DRITTER ABSCHNITT

Maßnahmen der Kapitalherabsetzung

ERSTER UNTERABSCHNITT

Ordentliche Kapitalherabsetzung

Vorbemerkungen

Übersicht

	Rn
I. Systematischer Überblick	1–71
1. Die Funktion des Grundkapitals	1–2
2. Wirtschaftlicher Zweck und tatsächliche Bedeutung von Kapitalherabsetzungen	3–23
a) Kapitalherabsetzungen in wirtschaftlich gesunden Zeiten	4
b) Kapitalherabsetzung in der Unternehmenskrise	10
c) Ausschluss von Aktionären	19
d) Zahlenmäßige Bedeutung von Kapitalherabsetzungen	20
3. Gesetzessystematik, Arten und Durchführung der Kapitalherabsetzung	24–28
4. Squeeze-Out	29
5. Schutz der Gläubiger und der Aktionäre	30–31
6. Kapitalherabsetzung als Satzungsänderung	32–35
7. Anwendungsbereich und Bedeutung der §§ 222–240	36–45
a) Aktiengesellschaften	36
b) Europäische Aktiengesellschaften	37
c) Kommanditgesellschaften auf Aktien	39
d) Investmentaktiengesellschaften	40
e) Abspaltungen oder Ausgliederungen	41
f) GmbH	43
g) Rechtsbeziehungen einer AG zu Dritten	44
8. Spezialgesetzliche Regelungen in Bezug auf Kapitalherabsetzungen	46–47
9. Kapitalmarktrechtliche Folgefragen	48–71
a) Ad-hoc-Publizität	48
b) Directors' Dealings	50
c) Mitteilung der Stimmrechtsanteile	52
d) Weitere Mitteilungspflichten des Emittenten	56
e) Börsenzulassung und Prospektpflicht	61
f) Pflichtangebot	63
g) Kapitalherabsetzung und Delisting	64
II. Geschichtlicher Hintergrund	72–88
1. Frühe Regelungen	72
2. Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch und die Aktiennovellen	73–76
3. Das Handelsgesetzbuch	77
4. Die Entwicklung bis zum Aktiengesetz 1937	78–85
5. Das Aktiengesetz von 1965	86–87
6. Reformüberlegungen	88
III. Europarechtlicher Hintergrund	89–112
1. Regelungsansatz der Kapitalrichtlinie	89
2. Richtlinienkonforme Auslegung	90–91
3. Textauszug aus der Kapitalrichtlinie	92–103
4. Reformüberlegungen	104–112

Schrifttum

Berning Die Herabsetzung des Grundkapitals der AG nach geltendem Recht und ihre wirtschaftliche Bedeutung, 1934; *Brauer* Die Zulässigkeit der Ausgabe von sog. „Tracking Stocks" durch Aktiengesellschaften nach deutschem Aktienrecht, AG 1993, 324; *Cichy/Heins* Tracking Stocks – Ein Gestaltungsmittel für deutsche Unternehmen (nicht nur) bei Börsengängen, AG 2010, 181; *Dötsch* Kapitalerhöhung und Kapitalherabsetzung – Auswirkungen auf die Einkommensermittlung und Eigenkapitalgliederung, DB 1981, 1994; *Ekkenga* Die Kapitalherabsetzung nach der neuen EG-Kapitalrichtlinie: Änderungen, Ergänzungen und Umsetzungsbedarf, Der Konzern 2007, 413; *Fabis*

Vereinfachte Kapitalherabsetzung bei AG und GmbH, MittRhNotK 1999, 169; *K A Fischer* Die Kapitalherabsetzung der Aktiengesellschaft und ihre Bedeutung für den Neuaufbau der deutschen Wirtschaft, Diss Gießen 1937; *Fuchs* Tracking Stock – Spartenaktien als Finanzierungsinstrument für deutsche Aktiengesellschaften, ZGR 2003, 167; *Geißler* Rechtliche und unternehmenspolitische Aspekte der vereinfachten Kapitalherabsetzung bei der AG, NZG 2000, 719; *Giewald* Die Kapitalherabsetzung bei Aktiengesellschaften und ihr Zweck, Diss Hamburg 1963; *v Godin* Die erfolgte Kapitalherabsetzung, ZHR 100 (1934) 221; *Gotthardt* Sicherheitsleistung für Forderungen pensionsberechtigter Arbeitnehmer bei Kapitalherabsetzung, BB 1990, 2419; *Grunewald* Der Ausschluss aus Gesellschaft und Verein, 1987; *Hartmann* Die rechtlichen und wirtschaftlichen Wirkungen der Kapitaländerung bei der Aktiengesellschaft, AG 1957, 57; *Heidinger* Die Euroumstellung der Aktiengesellschaft durch Kapitalherabsetzung, DNotZ 2000, 661; *Heine/Lechner* Die unentgeltliche Auskehrung von Sachwerten bei börsennotierten Aktiengesellschaften, AG 2005, 269; *Hillebrandt/Schremper* Analyse des Gleichbehandlungsgrundsatzes beim Rückkauf von Vorzugsaktien, BB 2001, 533; *Hirte* Genußscheine und Kapitalherabsetzung, ZIP 1991, 1461; *Hirte* Genüsse zum Versüßen vereinfachter Kapitalherabsetzungen, FS Claussen, 1997, 115; *Ihrig/Streit* Aktiengesellschaft und Euro – Handlungsbedarf und Möglichkeiten der Aktiengesellschaften anlässlich der Euro-Einführung zum 1.1.1999, NZG 1998, 201; *Jäger* Wege aus der Krise einer Aktiengesellschaft, NZG 1999, 238; *Krauel/Weng* Das Erfordernis von Sonderbeschlüssen stimmrechtsloser Vorzugsaktionäre bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen, AG 2003, 561; *Krieger* Fehlerhafte Satzungsänderungen: Fallgruppen und Bestandskraft, ZHR 158 (1994) 35; *Krieger* Beschlusskontrolle bei Kapitalherabsetzungen, ZGR 2000, 885; *Kümpel* Die Kapitalherabsetzung im Börsenrecht und Depotgeschäft, WM 1980, 694; *Leist* Die Sanierung von Aktiengesellschaften, 1905; *Loos* Minderung von Anschaffungskosten oder der Buchwerte bei Kapitalherabsetzung, BB 1970, 72; *Lutter/Hommelhoff/Timm* Finanzierungsmaßnahmen zur Krisenabwehr in der Aktiengesellschaft, BB 1980, 737; *Maser* Die Neuregelung der sanierenden Kapitalherabsetzung bei der GmbH, GmbHR 1996, 22; *Natterer* Materielle Kontrolle von Kapitalherabsetzungsbeschlüssen?, Die Sachsenmilch-Rechtsprechung, AG 2001, 629; *Neuburger* Die Herabsetzung des Grundkapitals bei Aktiengesellschaften, 1911; *Oechsler* Die Änderung der Kapitalrichtlinie und der Rückerwerb eigener Aktien, ZHR 170 (2006) 72; *Pleister/Kindler* Kapitalmaßnahmen in der Insolvenz börsennotierter Gesellschaften, ZIP 2010, 503; *Reger/Stenzel* Der Kapitalschnitt auf Null als Mittel zur Sanierung von Unternehmen – Gesellschaftsrechtliche, börsenzulassungsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Konsequenzen, NZG 2009, 1210; *H P Reuter* Die Umdeutung von „echten" Kapitalherabsetzungen in verdeckte Gewinnausschüttungen nach der Körperschaftsteuerreform, AG 1982, 306; *Reinisch* Der Ausschluss von Aktionären aus der Aktiengesellschaft, 1992; *Risse* Rückwirkung der Kapitalherabsetzung einer Aktiengesellschaft, BB 1968, 1012; *K Schmidt* Die sanierende Kapitalerhöhung im Recht der Aktiengesellschaft, GmbH und Personengesellschaft, ZGR 1982, 519; *K Schmidt* Die Umwandlung einer GmbH in eine AG zu Kapitaländerungszwecken, AG 1985, 150; *Schroeder* Die Kontrolle des Aktionärskreises in der REIT-Aktiengesellschaft, AG 2007, 531; *Schröer* Sicherheitsleistung für Ansprüche aus Dauerschuldverhältnissen bei Unternehmensumwandlungen, DB 1999, 317; *Senger/Vogelmann* Die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien, AG 2002, 193; *Sethe* Kapitalmarktrechtliche Konsequenzen einer Kapitalherabsetzung, ZIP 2010, 1825; *Sieger/Hasselbach* „Tracking Stock" im deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG 2001, 391; *Terbrack* Kapitalherabsetzende Maßnahmen bei Aktiengesellschaften, RNotZ 2003, 89; *Terbrack* Kapitalherabsetzung ohne Herabsetzung des Grundkapitals? Zur Wiedereinführung der Amortisation im Aktienrecht, DNotZ 2003, 734; *Tielmann* Die Einziehung von Stückaktien ohne Kapitalherabsetzung, DStR 2003, 1796; *Tonner* Zulässigkeit und Gestaltungsmöglichkeiten von Tracking Stocks nach deutschem Aktienrecht, IStR 2002, 317; *Vaupel/Reers* Kapitalerhöhungen bei börsennotierten Aktiengesellschaften in der Krise, AG 2010, 93; *Vollmer/Lorch* Der Schutz des aktienähnlichen Genusskapitals bei Kapitalveränderungen, ZBB 1992, 44; *von Büren/Brütsch* Die „Harmonikasanierung" – Sind Mitgliedschaft und Stimmrecht in der Aktiengesellschaft wirklich unentziehtbar?, FS Druey, 2002, S 637; *Weigand* Die Erhöhung und Herabsetzung des Grundkapitals, 1954; *Westhoff* Die Neueinteilung des Grundkapitals einer AG anläßlich der Neufestsetzung nach dem DM-Bilanzgesetz, DNotZ 1951, 108; *Wieneke/Fett* REIT AG – Aktienrechtliche Gestaltungsfragen, NZG 2007, 774; *Wieneke/Förl* Die Einziehung eigener Aktien nach § 237 Abs. 3 Nr. 3 AktG – Eine Lockerung des Grundsatzes der Vermögensbindung?, AG 2005, 189; *Wiese* Zur Sanierung durch Einziehung

von Aktien, SozPr 1940, 502; *Wirth* Vereinfachte Kapitalherabsetzung zur Unternehmenssanierung, DB 1996, 867; *Zöllner/Winter* Folgen der Nichtigerklärung durchgeführter Kapitalerhöhungsbeschlüsse, ZHR 158 (1994) 59.

I. Systematischer Überblick

1. Die Funktion des Grundkapitals

Die Bedeutung der Vorschriften über die Kapitalherabsetzung erschließt sich nur, wenn man sie im Zusammenhang mit der Funktion von Eigenkapital[1] im Allgemeinen und der des aktienrechtlichen Grundkapitals im Besonderen sieht. Die ökonomischen Funktionen des Eigenkapitals lassen sich folgendermaßen beschreiben: Um ein als Kapitalgesellschaft verfasstes Unternehmen errichten zu können, wird zunächst das gesellschaftsrechtlich vorgeschriebene Mindestkapital benötigt (Errichtungsfunktion). Das eingezahlte Eigenkapital dient gleichzeitig der Finanzierung des laufenden Geschäftsbetriebs (Finanzierungsfunktion) und stellt ein Risikopolster dar, um Verluste aus dem Geschäftsbetrieb aufzufangen und Gläubigern als Haftungsmasse zur Verfügung zu stehen (Haftungs- und Garantiefunktion). Eine solide Kapitalbasis schafft darüber hinaus für die Gläubiger eine Vertrauensbasis (Vertrauensfunktion). Weiterhin kommt dem von den einzelnen Gesellschaftern anteilig eingezahlten Eigenkapital die Funktion zu, Maßstab für die Verteilung der Gewinne und Verluste zu sein (Verteilungsfunktion, vgl § 60 Abs 1). Vor dem Hintergrund der somit zentralen Rolle des Eigenkapitals verwundert es nicht, dass das Eigenkapital Anknüpfungspunkt einer Reihe von Beschränkungen der Wirtschaftsaufsicht ist (aufsichtsrechtliche Steuerungsfunktion, vgl etwa die §§ 53c VAG, 10, 10a KWG zur Kapital- bzw Eigenmittelausstattung von Versicherungen, Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten). **1**

Der Aktienrechtsgesetzgeber hat diese Funktionen aufgegriffen: Die Gesellschafter stellen der AG das Eigenkapital unbefristet, unkündbar und zinsfrei zur Verfügung. Als Korrelat für die Marktteilnahme mit beschränkter Haftung wurde ein Mindestkapital sowie die Sicherung der **Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung** verankert[2], die die zentralen Elemente des Gläubigerschutzes im Kapitalgesellschaftsrecht darstellen. Zahlreiche Einzelvorschriften (insb §§ 26 f, 36 Abs 2, 36a, 37, 56 f, 62 ff, 71–71e, 188, 194, 199, 203, 278 Abs 3 AktG, §§ 266 Abs 3 A I, 252 ff HGB) sollen verhindern, dass das gezeichnete Kapital von vornherein nicht eingezahlt oder später an die Aktionäre zurückgezahlt wird. § 58 Abs 4 erlaubt nur die Auszahlung des ausgewiesenen Bilanzgewinns. Dadurch, dass das gezeichnete Kapital auf der Passivseite der Bilanz erscheint (§ 266 Abs 3 A I HGB), wird sichergestellt, dass eine Ausschüttung an die Aktionäre nur erfolgen kann, wenn das Nettovermögen der Gesellschaft das gezeichnete Kapital übersteigt. Die Kapitalherabsetzung bewirkt eine Reduzierung des Grundkapitals und damit eine Entlassung eines Teils des Gesellschaftsvermögens aus den Vorschriften zu dessen Bindung. Die Herabsetzung berührt damit die **Interessen der Gläubiger** der Gesellschaft, denen an der Erfüllung bestehender und künftiger Verbindlichkeiten gelegen ist. Betroffen sind zudem die **Belange der Gesellschafter**, deren Einbeziehung in die Entscheidungsfindung über Kapitalmaßnahmen ebenso sichergestellt werden muss wie ihre Gleichbehandlung untereinander. Diese beiden Schutzzwecke liegen den Vorschriften der §§ 222 ff zugrunde (s u 30 f). **2**

---

[1] Zum Begriff des Eigenkapitals ausführlich *Wiedemann* § 182, 1 ff.

[2] Zur gegenwärtigen rechtspolitischen Debatte über die Zukunft dieser Regeln s u 104 ff.

