

**Untersuchungen über das  
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

---

**Abteilung B: Rechtswissenschaft**

Herausgegeben von Peter O. Mühlert,  
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

**Band 230**

**Kapitalerhöhungen von  
Aktiengesellschaften nach dem  
Zukunftsfinanzierungsgesetz**

**Erhöhungen von Volumengrenzen und Neukonzeption  
des Wertverwässerungsschutzes**

**Von**

**Elke Adams**



**Duncker & Humblot · Berlin**

ELKE ADAMS

Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften nach dem  
Zukunftsfinanzierungsgesetz

# Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und  
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens  
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 230

# Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz

Erhöhungen von Volumengrenzen und Neukonzeption  
des Wertverwässerungsschutzes

Von

Elke Adams



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ruprechts-Karl-Universität Heidelberg  
hat diese Arbeit im Jahre 2025 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten  
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf  
Druck: Prime Rate Zrt., Budapest, Ungarn

ISSN 0720-7352  
ISBN 978-3-428-19651-7 (Print)  
ISBN 978-3-428-59651-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,  
12165 Berlin, Germany | E-Mail: [info@duncker-humblot.de](mailto:info@duncker-humblot.de)  
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

## Geleitwort

In dem Bestreben, die Eigenkapitalaufnahme für deutsche Aktiengesellschaften zu erleichtern, hat das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) vom 11. Dezember 2023 den rechtlichen Rahmen für Kapitalerhöhungen vor allem in zweierlei Hinsicht wesentlich verändert: Zum einen wurde die praktisch häufig genutzte Möglichkeit, Barkapitalerhöhungen mit einem vereinfachten Bezugsrechtsausschluss durchzuführen, wenn die neuen Aktien zu einem börsenkursnahen Ausgabebetrag ausgegeben werden (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG), durch Anhebung der Volumengrenze von 10% auf 20% des Grundkapitals weiter ausgebaut. Zum anderen und vor allem hat der Gesetzgeber das System des Wertverwässerungsschutzes bei ordentlichen Kapitalerhöhungen mit (nicht vereinfachtem) Bezugsrechtsausschluss – also insbesondere Sachkapitalerhöhungen – in §§ 255–255b AktG von Grund auf neu geordnet. Ein Hauptversammlungsbeschluss über eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss kann nun anders als nach bisherigem Recht nicht mehr mit dem Argument angefochten werden, dass der Wert der Einlage unangemessen niedrig ist, d. h. erheblich hinter dem Wert der dafür gewährten neuen Aktien zurückbleibt und der Wert der Beteiligung der Altaktionäre dadurch verwässert wird. Stattdessen werden die Altaktionäre nunmehr nach dem Vorbild des ebenfalls unlängst reformierten Verschmelzungsrechts (§§ 14 Abs. 2, 15, 72a, 72b UmwG) darauf verwiesen, die Bewertungsrüge im Spruchverfahren geltend zu machen. Stellt das Gericht im Spruchverfahren fest, dass der Wert der Aktien der Altaktionäre tatsächlich verwässert wurde, erhalten sie von der AG entweder einen Ausgleich in bar (§ 255 Abs. 4 AktG) oder in Form zusätzlicher Aktien (§§ 255a, 255b AktG). Zugleich hat der Gesetzgeber mit § 255 Abs. 5 AktG eine neue, börsenkursorientierte Bewertungsregel für börsennotierte Gesellschaften eingeführt.

Das Anliegen der vorliegenden Arbeit von *Elke Adams* besteht darin, die Tragweite dieser durchaus grundlegenden Neuerungen genau zu vermessen, die sich stellenden Auslegungsfragen einer Lösung zuzuführen und zugleich zu hinterfragen, ob die neuen Bestimmungen das gesetzgeberische Ziel einer erleichterten Eigenkapitalaufnahme erreichen oder weitere Reformschritte erforderlich sind. Dass die Verfasserin zu diesen Fragen Position bezieht, wird schon deshalb auf großes Interesse stoßen, weil sie als Richterin dem für das Gesellschaftsrecht zuständigen II. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs angehört (auch wenn sie in der vorliegenden Untersuchung selbstverständlich nur ihre eigene Position und nicht die des Senats darlegt). Aber auch ganz unabhängig von dieser für eine Dissertation ungewöhnlichen Konstellation liefert die mustergültig klar, abgewogen, präzise und mit einem ausgeprägten Gespür für die Bedürfnisse der Praxis ge-

schriebene Arbeit einen so gehaltvollen Beitrag, dass von ihr wichtige Impulse für die weitere Diskussion zu erwarten sind.

