

Rolf Sethe^{*)}

Kapitalmarktrechtliche Konsequenzen einer Kapitalherabsetzung

Der Beitrag untersucht, welche kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten mit einer Kapitalherabsetzung einhergehen, welche Auswirkungen die Kapitalherabsetzung auf die Börsenzulassung hat und ob sich die Kapitalherabsetzung als Mittel für ein kaltes Delisting eignet.

I. Einleitung

Während die Kapitalerhöhung aufgrund ihrer größeren praktischen Bedeutung viel Aufmerksamkeit im gesellschaftsrechtlichen Schrifttum erfährt, war dies über lange Zeit bei der Kapitalherabsetzung nicht der Fall. Deren geringeres praktisches Gewicht beruhte vor allem auf dem Umstand, dass Unternehmen meist mehr denn weniger Kapital benötigten. Einzig die vereinfachte Kapitalherabsetzung, die in Sanierungsfällen wichtig ist (und zumeist mit einer Kapitalerhöhung kombiniert wird, vgl. § 229 Abs. 3, § 228 AktG), hatte in der Praxis eine größere Relevanz. Dieser Befund spiegelt sich gleichermaßen auch im kapitalmarktrechtlichen Schrifttum wider, das die Kapitalherabsetzung entweder weitgehend vernachlässigt oder die Kapitalerhöhung ausführlich erörtert und die dabei gefundenen Lösungen pauschal auf die Kapitalherabsetzung übertragen will. Mittlerweile wächst das Interesse an den kapitalmarktrechtlichen Konsequenzen einer Kapitalherabsetzung, da Unternehmen zum Zwecke der Kursstabilisierung vermehrt Kapital an die Aktionäre zurückzahlen oder eigene Aktien einziehen und da die Finanzkrise zahlreiche Sanierungsfälle bei börsennotierten Unternehmen zur Folge hatte.¹⁾ Ziel des nachfolgenden Beitrags ist es daher, die mit einer Kapitalherabsetzung einhergehenden kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten darzustellen, die Auswirkungen der Kapitalherabsetzung auf die Börsenzulassung zu untersuchen und der Frage nachzugehen, ob sich die Kapitalherabsetzung als Mittel für ein kaltes Delisting eignet.²⁾

II. Ablauf und Ziele der Kapitalherabsetzung

Mit der ordentlichen Kapitalherabsetzung (§§ 222 – 228 AktG) erfolgt eine Teilliquidation des Gesellschaftsvermögens. Ihr wesentliches Merkmal ist der Umstand, dass sie keinen Beschränkungen hinsichtlich des Zwecks der Kapitalherabsetzung unterliegt. Sie darf also auch dazu genutzt werden, das freigewordene Vermögen an die Aktionäre auszuzahlen (§ 222 Abs. 3 Halbs. 2 AktG). Da dies die zur Verfügung stehende Haftungsmasse mindert, werden die Interessen der Gesellschaftsgläubiger in besonderer Weise geschützt (§ 225 AktG). 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 AktG. Die in der Praxis geringe Bedeutung der ordentlichen Kapitalherabsetzung beruht auf dem Umstand, dass sie eine Sicherung der Gläubiger über § 225 AktG i. V. m. § 232 BGB erfordert, die Gesellschaft daher Teile des Vermögens als Sicherheit zur Verfügung stellen muss, was dieses Vermögen blockiert.