2. Wirtschaftlicher Zweck und tatsächliche Bedeutung von Kapitalherabsetzungen

3 Die Kapitalherabsetzung kann zu sehr unterschiedlichen Zwecken erfolgen. Entsprechend ihrem Anlass kann man folgendermaßen differenzieren:

4 a) **Kapitalherabsetzungen in wirtschaftlich gesunden Zeiten.** Ist die Bilanz der Gesellschaft ausgeglichen, führt die ordentliche Kapitalherabsetzung dazu, dass bislang gebundenes Vermögen aus der Bindung der strengen Regeln zur Kapitalaufbringung und -erhaltung gelöst wird. Eine Kapitalherabsetzung in wirtschaftlich guten Zeiten wird dann in Betracht kommen, wenn die Gesellschaft zur Erfüllung des Gesellschaftszwecks langfristig einen geringeren Mittelbedarf hat[3]. Das Unternehmen kann die frei werdenden Mittel an die Aktionäre nach dem Verhältnis ihrer Beteiligung **ausschütten**[4]. Dabei kommt eine Barausschüttung[5] oder eine Sachausschüttung in Form von Wertpapieren in Betracht (zu Einzelheiten s § 222, 40, § 225, 77 f, § 237, 72, 75). Die Gesellschaft kann – wiederum unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes – den ihr durch die Kapitalherabsetzung eröffneten Handlungsspielraum auch dazu nutzen, Sacheinlagen zurückzugewähren oder ihre Aktionäre von rückständigen Einlagenpflichten zu befreien[6].

5 Die aus einer ordentlichen oder vereinfachten Kapitalherabsetzung frei werdenden Mittel können auch in die **Rücklagen** eingestellt werden[7]. Dies verschafft der Gesellschaft eine größere Liquidität, da Rücklagen leichter als das gebundene Grundkapital aufzulösen sind. Die AG kann deshalb auch leichter eine kontinuierliche Gewinnausschüttungspolitik sicherstellen.

6 Umgekehrt können gebundene Rücklagen in ausschüttungsfähige Mittel umgewandelt werden, indem die **Rücklagen** im Wege einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff) in Aktienkapital überführt und anschließend mittels einer ordentlichen Kapitalherabsetzung (§§ 222 ff) **ausgeschüttet** werden[8]. Der Vorteil dieser Lösung besteht darin, dass das Aktienkapital vor und nach der Maßnahme letztlich gleich hoch ist (auch wenn natürlich der Erhöhungs- und der Herabsetzungsbeschluss ins Handelsregister eingetragen werden), was sich im Hinblick auf das Standing der Gesellschaft bei Gläubigern als wichtiges Plus erweisen kann. Im Gegensatz dazu kommt es bei der – als Alternative zur Verfügung stehenden – Einziehung eigener Aktien im Wege der Einziehung im ordentlichen Verfahren (§ 237 Abs 1, 2) zu einer dauerhaften Herabsetzung des Kapitals[9].

7 Die Kapitalherabsetzung kann auch dazu genutzt werden, **Vorzugsaktien in Stammaktien** umzuwandeln, indem die Vorzugsaktien eingezogen werden und zugleich eine

---

[3] Vgl etwa die Ad-hoc-Mitteilungen der Fabasoft AG v 4.6.2010, der 313music JWP AG v 19.5.2010 und der BDI – BioDiesel International AG v 19.5.2010 – jeweils unter www.dgap.de.

[4] Zur geringen Bedeutung dieser Möglichkeit in der Praxis *Heine/Lechner* AG 2005, 269, 274.

[5] So der Beschluss der Hauptversammlungen der syzygy AG, Bad Homburg, v 4.6.2003 und der Sinner Schrader AG, Hamburg, v 28.1.2004. Spektakulär waren auch die Kapitalherabsetzungen der Martin Brinkmann AG im Jahre 1982 und der Pegulan-Werke AG im Jahre 1987, bei der 150 Mio DM bzw 95,8 Mio DM zurückgezahlt wurden, vgl KK/*Lutter*[2] Vor § 222, 10.

[6] Aufgrund von § 230 kommt für die bislang genannten Zwecke einer Kapitalherabsetzung nur die ordentliche Kapitalherabsetzung in Betracht.

[7] So geschehen bei der Feldmühle Nobel AG im Jahre 1986, vgl KK/*Lutter*[2] Vor § 222, 6.

[8] Dazu insb *Weiss* BB 2005, 2697 ff. Beispiele aus jüngster Zeit finden sich in der Ad-hoc-Mitteilung der BDI – BioDiesel International AG v 19.5.2010 unter www.dgap.de sowie in den Sachverhalten von OLG Frankfurt AG 2009, 631; OLG Hamburg AG 2010, 215.

[9] *Weiss* BB 2005, 2697, 2699 Fn 20.

Kapitalerhöhung mit Stammaktien unter Ausschluss des Bezugsrechts vorgenommen wird[10]. Die Zwangseinziehung kann dazu dienen, **Tracking Stock zu beseitigen**[11]. Zudem wird sie im Zusammenhang mit der Gestaltung der Satzung einer **REIT AG** diskutiert. Um die steuerlichen Vorteile zu erhalten, muss der Vorstand nämlich in der Lage sein, für den Erhalt eines dauerhaften Streubesitzes von mindestens 15 % zu sorgen und direkte Beteiligungen an der REIT AG, die 10 % übersteigen, zu verhindern[12]. Auch das Luftverkehrsnachweissicherungsgesetz[13] enthält eine vergleichbare Interessenlage, bei der es auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises ankommt. Hier hat der Gesetzgeber jedoch nicht auf die aktienrechtliche Einziehung zurückgegriffen, sondern in § 5 des Gesetzes eine eigenständige Lösung geschaffen, die der Zwangseinziehung sehr nahe kommt.

8 Außerdem kann die Kapitalherabsetzung Mittel zu einer **Unternehmensspaltung** sein (Fälle Varta und Löwenbräu aus den Jahren 1977 bzw 1982). Nachdem ein Teil des Vermögens auf eine Tochtergesellschaft übertragen wurde, senkt die Gesellschaft ihr Grundkapital; der dadurch frei werdende Betrag wird in Form von Wertpapieren der Tochtergesellschaften an die Aktionäre der Mutter ausgeschüttet[14]. Diese Möglichkeit wurde nicht durch die Schaffung der §§ 123 ff UmwG beseitigt, sondern ist weiterhin zulässig[15]. Hinzuweisen ist auch auf die Möglichkeit der Finanzierung durch Asset Backed Securities, die durch eine Kapitalherabsetzung begleitet wird[16].

9 Schließlich kann die Kapitalherabsetzung Mittel zur **Beseitigung einer rechtlich zweifelhaften Kapitalerhöhung** sein[17]. Sie kann dazu dienen, bei einer anstehenden Kapitalerhöhung ein rechnerisch glattes Bezugsverhältnis herzustellen[18]. Auch die Umstellung des Grundkapitals von DM auf Euro konnte im Wege einer Kapitalherabsetzung auf den nächst niedrigeren Eurobetrag erfolgen (§ 4 Abs 2 und 3 EGAktG). Vgl generell zur Umstellung auf den Euro §§ 3, 4 EGAktG[19].

10 **b) Kapitalherabsetzung in der Unternehmenskrise.** Liegt eine Unterbilanz vor, unterschreitet also der Wert des Aktivvermögens der Gesellschaft die Kapitalziffer des Grundkapitals, kann die Gesellschaft den Fehlbetrag dadurch beseitigen, dass sie das Kapital

---

[10] Einzelheiten bei *Senger/Vogelmann* AG 2002, 193 ff; *Hillebrandt/Schremper* BB 2001, 533, 534.

[11] Zu Einzelheiten *Cichy/Heins* AG 2010, 181, 190; *Fuchs* ZGR 2003, 167, 211 ff; *Tonner* IStR 2002, 317, 323.

[12] Dazu *Schroeder* AG 2007, 531, 538 ff; *Wieneke/Fett* NZG 2007, 774, 776 f.

[13] Gesetz zur Sicherung des Nachweises der Eigentümerstellung und der Kontrolle von Luftfahrtunternehmen für die Aufrechterhaltung der Luftverkehrsbetriebsgenehmigung und der Luftverkehrsrechte (Luftverkehrsnachweissicherungsgesetz – LuftNaSiG) vom 5.6.1997, BGBl I, 1322.

[14] MK/*Oechsler*[2] § 222, 3; KK/*Lutter*[2] Vor § 222, 10; *ders* Zur Vorbereitung und Durchführung von Grundlagenbeschlüssen in Aktiengesellschaften, FS Fleck, 1988, 169 ff; *Timm* Die Aktiengesellschaft als Konzernspitze, 1980, 7 f; *Teichmann* Die Spaltung einer Aktiengesellschaft als gesetzgeberische Aufgabe, AG 1980, 85, 86 ff; *Gäbelein* Die Unternehmensspaltung, BB 1989, 1420 f.

[15] RegE BR-Drucks 75/94, S 80 re Sp oben; Lutter/*Teichmann* UmwG[4] § 123, 15; zu den damit verbundenen Gefahren der Umgehung des Schutzes durch das UmwG *K Schmidt* Vermögensveräußerung aus der Personengesellschaft: ein Lehrstück am Rande des neuen Umwandlungsrechts, ZGR 1995, 675 f.

[16] Einzelheiten bei MK/*Oechsler*[2] § 222, 4 mwN.

[17] Dazu *Krieger* ZHR 158 (1994) 35, 52 f. Beispiel: Beschluss der Hauptversammlung der ELMOS Semiconductor AG, Dortmund, v 30.8.2001.

[18] So der Beschluss der PROUT Aktiengesellschaft, Darmstadt, v 23.7.2004. S a das bei KK/*Lutter*[2] Vor § 222, 7, genannte Beispiel der Daimler-Benz AG aus dem Jahre 1986.

[19] S a die Nachweise Vor § 222, 87 Fn 177; MK/*Oechsler*[2] § 222, 19; *Hüffer*[9] § 6, 4 ff.

herabsetzt. Sie passt dann ihr Grundkapital den tatsächlichen Verhältnissen an. Hierfür wird sie sich regelmäßig nicht einer ordentlichen, sondern einer **vereinfachten Kapitalherabsetzung** bedienen[20], denn diese bietet zwei entscheidende **Vorteile:** (1) Bei der einfachen Kapitalherabsetzung bedarf es keiner Sicherheitsleistung an die Gläubiger. Stattdessen werden die Gläubiger dadurch geschützt, dass alle Rücklagen bis auf ein Mindestmaß aufgebraucht sein müssen (§ 229 Abs 2), Zahlungen an die Aktionäre verboten sind (§ 230) und Dividendenzahlungen aus künftigen Gewinnen beschränkt sind (§ 233). Die vereinfachte Kapitalherabsetzung wird zumeist mit einer anschließenden Kapitalerhöhung verbunden. (2) Die vereinfachte Kapitalerhöhung kann mit Rückwirkung auf den letzten Jahresabschluss beschlossen werden (§ 235), so dass der zwischenzeitlich vorhandene und durch die Kapitalherabsetzung beseitigte Verlust gar nicht in Erscheinung tritt.

11 Sehr häufig ist eine Kapitalherabsetzung Voraussetzung, um überhaupt eine Kapitalerhöhung zum Zwecke der Sanierung der Gesellschaft vornehmen zu können (vgl § 228 Abs 1). Denn wenn eine Unterbilanz vorliegt, werden die Aktien der Gesellschaft **unter pari** notieren. Um überhaupt frisches Kapital zuführen zu können, müssen die jungen Aktien zumindest zu pari begeben werden (§§ 9, 182 Abs 3), was sich nur erreichen lässt, wenn die Kapitalziffer wieder an die tatsächlichen Vermögensverhältnisse angepasst wird. In diesen Fällen bietet sich die vereinfachte Kapitalherabsetzung an. Beteiligen sich neue Aktionäre an der Sanierung, werden sie ebenfalls ein Interesse an einem Kapitalschnitt haben, denn nur auf diese Weise wird gewährleistet, dass alle Aktionäre nach der Sanierung entsprechend ihrer Kapitalbeteiligung am künftigen wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens beteiligt werden und der neue Aktionär nicht faktisch den Misserfolg der bisherigen Aktionäre mitträgt.

12 Wie die §§ 228, 235 zeigen, können **eine Kapitalherabsetzung und eine Kapitalerhöhung** von der Hauptversammlung miteinander verbunden werden[21]. In diesem Fall kann das Kapital auch unter die Grenze des § 7, ggf sogar bis auf Null (§ 228), herabgesetzt werden, um es anschließend wieder zu erhöhen. Auch wenn beide Beschlussgegenstände zusammen behandelt werden, sind die jeweiligen Beschlussvoraussetzungen sowie die Regelungen über die Durchführung und über die Anmeldung und Eintragung der einzelnen Maßnahmen einzuhalten. Werden beide Beschlüsse gleichzeitig zum Handelsregister angemeldet, wird zunächst allein die Kapitalherabsetzung nach § 224 wirksam, denn die Wirksamkeit der Kapitalerhöhung setzt neben ihrer Anmeldung (§ 184) auch die Anmeldung ihrer Durchführung (§ 188) voraus und wird erst mit deren Eintragung wirksam (§ 189). Will eine Gesellschaft Kapitalherabsetzung und Kapitalerhöhung gleichzeitig wirksam werden lassen, muss sie folglich alle drei Anmeldungen miteinander verbinden. Von einer derartigen Verbindung ist auszugehen, wenn die Anmeldungen gleichzeitig vorgenommen werden. Der Registerrichter ist an sie gebunden[22].

13 Die Aktionäre können nach bislang herrschender Meinung anstelle einer notwendigen Kapitalerhöhung auch **freiwillige Zuzahlungen** leisten[23]. Will die Gesellschaft solche

---

[20] Beschluss der Hauptversammlung der Inno-Tec TSS AG, Düsseldorf, v 28.6.2002.

[21] Auch beim Debt-Equity-Swap wird diese Gestaltung diskutiert, vgl *Oelke/Wöhlert/Degen* Debt Mezzanine Swap – Königsweg für die Restrukturierungsfinanzierung?, BB 2010, 299; *Scheunemann/Hoffmann* Debt-Equity-Swap, DB 2009, 983; *Schmidt/Schlitt* Debt Equity Swap – Eine attraktive Form der Restrukturierung?, Der Konzern 2009, 279, 280 ff.

[22] KG JW 1930 2718 f; JW 1932, 1018, 1019; *Hüffer*[9] § 222, 4, § 227, 9; KK/*Lutter*[2] § 222, 30 aE.

[23] RGZ 80, 81, 85 f; *Hüffer*[9] § 222, 5; MK/*Oechsler*[2] § 222, 29; MünchHdBAG-

Zuzahlungen ermöglichen, muss sie den Beschluss über die Kapitalherabsetzung unter eine auflösende Bedingung stellen[24]. Jeder zuzahlende Aktionär lässt einen Teil der Bedingung eintreten, so dass die Kapitalherabsetzung nur insoweit wirksam wird, als keine Zuzahlungen erfolgt sind[25]. Allerdings sind wegen §§ 223, 224 nur Zuzahlungen zu berücksichtigen, die bis zum Zeitpunkt der Anmeldung des Beschlusses geleistet wurden (s u § 224, 6 mwN zur abweichenden hM). Die Gesellschaft muss den Grundsatz der Gleichbehandlung (§ 53a) beachten, die Zuzahlungsmöglichkeit also unter gleichen Bedingungen allen Aktionären anbieten.

