

Spitzen – ein oftmaliges Problem beim Bezugsrecht der Aktionäre

Hermann Wenusch

Der wohl oft anzutreffende Umstand, daß Erhöhungen des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft nicht genau einem ganzzahligen Vielfachen des bisherigen Grundkapitals entsprechen, bewirkt sogenannte Spitzen. Der Beitrag beschäftigt sich mit verschiedenen bisher kaum beachteten Einzelfragen, die mit diesem Phänomen in Zusammenhang stehen.

Stichwörter: Aktiengesellschaft, Kapitalerhöhung, Bezugsrecht, Bezugsverhältnis, Bezugsrechtsausschluß, Verwässerung, gemeinsame Ausübung.

JEL-Classification: G 21, G 24.

It is very likely that an equity increase is not an integer multiple of the equity before that increase. Therefore it is very likely that fractional shares occur. This article examines various, yet scarcely noticed, specific questions concerning this phenomena.

1. Das grundlegende Problem

Das Bezugsrecht der Aktionäre gemäß § 153 AktG hat den Sinn, daß Aktionäre im Zuge von Kapitalerhöhungen nicht gegen ihren Willen „verwässert“ werden können: Die einmal erworbene, durch die relative Höhe der Beteiligung manifestierte Rechtsposition soll nicht geschmälert werden [1]. Besonders auffällig wäre dies beim Verlust der – allenfalls qualifizierten – Mehrheit oder beim Verlust einer Minderheitsbeteiligung, die bestimmte Rechte gewährt. Nicht zuletzt aufgrund des Eigentumsschutzes [2] kann das Einräumen des Bezugsrechts wohl als übergeordnetes Ziel bezeichnet werden.

Daß das Bezugsrecht der Aktionäre u.U. ausgeschlossen werden kann, soll hier nicht erörtert werden. Untersucht werden ausschließlich die Probleme, die dann entstehen, wenn es das Ausmaß einer Kapitalerhöhung nicht zuläßt, daß jeder bestehenden Aktie das Recht auf Bezug genau einer jungen Aktie zukommt.

Keine Probleme ergeben sich, wenn jeder bestehenden Aktie das Recht auf

Bezug einer ganzzahligen Menge an jungen Aktien zukommt [3] (also z.B. 1:2, 1:3, 1:4, etc.), weil sich das Beteiligungsverhältnis eines Aktionärs nicht ändert, wenn er seine Bezugsrechte ausnützt [4].

Bei allen anderen Bezugsverhältnissen kann es zu „Spitzen“ kommen. Als Spitze ist zu verstehen, daß einer bestehenden Aktie das Recht auf den Bezug einer nicht ganzzahligen Menge an jungen Aktien zukommt (also z.B. 2:1, 2:3, 3:1, 3:2). Problematisch ist dies, weil es nur ganzzahlige Mengen an (hier: jungen) Aktien geben kann – es kann nicht ausgeschlossen werden, daß sich die Beteiligungsstruktur durch eine Kapitalerhöhung mit Spitzen ändern muß. Anschaulichstes Beispiel ist eine Gesellschaft, deren Grundkapital auf 100 Aktien mit niederstmöglichem Nominale verteilt ist, wobei diese Aktien zu gleichen Teilen von zwei Aktionären gehalten werden: Bei einer Kapitalerhöhung, in deren Folge sich die Anzahl von Aktien auf 105 erhöht (Bezugsverhältnis 20:1), muß sich die Beteiligungsstruktur ändern.

Freilich könnte man nun argumentieren, daß Kapitalerhöhungen, die zu Spitzen führen könnten, überhaupt unzulässig [5] sind, weil eben nicht gewährleistet werden kann, daß sich die Position eines Aktionärs gegen dessen Willen verschlechtert (eine Ausnahme wäre der Fall, daß sich alle gegebenenfalls betroffenen Aktionäre mit ihrer Verschlechterung einverstanden erklären [6]).

Soweit ersichtlich wird diese Position weder in der Literatur noch der Recht-



Photo: privat

DDr. Hermann Wenusch ist Partner der Mondl Trummer Thomas & Partner Rechtsanwälte GmbH; e-mail: wenusch@aon.at

sprechung vertreten. – Tatsächlich kommen Spitzen bei Kapitalerhöhungen in der Praxis auch häufig vor. Daß offenbar niemand an der Problematik der Spitzen etwas auszusetzen hat, liegt wahrscheinlich daran, daß dies als den Verkehr unnötig belastend angesehen wird. Tatsächlich finden sich allerdings im AktG explizit Regelungen, die den Verkehr viel mehr einschränken, die aber nicht in die Position von Aktionäre eingreifen würden (gemeint ist hier vor allem § 149 (1) AktG, der Kapitalerhöhungen mitunter völlig unterbindet, ohne daß daraus ein Sinn ersichtlich ist [7]).