Heidelberg, im September 2025

*Prof. Dr. Dirk A. Verse*

„Wer all seine Ziele erreicht hat, hat sie sich als zu niedrig ausgewählt.“  
(Herbert von Karajan)

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2025 von der Juristischen Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg als Dissertation zur Erlangung der Doktorwürde angenommen. Das Manuskript ist im März 2025 abgeschlossen worden.

Mein herzlicher Dank gilt meinem akademischen Doktorvater, Herrn Prof. Dr. M. Jur. (Oxford) Dirk A. Verse, der mich von Beginn an vorbehaltlos unterstützt und mir stets als wertvoller Ratgeber zur Seite stand. Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Peter Hommelhoff danke ich für die freundliche und engagierte Übernahme des Zweitgutachtens.

Mein aufrichtiger Dank gebührt ferner Richter am Bundesgerichtshof Dr. Falk Bernau für die kritische Auseinandersetzung mit den Ergebnissen meiner Arbeit. Bei meiner lieben Freundin, Frau Staatsanwältin Birgit Hellberg, bedanke ich mich herzlich für die Vornahme des mühevollen Korrektrats.

Ganz besonderen Dank schulde ich meiner Familie, meinem Ehemann Dr. Thorsten Adams und meinen wundervollen Kindern Joshua Elias und Mathilda Sophie, meinem Vater Friedhelm Bär, meiner Schwester Dr. Claudia Blattmann sowie meinen Schwiegereltern Hans und Helga Adams. Sie haben von Anfang an Verständnis für meinen prima facie nicht auf der Hand liegenden Wunsch gezeigt, neben meiner Tätigkeit als Richterin am Bundesgerichtshof das familiär bedingt zurückgestellte Promotionsvorhaben nachzuholen. Ohne ihre mannigfaltige Unterstützung, den gewährten Freiraum und den bedingungslosen Rückhalt wäre diese Promotion nicht möglich gewesen.

Karlsruhe/Göttingen, Juni 2025

Elke Adams



# Inhaltsverzeichnis

Einführung .....	19
------------------	----

## *Kapitel 1*

<b>Grundlagen</b>	22
-------------------	----

A. Formen der Kapitalerhöhung .....	22
I. Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182 ff. AktG) .....	23
II. Bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG) .....	24
III. Genehmigtes Kapital (§§ 202 ff. AktG) .....	25
B. Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss .....	26
I. Bezugsrecht .....	26
1. Verwässerungsschutz .....	27
2. Anwendungsbereich .....	28
II. Bezugsrechtsausschluss .....	29
1. Nachteile des Bezugsrechts .....	29
2. Qualifizierte Voraussetzungen .....	29
III. Überschießende Umsetzung der GesR-RL .....	30
C. Sachkontrolle des Bezugsrechtsausschlusses .....	30
I. Entwicklung durch die höchstrichterliche Rechtsprechung .....	31
1. Rechtsprechung des Reichsgerichts .....	31
2. Rechtsprechung des BGH .....	32
a) Minimax I und II .....	32
b) Kali+Salz .....	33
c) Holzmann .....	34
d) Deutsche Bank .....	35
e) Siemens/Nold .....	35
f) Mangusta/Commerzbank I und II .....	35
g) Urteil vom 23. Mai 2023 – II ZR 141/21 .....	36
3. Kritik an der Lehre vom sachlichen Grund .....	36
II. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss, § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG .....	37
1. Hintergrund der Einführung .....	38

2. Voraussetzungen	39
a) Ermittlung des Börsenpreises	39
b) Abschlagshöhe	41
3. Zukaufsmöglichkeit	41
4. Gleichbehandlungsgrundsatz und Einwand des Rechtsmissbrauchs	43
a) Gleichbehandlungsgrundsatz	44
aa) Begünstigung eines Teils der Altaktionäre	44
bb) Begünstigung eines außenstehenden Dritten	44
cc) Materielle Ungleichbehandlung	45
dd) Maßstab der sachlichen Rechtfertigung	45
b) Einwand Rechtsmissbrauch	46