Die vereinfachte Kapitalherabsetzung (§§ 229 – 236 AktG) dient allein dem Zweck der Sanierung der Gesellschaft (§ 229

^{*)} Dr. iur., LL.M. (London), Universitätsprofessor, Zürich

¹⁾ Beispielfaßt sei auf die Ad-hoc-Mitteilungen in der Zeit Mai/Juni 2010 verwiesen: Meldungen 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 zur Kapitalrückzahlung an die Aktionäre; Meldungen der caatoosee ag v. 4. 6. 2010 und der Rucker Immobilien AG v. 1. 6. 2010 zur Einziehung eigener Aktien und Meldungen der EOP Biodiesel AG v. 4. 6. 2010, der Marenave Schifffahrts AG v. 4. 5. 2010 und der WIGE MEDIA AG v. 3. 5. 2010 zur Sanierung; alle Meldungen abgerufen unter www.dgap.de. Nach Auskunft des Deutschen Aktieninstituts reduzierten 2007 bis 2009 insgesamt 72, 96 bzw. 65 börsennotierte Gesellschaften ihr Kapital.

²⁾ Nicht näher eingegangen wird auf die Safe-harbor-Verordnung VO (EG) Nr. 2273/2003, die in ihrem Erwägungsgrund Nr. 5 Aktienrückkäufe von der Marktmissbrauchsrichtlinie ausnimmt, die einer geplanten Kapitalherabsetzung dienen.

Abs. 1 AktG), also dem Verlustausgleich, der Verlustdeckung oder der Auffüllung der Kapitalrücklage. Eine Rückzahlung von Eigenkapital an die Aktionäre ist verboten (§ 230 AktG), die Auszahlung von Gewinn nur unter engen Voraussetzungen erlaubt (§ 233 AktG). Ein verstärkter Gläubigerschutz erschien dem Gesetzgeber in diesem Fall nicht notwendig, weshalb § 229 Abs. 3 AktG auch nicht auf die Gläubigerschutzvorschrift des § 225 AktG 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, wobei § 237 Abs. 3 – 5 AktG hierfür allerdings ein spezielles Verfahren vorsieht.

Die Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien (§§ 237 – 239 AktG) 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. Von dieser unterscheidet sie sich dadurch, dass weder eine Herabsetzung des Nennbetrags der Aktien noch eine Zusammenlegung von Aktien (§ 222 Abs. 4 AktG) 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 Satz 3 AktG) 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 Übernahme oder Zeichnung von Aktien angeordnet oder gestattet war (§ 237 Abs. 1 AktG). Denn die Gesellschafter sollen vor Erwerb der Mitgliedschaft wissen, dass sie ihre mitgliedschaftliche Position u. U. gegen ihren Willen verlieren können.

III. Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten

1. Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG)

1.1 Kapitalherabsetzung als Insiderinformation

Um die informationelle Gleichbehandlung der Anleger sicherzustellen und Insiderhandel zu verhindern, verpflichtet § 15 Abs. 1 WpHG den Inlandsemitenten von Finanzinstrumenten, die börsennotiert sind oder deren Zulassung beantragt ist, Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen. Unter einer Insiderinformation i. S. v. § 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.³⁾

1.2 Auslöser der Mitteilungspflicht und Befreiungstatbestand

Die Kapitalherabsetzung beruht auf einem mehrstufigen Entscheidungsprozess, dessen letzte Stufe der Hauptversammlungsbeschluss ist. Da die Einberufung zur Hauptversammlung die Beschlussgegenstände aufführt (§ 121 Abs. 3, § 124 Abs. 1 AktG), ist die geplante Kapitalherabsetzung mit der Publikation der Einberufung öffentlich bekannt und verliert ihre Eigenschaft als Insiderinformation.⁴⁾ Eine separate Ad-hoc-Meldung über die geplante Kapitalherabsetzung ist neben der Einberufung und deren Publikation im Bundesanzeiger nicht erforderlich. Zu klären ist damit nur, ob eine 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 AktG). Der Aufnahme der Kapitalherabsetzung auf die Tagesordnung der nächsten Hauptversammlung gehen damit ein Vorstands- und ein Aufsichtsratsbeschluss voraus.⁵⁾ Der Vorstandsbeschluss kann bereits eine Insiderinformation darstellen, sofern die Zustimmung des Aufsichtsrats zu dem künftigen Ereignis oder Vorhaben hinreichend wahrscheinlich ist.⁶⁾ Allerdings kann der Vorstand den Befreiungstatbestand des § 15 Abs. 3 WpHG, § 6 Satz 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.⁷⁾ Ad-hoc-publizitätspflichtig ist die Entscheidung daher erst mit Zustimmung des Aufsichtsrats.⁸⁾