Es gilt natürlich zu bedenken, daß – wie ausgeführt – nur Kapitalerhöhungen

[1] Es soll auch die Möglichkeit eines Vermögensschadens, der dadurch entsteht, daß die jungen Aktien „zu billig“ (d.h. zu einem nicht den inneren Wert repräsentierenden Preis) abgegeben werden, vermieden werden.

[2] *Koppensteiner*, JBl 2003, 709: „Das Gebot verfassungskonformer Auslegung führt vielmehr dazu, daß Eigentumsgarantie und Gleichheitssatz auch bei der Interpretation von Normen zu beachten sind, die Vermögensverschiebungen unter Privaten zum Gegenstand haben.“

[3] Bei den weiters angegebenen Verhältnissen ist immer das Verhältnis von der Anzahl an bestehenden Aktien zur Anzahl der dafür mittels Bezugsrecht erwerblichen jungen Aktien angegeben.

[4] Es ist natürlich denkbar, daß sich die

tatsächliche Situation eines Aktionärs im Zuge einer Kapitalerhöhung trotz Ausnutzung seiner Bezugsrechte sehr wohl verändert (dies wäre z.B. der Fall, wenn alle anderen Aktionäre auf ihre Bezugsrechte verzichten und der gesamte Rest der Kapitalerhöhung von einer einzigen Person, die dadurch „bestimmender“ Aktionär wird, gezeichnet würde) – solche im Faktischen gelegene Auswirkungen bleiben unbeachtet.

[5] Bzw. nur unter den für einen Bezugsrechtsausschluß erforderlichen Voraussetzung zulässig (dazu unten).

[6] Daß dieses Einverständnis schwer zu administrieren sein kann, wird weiter unten gezeigt.

[7] Vgl. dazu näher *Wenusch*, *ecolex* 1999 830 f.

um das Einfache oder ein ganzzahliges Vielfaches des (bestehenden) Grundkapitals gewährleisten, daß Spitzen ausgeschlossen werden können, was enorme Kapitalmaßnahmen bedeuten würde. Doch auch wenn man die Meinung vertritt, daß Kapitalerhöhungen mit Spitzen nicht ohne weiteres vorkommen dürfen, würde dies solche Kapitalmaßnahmen nicht endgültig ausschließen: Es wären dann eben Kapitalerhöhungen mit teilweise Bezugsrechtsausschluß. Näher soll hier aber der Gedanke, daß die Möglichkeit des Auftretens von Spitzen zu einer Kapitalerhöhung, bei der die Bestimmungen zum Bezugsrechtsausschluß zu beachten sind, führen müßte, nicht verfolgt werden.

2. Faktischer Bezugsrechtsausschluß

An dieser Stelle ist übrigens darauf hinzuweisen, daß der Handel mit Bezugsrechten, der oft als „Heilmittel“ beim Auftreten von Spitzen angesehen wird [8], vielleicht in der Praxis für die Beteiligten akzeptable Abhilfe schafft, das strukturelle Problem allerdings nicht löst: Auch der Handel mit Bezugsrechten ist im obigen Beispiel nicht in der Lage, die fehlende Aktie „herbeizuzaubern“ (oder auch die überschüssige Aktie „wegzuzaubern“).

Im Zusammenhang mit Spitzen wird öfter – wenn auch nicht explizit – der „faktische“ oder „verdeckte“ Bezugsrechtsausschluß [9] problematisiert: Es geht dabei um Bezugsverhältnisse, die so ungünstig sind, daß (verschiedene) Aktionäre davon keinen Gebrauch machen können [10]. Die Frage ist nun allerdings, wann ein so ungünstiges Bezugsrecht vorliegt. Für den gegebenen Zusammenhang von Interesse wird konkret eigentlich nur der Fall genannt, daß „die Ausübung des Bezugsrechtes nur durch einen besonders hohen Aktienbestand ausgeübt werden kann“ [11]. Wäre dies so richtig – was hier nicht weiter in Frage gestellt werden soll –, so wären jedenfalls ganz geringe Kapitalerhöhungen nicht ohne „echten“ Bezugsrechtsausschluß möglich (z.B. erfordert eine Kapitalerhöhung mit dem Bezugsverhältnis 100:1, daß man wirk-

lich 100 bestehende Aktien benötigt, um das Bezugsrecht für eine junge Aktie zu erhalten).