## *Kapitel 2*

<b>Wertverwässerungsschutz nach bisherigem Recht</b>	47
A. Wertverwässerung	47
B. Anfechtungslösung des § 255 Abs. 2 AktG a. F.	48
I. Gültigkeit des Bezugsrechtsausschlusses	49
II. Folgen der Anfechtungslösung	49
III. Verhältnis zur Anfechtung nach § 243 AktG	50
C. Anwendungsbereich des § 255 Abs. 2 AktG a. F.	51
I. Ordentliche Kapitalerhöhung	51
II. Bedingte Kapitalerhöhung	52
III. Genehmigtes Kapital	53
IV. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss	54
1. Streitstand zur Spezialität	55
2. Auswirkungen des Meinungsstreits	56
D. Bewertungsmaßstab	57
I. Zweistufiges Bewertungsverfahren	57
II. Unternehmensbewertung	58
III. Angemessenheitsprüfung	59
1. Beurteilungsspielraum	59
2. Postulat der Methodengleichheit	60
IV. Unternehmensbewertung anhand des Börsenkurses	61
1. Börsenkurs-Rechtsprechung	63
a) Kali+Salz (BGH)	63
b) DAT/Altana (BVerfG)	64
c) Post DAT/Altana	64

2. Schrifttum .....	65
a) Börsenkurs als Untergrenze .....	65
b) Alleinmaßgeblichkeit des Börsenwerts .....	66
c) Börsenkurs als Schätzgrundlage .....	67
3. Aktuelle Rechtsprechung des BGH .....	68

*Kapitel 3*

**Änderungen durch das ZuFinG**

A. Kontext und Entstehung des ZuFinG .....	71
I. EU Listing Act .....	72
II. Internationaler Wettbewerb .....	72
B. Neue Volumengrenzen bei Kapitalerhöhungen .....	73
I. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss .....	74
1. Erhöhung der Volumengrenze .....	74
2. Absenkung des Aktionärsschutzes .....	75
3. Internationaler Rechtsformwettbewerb .....	76
a) Standortnachteil .....	77
b) Französisches Recht .....	77
c) Niederländisches Recht .....	78
4. Harmonisierung mit Europarecht .....	79
5. Investorenskepsis .....	80
6. Keine Präzisierung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG .....	81
a) Zukaufsmöglichkeit .....	81
b) Abschlagshöhe .....	82
c) Verhältnis zum Gleichbehandlungsgrundsatz .....	83
II. Bedingte Kapitalerhöhung .....	84
1. Unternehmenszusammenschlüsse .....	85
a) Erhöhung der Flexibilität .....	85
b) Vorteile des genehmigten Kapitals .....	85
2. Mitarbeiterbeteiligungen .....	86
a) Wirtschaftliche Bedeutung .....	87
b) Internationaler Vergleich .....	87
c) Erhöhung der Volumengrenze .....	88
d) Wartezeit .....	89
e) Steuerrechtliche Hindernisse .....	90
f) De lege ferenda: Verkürzung der Wartezeit .....	91
3. Keine Volumenerhöhung bei § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG .....	92
a) SPAC-Transaktionen .....	93