14 Da § 54 Abs 1 eine Nachschusspflicht verbietet, müssen die Zuzahlungen tatsächlich **freiwillig** erfolgen. Kontrovers beurteilt wird die Frage, wann die Grenze von bloßer Freiwilligkeit zu einem mittelbaren wirtschaftlichen Zwang überschritten wird. Eine Ansicht bejaht einen mittelbaren Zwang dann, wenn die wirtschaftlichen Vorteile, die die Gesellschaft für die Zuzahlung gewährt, den Gegenwert der Zuzahlung übersteigen[26]. Wenn eine Kapitalherabsetzung um 5 Euro pro Aktie durch eine Zuzahlung von 4 Euro abgewendet werden kann, werde auf die Aktionäre ein mittelbarer Zwang zur Zuzahlung ausgeübt. Ein Aktionär, der derzeit keine Zuzahlung leisten kann oder will, müsse später, um seine Beteiligungsquote zu erhalten, neue Aktien im Wert von 5 Euro kaufen. Der Zuzahlende erhalte seine Beteiligungsquote dagegen bereits mit der Zahlung von 4 Euro. Ein wirtschaftlicher Zwang liegt nach dieser Ansicht auch dann vor, wenn die Gesellschaft Aktionären, die sich gegen die Zuzahlung entscheiden, ein schlechteres Zusammenlegungsverhältnis anbietet als den Zuzahlenden[27]. Die gewährten Vorteile müssten also exakt dem Wert der Zuzahlung entsprechen und dürfen diesen nicht übersteigen.

15 *Lutter* wendet ein, dass die den Altaktionären gewährte Möglichkeit der Zuzahlung ein Surrogat für die an sich notwendige Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung darstelle. Bei dieser stünde dem Aktionär ein selbstständig veräußerbares Bezugsrecht zu. Die dem Aktionär gewährte Möglichkeit der Zuzahlung lasse sich – anders als das Bezugsrecht – nicht veräußern. Um zu verhindern, dass der Aktionär **um sein Bezugsrecht gebracht** wird, hält *Lutter* daher eine Zuzahlung nur dann für zulässig, wenn das in dieser konkreten Situation an sich zu gewährende Bezugsrecht aus der Kapitalerhöhung den Wert „null" hätte[28]. Dieser Standpunkt überzeugt nicht, denn der Aktionär kann seine Aktien einschließlich der Chance der Zuzahlung veräußern, da dieses Recht dem jeweiligen Aktionär bis zur Eintragung der Kapitalherabsetzung zusteht (vgl § 401 BGB[29]). Im Übrigen verbleibt dem Aktionär bei der Zuzahlung das Mitgliedschaftsrecht, das andernfalls durch Zusammenlegung uU eingebüßt würde[30].

Krieger[3] § 60, 14; *Schilling* Voraufl § 222, 20; *K Schmidt* ZGR 1982, 519, 526; Spindler-Stilz/*Marsch-Barner*[2] § 222, 11; abweichend nur KK/*Lutter*[2] § 222, 33 (dazu sogleich 15).

[24] MK/*Oechsler*[2] § 222, 29; abweichend *v Godin* ZHR 100 (1934) 221, 236, wonach der Kapitalherabsetzungsbeschluss unbedingt sei und der Eintritt der Bedingung nur die Vernichtung der Einlage verhindere.

[25] MK/*Oechsler*[2] § 222, 29.

[26] *Hüffer*[9] § 222, 5; KK/*Lutter*[2] § 54, 33; Spindler-Stilz/*Marsch-Barner*[2] § 222, 11.

[27] RGZ 52, 287, 293 f; 80, 81, 85 f; Baumbach/*Hueck*[13] Vor § 222, 4; *Hüffer*[9] § 222, 5, § 54, 9; *Schilling* Voraufl § 222, 20; aA *Müller-Erzbach* Das private Recht der Mitgliedschaft, 1948, S 76.

[28] KK/*Lutter*[2] § 222, 33.

[29] Zur Übertragung des durch die Aktie verbrieften Mitgliedschaftsrechts nach §§ 398 ff, 413 BGB *Hüffer*[9] § 68, 3 mwN.

[30] MK/*Oechsler*[2] § 222, 29.

16 Auch *Oechsler* wendet sich gegen die bislang herrschende Meinung, will aber im Gegensatz zu *Lutter* die **Möglichkeit der Zuzahlung erleichtern**. Eine Gesellschaft, die sich in einer Krise befinde, dürfe ihren Aktionären durchaus einen kleinen Anreiz bieten, damit diese sich in der Gesellschaft erneut finanziell engagieren. Der von der Gesellschaft gewährte Vorteil müsse daher dem Wert der Zuzahlung nur „in etwa" entsprechen[31]. In der Tat wird es einer in der Krise befindlichen Gesellschaft schwerer fallen, frisches Kapital einzusammeln, und sie muss daher ohnehin auf dem Kapitalmarkt attraktive Konditionen anbieten, so dass die Refinanzierung teurer ausfallen wird als bei einem gesunden Unternehmen. In dieser Situation ergibt es Sinn, sich vor der Einwerbung von Mitteln bei Dritten zunächst bei den eigenen Aktionären um Zuzahlungen zu bemühen. Wenn sich ein Aktionär in der Krise finanziell beteiligt, muss die Gesellschaft ihn besser stellen als einen Aktionär, der die Kapitalherabsetzung hinnimmt und sich nicht an der gleichzeitigen Kapitalerhöhung beteiligen will. Daher erweist sich die bislang herrschende Ansicht, die eine Belohnung der Zuzahlenden ablehnt, als lebensfremd und läuft faktisch auf ein Verbot der Zuzahlung hinaus. Es muss daher als zulässig angesehen werden, freiwillig zuzahlenden Aktionären einen Vorteil einzuräumen.

17 Allerdings ist der von *Oechsler* mit der Formulierung „in etwa" vorgeschlagene Maßstab zu vage, um praktikabel zu sein. Hinzu kommt, dass diese Ansicht die Doppelrolle des zuzahlenden Aktionärs nicht berücksichtigt. Würde die Gesellschaft sich über den Kapitalmarkt refinanzieren, müssten alle Aktionäre die Kosten dieser Neuemission tragen, denn die durch eine Kapitalerhöhung eingeworbenen Mittel sind um diesen Betrag von vornherein gemindert. Die Kosten machen etwa 6 bis 9 % der Neuemission aus[32]. Wenn nun einzelne Aktionäre bereit sind, der Gesellschaft und damit allen Aktionären diese Kosten zu ersparen, verlassen sie ihre Rolle als Aktionäre und begeben sich in die Rolle eines Finanziers, für die sie Ersatz beanspruchen können. Der Wert des Gesellschaftsvermögens ist in beiden Varianten nach Durchführung der Maßnahmen nahezu gleich. Wirtschaftlich betrachtet steht jeder Aktionär vor der Wahl, ob er ausstehende Dritte für das Engagement zur Einwerbung neuer Mittel entlohnen will oder ob er sich selbst in diese Rolle begibt. Der zuzahlende Aktionär wird also nicht in seiner Rolle als bisheriger Aktionär belohnt, was in der Tat auf eine wirtschaftliche Nachschusspflicht hinausliefe, sondern er wird für seine Bereitschaft, *kostengünstiger* als der Markt neues Geld zur Verfügung zu stellen, entlohnt. Der einem zuzahlenden Aktionär gewährte Vorteil darf in seiner Höhe maximal den Kosten entsprechen, die der Gesellschaft entstünden, wenn sie diese Beträge über den Kapitalmarkt einwirbt (insb Kosten der Neuemission in Form von Honoraren an das emissionsbegleitende Institut und die Berater, Kosten der Zulassung der jungen Aktien).

18 In dem so gespannten Rahmen ist die Gewährung von Vorrechten bei der Gewinnverteilung über Vorzugsaktien zulässig. Die Verwaltung kann die eingesparten Kosten für die Einwerbung neuer Mittel anteilig an zuzahlende Aktionäre auskehren. Möglich ist beispielsweise auch eine Lösung, wonach dem Aktionär mit Zuzahlungsbereitschaft ein entsprechend besseres Verhältnis bei der Zusammenlegung von Aktien angeboten wird. Zulässig ist daher auch eine Kapitalherabsetzung der Aktien um einen bestimmten Betrag, der durch Zuzahlung eines etwas geringeren Betrags abgewendet werden kann (s zu dem Problem schon 14). Übersteigt der gewährte Vorteil oder der angedrohte Nachteil den hier aufgezeigten Rahmen der Zulässigkeit, ist der Beschluss nichtig, da eine Nachschusspflicht gegen das Wesen der Aktiengesellschaft verstößt[33].

---

[31] MK/*Oechsler*[2] § 222, 29.

[32] KK/*Lutter*[2] Vorb § 182, 23 mwN.

[33] Auch wenn KK/*Lutter*[2] 222, 33 einer anderen Auffassung folgt, bejaht er diese Rechts-

c) Ausschluss von Aktionären. Bei der Einziehung von Aktien wird das Grundkapital um den Gesamtbetrag der eingezogenen Aktien herabgesetzt. Die Einziehung erfolgt entweder im Wege der zwangsweisen Einziehung, der Einziehung nach Erwerb durch die Gesellschaft oder der Einziehung durch unentgeltliche Überlassung[34]. Die Zwangseinziehung von Aktien führt zum Ausschluss der betroffenen Aktionäre, da die eingezogenen Aktien untergehen. Werden dagegen eigene Aktien der Gesellschaft eingezogen[35], bewirkt dies eine Kapitalherabsetzung ohne Ausschluss von Aktionären. **19**

d) Zahlenmäßige Bedeutung von Kapitalherabsetzungen. Die Angaben in der nachfolgenden Tabelle belegen, dass von der Kapitalherabsetzung in vereinfachter Form nach ihrer Einführung durch die NotVO von 1931 (s u 79) reger Gebrauch gemacht wurde. **20**

Tabelle 1: Kapitalherabsetzungen zwischen 1912 und 1934[36].

Jahr	AG	Kapitalherabsetzungen in Mio Mark/RM
1912	179	44,7
1913	165	64,3
1929	4.289	230,3
1930	4.272	311,7
1931	4.419	339,6
1932	4.045	2.249,1
1933	3.283	1.274,3
1934	2.397	1.038,5

folge, vgl KK/*Lutter*[2] § 222, 50. Ebenso *Hüffer*[9] § 222, 5, § 54, 9; aA *Schilling* Voraufl § 222, 20 (anfechtbar).

[34] So der Beschluss der PROUT Aktiengesellschaft, Darmstadt, v 23.7.2004.

[35] So der Beschluss der K + S Aktiengesellschaft, Kassel, v 5.4.2004.

[36] Angaben zur Anzahl der AG bei *Sethe* Die personalistische Kapitalgesellschaft mit Börsenzugang, 1996, S 563; Angaben zu den Kapitalherabsetzungen nach *K A Fischer* Kapitalherabsetzung, 1937, S 75.

21 Tabelle 2: Kapitalherabsetzungen zwischen 1952 und 1993[37]

Jahr	Anzahl AG	Kapital in Mio DM	Anzahl KGaA	Kapital in Mio DM	Anzahl der Kapitalherabsetzungen	Herabsetzung in Mio DM
1952[38]	2.449	13.746,8	–	–	17	26,7
1953	2.500	18.750,3	–	–	42	89,7
1954	2.530	20.201,4	–	–	32	70,4
1955	2.542	22.096,5	–	–	22	35,5
1956[39]	2.551	24.135,4	–	–	29	29,6
1957	2.529	26.088,6	–	–	25	70,6
1958	2.459	26.734,1	25	125,0	21	37,2
1959	2.357	26.915,5	22	139,4	17	75,0
1960	2.311	30.302,8	21	124,2	25	22,9
1961	2.334	34.035,7	21	134,7	17	27,9
1962	2.347	36.040,2	21	145,6	13	31,2
1963	2.524	39.105,8	24	237,5	15	81,1
1964	2.516	41.577,3	25	246,6	10	7,6
1965	2.482	45.659,6	26	288,1	36	260,5
1966	2.395	47.917,1	25	264,0	19	232,7
1967	2.327	49.385,4	24	285,7	22	122,1
1968	2.304	51.568,5	24	300,5	17	436,1
1969	2.292	54.592,7	25	328,6	19	111,5
1970	2.279	56.171,7	25	323,5	22	258,9
1971	2.268	60.240,0	27	322,4	13	38,6
1972	2.240	63.940,4	31	389,3	18	199,9
1973	2.227	66.879,9	33	418,3	21	53,1
1974	2.187	70.597,9	31	401,9	19	56,5
1975	2.164	75.690,1	25	657,9	29	119,3
1976	2.152	78.517,1	25	714,2	23	420,3
1977	2.119	81.742,0	30	1.838,8	28	453,2

[37] *Statistisches Bundesamt* (Hrsg), Statistisches Jahrbuch der Bundesrepublik Deutschland (alte Bundesländer) 1953, 228 f; 1954, 206 f; 1955, 190 f; 1956, 182 f; 1957, 194 f; 1958, 162 f; 1959, 158 f; 1960, 194 f; 1961, 196 f; 1962, 210 f; 1963, 208 f; 1964, 220 f; 1965, 224 f; 1966, 212 f; 1967, 200 f; 1968, 182 f; 1969, 180 f; 1970, 170 f; 1971, 172 f; 1972, 172 f; 1973, 204 f; 1974, 200 f; 1975, 203 f; 1976, 176 f; 1977, 112 f; 1978, 110 ff; 1979, 111 f; 1980, 112 f; 1981, 113 f; 1982, 112 + 1984, 115; 1983, 115 f; 1984, 115 f; 1985, 117 f; 1986, 116 f; 1987, 117 f; 1988, 116 f; 1989, 113 f; 1990, 125 f; 1991, 141 f; 1992, 140 f; 1994, 138 ff; 1995, 132 ff.

[38] 1952–1957: Angaben zu Anzahl und Grundkapital nicht nach AG und KGaA getrennt ausgewiesen.

[39] 1956–1957: Angaben zu Anzahl und Grundkapital nicht nach AG und KGaA getrennt ausgewiesen. Angaben ohne Berlin (West).