Mitunter ist jedoch der Eindruck zu gewinnen, daß das Vorliegen eines faktischen Bezugsrechts nur davon abhängen soll, ob im Bezugsverhältnis eine hohe Zahl an bestehenden Aktien [12] genannt ist, ganz gleich, wie hoch das Verhältnis ist [13]. Danach wäre bei einem Bezugsverhältnis von 135:17 wohl leicht ein faktischer Bezugsrechtsausschluß gegeben, obwohl das Verhältnis tatsächlich knapp unter 8:1 (nämlich bei 7,94:1) liegt.

Einem Aktionär, der acht bestehende Aktien hält, kommt in diesem Fall sicher das Recht auf Bezug einer jungen Aktie zu. Es ist sicher nicht erforderlich, daß er die Bezugsrechte von 127 bestehenden Aktien dazu erwirbt, um dafür „alle“ 17 jungen Aktien zu erwerben. Dies ergibt sich aus dem übergeordneten Ziel, durch eine Kapitalerhöhung die Beteiligungsverhältnisse *nicht* zu verändern, wenn die Aktionäre (und zwar jeder einzelne für sich selbst) dies nicht wünschen. Kann dieses Ziel nicht gänzlich erreicht werden, so ist die *bestmögliche Annäherung* anzustreben: Eine ganz geringe Verwässerung (im Beispiel im Verhältnis von 1:0,9992) seiner Beteiligung ist für einen Aktionär wahrscheinlich viel günstiger als das Erfordernis des Erwerbs von Bezugsrechten, die er möglicherweise wegen eines fehlenden Angebots überhaupt nicht beschaffen kann; der betreffende Aktionär muß (nur!) auf (geringe) Teile seines Bezugsrechts verzichten (im Beispiel auf das Bezugsrecht aus 0,06 bestehenden Aktien). Solch ein Verzicht ist durchaus möglich [14], weil das Bezugsrecht kein unverzichtbares Recht sein kann und weil dadurch nicht in die Rechtsposition Dritter eingegriffen wird [15] (mehr dazu unten).

Heikel wird die Sache für den Aktionär natürlich, wenn er vor der Kapitalmaßnahme eine besondere Aktionärsrechte begründende Beteiligung nur „hauchdünn“ erreichte – diese ist dann möglicherweise weg (im Beispiel würde aus einer Beteiligung von 25,020% eine solche von 24,999% – die „Sperrminorität“ wäre fort).

Angemerkt werden soll hier, daß ein Verzicht auf Bezugsrechte – auch wenn dieser nur teilweise und in sehr geringem Ausmaß erfolgt – zu „freien“ jungen Aktien führt, wobei jene jungen Aktien als frei bezeichnet werden sollen, auf die kein bisheriger Aktionär (mehr) ein Bezugsrecht hat: Erlöschen Bezugsrechte durch Verzicht, wächst nämlich der entsprechende Anspruch den anderen Bezugsberechtigten nicht an [16]; es ist allerdings die *Gleichbehandlung* der Aktionäre zu beachten, wenn mehrere Altaktionäre Aktien über ihr Bezugsrecht hinaus erwerben wollen (weitere angemerkt sei in diesem Zusammenhang, daß freie junge Aktien natürlich überhaupt nur dann entstehen, wenn sie gezeichnet werden).

3. Rundung des Bezugsrechts

Eine weitere Frage ist, ob das Bezugsverhältnis genau die Veränderung des Grundkapitals abbilden muß. Oder ist es beispielsweise zulässig, für „fast runde“ Kapitalerhöhungen (z.B. 28.134.181:2.813.413, was einer Kapitalerhöhung von 9,99998% entspricht) „echt runde“ Bezugsverhältnisse festzusetzen (z.B.: 10:1)?