Abschließend ist auf den Umstand hinzuweisen, dass der Zweck der §§ 234, 235 AktG (Rückwirkung einer bilanziellen Sanierung) darin besteht, den Kredit der Gesellschaft gegenüber Gläubigern dadurch zu erhöhen, dass auch die Vorjahresbilanz schon den sanierten Zustand der Gesellschaft widerspiegelt.⁹⁾ 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 der Teil des Preises, den Unter-

3) BaFin, Emittentenleitfaden, Stand: 28. 4. 2009, S. 56; Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., 2009, § 13 Rz. 68; Busch, in: Marsch-Bamer/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2. Aufl., 2009, § 41 Rz. 12, § 46 Rz. 5; Pfüller, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 15 Rz. 184; Pleister/Kindler, ZIP 2010, 503, 510; Regger/Stenzel, NZG 2009, 1210, 1214.

4) Pfüller (Fußn. 3), § 15 Rz. 184.

5) Dies erkennt Thomas, Delisting und Aktienrecht, 2009, S. 488 f., der daher nur die Vorstandsentscheidung als ad-hoc-publizitätspflichtig ansieht. Wie hier Pfüller (Fußn. 3), § 15 Rz. 185.

6) Assmann (Fußn. 3), § 13 Rz. 28.

7) BaFin, Emittentenleitfaden, Stand: 28. 4. 2009, S. 58; Assmann (Fußn. 3), § 13 Rz. 30, § 15 Rz. 143; Pfüller (Fußn. 3), § 15 Rz. 185.

8) Pfüller (Fußn. 3), § 15 Rz. 185.

9) Hüfner, AktG, 9. Aufl., 2010, § 234 Rz. 1.

nehmen für die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts zahlen müssen.

2. Directors' Dealings (§ 15a WpHG)

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.¹⁰⁾ 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 Person¹¹⁾ beruhen.¹²⁾

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 jedoch nicht auf einem Willensentschluss der mitteilungspflichtigen Person *als Privatperson*, sondern auf einem Beschluss der Organe der Gesellschaft. 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 Indikatorwirkung, die man mit § 15a WpHG dem Publikum zugänglich machen will.

3. Mitteilung der Stimmrechtsanteile (§ 21 WpHG)

3.1 Zweck der Mitteilung

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.¹³⁾ 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.¹⁴⁾ Dabei ist zwischen den einzelnen Arten der Kapitalherabsetzung zu unterscheiden.

3.2 Ordentliche und vereinfachte Kapitalherabsetzung

3.2.1 Herabsetzung des Nennbetrags

Die ordentliche und die vereinfachte Kapitalherabsetzung werden bei Nennbetragsaktien durch Anpassung der Grundkapitalziffer und des Nennbetrags der einzelnen Nennbetragsaktien durchgeführt;¹⁵⁾ bei Stückaktien erfolgt lediglich die Herabsetzung der Grundkapitalziffer.¹⁶⁾ Diese Maßnahmen wahren die Beteiligungsverhältnisse und lösen daher keine Meldepflicht nach § 21 WpHG aus.

