschaften verbliebe es bei den Anforderungen von *Kali und Salz* und *Holzmann*, beim genehmigten Kapital jedoch mit der Vorgabe in *Siemens/Nold*, dass die konkrete Prüfung der Voraussetzungen für den kraft Ermächtigung ausgesprochenen Bezugsrechtsausschluss dem Vorstand überlassen wird. Denn vermögenswerte Nachteile können dem Aktionär nicht entstehen, wenn sich der Ausgabebetrag der Aktien am Börsenkurs orientiert; eine Entwertung seiner quotalen Beteiligung kann er durch Zukäufe ausgleichen.

Eine Benachteiligung der vom Bezug ausgeschlossenen Aktionäre kann mit diesem Modell jedoch nur dann verhindert werden, wenn der im Börsenhandel befindliche Teil der Aktien so groß ist, dass die Aktionäre die erforderlichen Zukäufe tätigen können, ohne dass sich der Börsenkurs wesentlich erhöht, und wenn der Aktienkurs den anteiligen Verkehrswert des Unternehmens widerspiegelt. Welche Bedenken sich gerade gegen den letzten Punkt ergeben können, hat die Entwicklung der Börsenkurse im letzten Jahr gezeigt. Sie hat die euphorischen Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts, von denen es bei der Berücksichtigung des Börsenkurses für die Bemessung von Abfindung und Ausgleich ausgegangen ist<sup>24</sup> und denen sich der BGH notgedrungen beugen musste<sup>25</sup>, ad absurdum geführt<sup>26</sup>. Es dürfte auch erheblichen Schwierigkeiten begegnen, im Einzelnen festzustellen, ob Börsenkursbewegungen gerade darauf beruht haben, dass der „free float“ für die Erfüllung der Kaufwünsche der Aktionäre unzureichend war und dass die getätigten Käufe nur Ausgleichskäufe der vom Bezugsrechtsausschluss betroffenen Aktionäre waren.

24 BVerfGE 100, 289, 301 ff. – *DAT/Altana*; BVerfG, 8. 9. 1999, ZIP 1999, 1804 – *Hartmann & Braun*.

25 BGHZ 147, 108 – *DAT/Altana*

26 Zu den Vorbehalten gegenüber der Aussagekraft des Börsenkurses vgl. *Zöllner*, AG 2002, 585, 591 f.

Der BGH wird somit nicht umhinkommen, die Aussagen von *Siemens/Nold* zu präzisieren, um trotz der Lockerung der materiell-rechtlichen Inhaltskontrolle einen angemessenen Minderheitenschutz beim Bezugsrechtsausschluss im Rahmen des genehmigten Kapitals sicherzustellen. Sollte sich ein Verfahren zu ihm verirren, dessen Gegenstand die Anfechtung eines Beschlusses über den Bezugsrechtsausschluss bei der ordentlichen Kapitalerhöhung ist, wird er auch entscheiden müssen, ob die Voraussetzungen für die hier maßgebende materielle Beschlusskontrolle derjenigen beim genehmigten Kapital angeglichen werden. Denn die verfahrensmäßigen Unterschiede bei den beiden Kapitalerhöhungsarten rechtfertigen es nicht, unterschiedliche materielle Kontrollvoraussetzungen zugrunde zu legen.

Hartwig Henze