Fortsetzung von Tabelle 2

Jahr	Anzahl AG	Kapital in Mio DM	Anzahl KGaA	Kapital in Mio DM	Anzahl der Kapital-herabsetzungen	Herabsetzung in Mio DM
1978	2.113	84.284,0	28	1.830,2	22	359,8
1979	2.112	86.805,0	27	1.787,4	24	261,8
1980	2.113	90.178,0	28	1.842,7	20	1.013,2
1981[40]	2.117	93.906,1	31	1.855,9	14	256,0
1982	2.111	97.293,0	29	1.871,0	23	271,0
1983	2.087	100.994,0	31	2.235,0	33	1.857,0
1984	2.101	104.675,0	27	2.272,0	21	729,0
1985	2.114	108.331,0	27	2.667,0	27	961,0
1986	2.165	114.400,0	25	1.998,0	23	841,0
1987	2.238	117.680,0	24	1.965,0	30	1.179,0
1988	2.347	121.250,0	26	2.122,0	15	857,0
1989	2.481	134.111,0	27	2.016,0	22	1.064,0
1990	2.655	146.796,0	27	2.313,0	14	1.100,0
1991	2.776	151.766,0	30	2.339,0	21	569,0
1992[41]	3.189	171.370,0	30	2.444,0	32	1.071,0
1993[42]	2.906	145.027,0	28	2.244,0	41	10.103,0

Im Jahre 1993 wurde diese Statistik eingestellt, so dass jetzt nur noch die von der Bundesbank geführte Kapitalmarktstatistik herangezogen werden kann, die Auskunft gibt über Anzahl an Kapitalherabsetzungen und Auflösungen von Aktiengesellschaften. **22**

[40] 1981–1982: *Statistisches Bundesamt* (Hrsg), Statistisches Jahrbuch der Bundesrepublik Deutschland (alte Bundesländer) 1982, 112; 1983, 115 f (vorläufige Angabe für Kapitalherabsetzungen; eine endgültige Angabe wurde später nicht abgedruckt); 1984, 115 f (Zahl der AG und KGaA und deren Kapital = endgültige Angaben).

[41] Gesamtdeutschland.

[42] Deutschland ohne Hessen.

23 Tabelle 3: Kapitalherabsetzungen und Auflösungen von Aktiengesellschaften[43]

Jahr	Nominalwert in Mio €	Zahl der Kapitalherabsetzungen und Auflösungen		
1980	563,44			
1981	231,62			
1982	218,32			
1983	460,67			
1984	436,64			
1985	483,17			
1986	519,98			
1987	595,66			
1988	634,51			
1989	291,95			
1990	749,60			
1991	197,40			
1992	481,60			
1993	400,30			
1994	698,90			
1995	1.090,60			
1996	1.243,50			
1997	858,00			
1998	607,40	Börsennotiert	Nicht Börsennotiert	Gesamt
1999	708,00	23	281	304
2000	1.745,00	25	194	219
2001	3.152,00	84	547	631
2002	2.224,00	74	573	647
2003	1.584,00	60	443	503
2004	2.286,00	21	174	195
2005	1.703,00	56	178	234
2006	3.761,00	48	104	152
2007	1.636,00	72	107	179
2008	1.306,00	96	48	144
2009	974,00	65	163	228

[43] Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik März und Juni 2004, Juni 2006, August 2009, jeweils S 46 (seit 1994 einschließlich ostdeutscher Gesellschaften). Die Angaben über die Zahl der Kapitalherabsetzungen von 1999 bis 2009 verdanke ich dem Deutschen Aktieninstitut.

3. Gesetzessystematik, Arten und Durchführung der Kapitalherabsetzung

24 Die Kapitalherabsetzung ist in einem eigenständigen Abschnitt des 6. Teils des 1. Buches des Aktiengesetzes geregelt. Das Gesetz unterscheidet drei Arten der Kapitalherabsetzung, die ordentliche Kapitalherabsetzung (§§ 222–228), die vereinfachte Kapitalherabsetzung (§§ 229–236) sowie die Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien (§§ 237–239). In § 240 schließlich werden die bilanziellen Folgen einer Kapitalherabsetzung geregelt. Allen drei Arten der Kapitalherabsetzung gemeinsam ist ihre Rechtsfolge, nämlich die Herabsetzung der Grundkapitalziffer (wenn man von dem in § 237 Abs 3 Nr 3 geregelten Fall absieht). Im Übrigen bestehen zahlreiche Unterschiede in der Funktionsweise und der jeweils verfolgten Zielsetzung:

25 Mit der **ordentlichen Kapitalherabsetzung** (§§ 222–228) erfolgt eine Teilliquidation des Gesellschaftsvermögens. Ihr wesentliches Merkmal ist der Umstand, dass sie keinen Beschränkungen hinsichtlich des Zwecks der Kapitalherabsetzung unterliegt, so dass sie auch dazu dienen kann, das freigewordene Vermögen an die Aktionäre auszuzahlen (§ 222 Abs 3, 2. HS). Da dies die zur Verfügung stehende Haftungsmasse mindert, werden die Interessen der Gesellschaftsgläubiger in besonderer Weise geschützt (§ 225). Die ordentliche Kapitalherabsetzung kann durch Herabsetzung der Nennbeträge und – falls diese Herabsetzung nicht ausreicht – durch Zusammenlegung von Aktien erfolgen. Möglich ist auch eine Einziehung der Aktien nach § 237. Die in der Praxis geringe Bedeutung der ordentlichen Kapitalherabsetzung beruht auf dem Umstand, dass sie eine Sicherung der Gläubiger über § 225 iVm § 232 BGB erfordert, die Gesellschaft daher Teile des Vermögens als Sicherheit zur Verfügung stellen muss, was dieses Vermögen blockiert[44].

26 Die **vereinfachte Kapitalherabsetzung** (§§ 229–236) dient allein dem Zweck der Sanierung der Gesellschaft (§ 229 Abs 1), also dem Verlustausgleich, der Verlustdeckung oder der Auffüllung der Kapitalrücklage. Eine Rückzahlung von Eigenkapital an die Aktionäre ist verboten (§ 230), die Auszahlung von Gewinn nur unter engen Voraussetzungen erlaubt (§ 233). Ein verstärkter Gläubigerschutz erschien dem Gesetzgeber in diesem Fall nicht notwendig[45], weshalb § 229 Abs 3 auch nicht auf die Gläubigerschutzvorschrift des § 225 Bezug nimmt. Die vereinfachte Kapitalherabsetzung kann ebenfalls durch Herabsetzung der Nennbeträge und – falls diese Herabsetzung nicht ausreicht – durch Zusammenlegung von Aktien erfolgen. Zulässig ist weiterhin eine Einziehung der Aktien (§ 237).

27 Die **Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien** (§§ 237–239) kann zwei Zielen dienen. Sie kann primär zum Zweck der Herabsetzung der Grundkapitalziffer erfolgen und ist in dieser Funktion eine weitere Variante der ordentlichen Kapitalherabsetzung (nicht aber der vereinfachten Kapitalherabsetzung, vgl § 229, 1). Von dieser unterscheidet sie sich dadurch, dass weder eine Herabsetzung des Nennbetrags der Aktien noch eine Zusammenlegung von Aktien stattfindet, sondern Aktien eingezogen werden und auf diese Weise das auf sie entfallende Kapital frei wird. Die Einziehung kann jedoch auch dazu genutzt werden, eine Veränderung der Aktionärsstruktur herbeizuführen, denn das eingezogene Mitgliedschaftsrecht wird vernichtet (§ 238 S 3) und der betroffene Aktionär damit aus der Gesellschaft ausgeschlossen. In einem solchen Fall steht nicht das Ziel einer Kapitalherabsetzung im Vordergrund. Die Kapitalreduktion bewirkt vielmehr nur die Freisetzung der benötigten Mittel, um den Ausgeschlossenen abzufinden. Die Einziehung von Aktien kann auf zwei Wegen erfolgen, nämlich durch den Erwerb von eigenen Aktien oder im Wege der Zwangseinziehung; Letztere ist aber nur erlaubt, wenn sie in der ursprünglichen Satzung oder durch Satzungsänderung vor

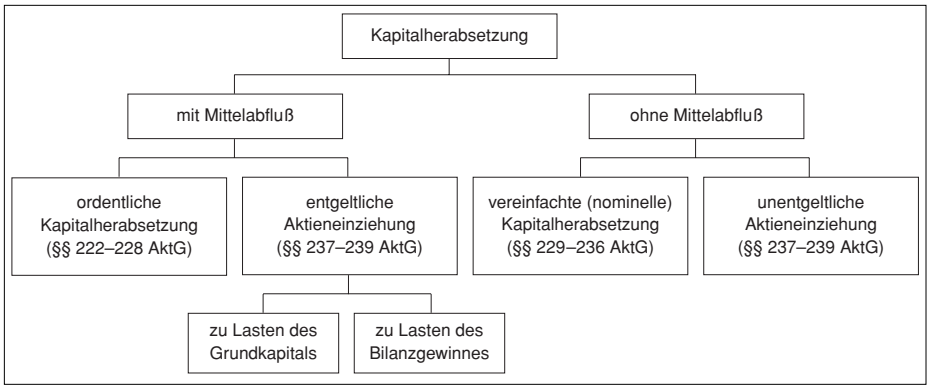
---

[44] *Gotthardt* BB 1990, 2419.

[45] Zu Reformüberlegungen s u 110 aE.

Übernahme oder Zeichnung von Aktien angeordnet oder gestattet war (§ 237 Abs 1). Denn die Gesellschafter sollen vor Erwerb der Mitgliedschaft wissen, dass sie ihre mitgliedschaftliche Position uU gegen ihren Willen verlieren können. In der Praxis ist zunehmend zu beobachten, dass der Weg über § 71 Abs 1 Nr 8 gewählt wird und die Einziehung eigener Aktien nach § 71 Abs 1 Nr 6 iVm § 237 verdrängt.

28 Will man danach unterscheiden, wann Mittel abfließen, lässt sich der Abschnitt über die Kapitalherabsetzungen wie folgt systematisieren:



4. Squeeze-Out

29 Das Aktienrecht sieht mit dem **Squeeze-Out** (§§ 327a ff) einen weiteren[46] Fall des zwangsweisen Verlusts der Mitgliedschaft vor[47]. Zwangseinziehung und Squeeze-Out weisen als Gemeinsamkeit den Verlust der mitgliedschaftlichen Stellung des betroffenen Aktionärs auf. Sie unterscheiden sich aber in zwei grundlegenden Punkten: (1) Ein Squeeze-Out ist im Gegensatz zu § 237 Abs 1 nicht von einer vorherigen Zulassung in der Satzung abhängig. Vielmehr setzt ein Squeeze-Out voraus, dass die Hauptversammlung den Ausschluss der Kleinaktionäre auf Verlangen des Hauptaktionärs, der 95 % der Aktien der Gesellschaft innehaben muss, beschließt. Die Zulassung des Squeeze-Out ohne entsprechende Ermächtigung in der Satzung beruht auf der Erwägung, dass der Hauptaktionär ohnehin die unternehmerischen Entscheidungen treffen wird und sich die Beteiligung der anderen Aktionäre auf eine bloße Kapitalanlage reduziert hat. Der Hauptaktionär wird durch die Zwangseinziehung von dem Aufwand befreit, den das Vorhandensein der Kleinaktionäre bedeutet (vgl u 105). Wenn man die Kleinaktionäre für ihre Beteiligung angemessen entschädigt, überwiegen die Belange des Hauptaktionärs so deutlich, dass der Gesetzgeber den Squeeze-Out nicht von einer Satzungsregelung abhängig machen wollte[48]. (2) Im Gegensatz zur Zwangseinziehung nach § 237 stellt der Squeeze-Out **keine**

---

[46] Andere Fälle sind die Kaduzierung nach § 64 sowie der Ausschluss eines Aktionärs aus wichtigem Grund, dazu MünchHdBAG-*Krieger*[3] § 62, 35 f mwN auch zur aA.

[47] Eingeführt durch Art 7 Nr 2 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen v 20. 12. 2001, BGBl I 3822.

[48] Die Regelung der §§ 327a ff findet auf alle Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien Anwendung; eine Begrenzung des Squeeze-Out auf börsennotierte Gesellschaften sieht das deutsche Recht nicht vor. Zur Kritik an dieser weiten Lösung s u 106 mwN.

Form der Kapitalherabsetzung dar, denn die Aktien gehen auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs 3 S 1), so dass die Höhe des Grundkapitals der Gesellschaft unverändert bleibt. Gleiches gilt für den übernahmerechtlichen Squeeze-Out (§§ 39a ff WpÜG). Trotz dieser beiden gravierenden Unterschiede wird der Squeeze-Out bei der gegenwärtig geführten Reformdebatte (s u 104 ff) regelmäßig im Zusammenhang mit der Reform der Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie genannt, weil die geschilderte Gemeinsamkeit offenbar stärker in das Blickfeld gerückt ist als die Unterschiede.

5. Schutz der Gläubiger und der Aktionäre

30 Gläubiger haben keinerlei Einfluss darauf, ob die Gesellschaft eine Kapitalherabsetzung vornimmt oder nicht. Da das Kapital aber die **Haftungsgrundlage** der Gesellschaft bildet, sind ihre Interessen unmittelbar betroffen. Dies gilt vor allem dann, wenn die Kapitalherabsetzung der **Auszahlung von Kapital** oder dem Verzicht auf Einlageforderungen dient. Zudem sind ihre Ansprüche in späteren Jahren gefährdet, wenn die Gesellschaft aufgrund der Kapitalherabsetzung in der Lage ist, **Gewinne auszuschütten**, ohne dass das gebundene Vermögen wieder aufgefüllt wird. Um die Gläubiger angemessen abzusichern, ist bei einer Kapitalherabsetzung zum Zwecke der Ausschüttung oder des Einlagenverzichts nur eine ordentliche Kapitalherabsetzung erlaubt (§ 230), die mit weit reichenden Sicherungen für die Gläubiger einhergeht (§ 225 Abs 2, zu Reformüberlegungen s u 110 aE). Ein vergleichbarer Schutz besteht bei der entgeltlichen Einziehung von Aktien (§ 237 Abs 2 S 3), da auch hier **Kapital an die Aktionäre abfließt**. Verfolgt die Gesellschaft mit der Kapitalherabsetzung das Ziel einer Sanierung und Beseitigung einer Unterbilanz, entfällt der Gläubigerschutz nach § 225 Abs 2 (vgl § 229, 60). Zur Sicherung der Gläubiger muss gewährleistet sein, dass es zu keiner Auszahlung und damit auch nicht zum Abfluss von Haftungsmasse kommt (vgl das entsprechende Verbot in § 230). Zusätzlich musste der Gesetzgeber die **Rücklagenbildung** für das bei der Sanierung nicht benötigte frei werdende Kapital regeln (§ 232) und die **künftigen Gewinnausschüttungen begrenzen** (§ 233). Auch bei der Einziehung ist der Gläubigerschutz gewährleistet (s § 237, 91 ff, 119 ff).