3.2.2 Zusammenlegung von Aktien

Die ordentliche oder vereinfachte Kapitalherabsetzung kann auch im Wege der Zusammenlegung von Aktien erfolgen (§ 222 Abs. 4 Satz 2 AktG). Allerdings darf eine Zusammenlegung *erst und nur dann* erfolgen, wenn durch die Herabsetzung des Nennwerts der auf die einzelnen Aktien entfallende Betrag unter die gesetzliche Mindestgrenze von einem Euro (§ 8 Abs. 2 Satz 1 AktG) absinken würde. Die Zusammenlegung ist also subsidiär zur Nennwertherabsetzung. Diese Subsidiarität dient dem Schutz der Kleinaktionäre,¹⁷⁾ denn bei der Zusammenlegung entstehen Bruchteilsrechte (Aktienspitzen), wenn ein Kleinaktionär nicht über eine ausreichende Anzahl an Aktien verfügt, um diese zu einer neuen Aktie zusammenzulegen. Diese werden nach § 226 AktG für kraftlos erklärt und verwertet; der Aktionär wird für die Aktienspitzen entschädigt, büßt aber die daraus folgende mitgliedschaftliche Stellung ein. Um dies abzuwenden, könnte er weitere Aktienspitzen zukaufen, um eine ausreichende Anzahl von Spitzen für den Umtausch in eine vollwertige Aktie zu erlangen. Kleinaktionären fehlt aber hierfür oft das Kapital. Der Grundsatz der Subsidiarität kann im Einzelfall bedeuten, dass die Gesellschaft Nennwertherabsetzung und Zusammenlegung miteinander kombinieren muss. Denn eine Zusammenlegung darf wie bereits ausgeführt erst erfolgen, wenn und soweit die Herabsetzung der Nennbeträge nicht ausreichend ist, um ein Unterschreiten des gesetzlichen Mindestnennbetrags zu verhindern.¹⁸⁾ Um das Ziel zu erreichen, möglichst viele selbstständige Aktien zu erhalten, muss daher zunächst die größtmögliche Herabsetzung der Nennbeträge erfolgen, bevor dann eine Zusammenlegung durchgeführt wird.¹⁹⁾

10) Statt vieler *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., 2009, § 15a Rz. 10 ff.

11) Erfasst sind dabei auch Geschäfte, die über Stellvertreter abgewickelt werden, *Sethe* (Fußn. 10), § 15a Rz. 86 ff.

12) *Pfüller* (Fußn. 3), § 15a Rz. 116 ff.; *Sethe* (Fußn. 10), § 15a Rz. 77, 80.

13) Einzelheiten zu den vom Gesetzgeber mit den §§ 21 ff. WpHG verbundenen Zwecken bei MünchKomm-Bayer, AktG, 3. Aufl., 2008, Anh. § 22, § 21 WpHG Rz. 1 f.; *Deblinger/Zimmermann*, in: Fuchs, WpHG, 2009, Vor §§ 21 bis 30 Rz. 15 ff.; *U. H. Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., 2009, Vor § 21 Rz. 18 ff.

14) MünchKomm-Bayer (Fußn. 13), § 21 WpHG Rz. 26; *Deblinger/Zimmermann* (Fußn. 13), § 21 Rz. 48 ff.; *U. H. Schneider* (Fußn. 13), § 21 Rz. 37 ff.

15) *Hüffer* (Fußn. 9), § 222 Rz. 21 ff.

16) *Hüffer* (Fußn. 9), § 222 Rz. 22.

17) RGZ 111, 26, 29; *Lutter*, in: Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1995, § 222 Rz. 25.

18) BGHZ 142, 167, 170 f. = ZIP 1999, 1444 – Hilgers; MünchKomm-Oechsler, AktG, 2. Aufl., 2001, § 222 Rz. 49; *Hueck*, in: Baumbach/Hueck, AktG, 13. Aufl., 1968, § 222 Anm. 5; *Lutter* (Fußn. 17), § 222 Rz. 26 ff.; *Hüffer* (Fußn. 9), § 222 Rz. 22 f.; *Rottmauer*, NZG 1999, 1159. Vgl. auch Fußn. 19.

19) *Lutter* (Fußn. 17), § 222 Rz. 29; wohl auch *Krieger*, in: Münchener Hdb. d. GesR, Bd. 4: AG, 3. Aufl., 2007, § 60 Rz. 7. Missverständlich *Ziemons*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 8 Rz. 8, 10 („sollten“ statt „müssen“).