Praktisch läßt sich das Problem dadurch umgehen, daß ein Aktionär im Voraus auf Bezugsrechte aus so vielen bestehenden Aktien verzichtet, daß sich ein echt rundes Verhältnis ausgeht (geht man im soeben dargestellten Beispiel davon aus, daß es sich um Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,- handelt, so müßte ein Aktionär auf sein Bezugsrecht aus 51 bestehenden Aktien (fünf junge Aktien) verzichten, was ein Verhältnis von 28.134.130:2.813.413, oder gekürzt eben „ganz genau“ 10:1 ergibt). Hingewiesen soll hier der Vollständigkeit halber darauf werden, daß ein *Vorausverzicht nicht ganz einfach zu administrieren* ist: Es muß sichergestellt werden, daß die betroffene Aktie vom Augenblick des Verzichts nur mehr „ex Bezugsrecht“ (d.h. „ohne Coupon“) gehandelt werden kann; sonst kann der Erwerber der Aktien das Bezugsrecht ungeschmälert ausüben, weil der Verzicht seines Vormannes wohl nicht absolut wirkt.

[8] So z.B. *Kastner / Doralt / Nowotny*, Gesellschaftsrecht⁵ 306.

[9] Z.B. OGH in 3 Ob 152/02b: „*Einem Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechts stehen solche Erschwerungen des Bezugsrechts gleich, welche die einzelnen Aktionäre nicht rechtlich, aber tatsächlich hindern, von ihrem Bezugsrecht Gebrauch zu machen.*“

[10] Vgl. auch *Wiedemann* in AktG⁴ § 186 Rz 176.

[11] *Winner* in Doralt / Nowotny / Kalss, AktG Rz 152 zu § 153 m.w.N.

[12] Vorausgesetzt dabei wird, daß sich die im Verhältnis genannten Zahlen nicht kürzen lassen (10:6 etwa läßt sich auf 5:3 kürzen).

[13] So z.B. – auch wenn nicht ausdrücklich angesprochen – *Hirte*, Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung 62.

[14] Vgl. dazu *Winner* in Doralt /

Nowotny / Kalss, AktG Rz. 20 zu § 153 unter Berufung auf § 1444 ABGB.

[15] Vgl. dazu *Dullinger* in Rummel, ABGB Rz 1 zu § 1444: „*Forderungs-, Herrschafts- und Gestaltungsrechte sind grundsätzlich gleichermaßen verzichtbar.*“

[16] Vgl. dazu *Winner* in Doralt / *Nowotny / Kalss*, AktG Rz 37 zu § 153.

Doch wie ist zu verfahren, wenn die dargestellte praktische Lösung nicht zur Verfügung steht (etwa wenn nicht auf Bezugsrechte in genügendem Ausmaß verzichtet wird)?

Sichergestellt werden muß zweierlei: Erstens, daß in keinem Fall [17] mehr Rechte zum Bezug junger Aktien entstehen können, als solche Aktien tatsächlich geschaffen werden (mit anderen Worten: würden alle Bezugsrechte ausgeübt, so würde dies zu einer höheren als der beschlossenen Kapitalerhöhung führen). Sichergestellt werden muß aber auch zweitens, daß dann, wenn alle Bezugsrechte vollkommen ausgenutzt werden, keine „freien“ jungen Aktien überbleiben: Den Aktionären wäre es dann nicht mehr möglich, so viele Bezugsrechte zu kaufen, wie erforderlich ist, um ihre Beteiligung zu halten, weil es eben nicht einmal dann genügend Bezugsrechte gibt, wenn diese völlig frei gehandelt würden [18] – es läßt sich also nicht argumentieren, daß sich durch die Zulässigkeit von Spitzen die Zulässigkeit der Schaffung von von Beginn an freien jungen Aktien ergibt.

Nur wenn gilt:

$$\text{Ganzzahl}\left(\frac{A \cdot j}{a}\right) = J,$$

(dabei ist:

A Grundkapital vor der Kapitalerhöhung

a Anzahl von bestehenden Aktien, die zum Bezug von **j** jungen Aktien berechtigten

J Kapitalerhöhung

j Anzahl von jungen Aktien, die aufgrund der Bezugsrechte aus **a** bestehenden Aktien bezogen werden können),

sind beide Bedingungen erfüllt [19] (die Grenze im obigen Beispiel liegt also bei 28.134.139 – es ist also ausreichend, wenn ein Aktionär auf Bezugsrechte aus 42 bestehenden Aktien verzichtet).