b) Absicherung von Naked Warrants	93
c) De lege ferenda: Einheitliche Volumengrenzen	95
III. Genehmigtes Kapital	95
1. Europäischer Vergleich	96
2. Gegensätzliche Positionen zur Ausgestaltung	97
3. De lege ferenda: Erhöhung Volumengrenzen	98
C. Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes	99
I. Anlass der Neukonzeption	100
1. Blockadefahr durch Anfechtungslösung	100
2. Kassation nicht im Aktionärsinteresse	101
3. Beginn der Reformbewegung	101
II. Ausgleichslösung	102
1. Anfechtungsausschluss und Ausgleichsanspruch	103
2. Beteiligungsverwässerungsschutz	103
3. Bewertungsanlass	104
4. Berücksichtigung des Selbstfinanzierungseffekts	104
a) Streitstand bei § 15 UmwG	105
b) Streitstand bei § 255 Abs. 4 AktG	105
c) Grenze der Berücksichtigungsfähigkeit	107
5. Kein Freistellungsanspruch	108
a) Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens	108
b) Kritik am Freistellungsanspruch	109
aa) Volles Bewertungsrisiko des Inferenten	109
bb) Fehlender Investitionsanreiz	109
c) Gleichlauf mit Umwandlungsrecht	110
d) Abmilderung der wirtschaftlichen Folgen	110
6. Kapitalerhaltungsgrundsatz	111
III. Anwendungsbereich der Neukonzeption	112
1. Ordentliche Kapitalerhöhung	112
a) Hauptanwendungsfall	112
b) Schattendasein der Sachkapitalerhöhung	112
aa) Genehmigtes Kapital als Alternative	113
bb) Internationale Wettbewerbsnachteile	114
c) Schaffung von Transaktionssicherheit	114
2. Bedingtes Kapital	115
a) Keine analoge Anwendbarkeit	115
b) (Analoge) Anwendbarkeit	116
3. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss	117
a) Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens	118
b) Kein Ausgleichsanspruch	119

c)	Keine Anfechtungsmöglichkeit	120
aa)	Vorrang der Effektivität	120
bb)	Vermeidung eines Wertungswiderspruchs	121
cc)	Spezialität des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG	121
d)	Rechtsschutz bei nicht belastbarem Börsenkurs	122
aa)	Kein Rechtsschutz	123
bb)	Rechtsschutz im Wege der Rechtsfortbildung	123
(1)	Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke	124
(2)	Anfechtungs- oder Ausgleichsfolge	125
cc)	De lege ferenda: Anpassung der Rechtsschutzmöglichkeiten	126
4.	Genehmigtes Kapital	127
a)	Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens	127
aa)	Eingeschränkter Aktionärsschutz	128
bb)	Gesetzgeberische Begründung	128
cc)	Stoßrichtung des ZuFinG	129
b)	Normative Fernwirkung des § 255 Abs. 4 AktG	130
IV.	Bewertungsmaßstab für den Ausgleichsanspruch	131
1.	Erfassung der Sachkapitalerhöhung	131
2.	Zweistufiges Bewertungsverfahren	132
3.	Unternehmensbewertung	132
a)	Nicht börsennotierte Gesellschaft	133
b)	Bewertung einer Sacheinlage	133
4.	Angemessenheitsprüfung	133
a)	Maßgeblicher Bewertungszeitpunkt	134
b)	Unternehmerischer Einschätzungsspielraum	135
aa)	Business Judgment Rule	135
bb)	Beurteilungsspielraum	137
(1)	Einräumung eines Ermessens	137
(2)	Umfang des Beurteilungsspielraums	137
5.	De lege ferenda: Gesetzliche Klarstellung des unternehmerischen Beurteilungsspielraums	139
V.	Verweisung ins Spruchverfahren, § 255 Abs. 7 AktG	140
1.	Änderung der Verfahrensvorschriften	140
2.	Geeignetes Rechtsschutzverfahren	140
a)	Vorteile des Spruchverfahrens	141
aa)	Darlegungs- und Beweislast	141
bb)	Kostenlast	142
cc)	Vergleich zum zivilprozessualen Rechtsschutz	142
(1)	Rechtsschutz beim Delisting	142