Um die kapitalmarktrechtlichen Konsequenzen bestimmen zu können, ist wie folgt zu differenzieren: Werden Aktien zusammengelegt, ohne dass Aktienspitzen entstehen, sind die Beteiligungsverhältnisse gewahrt und es muss daher keine Meldung nach § 21 WpHG erfolgen. Entstehen dagegen Aktienspitzen, die gem. § 222 Abs. 4 Satz 2, § 226 AktG 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.²⁰⁾ Sobald die Spitzen gem. § 226 AktG zu neuen Mitgliedschaftsrechten zusammengelegt wurden, steht das Stimmrecht nur noch den Inhabern dieser neu geschaffenen Aktien zu. Der Inhaber der bisherigen Spitzen erhält den auf ihn entfallenen Anteil am Erlös der Veräußerung der neuen Aktien (§ 226 Abs. 3 AktG).

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.²¹⁾ 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, zu welchem Zeitpunkt die Zusammenlegung erfolgt.

Kauft er nach der Zusammenlegung und Verwertung der Spitzen neu geschaffene Aktien und überschreitet dadurch wieder oder erstmals den Schwellenwert, löst dies ebenfalls eine Meldepflicht nach § 21 WpHG aus.

3.3 Kapitalschnitt

Bei einer Kapitalherabsetzung auf Null mit anschließender Kapitalerhöhung auf das gesetzliche Mindestkapital oder einen höheren Betrag (Kapitalschnitt) erlöschen – mit Ausnahme des Bezugsrechts – alle mitgliedschaftlichen Rechte aus den alten Aktien.²²⁾ 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 regelmäßig zeitgleich wirksam werden (vgl. § 228 Abs. 2 Satz 3 AktG), könnte man argumentieren, es entstehe keine Meldepflicht, sofern der Aktionär sein Bezugsrecht in vollem Umfang ausnutze, da seine Beteiligungsquote erhalten bliebe. 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.²³⁾ 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 i. S. v. § 43 Abs. 2

VwVfG²⁴⁾) 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.²⁵⁾ 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 allein²⁶⁾ über § 15 WpHG im Vorfeld der Hauptversammlung informiert (s. o. III 1). Dabei ist allerdings zu verlangen, dass der Markt 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 (z. B. für den Fall, dass sie nach dem Kapitalschnitt Bezugsrechte erwerben).²⁷⁾ Erhöht der Emittent anschließend das Kapital wieder, muss ein Aktionär seine neue, einen Schwellenwert überschreitende Beteiligungsquote gem. § 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.

3.4 Einziehung von Aktien

Erfolgt die Kapitalherabsetzung in Form einer Einziehung von Aktien (§§ 237 ff. AktG), 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.²⁸⁾ Umgekehrt

20) Hüfner (Fußn. 9), § 224 Rz. 4 ff. m. w. N. auch zur a. A.

21) Hüfner (Fußn. 9), § 226 Rz. 4.

22) Priester, DNotZ 2003, 592, 595 f.; Thomas (Fußn. 5), S. 120. Das schweizerische Recht ging zunächst von einem fortbestehenden Stimmrecht aus, vgl. BGE 86 II 78, 83; BGE 121 III 420, 428. Als Reaktion auf die an dieser Rechtsprechung geäußerten Kritik, vgl. etwa von Büren/Brütsch, in: Festschrift Druey, 2002, S. 637, 643 ff., hat der Gesetzgeber mit Art. 732a OR klargestellt, dass die Mitgliedschaftsrechte untergehen, den Aktionären aber ein zwingendes Bezugsrecht zusteht.

23) Reger/Stenzel, NZG 2009, 1210, 1213; Thomas (Fußn. 5), S. 120.