4. Gemeinsame Ausnutzung von Bezugsrechten

Zuletzt sei noch darauf hingewiesen, daß die Problematik der Spitzen durch eine „gemeinsame Ausübung“ [20] mehrerer Aktionäre, nämlich durch eine Rechtsgemeinschaft nach § 63 AktG, vermieden werden kann: Die betroffenen Aktionäre vereinigen ihre Bezugsrechte und erwerben dafür Miteigentum an den damit bezogenen jungen Aktien. Es ist überlegenswert, ob eine Gesellschaft die eine Kapitalerhöhung, die Spitzen zuläßt, durchführt, nicht gut beraten wäre, allenfalls betroffenen Aktionären einen „gemeinschaftlichen Vertreter“ gemäß § 63 (1) AktG vorzuschlagen – insbesondere bei großen Aktiengesellschaften im Streubesitz ist eine Selbstorganisation der Aktionäre in der doch eher kurzen Bezugsfrist wohl auszuschließen.

5. Resümee

Bei einer Kapitalerhöhung, bei der es zu Spitzen kommen kann, können sich die Mehrheiten auch gegen den Willen der davon betroffenen Personen ändern. Obwohl dies bislang noch nie gefordert wurde, ist zu fragen, ob auf solche Kapitalerhöhungen nicht die Vorschriften für Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluß anzuwenden sind.

Es ist nicht erforderlich, daß ein Aktionär die gesamte im Bezugsver-

hältnis angegebene Anzahl an bestehenden Aktien besitzt (bzw. die Bezugsrechte der fehlenden Stücke dazukauf), um junge Aktien durch Bezugsrecht gesichert zu erwerben: Gesichert erworben werden können so viele „ganze“ junge Aktien, wie sich bei der Anwendung des Bezugsverhältnisses auf die von ihm gehaltenen bestehenden Aktien ergibt.

In sehr engen Grenzen kann ein „fast rundes“ Verhältnis zwischen bestehendem Grundkapital und Kapitalerhöhung in ein „echt rundes“ Bezugsverhältnis umgewandelt werden.

Durch Verzicht auf Bezugsrechte kann ein rundes Bezugsverhältnis erreicht werden – problematisch ist allerdings die Gestaltung eines wirksamen Verzichts, weil ein solcher nicht ohne weiteres absolut wirkt.

Durch die Bündelung von Bezugsrechtsteilen können die negativen Effekte von Spitzen gemildert werden. ♦

Literaturverzeichnis

Dullinger in Rummel, ABGB-Kommentar, 3. Aufl.

Hirte, Bezugsrechtsausschluß.

Kastner / Doralt / Nowotny, Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts, 5. Aufl.

Koppensteiner, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBl 2003, 709.

Wenusch, Die Stückaktie – das unbekannte Wesen, ecoplex 1999, 830 f.

Wiedemann in Kommentar zum AktG, 4. Aufl.

Winner in Doralt / Nowotny / Kalss, AktG Rz.

[17] Der diesbezüglich „ungünstigste“ Fall ist jener, in welchem alle Aktien von einer Person gehalten werden – wenn nicht einmal der einzige Aktionär aufgrund seiner Bezugsrechte mehr Aktien erwerben könnte, als tatsächlich geschaffen werden, so erübrigt sich eine weitere Prüfung.

[18] Es ist auch denkbar, daß alle Aktionäre gemeinsam – gegebenenfalls durch Schaffung von Rechtsgemeinschaften an einzelnen Aktien gemäß § 63 AktG – alle Bezugsrechte konsumieren wollen. Aufgrund

des eingangs erwähnten übergeordneten Ziels muß dann gewährleistet werden, daß keine externe Verwässerung eintritt.

[19] Aus diesem Grund war der Kapitalerhöhungsbeschuß, der der E OGH 3 Ob 152/02b zugrunde lag, nicht zulässig (wenn man davon ausgeht, daß keiner der Aktionäre auf Bezugsrechte verzichtete): Grundkapital vor der Kapitalmaßnahme: 82.878.000,-
Anzahl der Stückaktien vor der Kapitalmaßnahme: 34.200.000

Kapitalerhöhung: 8.371.514,05
Anzahl an jungen Aktien: 3.454.545

$$\text{Ganzzahl}\left(\frac{82.878.000 \times 10}{99}\right) = 8.371.515$$

Mit anderen Worten: Es konnten nicht alle Bezugsrechte restlos ausgeübt werden, weil dies zu einer höheren als der beschlossenen Kapitalerhöhung geführt hätte.

[20] Vgl. dazu *Winner* in Doralt / Nowotny / Kalss, AktG Rz 13 zu § 153.