(2) Kritik am zivilprozessualen Rechtsschutz	143
(a) Funktionelle Zuständigkeit	143
(b) Bezifferung Klageantrag	144
(c) Darlegungs- und Beweislast	144
(d) Inter partes-Wirkung	144
(e) Kostenlast	145
(f) Keine Antragsfrist	145
b) Nachteile für den Inferenten	145
c) Nachteile für die Gesellschaft	146
3. De lege ferenda: Spruchverfahren auch beim Delisting und im Übernahmerecht	148
VI. Ausgleich in Aktien, § 255a AktG	149
1. Vorteile der Ersetzungsbefugnis	149
a) Kein Liquiditätsabfluss	149
b) Wahl des sachgerechten Schutzmechanismus	150
2. Anspruchserfüllung	150
a) Wege der Anspruchserfüllung	151
aa) Übertragung eigener Aktien, genehmigtes Kapital oder weitere Kapitalerhöhung nach § 255b AktG	151
bb) Schaffung von Aktien aus Gesellschaftsmitteln oder bedingtes Kapital	152
b) Beschaffungsrisiko	152
aa) Hauptversammlungsbeschluss	152
bb) Unmöglichkeit der Beschaffung	153
cc) Beschaffung durch bedingtes Kapital	154
c) „Alles-oder-nichts-Lösung“	155
d) Barer Zuzahlungsanspruch, § 255a Abs. 3 AktG	155
3. Festlegung im Kapitalerhebungsbeschluss	156
a) Auswirkungen für die Aktionäre	156
b) Auswirkungen für die Gesellschaft	157
c) Alternativmodell	158
4. Anpassung an veränderte Umstände	159
a) Nachfolgende Umwandlungsmaßnahmen	160
aa) Fortsetzung des Anteilsgewährungsanspruchs	161
bb) Unmöglichkeit bei anderen Rechtsformen	162
cc) Teilunmöglichkeit	162
b) Nachfolgende Kapitalmaßnahmen	163
aa) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	163
bb) Kapitalherabsetzung ohne Rückzahlung	164
cc) Nachträgliche Einräumung von Bezugsrechten	164
dd) Nicht erfasste Kapitalmaßnahmen	165

ee) Praktische Umsetzungsschwierigkeiten	166
5. Entschädigung in Geld, § 255a Abs. 4 AktG	167
a) Anlass des Ausscheidens	167
b) Teilweises Ausscheiden	168
c) Unterschied zum baren Zuzahlungsanspruch	168
VII. Kapitalerhöhung zur Beschaffung der zusätzlichen Aktien, § 255b AktG	169
1. Sachkapitalerhöhung	169
2. Gegenstand der Sacheinlage	169
a) Sacheinlagefähigkeit des Anspruchs	170
b) Gebot der effektiven Kapitalaufbringung	170
aa) Substitut für Barausgleich	171
bb) Eingesparter Beschaffungsaufwand	172
3. Sacheinlageprüfung	172
a) Widersprüchlicher Ansatz	173
b) Ermittlung der Werthaltigkeit der Einlage	173
c) Entbehrlichkeit einer Sacheinlagenprüfung	174
aa) § 33a Abs. 1 Nr. 2 AktG	174
bb) § 33a Abs. 1 Nr. 1 AktG	175
4. Übertragung der Sacheinlage auf die Gesellschaft	176
5. De lege ferenda: Korrektur des § 255b AktG	177
VIII. Weitere Stärkung der ordentlichen Sachkapitalerhöhung	177
D. Marktorientierte Bewertungsregelung	178
I. Hintergrund der Einführung	179
II. Neue Börsenkursregelung, § 255 Abs. 5 Satz 1 AktG	181
1. Marktorientierte Bewertung	181
2. Alleinmaßgeblichkeit des Börsenkurses	181
a) Angemessenheitspostulat im Übernahmerecht und Delisting	182
b) Verzicht auf das Angemessenheitspostulat	182
3. Vorteile der marktorientierten Bewertung	183
a) Rechtssicherheit und Verfahrenseffizienz	183
b) Vorbehalte gegen Börsenkursregelung	184
c) Informations- und Allokationseffizienz	185
4. Bewertung einer Sacheinlage	187
5. Verhältnis zur Angemessenheitsprüfung	188
a) Bedeutung bei Sachkapitalerhöhungen	188
b) Streitstand	189
aa) Bindung an Börsenkursbewertung	189
bb) „Safe-Harbor“-Regelung	190
6. Grundsatz der Methodengleichheit	192
a) Gültigkeit des Grundsatzes	192