31 Gefährdet sind auch die Belange der Minderheitsaktionäre, denen das notwendige Quorum fehlt, um eine Satzungsänderung zu verhindern. (1) Die Kapitalherabsetzung greift in ihre mitgliedschaftliche Position ein. Zu Recht sieht das Gesetz die vereinfachte Kapitalherabsetzung als subsidiär an und erlaubt sie erst, wenn andere Möglichkeiten der Verlustdeckung und Rücklagenauffüllung ausscheiden (vgl § 229 Abs 2). (2) Als noch dringender erweist sich der Schutz der Aktionäre, wenn die Gefahr besteht, dass sie durch eine Kapitalherabsetzung aus der Gesellschaft gedrängt werden, was bei einer Kapitalherabsetzung durch **Zusammenlegung von Aktien** möglich ist. Diese Zusammenlegung ist daher ultima ratio und nur unter Beachtung des Grundsatzes der Gleichbehandlung möglich (§ 222 Abs 4 bzw §§ 229 Abs 3, 222 Abs 4, s u § 222, 30, 52 ff). Verbindet die Gesellschaft die Kapitalherabsetzung nicht mit einer Kapitalerhöhung, bedarf diese Entscheidung einer sachlichen Rechtfertigung (zur materiellen Beschlusskontrolle s § 222, 29). (3) Stark gefährdet sind die Interessen der Aktionäre auch bei der **Zwangseinziehung von Aktien**. Ihr Schutz ist daher in § 237 Abs 1 S 2 besonders ausgeprägt (s u § 237, 32 ff). (4) Gleiches gilt für den Fall der **Auslosung**, der dann eine besondere Gefährdung anhaftet, wenn nur einzelne Aktionäre von ihr betroffen sein sollen. Hier ist eine materielle Beschlusskontrolle notwendig (s § 222, 33).

6. Kapitalherabsetzung als Satzungsänderung

32 Die drei Formen der Kapitalherabsetzung bewirken eine Veränderung der in der Satzung niedergelegten Grundkapitalziffer und der Aktiennennbeträge (§ 23 Abs 3 Nrn 3 und 4); sie stellen daher eine Satzungsänderung dar. Dies hat zur Folge, dass neben den Vorschriften der §§ 222 ff auch die **allgemeinen gesetzlichen Vorschriften über Satzungsänderungen** (§§ 179 – 181) zur Anwendung kommen[49]. Dies gilt insbesondere für § 181 Abs 1 S 2. Zu beachten ist weiterhin, dass das Gesetz nur statutarische Erschwerungen zulässt (§§ 222 Abs 1 S 2, 229 Abs 3, 237 Abs 2 S 1).

33 Enthält die **Satzung allgemeine Regelungen über Satzungsänderungen**, stellt sich die Frage, ob diese Regeln auch für spezielle Formen der Satzungsänderung, wie die Kapitalherabsetzung, anzuwenden sind. Dies ist durch Auslegung zu ermitteln. Dabei ist der Frage nachzugehen, ob die Gesellschafter im Zeitpunkt der Verabschiedung der Satzung den Fall der Sanierung vor Augen hatten. Dies wird man schwerlich annehmen können, da bei Gesellschaftsgründung regelmäßig alle Gesellschafter vom Erfolg des Unternehmens ausgehen dürften. Enthält die Satzungsregel, die eine Erschwerung von Satzungsänderungen vorsieht, daher keinen ausdrücklichen Hinweis, dass sie auch für Kapitalherabsetzungen gelten soll, sind derartige Klauseln nicht auf die Kapitalherabsetzung anzuwenden[50].

34 Mit dem Beschluss über die Kapitalherabsetzung wird zugleich der Wortlaut der Satzungsbestimmung, die die Höhe des Grundkapitals regelt, geändert[51]. Einer gesonderten Beschlussfassung hierüber bedarf es nicht[52]. Denn der Beschluss über die Kapitalherabsetzung ändert gerade den Wortlaut der in der Satzung enthaltenen Grundkapitalziffer (vgl § 124 Abs 2 S 2). Die Gegenauffassung[53], wonach es neben der Kapitalherabsetzung *stets* einer Anpassung des Satzungstextes bedürfe, erweist sich als künstlich und findet im Gesetzestext keinerlei Anhaltspunkt. Dies zeigt besonders deutlich das Beispiel der Herabsetzung des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft, die Stückaktien ausgegeben hat. Hier reicht die Herabsetzung der Grundkapitalziffer aus[54]. Im Übrigen vertreten die Anhänger der herrschenden Meinung diesen Standpunkt auch nicht bei der Kapitalerhöhung, bei der sich dasselbe Problem stellen müsste[55]. Einer separaten Anpassung der in der Satzung enthaltenen Ziffer des Grundkapitals bedarf es nur dann, wenn die Hauptversammlung nur einen Höchstbetrag der Herabsetzung festgelegt und die genaue Höhe von der Erfüllung bestimmter Voraussetzungen abhängig gemacht hat (zur Bestimmbarkeit s § 222, 23). Gleiches gilt für den Fall eines bedingten Kapitalherabsetzungsbeschlusses (zB Abhängigkeit der genauen Höhe der Kapitalherabsetzung vom Betrag der geleisteten freiwilligen Zuzahlungen, s o 13 ff und § 222, 24).

35 Von der Herabsetzung des Betrags des Grundkapitals zu unterscheiden ist die Berichtigung des durch die Kapitalherabsetzung unrichtig gewordenen **übrigen Satzungstextes**.

---

[49] *Hüffer*[9] § 222, 6; KK/*Lutter*[2] Vor § 222, 3; MK/*Oechsler*[2] § 222, 9.

[50] *Hüffer*[9] § 222, 10; MK/*Oechsler*[2] § 222, 16; Spindler-Stilz/*Marsch-Barner*[2] § 222, 20; aA KK/*Lutter*[2] § 222, 3; *Schilling* Voraufl § 222, 6.

[51] KK/*Lutter*[2] § 222, 19 (der zwischen der Änderung der Kapitalziffer und der Änderung des sonstigen Satzungstextes unterscheidet) sowie die hM zum GmbH-Recht, OLG Düsseldorf GmbHR 1968, 223; Ulmer/Habersack/Winter/*Casper* § 58, 31; Scholz/*Priester*[10] § 58, 36; aA MünchHdBAG-*Krieger*[3] § 60, 29.

[52] *Schilling* Voraufl § 222, 6; aA *Hüffer*[9] § 222, 6; Spindler-Stilz/*Marsch-Barner*[2] § 222, 12, 25; *Terbrack* RNotZ 2003, 89, 91; *Tielmann* in Happ AktienR[3] 14.01, 9.

[53] S vorige Fn.

[54] Ebenso MünchHdBAG-*Krieger*[3] § 60, 51.

[55] *Hüffer*[9] § 182, 3; KK/*Lutter*[2] § 182, 3.

Ein solcher Fall tritt bei der Herabsetzung von Nennbetragsaktien auf, da die in der Satzung enthaltenen Angaben zum Nennbetrag und ggf zur Zahl der Aktien (vgl § 23 Abs 3 Nr 4) durch die Herabsetzung bzw Zusammenlegung überholt sind[56]. Bei der Herabsetzung des Kapitals einer AG, die **Stückaktien** ausgegeben hat, erweist sich eine solche Anpassung nur als notwendig, wenn es zu einer Zusammenlegung von Aktien gekommen ist, da in diesem Fall die Angabe in der Satzung über die Zahl der Aktien korrigiert werden muss. Eine Anpassung des Satzungstextes ist auch bei der Kapitalherabsetzung durch **Einziehung** von Nennbetrags- und Stückaktien notwendig, da der Satzungstext wegen § 23 Abs 3 Nrn 3 und 4 unrichtig wird. Es handelt sich jeweils um eine bloße Änderung der Fassung. Die Befugnis zu einer derartigen Berichtigung kann die Hauptversammlung auf den Aufsichtsrat übertragen (§ 179 Abs 1 S 2)[57]. Handelt es sich um eine Einziehung von Stückaktien im vereinfachten Verfahren nach § 237 Abs 3 Nr 3, ist dessen Halbsatz 2 zu beachten, wonach dem Vorstand die Kompetenz zur Textanpassung übertragen werden kann.

7. Anwendungsbereich und Bedeutung der §§ 222–240

36 **a) Aktiengesellschaften.** Die §§ 222 bis 240 regeln die Herabsetzung des Grundkapitals der **Aktiengesellschaft**.

37 **b) Europäische Aktiengesellschaften.** Für Kapitalmaßnahmen einer **Europäischen Aktiengesellschaft (SE)** gilt das nationale Recht des Staates, in dem die SE ihren Sitz hat (Art 5 SE-VO[58]). Da die EU die Kapitalmaßnahmen bereits mit der Kapitalrichtlinie[59] harmonisiert hatte, war keine neuerliche oder eigenständige Regelung dieses Bereichs in

---

[56] Diese Fallgestaltung spricht MünchHdBAG-*Krieger*[2] § 60, 24, gerade nicht an, was KK/*Lutter*[2] 19, verkennt.

[57] *Hüffer*[9] § 222, 6; MK/*Oechsler*[2] § 222, 10; KK/*Lutter*[2] § 222, 19.

[58] Verordnung (EG) Nr 2157/2001 des Rates v 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl EG Nr L 294 v 10.11.2001, S 1.

[59] Zweite Richtlinie 77/91/EWG des Rates v 13.12.1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften iSd Art 58 Abs 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl EG Nr L 26 v 31.1.1977, S 1; umgesetzt durch das Gesetz zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts, v 13.12.1978, BGBl I 1959. Sie wurde durch die Richtlinie 92/101/EWG zur Änderung der Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie v 23.11.1992 (ABl EG Nr L 347 v 28.11.1992, S 64) geändert. Die in der Änderungsrichtlinie enthaltenen Beschränkungen des Erwerbs eigener Aktien der Muttergesellschaft durch deren Tochtergesellschaft(en) waren bereits geltendes Recht, so dass eine Umsetzung in deutsches Recht nicht erforderlich war. Mit jeder Aufnahme eines neuen Mitgliedstaats wurde zudem Art 1 der Richtlinie angepasst (zuletzt durch die Richtlinie 2006/99/EG anlässlich des Beitritts Bulgariens und Rumäniens). Die letzte inhaltliche Änderung erfolgte durch die Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v 6.9.2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, ABl EG Nr L 264 v 25.9.2006, S 32, mit der die Ergebnisse der SLIM-Initiative umgesetzt wurden. Zu dieser Änderung statt vieler *H P Westermann* ZHR 172 (2008) 144 mwN. Umfassende Schrifttumshinweise zur Richtlinie auch bei *Grundmann* Europäisches Gesellschaftsrecht, 2004, Vor 314.

der SE-VO notwendig[60]. Für die Herabsetzung des Grundkapitals einer in Deutschland ansässigen SE gelten somit die Vorschriften der §§ 222 ff, die ihrerseits im Lichte der Kapitalrichtlinie ausgelegt werden müssen. Die Verweisung auf das nationale Recht hat zur Folge, dass nicht nur die gesetzlichen Regelungen, sondern auch die von der Rechtsprechung entwickelten Grundsätze einbezogen sind[61].

38 Für den Fall, dass eine SE gegen Art 7 der SE-VO verstößt und ihren Sitz nicht in dem Mitgliedstaat hat, in dem sich ihre Hauptverwaltung befindet (vgl Art 64 SE-VO), wird die Frage diskutiert, ob es sich bei Art 5 SE-VO um eine Sachnormverweisung oder um eine Gesamtnormverweisung (Verweisung auch auf das Internationale Gesellschaftsrecht) handelt. Für eine Sachnormverweisung spricht schon der Wortlaut von Art 5 SE-VO, der sich deutlich von dem als Gesamtnormverweisung ausgestalteten Art 9 Abs 1c ii SE-VO unterscheidet. Art 5 SE-VO verfolgt den Zweck, auf die SE dasselbe Statut wie für die AG des nationalen Rechts anzuwenden, um eine Benachteiligung der SE ihr gegenüber zu verhindern. Bei der Gesamtnormverweisung könnte dieses Ziel – je nach Ausgestaltung des jeweiligen Internationalen Gesellschaftsrechts – nicht verwirklicht werden. Hinzu kommt, dass das Recht der Kapitalaufbringung und -erhaltung durch die Kapitalrichtlinie ohnehin harmonisiert ist und eine Gesamtnormverweisung vor diesem Hintergrund auch wenig Sinn machen würde[62].

39 c) **Kommanditgesellschaften auf Aktien.** Im Gegensatz zur AG kennt die **Kommanditgesellschaft auf Aktien** als Haftungsmasse nicht nur das von den Kommanditaktionären aufzubringende Grundkapital, sondern auch die vom Grundkapital zu trennenden Sondereinlagen der Komplementäre. Zur Erbringung von Sondereinlagen sind die Komplementäre allerdings nur dann berechtigt und verpflichtet, wenn die Satzung dies vorsieht (§ 281 Abs 2). Zusammengenommen bilden Grundkapital und Einlagen das Gesamtkapital der Gesellschaft[63]. Die Vorschriften über die Kapitalherabsetzung finden über § 278 Abs 3 nur auf die Herabsetzung des Grundkapitals der KGaA Anwendung[64]. Die Herabsetzung der Sondereinlage eines Komplementärs der KGaA unterliegt dagegen nicht den aktienrechtlichen Vorschriften. Vielmehr finden über die speziellen Vorgaben

---

[60] Zu Kapitalmaßnahmen generell *Fleischer* Die Finanzverfassung der Europäischen Gesellschaft, in Lutter/Hommelhoff, Die Europäische Gesellschaft, 2005, S 169; *Lutter* Die Aktien der S.E., in Lutter (Hrsg), Die Europäische Aktiengesellschaft[2] S 145; *Martens* Kapital und Kapitalschutz in der S.E., in Lutter (Hrsg), Die Europäische Aktiengesellschaft[2] S 167; *Mayer* in Manz/Mayer/Schröder Europäische Aktiengesellschaft[2], Art 5 SE-VO, 7 ff; MK/*Oechsler*[2] Art 5 SE-VO, 1 ff; *ders* Kapitalerhaltung in der Europäischen Gesellschaft (SE), NZG 2005, 449; *Theisen/Widmayer* Finanzierung und Kapitalausstattung, in Theisen/Wenz, Die Europäische Aktiengesellschaft, 2002, S 333; *H P Westermann* Die Finanzierung der S.E. (Kapitalerhöhung, Anleihen, Wandelschuldverschreibungen), in Lutter (Hrsg), Die Europäische Aktiengesellschaft[2] S 195; *Wiedemann* Satzung und Satzungsänderung, in Lutter (Hrsg), Die Europäische Aktiengesellschaft[2] S 39.

[61] Spindler/Stilz/*Casper*[2] Art 5 SE-VO, 2; MK/*Oechsler*[2] Art 5 SE-VO, 4; *Teichmann* Die Einführung der Europäischen Aktiengesellschaft, ZGR 2002, 383, 398 f.

[62] Für eine Sachnormverweisung auch Spindler/Stilz/*Casper*[2] Art. 5 SE-VO, 2; *Mayer* in Manz/Mayer/Schröder Europäische Aktiengesellschaft[2], Art 5 SE-VO, 6; MK/*Oechsler*[2] Art 5 SE-VO, 5; *Schwarz* Europäisches Gesellschaftsrecht, 2000, 577, 650 f; *Zang* Sitz und Verlegung des Sitzes einer europäischen Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland, 2005, S 90 f.

[63] *Assmann/Sethe* Vor § 278, 68.