	b) Keine Methodengleichheit	193
III.	Entfallen des Ausgleichsanspruchs, § 255 Abs. 5 Satz 2 AktG	194
	1. Materiell-rechtliche Einwendung	194
	2. Anwendung bei Sachkapitalerhöhungen	195
	3. Unwesentliche Unterschreitung	196
	a) Maßstab des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG	196
	b) Pflichtgemäßes Ermessen des Vorstands	197
IV.	Ausnahmeregelung, § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG	198
	1. Enge kasuistische Eingrenzung	199
	2. Anforderung an Aussagekraft des Börsenkurses	200
	a) Rechtsprechung zur Aussagekraft	200
	aa) Börsenkurs als Deinvestitionswert	200
	bb) Börsenkurs als Schätzgrundlage	201
	b) Herabgesetzte Anforderungen an Aussagekraft	203
	3. De lege ferenda: Anpassung der Ausnahmeregelung	204
V.	Berechnung des Börsenkurses, § 255 Abs. 5 Satz 4 und 5 AktG	205
	1. Durchschnittlicher inländischer Börsenkurs	205
	2. Referenztag für die Berechnung der Dreimonatsfrist	205
	a) Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung	206
	b) Tag der Festlegung des Umtauschverhältnisses	207
	c) Bekanntgabe der Maßnahme	209
	d) Differenzierte Betrachtung	209
	3. Stichtagskurs, § 255 Abs. 5 Satz 5 AktG	210
	a) Sinkender Börsenkurs	210
	b) Steigender Börsenkurs	211
	c) Referenztag beim Stichtagskurs	212
VI.	Breitenwirkung des § 255 Abs. 5 AktG	212

#### *Kapitel 4*

	<b>Fazit und Zusammenfassung</b>	213
A.	Neue Volumengrenzen bei Kapitalerhöhungen	214
	I. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss	214
	II. Bedingtes Kapital	214
	III. Genehmigtes Kapital	215
B.	Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes	215
	I. Ausgleichslösung	215
	II. Anwendungsbereich der Neukonzeption	216
	III. Bewertungsmaßstab für den Ausgleichsanspruch	217

IV. Verweisung ins Spruchverfahren, § 255 Abs. 7 AktG .....	218
V. Ausgleich in Aktien, § 255a AktG .....	219
VI. Kapitalerhöhung zur Schaffung der zusätzlichen Aktien, § 255b AktG .....	220
VII. Weitere Stärkung der Sachkapitalerhöhung .....	221
C. Marktorientierte Bewertungsregelung .....	222
I. Neue Börsenkursregelung .....	222
II. Entfallen des Ausgleichsanspruchs, § 255 Abs. 5 Satz 2 AktG .....	223
III. Ausnahmeregelung, § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG .....	224
IV. Berechnung des Börsenkurses .....	224
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>226</b>
<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>242</b>



## Einführung

„Price is what you pay, value is what you get“ – ob dies auch bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss gilt, ist immer wieder Gegenstand kontroverser Diskussionen.<sup>1</sup> Die mit dem Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) beschlossenen Änderungen zum Kapitalerhöhungsrecht von Aktiengesellschaften und die Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes bieten Anlass, diese Frage neuerlich vertieft zu beleuchten.

Seit Inkrafttreten des Aktiengesetzes vor knapp 60 Jahren haben sich der Bedarf der Aktiengesellschaften und das regulatorische (auch internationale) Umfeld deutlich verändert.<sup>2</sup> Das Kapitalerhöhungsrecht wies in seiner bisherigen gesetzlichen Ausgestaltung Mängel auf, die von Aktiengesellschaften verstärkt als Hindernis für die Unternehmensfinanzierung betrachtet wurden. Gefordert wurde daher seit langem, die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarkts und die Attraktivität des Finanzstandorts Deutschland durch wirtschaftsfördernde Erleichterungen der Eigenkapitalaufnahme bei Aktiengesellschaften zu verbessern. Vor diesem Hintergrund erstaunt es nicht, dass nunmehr der neueste Abschnitt der bereits in den 1990er Jahren beginnenden<sup>3</sup> „Aktienrechtsreform in Permanenz“,<sup>4</sup> die im Laufe der Zeit zunehmend auch europarechtlich geprägt wurde,<sup>5</sup> eingeleitet ist: Sowohl auf europäischer wie auf nationaler Ebene wurden in jüngster Zeit Maßnahmen umgesetzt, mit denen die Attraktivität der Kapitalmärkte vor allem für Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleine und mittlere Unternehmen verbessert werden sollen. Am 7. Dezember 2022 gab die Europäische Kommission mit der Vorlage von Entwürfen für ein Legislativpaket (Listing Act) zur attraktiveren Gestaltung der öffentlichen Kapitalmärkte in der EU und zur Erleichterung des Zugangs zu Kapital für kleine und mittlere Unternehmen den Startschuss.<sup>6</sup> Nachdem am 1. Februar 2024

---

<sup>1</sup> Knoll, in: FS Heidel, 2021, S. 813.

<sup>2</sup> Habersack/Vetter, AG 2024, 377 Rn. 2.

<sup>3</sup> Vgl. zu den vorangegangenen Aktienrechtsreformen Claussen, DB 1998, 177 (KonTraG); Claussen, AG 1995, 163; Funke, AG 1997, 385 (StückaktienG); Hoffmann-Becking, ZIP 1995, 1 (Kleine AG); Noack, ZIP 1999, 1993 (NaStraG); Thaeter, NZG 2001, 545; Pluskat, DStR 2001, 897 (WpÜG); Bericht der Regierungskommission Corporate Governance vom 14. August 2001, BT-Drucks. 14/7515; Referentenentwurf zum TransPuG vom 26. November 2001, NZG 2002, 78; Seibert, AG 2015, 593.

<sup>4</sup> Vgl. zur Bezeichnung Zöllner, AG 1994, 336.

<sup>5</sup> J. Schmidt, GPR 2015, 129 zum Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion; Harnos, AG 2023, 348; Habersack/Vetter, AG 2024, 377 Rn. 3.

<sup>6</sup> COM (2022) 760; COM (2022) 761; COM (2022) 762.

eine Einigung im Trilog erzielt und das Legislativpaket am 24. April 2024 vom EU-Parlament in erster Lesung angenommen wurde, erfolgte nach förmlicher Annahme des Europäischen Rats am 14. November 2024 die Verkündung im Amtsblatt der EU.<sup>7</sup> Parallel zu den europäischen Bemühungen haben das Bundesministerium der Finanzen (BMF) und das Bundesministerium der Justiz (BMJ) am 12. April 2023 den Referentenentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen veröffentlicht.<sup>8</sup> Am 16. August 2023 hat die Bundesregierung ein entsprechendes Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) in das Gesetzgebungsverfahren eingebracht,<sup>9</sup> das am 14. Dezember 2023 im Bundesgesetzblatt verkündete und am 15. Dezember 2023 in Kraft getreten ist.<sup>10</sup> Die Bundesregierung geht davon aus, dass in Deutschland Investitionen in „*beispiellosem Umfang*“ erforderlich sind, um Wohlstand zu sichern sowie Digitalisierung und Klimaschutz voranzubringen.<sup>11</sup> Aufgrund der parallelen Zielsetzung überschneiden und ergänzen sich der auf EU-Ebene erarbeitete Listing Act und das nationale ZuFinG.<sup>12</sup> Ziel des ZuFinG ebenso wie des europäischen Listing Acts ist es, den Kapitalmarkt durch Erleichterung der Eigenkapitalaufnahme leistungsfähiger zu machen, um mehr privates Kapital für zukünftige Einlagen in Unternehmen zu mobilisieren.<sup>13</sup>

Der gewünschten Mobilisierung von Kapital und damit der Kapitalerhöhung bei Kapitalgesellschaften ist freilich ein Gerechtigkeitsproblem immanent, das zwangsläufig für den Fall, dass die Bestandsaktionäre nicht ihrem bisherigen Anteil entsprechend an der Kapitalerhöhung beteiligt werden, eine nähere Beleuchtung des Aktionärsschutzes erfordert.<sup>14</sup> Kapitalerhöhungen können zu einer Verschiebung von Stimmrechtsmacht (Beteiligungsverwässerung) und von Vermögenswerten (Wertverwässerung) führen. Nach der Grundkonzeption des Aktienrechts soll hiervoor das gesetzlich verankerte Bezugsrecht Schutz bieten, das infolgedessen als „*ehrwürdige Näherungslösung*“ für das Gerechtigkeitsproblem bei Kapitalerhöhungen<sup>15</sup> und wegen seiner zentralen Funktion als mitgliedschaftliches Grundrecht

---

<sup>7</sup> VO (EU) 2024/2809 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Oktober 2024 zur Änderung der VO (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 60072014 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen, ABl. 2024 L 2809 vom 14. November 2024.