[64] Einzelheiten bei *Assmann/Sethe* § 278, 185 ff.

der §§ 281 Abs 2, 278 Abs 2 AktG iVm §§ 161 Abs 2, 105 Abs 3 HGB und §§ 705–707 BGB die Grundsätze des Personengesellschaftsrechts Anwendung[65].

40 d) **Investmentaktiengesellschaften.** Die Vorschriften der §§ 222 bis 240 finden keine Anwendung auf Investmentaktiengesellschaften (§ 99 Abs 1 InvG), da die §§ 104, 105 InvG spezielle Regelungen zur jederzeitigen Erhöhung und Herabsetzung des Kapitals enthalten.

41 e) **Abspaltungen oder Ausgliederungen.** Sodann finden die Vorschriften der vereinfachten Kapitalherabsetzung Anwendung auf die von einer AG oder KGaA vorgenommene **Abspaltung** oder **Ausgliederung** (§ 145 UmwG). Die Bedeutung dieser Verweisung erschließt sich, wenn man die wirtschaftlichen Folgen dieser Umwandlungsvorgänge betrachtet. Bei der Abspaltung gibt die AG oder KGaA als übertragender Rechtsträger Vermögenswerte an einen oder mehrere andere Rechtsträger (übernehmender Rechtsträger) ab. Die Gegenleistung (Mitgliedschaftsrechte an der übernehmenden oder neu gegründeten Gesellschaft) fließt an die Aktionäre der AG oder KGaA. Die übertragende Gesellschaft selbst erhält damit keine Gegenleistung, so dass sich ihr Nettovermögen durch die Abspaltung vermindert. Ist diese Schmälerung des Vermögens so groß, dass eine Unterbilanz entsteht, wird eine Kapitalherabsetzung notwendig. Eine ordentliche Kapitalherabsetzung ist aufgrund der Gläubigerschutzvorschriften (vgl § 225) zeitaufwendig und bindet Ressourcen. Der Verweis auf die vereinfachte Kapitalherabsetzung schafft hier die notwendige Flexibilität, weshalb die Vorschrift für die Praxis von Bedeutung ist[66]. Anders ist die Ausgangslage bei einer Ausgliederung. Hier erhält die AG oder KGaA für die übertragenen Vermögenswerte eine Gegenleistung in Form von Anteilen der übernehmenden Gesellschaft. Damit kommt es lediglich zu einem Tausch von Aktiva bei der übertragenden Gesellschaft. Bedarf für eine Kapitalherabsetzung besteht deshalb nur dann, wenn bei den als Gegenleistung gewährten Anteilen sofort eine Teilwertabschreibung notwendig wird, weil die übernehmende Gesellschaft überschuldet ist. Bei einer derartigen Ausgangslage wird aber regelmäßig keine Ausgliederung erfolgen (vgl § 128 UmwG), so dass dem Verweis des § 145 UmwG insoweit kaum eine praktische Bedeutung zukommen dürfte[67].

42 Bei § 145 UmwG handelt es sich um eine **Rechtsfolgenverweisung**[68]. Aus diesem Grund kommt es nicht auf die Tatbestandsvoraussetzung des § 229 Abs 1 an, wonach die vereinfachte Kapitalherabsetzung nur zum Zwecke des Ausgleichs von Wertminderungen oder von sonstigen Verlusten oder zur Einstellung in die Kapitalrücklage erfolgen darf. Stattdessen verlangt § 145 UmwG, dass die Kapitalherabsetzung zur Durchführung der Abspaltung oder Ausgliederung „erforderlich" sein muss. „Erforderlich" ist sie dann, wenn bei der Abspaltung Vermögensgegenstände übertragen werden, dadurch bei dem übertragenden Rechtsträger eine Unterbilanz entsteht und diese nicht durch ungebun-

---

[65] Einzelheiten bei *Assmann/Sethe* § 278, 72, 188 ff, § 281, 14 ff.

[66] Zudem schützt das in § 145 UmwG außerdem enthaltene Erfordernis einer separaten Handelsregistereintragung von Kapitalherabsetzung und Abspaltung die Gläubiger vor Überraschungen; Lutter/*Schwab* UmwG[4] § 145, 7.

[67] Weitergehend die Einschätzung von Lutter/*Schwab* UmwG[4] § 145, 4 aE (Norm läuft „rechtspraktisch leer"), vgl aber sogleich 42 aE.

[68] Einzelheiten bei *Priester* Kapitalschutz bei der übertragenden Gesellschaft in Spaltungsfällen, FS Schippel, 1996, 487, 491 ff; Kallmeyer/*Kallmeyer/Sickinger* UmwG[4] § 145, 1, § 139, 1; Lutter/*Schwab* UmwG[4] § 145, 8, 21.

dene Rücklagen aufgefangen werden kann[69]. Bei der Ausgliederung ist die Kapitalherabsetzung nur dann „erforderlich", wenn die als Gegenleistung gewährten Gesellschaftsanteile weniger wert sind als die übertragenen Vermögensteile und deshalb eine sofortige Teilwertabschreibung notwendig ist[70].

43 f) **GmbH.** Das GmbH-Recht enthält eine eigenständige Regelung der ordentlichen Kapitalherabsetzung in § 58 GmbHG und seit 1994 eine Regelung der vereinfachten Kapitalherabsetzung in §§ 58a–58f GmbHG. Diese Vorschriften sind denjenigen der §§ 229–236 AktG nachgebildet. Bei ihrer Auslegung wird auf das aktienrechtliche Vorbild zurückgegriffen[71], so dass die §§ 229 ff eine mittelbare Bedeutung im GmbH-Recht entfalten.

44 g) **Rechtsbeziehungen einer AG zu Dritten.** Die §§ 222 ff, 229 ff, 237 ff regeln nicht, welche Rechtsfolgen eine Kapitalherabsetzung auf die Rechte der Gläubiger der AG oder KGaA hat, **deren Rechtsposition an die Höhe des Grundkapitals der Gesellschaft gekoppelt ist**. Dem aus einer Wandelschuldverschreibung oder Optionsanleihe Berechtigten steht ein Anspruch auf den Bezug von Aktien der Gesellschaft zu. Der Inhaber von Gewinnschuldverschreibungen und Genussrechten hat Anspruch auf einen bestimmten Anteil des Unternehmensgewinns, der zumeist an dem Verhältnis von Grundkapital zu überlassenen Kapital ausgerichtet ist. Die Einzelheiten der Rechtsstellung dieser vier Gläubigergruppen werden regelmäßig in den Ausgabebedingungen festgelegt. Wird das Grundkapital der Gesellschaft erhöht, besteht die Gefahr einer Verwässerung des Umtausch-, Bezugs- oder Gewinnrechts. Dieser Gefahr begegnen die Ausgabebedingungen üblicherweise durch Anpassungsklauseln. Fehlt eine solche Anpassungsklausel, besteht heute weitgehende Einigkeit, dass zum Schutze der Gläubiger die Ausgabebedingungen entsprechend angepasst werden müssen[72]. Ob man dabei § 216 Abs 3 analog anwendet[73] oder – methodisch überzeugender – von einer ergänzenden Vertragsauslegung[74] ausgeht, kann vom Ergebnis her dahinstehen. Wird umgekehrt das Kapital der AG herabgesetzt, besteht die Gefahr, dass der Gläubiger ungerechtfertigt besser und die Aktionäre mithin schlechter gestellt werden. Eine Regelung dieses Falles fehlt in den Ausgabebedingungen recht häufig. Auch in diesem Fall müssen – diesmal zum Schutze der Aktionäre – die Anleihe- oder Optionsbedingungen angepasst werden[75]. Denn eine ergänzende Vertragsauslegung muss die Folgen von Kapitalveränderungen in beide Rich-

---

[69] Einzelheiten bei Kallmeyer/*Kallmeyer/Sickinger* UmwG[4] § 145, 1; § 139, 2; Lutter/*Schwab* UmwG[4] § 145, 9 ff.

[70] Kallmeyer/*Kallmeyer/Sickinger* UmwG[4] § 145, 1, § 139, 4; *Mayer* in Widmann/Mayer, UmwG, § 139, 17 f; s a Lutter/*Teichmann* UmwG[2] § 123, 12; aA Lutter/*Schwab* UmwG[4] § 145, 28, der bei der Ausgliederung das Tatbestandsmerkmal der „Erforderlichkeit" stets verneint. Dabei übersieht er, dass der Gesetzgeber – wie § 128 UmwG belegt – durchaus den Fall bedacht hat, dass die als Gegenleistung gewährten Anteile nicht dem vollen Wert des übertragenden Vermögens entsprechen.

[71] Vgl statt vieler Scholz/*Priester*[10] Vor § 58a, 6.

[72] MünchHdBAG-*Krieger*[3] § 63, 22 mwN; *Sethe* AG 1993, 351, 363.

[73] KK/*Lutter*[2] § 221, 124 („Rechtsgedanke fruchtbar machen"); *Kallrath* Die Inhaltskontrolle der Wertpapierbedingungen von Wandel- und Optionsanleihen, Gewinnschuldverschreibungen und Genussscheinen, 1994, 164 ff, 169 f.

[74] *Hüffer*[9] § 221, 63; MK/*Habersack*[2] § 221, 291; jetzt auch MünchHdBAG-*Krieger*[3] § 63, 22.

[75] KK/*Lutter*[2] § 221, 136; *Hüffer*[9] § 221, 63 aE; MünchHdBAG-*Krieger*[3] § 63, 22; aA noch KK/*Lutter*[1] § 221, 50; *Schilling* Voraufl § 221, 6 aE.

tungen und damit zugunsten und zulasten beider Vertragsparteien berücksichtigen (zu Einzelheiten s u § 224, 15 ff).

45 Zum Teil sehen die Genussrechtsbedingungen vor, dass im Falle von Wertminderungen oder Verlusten das Genusskapital im selben Verhältnis sinken soll wie das Grundkapital. Bei einer solchen Gestaltung hat es die Hauptversammlung der AG in der Hand, durch eine Kapitalherabsetzung auch das Genussrechtskapital herabzusetzen. Es besteht die Gefahr, dass die Rechtsstellung der Genussrechtsinhaber ausgehöhlt wird, wenn die Hauptversammlung das Grundkapital stärker als zur Deckung der Verluste notwendig herabsetzt. Die Aktionäre werden dadurch geschützt, dass der überschüssige Betrag in die Kapitalrücklage eingestellt wird (§ 232). Einen vergleichbaren Schutz für die Genussrechtsinhaber vermisst man im Gesetz. Zum Teil wird deshalb vorgeschlagen, dass die Genussrechtsinhaber in einem solchen Fall an dem Kapitalherabsetzungsbeschluss zu beteiligen seien[76]. Diese Lösung ist aus zwei Gründen abzulehnen. Zum einen gewährleistet die Mitwirkung noch nicht, dass die Kapitalherabsetzung genau in dem Umfang erfolgt, der zur Verlustdeckung notwendig ist, denn die Verluste lassen sich oftmals nicht präzise genug vorhersagen (s u § 229, 22 f). Man müsste also zusätzlich eine § 232 vergleichbare Lösung für die Genussrechtinhaber finden. Zum anderen sind Genussrechtsinhaber lediglich schuldrechtlich mit der Gesellschaft verbunden. Die Einräumung einer Mitsprache bei der Beschlussfassung würde die Rechtsstellung der Genussrechtsinhaber grundlegend verändern. Die gesellschaftsrechtliche und die schuldrechtliche Ebene sollten nicht vermischt werden, da sonst gesellschaftsfremden Personen, die nur ihre Belange und nicht die der Gesellschaft im Auge haben, Einflussnahmemöglichkeiten auf die Geschicke der Gesellschaft eingeräumt würden. Aus diesem Grund ist auch die Lösung abzulehnen, die den Genussrechtinhabern zwar keine Mitsprache in der Hauptversammlung, wohl aber eine Anfechtungsbefugnis einräumen will[77]. Vorzugswürdig ist daher die Lösung, die den Genussrechtsinhabern einen schuldrechtlichen Ausgleichsanspruch und im Falle der schuldhaften Verletzung der Genussrechtsstellung einen Schadensersatzanspruch einräumt (zu Einzelheiten s u § 224, 17 ff).

8. Spezialgesetzliche Regelungen in Bezug auf Kapitalherabsetzungen

46 Um die Rettung von Finanzunternehmen zu erleichtern, wurde 2008 ein Maßnahmenpaket zur Stabilisierung des Finanzmarktes verabschiedet, das ua auch Regelungen zur Kapitalherabsetzung bei Finanzunternehmen enthält. So enthält § 7 Abs 6 FMStBG[78] eine **Regelung der erforderlichen Mehrheiten** für den Kapitalherabsetzungsbeschluss. Bei der Herabsetzung des Grundkapitals im Zusammenhang mit einer Rekapitalisierung eines Unternehmens des Finanzsektors gem § 7 FMStFG[79] bedarf der Beschluss einer

---

[76] *Hirte* ZIP 1991, 1461, 1462 f.

[77] *Vollmer/Lorch* ZBB 1992, 44, 45 f.

[78] Das Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds „Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS“ (Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz – FMStBG) wurde als Art 2 des Gesetzes zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgesetz – FMStG) v 17.10.2008, BGBl I 1982, eingeführt.

[79] Das Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz – FMStFG) wurde als Art 1 des Gesetzes zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgesetz – FMStG) v 17.10.2008, BGBl I 1982, eingeführt.

Mehrheit, die mindestens zwei Drittel der abgegebenen Stimmen *oder* des vertretenen Grundkapitals umfasst. Die einfache Mehrheit reicht, wenn die Hälfte des Grundkapitals vertreten ist[80].

47 § 5 Abs 2 Nr 5, Abs 4 FMStFV[81] sieht vor, dass den mit Maßnahmen nach §§ 7, 8 FMStFG geretteten Finanzunternehmen aufgegeben werden soll, keine Kapitalherabsetzung durchzuführen, es sei denn, zu Sanierungszwecken. Durch diese Vorgabe wird das Ziel der Verordnung, während der Laufzeit der Stabilisierungsmaßnahmen Ausschüttungen an die Gesellschafter zu verhindern, ergänzt. Insbesondere die ordentliche Kapitalherabsetzung, die auch dem Zwecke der Rückzahlung von Einlagen dienen kann (s o 4), ist deshalb ausgeschlossen.

9. Kapitalmarktrechtliche Folgefragen

48 a) **Ad-hoc-Publizität.** Mit der Ad-hoc-Publizität soll die informationelle Gleichbehandlung der Anleger sichergestellt und Insiderhandel verhindert werden. Zu diesem Zweck verpflichtet § 15 Abs 1 WpHG den Inlandsemittenten von Finanzinstrumenten, die börsennotiert sind oder deren Zulassung beantragt ist, Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen. Unter einer Insiderinformation iSv § 13 WpHG sind alle nicht öffentlich bekannten konkreten Informationen über den Emittenten oder die Insiderpapiere zu verstehen, die geeignet sind, im Falle ihres Bekanntwerdens den Kurs des Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen. Eine solche Kurserheblichkeit ist dann gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Dies wird bei Kapitalmaßnahmen regelmäßig zu bejahen sein[82].

49 Der Kapitalherabsetzung liegt ein mehrstufiger Entscheidungsprozess zugrunde, dessen letzte Stufe der eigentliche Beschluss der Hauptversammlung über die Herabsetzung ist. Die Einberufung der Hauptversammlung enthält auch die Beschlussgegenstände (§§ 121 Abs 3, 124 Abs 1), so dass die geplante Kapitalherabsetzung mit der Publikation der Einberufung öffentlich bekannt ist. Ab diesem Zeitpunkt verliert sie ihre Eigenschaft als Insiderinformation[83]. Eine separate Ad-hoc-Meldung neben der Einberufung und deren Publikation im Bundesanzeiger ist nicht erforderlich. Fraglich ist daher allein, ob eine solche Meldung im Vorfeld der Einberufung der Hauptversammlung notwendig ist. Vorstand und Aufsichtsrat haben zu den einzelnen Tagesordnungspunkten, bei denen die Hauptversammlung einen Beschluss fassen soll, Vorschläge zur Beschlussfassung zu unterbreiten (§ 124 Abs 3). Der Aufnahme der Kapitalherabsetzung auf die Tagesordnung der nächsten Hauptversammlung gehen damit ein Vorstands- und ein Aufsichtsratsbeschluss voraus[84]. Der Vorstandsbeschluss kann bereits eine Insiderinformation dar-

---

[80] Kritisch zu diesen Erfordernissen etwa *Ziemons* NZG 2009, 369, 370 f.

[81] Verordnung zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes (Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung – FMStFV) v 20.10.2008, eBAnz 2008, AT123 V1; zuletzt geändert durch Art 2 Gesetzes v 17.7.2009. BGBl I 1980.

[82] *BaFin* Emittentenleitfaden, Stand 28.4.2009, S 56; *Assmann* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 13, 68; *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG[2], § 41, 12, § 46, 5; Fuchs/*Pfüller* WpHG, § 15, 184; *Pleister/Kindler* ZIP 2010, 503, 510; *Reger/Stenzel* NZG 2009, 1210, 1214; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1826.

[83] Fuchs/*Pfüller* WpHG, § 15, 184; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1826.

[84] Dies verkennt *Thomas* Delisting und Aktienrecht, 2009, S 488 f, der daher nur die Vorstandsentscheidung als ad-hoc-publizitätspflichtig ansieht. Wie hier Fuchs/*Pfüller* WpHG § 15, 185.

stellen, sofern die Zustimmung des Aufsichtsrats zu dem künftigen Ereignis oder Vorhaben hinreichend wahrscheinlich ist[85]. Allerdings kann der Vorstand den Befreiungstatbestand des §§ 15 Abs 3 WpHG, 6 S 1 Nr 2 WpAIV in Anspruch nehmen, da die Publikation des Vorhabens mit gleichzeitiger Ankündigung, dass die Zustimmung des Aufsichtsrats noch ausstehe, beim Publikum eher Verwirrung stiftet und daher die korrekte Bewertung des Finanzinstruments gefährdet[86]. Ad-hoc-publizitätspflichtig ist die Entscheidung daher erst mit Zustimmung des Aufsichtsrats[87]. Abschließend ist auf den Umstand hinzuweisen, dass der Zweck der §§ 234, 235 (Rückwirkung der bilanziellen Sanierung) darin besteht, den Kredit der Gesellschaft gegenüber Gläubigern dadurch zu erhöhen, dass auch die Vorjahresbilanz schon den sanierten Zustand der Gesellschaft widerspiegelt (s § 234, 2). Die kapitalmarktrechtliche Meldepflicht nach § 15 WpHG vereitelt diesen Zweck der Rückwirkung, da nun alle Marktteilnehmer von der Sanierung erfahren. Zwar kann man dem entgegenhalten, auch die Einberufung der Hauptversammlung sei öffentlich, weshalb Gläubiger die Sanierungssituation zur Kenntnis nehmen könnten. Es ist jedoch ein Unterschied, ob ein Gläubiger sich die Mühe machen muss, aktiv die Einberufung herauszusuchen und zu lesen oder ob man ihn im Wege der Ad-hoc-Meldung mit der Nase auf die Sanierungssituation stößt. Dies ist Teil des Preises, den Unternehmen für die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts zahlen müssen.

50 **b) Directors' Dealings.** Gem § 15a WpHG müssen Personen mit Führungsaufgaben bei einem Emittenten von Aktien, der börsennotiert ist oder die Börsenzulassung beantragt hat, Geschäfte in Aktien des Emittenten melden. Um Umgehungen zu verhindern, trifft die gleiche Verpflichtung die ihnen nahestehenden natürlichen oder juristischen Personen (§ 15a Abs 3 WpHG). Mit dieser Regelung soll Markttransparenz, informationelle Chancengleichheit der Anleger, Marktintegrität und eine informierte Transaktionsentscheidung der Anleger gewährleistet werden[88]. Von der Mitteilungspflicht erfasst werden „eigene Geschäfte" der mitteilungspflichtigen Person. Die Anleger sollen erfahren, ob eine Führungsperson Vertrauen in „ihr" Unternehmen hat und Aktien kauft oder ob sie sich von Aktien trennt. Es besteht daher Einigkeit, dass nur solche Geschäfte erfasst werden, die auf eigener Initiative der mitteilungspflichtigen Person[89] beruhen[90].

51 Eine Kapitalherabsetzung führt nur dann zu einem Verlust der Aktien bei der mitteilungspflichtigen Person, wenn es sich um einen Fall der Zusammenlegung von Aktien handelt und dabei eine Verwertung von Aktienspitzen erfolgt, die der mitteilungspflichtigen Person zustehen. Denkbar ist weiterhin der Fall, dass die mitteilungspflichtige Person von einer Einziehung ihrer Aktien betroffen ist. Beide Vorgänge beruhen nicht auf einem Willensentschluss der mitteilungspflichtigen Person *als Privatperson*, sondern auf einem Beschluss von Organen der AG. Dies gilt selbst dann, wenn die mitteilungspflichtige Person Großaktionär der Gesellschaft ist und daher in der Hauptversammlung über eine Mehrheit verfügt. Der Beschluss entfaltet daher gerade nicht die Indikatorwikung, die man mit § 15a WpHG dem Publikum zugänglich machen will[91].

---

85 *Assmann* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 13, 28.

86 *BaFin* Emittentenleitfaden, Stand 28.4.2009, S 58; *Assmann* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 13, 30, § 15, 143; Fuchs/*Pfüller* WpHG, § 15, 185.

87 Fuchs/*Pfüller* WpHG, § 15, 185; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1826.

88 Statt vieler *Sethe* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 15a, 10 ff.

89 Erfasst sind dabei auch Geschäfte, die über Stellvertreter abgewickelt werden, *Sethe* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 15a, 86 ff.

90 Fuchs/*Pfüller* WpHG, § 15a, 116 ff; *Sethe* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 15a, 77, 80.

91 *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1827.

52 c) **Mitteilung der Stimmrechtsanteile.** Personen, die Aktien eines börsennotierten Emittenten erwerben oder veräußern und dadurch die in § 21 WpHG genannten Schwellenwerte von 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % oder 75 % der Stimmrechte über- oder unterschreiten, sind meldepflichtig. Die AG ihrerseits muss diese Meldung der BaFin übermitteln und publizieren (§ 26 Abs 1, 2 WpHG). Die Vorschriften dienen vor allem der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und der informationellen Chancengleichheit der Anleger, die ein genaues Bild über die Beteiligungsverhältnisse erhalten und rechtzeitig von einem Anschleichen vor einer geplanten Übernahme Kenntnis erlangen sollen[92]. Neben dem Erwerb und der Veräußerung erfasst § 21 WpHG auch sonstige Vorgänge, die ein Über- oder Unterschreiten der Schwellenwerte bewirken. Es ist daher anerkannt, dass Kapitalmaßnahmen zu einer Meldepflicht eines Aktionärs führen, sofern sich dessen Anteil an der Gesamtzahl der Aktien durch die Kapitalmaßnahme verändert und dadurch die Meldeschwellen berührt werden[93]. Dabei ist zwischen den einzelnen Arten der Kapitalherabsetzung zu unterscheiden.

53 Die **ordentliche und die vereinfachte Kapitalherabsetzung** werden bei Nennbetragsaktien durch **Anpassung der Grundkapitalziffer und des Nennbetrags** der einzelnen Nennbetragsaktien (s § 222, 49 ff) durchgeführt; bei Stückaktien erfolgt lediglich die Herabsetzung der Grundkapitalziffer (s § 222, 48). Diese Maßnahmen wahren die Beteiligungsverhältnisse und lösen daher keine Meldepflicht nach § 21 WpHG aus. Erfolgt die ordentliche oder vereinfachte Kapitalherabsetzung dagegen durch **Zusammenlegung von Aktien**, ist zu differenzieren. Entstehen bei der Zusammenlegung keine Bruchteilsrechte (Aktienspitzen), werden die Beteiligungsverhältnisse gewahrt und es muss daher keine Meldung erfolgen (s § 222, 51). Wenn dagegen Aktienspitzen entstehen (s § 222, 52), die gem §§ 222 Abs 4 S 2, 226 verwertet werden, können sich die Beteiligungsverhältnisse durchaus ändern und der Aktionär ist verpflichtet, eine Meldung zu erstatten, sollte durch die Verwertung seiner Aktienspitzen seine Beteiligungsquote unter einen der Schwellenwerte sinken. Bis zur Verwertung kann der Aktionär das Stimmrecht aus den Spitzen weiterhin ausüben (str, vgl § 224, 12). Sobald die Spitzen gem § 226 zu neuen Mitgliedschaftsrechten zusammengelegt wurden (s u § 226, 31 ff), steht das Stimmrecht nur noch den Inhabern dieser neu geschaffenen Aktien zu. Der Inhaber der bisherigen Spitzen erhält den auf ihn entfallenden Anteil am Erlös der Veräußerung der neuen Aktien (§ 226 Abs 3). Für die Bestimmung des Zeitpunkts der Meldepflicht nach § 21 WpHG ist bedeutsam, dass die Zusammenlegung der Aktienspitzen zu neuen Mitgliedschaftsrechten durch rechtsgestaltende Entscheidung des Vorstands erfolgt, die ein einseitiges, nicht empfangsbedürftiges Rechtsgeschäft darstellt (s § 226, 31). Ein Aktionär, der von einer Zusammenlegung betroffen ist und daher ein Absinken seines Stimmanteils erwartet, muss sich – um seiner Meldepflicht genügen zu können – folglich bei der Gesellschaft erkundigen, wann die Zusammenlegung erfolgt[94]. Kauft er die durch Zusammenlegung neu geschaffenen Aktien und überschreitet dadurch wieder oder erstmals den Schwellenwert, löst dies ebenfalls eine Meldepflicht nach § 21 WpHG aus.

---

[92] Einzelheiten zu den vom Gesetzgeber mit den §§ 21 ff WpHG verbundenen Zwecken bei MK/*Bayer*[3] Anh § 22, § 21 WpHG, 1 f; Fuchs/*Dehlinger/Zimmermann* WpHG, Vor §§ 21 bis 30, 15 ff; *U H Schneider* in Assmann/Schneider, WpHG[5], Vor § 21, 18 ff.

[93] MK/*Bayer*[3] Anh § 22, § 21 WpHG, 26; Fuchs/*Dehlinger/Zimmermann* WpHG, § 21, 48 ff; *U H Schneider* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 21, 37 ff.

[94] *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1828.

54 Bei einem **Kapitalschnitt**, also der Herabsetzung des Kapitals auf Null und der anschließenden Wiedererhöhung auf das gesetzliche Mindestkapital oder einen höheren Wert, erlöschen – mit Ausnahme des Bezugsrechts – alle mitgliedschaftlichen Rechte aus den alten Aktien (s § 228, 23). Sofern der bisherige Aktionär sein Bezugsrecht in entsprechendem Umfang ausübt, steht ihm nach dem Kapitalschnitt dieselbe Stimmrechtsquote zu wie zuvor. Da die Kapitalherabsetzung und die Kapitalerhöhung zeitgleich wirksam werden (§ 228, 23 f), könnte man argumentieren, es entstehe keine Meldepflicht, denn – sofern der Aktionär sein Bezugsrecht in vollem Umfang ausnutze – bliebe seine Beteiligungsquote erhalten. Gegen dieses auf den ersten Blick plausible Ergebnis wird zu Recht eingewandt, dass nicht nur die mitgliedschaftlichen Rechte erlöschen, sondern auch die Börsenzulassung der Aktien, die durch die Kapitalherabsetzung auf Null gerade vernichtet werden[95]. Die neuen Aktien werden nämlich – sieht man von dem gesetzlich geregelten Fall der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§ 33 Abs 4 EGAktG) ab – nicht kraft Gesetzes börsennotiert, sondern bedürfen gem § 69 BörsZulV der separaten Zulassung; sie ersetzen also nicht automatisch die alten Aktien. Damit endet schon aus diesem Grund für die alten Aktien die Mitteilungspflicht mit dem Wirksamwerden der Kapitalherabsetzung (Erledigung der Börsenzulassung iSv § 43 Abs 2 VwVfG[96]) und für die neuen Aktien beginnt sie erst mit deren Zulassung. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob für die jungen Aktien überhaupt gem § 69 BörsZulV eine Zulassung beantragt werden muss, denn die Norm setzt voraus, dass noch Aktien der gleichen Gattung zugelassen sind. Durch die Kapitalherabsetzung auf Null fehlt es aber gerade an diesem Tatbestandsmerkmal[97]. Folglich erlischt bei einem Kapitalschnitt die Börsenzulassung dieser Papiere und der Umstand, dass durch die Kapitalherabsetzung auf Null einer oder mehrere Schwellenwerte unterschritten wurden, ist nicht mehr meldepflichtig. Für dieses Ergebnis spricht auch der Umstand, dass eine zu § 21 Abs 1a WpHG spiegelbildliche Vorschrift nach Erlöschen der Börsenzulassung fehlt. Der Kapitalmarkt wird also allein[98] über § 15 WpHG im Vorfeld der Hauptversammlung informiert (s o 48 f). Dabei ist allerdings zu verlangen, dass der Markt in dieser Meldung auch über den Umstand in Kenntnis gesetzt wird, ob die Gesellschaft für die neuen Aktien eine Zulassung beantragen wird oder nicht, denn allein die Information über den Kapitalschnitt verschafft den Anlegern ein unzutreffendes Bild (zB für den Fall, dass sie nach dem Kapitalschnitt

---

[95] *Reger/Stenzel* NZG 2009, 1210, 1213; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1828.