<sup>8</sup> Abrufbar unter <https://ottosc.hm/LX8vZ>.

<sup>9</sup> Begr. RegE ZuFinG, BT-Drucks. 20/8292.

<sup>10</sup> BGBl. 2023 I Nr. 354 vom 14. 12. 2023.

<sup>11</sup> Begr. RegE ZuFinG, BT-Drucks. 20/8292, S. 1; Schwarz, GmbHR 2023, R308.

<sup>12</sup> Schlitt/Ries/Lepke, AG 2024, 466 Rn. 2.

<sup>13</sup> Harnos, AG 2023, 348 Rn. 1.

<sup>14</sup> Zöllner, AG 2002, 585.

<sup>15</sup> Zöllner, AG 2002, 585.

bezeichnet wird.<sup>16</sup> Das Aktienrecht sieht zur Steigerung der Effektivität der Kapitalerhöhung allerdings auch die Möglichkeit des Bezugsrechtsausschlusses vor. Im Gegenzug steht den Altaktionären, um den mit einem Bezugsrechtsausschluss verbundenen nachteiligen wirtschaftlichen Folgen entgegenzuwirken, der seit 1965 in § 255 AktG verankerte Wertverwässerungsschutz zur Seite. Trotz des gesetzlich angeordneten Wertverwässerungsschutzes sieht sich die Möglichkeit des Bezugsrechtsausschlusses jedoch immer wieder rechtspolitischer Kritik ausgesetzt,<sup>17</sup> die indes im völligen Widerspruch zu Forderungen aus der Unternehmenspraxis nach weitgehend bezugsrechtsfreien Kapitalerhöhungen zur Steigerung der Effizienz bei Kapitalerhöhungen steht.<sup>18</sup> In dieses Spannungsfeld zwischen dem Aktionärsschutz auf der einen und der Effektivität der Eigenkapitalaufnahme auf der anderen Seite treten nunmehr die in dieser Arbeit näher betrachteten gesetzlichen Änderungen im aktienrechtlichen Kapitalerhöhungsrecht durch das ZuFinG. Im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens wurde daher zu Recht darauf hingewiesen, dass nicht nur das Bedürfnis der Unternehmen nach einer effektiven Mobilisierung von Kapital zu beachten sei, sondern auch die bereits im Jahr 1994 von Zöllner<sup>19</sup> aufgeworfene Frage, „*Was wird aus den Rechten des Aktionärs?*“.<sup>20</sup> Es zeigt sich, dass damals wie heute die Erleichterung der Eigenkapitalaufnahme von Aktiengesellschaften einerseits und der Aktionärsschutz andererseits gewissermaßen als „*Schicksalsgemeinschaft*“ untrennbar miteinander verbunden und die insoweit gegenläufigen Interessen einer rechtspolitischen Lösung zuzuführen sind.

Die vorliegende Arbeit untersucht die wesentlichen durch das ZuFinG implementierten gesetzlichen Änderungen im Kapitalerhöhungsrecht bei Aktiengesellschaften, die im Wesentlichen drei zentrale Schaltstellen des Kapitalerhöhungsrechts betreffen: die Erhöhung der Volumengrenzen beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG) und beim bedingten Kapital (§ 192 AktG) sowie die Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes (§ 255 AktG) mit der damit einhergehenden Zäsur der Einführung einer marktorientierten Bewertungsregelung.

---

<sup>16</sup> Zöllner, AG 1994, 336, 341; Bayer, ZHR 163 (1999), 505, 508; Zöllner, AG 2002, 585; Goette, ZGR 2012, 505, 507.

<sup>17</sup> Vgl. Bayer, ZHR 168 (2004), 132 ff.

<sup>18</sup> MüKoAktG/Bayer, 5. Aufl., AktG § 202 Rn. 23.

<sup>19</sup> Zöllner, AG 1994, 336.

<sup>20</sup> Vgl. Koch, AG 2024, 1 Rn. 14 unter Hinweis auf den zweiten Teil des Titels des Beitrags „*Aktienrechtsreform in Permanenz*“.