[96] *Reger/Stenzel* NZG 2009, 1210, 1213; ihnen folgend *Burgard* Mitteilungspflichten nach einem Delisting, FS Uwe H. Schneider 2011, 177, 183 Fn 21; *Pleister/Kindler* ZIP 2010, 503, 507; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1828. Generell zur Erledigung der Börsenzulassung kraft Gesetzes *Groß* und *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG[2], § 9, 76 bzw § 63, 104.

[97] Im Ergebnis auch *Thomas* Aktienrecht und Delisting, 2009, S 121; *Pleister/Kindler* ZIP 2010, 503, 507, 510.

[98] Nach dem Ende der kapitalmarktrechtlichen Meldepflicht greifen bei einer Änderung der Beteiligungsverhältnisse die aktienrechtlichen Mitteilungspflichten der §§ 20, 21 AktG ein (vgl §§ 20 Abs 8, 21 Abs 5 AktG), sofern die dort genannten Voraussetzungen, insb das Über- oder Unterschreiten der Schwellenwerte, vorliegen (vgl die Kommentierung zu §§ 20, 21). Str ist, ob ein Delisting ohne gleichzeitige Veränderung der Beteiligungsverhältnisse als solches eine aktienrechtliche Mitteilungspflicht auslöst. Befürwortend *Burgard* Mitteilungspflichten nach einem Delisting, FS Uwe H. Schneider 2011, 177, 182 ff mwN; aA LG München I AG 2008, 904, 910; LG Hannover v 11.8.2009, 32 O 68/08 (unveröffentlicht, zit nach *Burgard* aaO).

Bezugsrechte erwerben)[99]. Erhöht der Emittent anschließend das Kapital wieder, muss ein Aktionär seine neue, einen Schwellenwert überschreitende Beteiligungsquote gemäß § 21 WpHG nur melden, wenn die neuen Aktien auf Antrag des Emittenten an der Börse zugelassen werden; es greift die Regelung zur erstmaligen Meldung nach § 21 Abs 1a WpHG ein.

55 Erfolgt die Kapitalherabsetzung in Form einer **Einziehung von Aktien** gem §§ 237 ff, können hiervon einzelne Aktien oder ganze Aktiengattungen betroffen sein. Die Einziehung vernichtet die Mitgliedschaftsrechte. Wird durch die Einziehung der Anteil eines Aktionärs unter eine der Meldeschwellen gedrückt, löst dies die Meldepflicht aus[100]. Umgekehrt kann die Einziehung aber auch eine Erhöhung des Stimmrechtsanteils verursachen, wenn beispielsweise die Gesellschaft eigene Aktien[101] einzieht, sich dadurch der Gesamtbestand verringert und damit der prozentuale Anteil einzelner Aktionäre über die Meldeschwellen erhöht[102]. Der Aktionär ist in dem Moment meldepflichtig, in dem die Einziehung Wirksamkeit erlangt. Dabei muss man wie folgt unterscheiden[103]: Erfolgt die Einziehung aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses, wird sie gem § 238 S 1 wirksam, wenn **kumulativ** die **Eintragung des Kapitalherabsetzungsbeschlusses** in das Handelsregister und **die Einziehungshandlung** erfolgt sind. Die Einziehungshandlung kann der Eintragung des Einziehungsbeschlusses vorangehen oder nachfolgen; auf die Reihenfolge kommt es nicht an (s § 238, 6). Handelt es sich dagegen um eine **durch Satzung angeordnete** (und nicht nur gestattete) **Zwangseinziehung** (§ 237 Abs 6), greift § 238 S 2. An die Stelle des Hauptversammlungsbeschlusses tritt die Entscheidung des Vorstandes über die Einziehung (§ 237 Abs 6 S 2). Die Kapitalherabsetzung wird daher allein dadurch wirksam, dass der Vorstand die Einziehungshandlung vornimmt. Die Eintragung der Durchführung gem § 239 hat nur deklaratorische Bedeutung (s § 239, 2). Führt die Einziehung bei einem Aktionär zu einem Über- oder Unterschreiten einer Meldeschwelle, muss er die Veränderung melden, sobald er hiervon Kenntnis erlangt, also mit der für ihn verbindlichen (vgl § 17 Abs 4 WpAIV) Meldung der Gesellschaft nach § 26a WpHG (s u 57).

56 d) **Weitere Mitteilungspflichten des Emittenten.** Ein Inlandsemittent ist verpflichtet, den Erwerb eigener Aktien zu melden (§ 26 Abs 1 S 2 WpHG). Plant die Gesellschaft eine Einziehung gemäß § 237 und erwirbt deshalb eigene Aktien, löst dies also eine doppelte Meldepflicht aus. Der Erwerb ist nach § 26 WpHG und die geplante Kapitalmaßnahme (Kursrelevanz und hinreichende Durchführungswahrscheinlichkeit unterstellt) gemäß § 15 WpHG zu melden.

57 Gem § 26a WpHG besteht darüber hinaus die Pflicht, die **Gesamtzahl der Stimmrechte** zu melden, sofern es im letzten Monat zu einer Veränderung gekommen ist.

---

[99] Ebenso *Thomas* Aktienrecht und Delisting, 2009, S 489. Er weist auf S 486 zu Recht darauf hin, dass diese Information auch in der Einberufung zur Hauptversammlung publiziert werden muss.

[100] Fuchs/*Dehlinger/Zimmermann* WpHG, § 21, 53; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1828.

[101] Der Erwerb eigener Aktien lässt die Berechnung des Gesamtbestands der Aktien (Nenner) trotz § 71b unberührt, vgl *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG[2], § 46, 6; *U H Schneider* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 21, 59.

[102] *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG[2], § 46, 6; Fuchs/*Dehlinger/Zimmermann* WpHG, § 21, 53; *U H Schneider* in Assmann/Schneider, WpHG[5], § 21, 38.

[103] Ebenso Fuchs/*Dehlinger/Zimmermann* WpHG, § 21, 53; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1829.

Erfolgte also eine Zusammenlegung von Aktien oder eine Einziehung, ist die neue Zahl der Stimmrechte, nicht aber auch der Grund für die Veränderung anzugeben[104].

58 Außerdem ist § 30b Abs 1 Nr 1 WpHG zu beachten, der bei der **Einberufung der Hauptversammlung** die Angabe über die Gesamtzahl der Stimmrechte verlangt. Hat eine Kapitalherabsetzung die Veränderung der Stimmrechte zur Folge, ist bei der Einberufung der nächsten Hauptversammlung also die Stimmrechtsgesamtzahl zu aktualisieren.

59 Liegen einzelne oder alle der beschriebenen Tatbestände der §§ 15 und 26, 30b WpHG vor, ist zudem ein jährliches Dokument nach § 10 WpPG zu veröffentlichen. Die geplante Kapitalherabsetzung ist gemäß § 30c WpHG zu publizieren.

60 Die Kapitalherabsetzung stellt eine Satzungsänderung dar (s Vor § 222, 32 ff). Gem § 30c WpHG sind geplante Satzungsänderungen unverzüglich zu publizieren, sobald das dafür zuständige Organ sich entschlossen hat, dem für die Entscheidung zuständigen Organ einen entsprechenden Antrag vorzulegen. Aus der Vorschrift wird geschlossen, dass der Vorstand mit seiner Entscheidung, der nächsten Hauptversammlung eine Kapitalherabsetzung vorzuschlagen, publizitätspflichtig werde; eine Befreiungsmöglichkeit – wie in § 15 Abs 3 WpHG – sei nicht vorgesehen[105]. Diese Sichtweise vermag nicht zu überzeugen. Wie bei § 15 WpHG aufgezeigt, bedarf die Tagesordnung und damit die Einberufung einer Beschlussfassung sowohl des Vorstands als auch des Aufsichtsrats. Da § 30c WpHG an die gesellschaftsrechtlichen Vorgaben anknüpft, sind die Voraussetzungen für einen „Änderungsentwurf" iSd Vorschrift erst erfüllt, wenn die Vorgabe von § 124 Abs 3 eingehalten wurde[106]. Die Meldepflicht nach § 30c WpHG wird daher erst bei einem Beschluss von Vorstand *und* Aufsichtsrat ausgelöst, so dass sich das aufgeworfene Problem einer § 15 Abs 3 WpHG vergleichbaren Befreiungsmöglichkeit nicht stellt.

61 e) **Börsenzulassung und Prospektpflicht.** Nach einer Nennwertherabsetzung oder Zusammenlegung bedürfen Aktien keiner Neuzulassung an der Börse; es ist nur die Notierung anzupassen[107].

62 Die Kapitalherabsetzung als solche löst keine Prospektpflicht aus[108]. Geht sie dagegen mit einer Kapitalerhöhung einher, bei der junge Aktien öffentlich[109] angeboten werden, ist der Emittent zur Zulassung der Aktien (§ 69 BörsZulV)[110] und zur Prospektveröffentlichung (§ 3 WpPG) verpflichtet[111], es sei denn, eine der in § 4 Abs 2 WpPG genannten Ausnahmen greift ein.

---

[104] *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG², § 46, 6; *U H Schneider* in Assmann/Schneider, WpHG⁵, § 26a, 5.

[105] *Mülbert* in Assmann/Schneider, WpHG⁵, § 30c, 13.

[106] *Bosse* DB 2007, 39, 43; Fuchs/*Zimmermann* WpHG, § 30c, 4; *Mutter* AG 2007, R34; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1829.

[107] *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG², § 46, 5, § 47, 50; *Pleister/Kindler* ZIP 2010, 503, 507; *Reger/Stenzel* NZG 2009, 1210, 1212 f; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1829; aA noch *Schwark* BörsG, 2. Aufl, § 36, 37 (in der aktuellen Aufl nicht mehr angesprochen).

[108] *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG², § 47, 50.

[109] Ausgenommen sind Angebote, die sich nur an die bisherigen Aktionäre richten, vgl *Vaupel/Reers* AG 2010, 93, 104 mit Kritik an dieser Praxis der BaFin.

[110] *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴ § 32 BörsG, 92. Zur Ausnahme beim Kapitalschnitt s o 54.

[111] *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG², § 47, 50. Generell zu §§ 3 Abs 3, 4 Abs 2 WpPG *Hamann* und *Gebhardt* in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze², § 3, 31 bzw § 4, 18 ff; *Zeising* in Just/Voß/Ritz/Zeising, WpPG, 2009, § 3, 75 f, § 4, 27 ff.

63 f) **Pflichtangebot.** Verändert sich durch die Verwertung von Aktienspitzen gem § 226 oder durch Einziehung von Aktien gem § 237 der Gesamtbestand der Aktien und steigt dadurch der Anteil eines Aktionärs über die Grenze von § 29 WpÜG, löst dieser **passive Kontrollerwerb** grundsätzlich die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots nach § 35 Abs 2 S 1 WpÜG aus[112]. Es greift jedoch die **Befreiungsmöglichkeit** des § 37 Abs 2 WpÜG iVm § 9 Abs 1 Nr 5 WpÜG-AngVO[113], denn das Überschreiten der Angebotsschwelle beruht nicht auf einem aktiven Erwerb von Anteilen. Erlischt die Börsenzulassung infolge eines Kapitalschnitts (s o 54), besteht bei der anschließenden Kapitalerhöhung mangels Börsennotierung keine Angebotspflicht[114].

64 g) **Kapitalherabsetzung und Delisting.** Um eine möglichst große Breite und Tiefe des Marktes zu gewährleisten, sehen ausländische Börsenordnungen zT vor, dass der Emittent eine bestimmte Mindeststückzahl an Stimmrechten oder Aktien notieren muss. Wird diese unterschritten, erlischt die Zulassung automatisch. Um ein **„kaltes" Delisting** zu erreichen, kommt daher eine Zusammenlegung von Aktien in Betracht, da dies die Zahl der notierten Papiere unter die Mindestquote drückt (sog **„reverse-stock-split"**)[115]. Ein solches Vorgehen ist im deutschen Recht nicht praktikabel. Zum einen scheitert es bereits aus *gesellschaftsrechtlichen* Gründen, da die Zusammenlegung von Aktien nur unter den genannten engen Voraussetzungen überhaupt zulässig ist (s § 222, 52 f) und daher regelmäßig nur im Sanierungsfall zum Einsatz kommt[116]. Zum anderen sieht das deutsche *Börsenrecht* weder eine Mindest*stück*zahl an notierten Aktien noch ein automatisiertes Delisting beim Unterschreiten vor[117]. Vielmehr gibt es die Möglichkeit eines Widerrufs der Börsenzulassung (§ 39 BörsG), wenn ein ordnungsgemäßer Handel nicht mehr gewährleistet werden kann, was vom Einzelfall abhängt.

65 Fraglich ist, ob ein **„kaltes" Delisting** im Wege des Kapitalschnitts möglich und sinnvoll ist. Die Ausführungen zum Kapitalschnitt (s o 54) haben gezeigt, dass mit einer

---

112 *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG², § 46, 6; *Krause/Pötzsch* in Assmann/Schneider/Pötzsch, WpÜG, 2005, § 35, 122 f; KK WpÜG/*Hasselbach*² § 35, 95; *Ekkenga/Hofschroer* DStR 2002, 768, 774; *Fleischer/Körber* BB 2001, 2589, 2594 f; *Harbarth* ZIP 2002, 321, 325; *R Koch* Passiver Kontrollerwerb und Pflichtangebot, ZIP 2008, 1260, 1263; *Letzel* BKR 2002, 293, 300; MK/*Schlitt*² § 35 WpÜG, 91, wobei einige der Autoren die Verringerung der Aktienzahl durch Zusammenlegung nicht thematisieren.

113 *Krause/Pötzsch* in Assmann/Schneider/Pötzsch, WpÜG, 2005, § 35, 124; *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG², § 46, 6; KK WpÜG/*Versteegen*² § 37, 35 (allerdings nur für den Fall der Einziehung; der Fall der Verwertung von Aktienspitzen wird nicht angesprochen); MK/*Schlitt*² § 35 WpÜG, 91; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1830.

114 *Reger/Stenzel* NZG 2009, 1210, 1214; *Pleister/Kindler* ZIP 2010, 503, 510; *Sethe* ZIP 2010, 1825, 1830.

115 Zum Beispiel fordern die NASDAQ Global Select Market Continued Listing Requirements (June 2010) im Equity Standard, dass bei bereits zugelassenen Emittenten dauerhaft mindestens 400 Aktionäre und 750.000 gestreute Aktien existieren, vgl NASDAQ Equity Standard Listing Rules 5450(a) and 5450(b)(1), http://www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf. Werden diese Vorgaben unterschritten, erfolgt gemäß Rule 5800 das Delisting. Siehe dazu auch *Pluskat* Rechtsprobleme beim Going Private, 2002, S 23 f; *Zillmer* Going Private, 2003, S 61.

116 Ebenso *Ott* Der Rückzug von der Börse, 2005, S 346; *Thomas* Delisting und Aktienrecht, 2009, S 118 f.

117 *Pluskat* Rechtsprobleme beim Going Private, 2002, S 23 f; *Thomas* Delisting und Aktienrecht, 2009, S 119; *Zillmer* Going Private, 2003, S 61.