24) Reger/Stenzel, NZG 2009, 1210, 1213; ihnen folgend Pleister/Kindler, ZIP 2010, 503, 507; Burgard, Mitteilungspflichten nach einem Delisting, in: Festschrift U. H. Schneider (im Erscheinen), Fußn. 20. Generell zur Erledigung der Börsenzulassung kraft Gesetzes Groß und Eckbold, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2. Aufl., 2009, § 9 Rz. 76 bzw. § 63 Rz. 104.

25) Im Ergebnis auch Thomas (Fußn. 5), S. 121; Pleister/Kindler, ZIP 2010, 503, 507, 510.

26) 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. Nicht eingegangen werden kann auf die str. Frage, ob ein Delisting ohne gleichzeitige Veränderung der Beteiligungsverhältnisse als solches eine aktienrechtliche Mitteilungspflicht auslöst. Befürwortend Burgard (Fußn. 24), m. w. N.; a. A. LG München I AG 2008, 904, 910; LG Hannover v. 11. 8. 2009 – 32 O 68/08, unveröff., zit. nach Burgard (Fußn. 24).

27) Ebenso Thomas (Fußn. 5), S. 489. Er weist auf S. 486 zu Recht darauf hin, dass diese Information auch in der Einberufung zur Hauptversammlung publiziert werden muss.

28) Dehlinger/Zimmermann (Fußn. 13), § 21 Rz. 53.

kann die Einziehung aber auch eine Erhöhung des Stimmrechtsanteils verursachen, wenn beispielsweise die Gesellschaft eigene Aktien²⁹⁾ einzieht, sich dadurch der Gesamtbestand verringert und damit der prozentuale Anteil einzelner Aktionäre über die Meldeschwellen erhöht.³⁰⁾

Der Aktionär ist in dem Moment meldepflichtig, in dem die Einziehung Wirksamkeit erlangt. Dabei muss man wie folgt unterscheiden:³¹⁾ Erfolgt die Einziehung aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses, wird sie gem. § 238 Satz 1 AktG 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.³²⁾ Handelt es sich dagegen um eine durch Satzung angeordnete (und nicht nur gestattete) Zwangseinziehung (§ 237 Abs. 6 AktG), greift § 238 Satz 2 AktG. An die Stelle des Hauptversammlungsbeschlusses tritt die Entscheidung des Vorstands über die Einziehung (§ 237 Abs. 6 Satz 2 AktG). Die Kapitalherabsetzung wird daher allein dadurch wirksam, dass der Vorstand die Einziehungshandlung vornimmt. Die Eintragung der Durchführung gem. § 239 AktG hat nur deklaratorische Bedeutung.³³⁾ 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 (dazu sogleich unter III 4.2).

4. Weitere Publizitätspflichten des Emittenten

4.1 Erwerb eigener Aktien

Ein Inlandsemittent ist verpflichtet, den Erwerb eigener Aktien zu melden (§ 26 Abs. 1 Satz 2 WpHG). Plant die Gesellschaft eine Einziehung gem. § 237 AktG 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) gem. § 15 WpHG zu melden.

4.2 Gesamtzahl der Stimmrechte

Gemäß § 26a WpHG besteht darüber hinaus die Pflicht, die Gesamtzahl der Stimmrechte zu melden, sofern es im letzten Monat zu einer Veränderung gekommen ist. Erfolgte also eine Zusammenlegung von Aktien oder eine Einziehung, ist die neue Zahl der Stimmrechte, nicht aber auch der Grund für die Veränderung anzugeben.³⁴⁾

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.

4.3 Jährliches Dokument

Liegen einzelne oder alle der beschriebenen Tatbestände der §§ 15 und 26, 30b WpHG vor, ist zudem ein jährliches Dokument nach § 10 WpPG zu veröffentlichen.

4.4 Meldung von Satzungsänderungen

Die Kapitalherabsetzung stellt eine Satzungsänderung dar.³⁵⁾ Gemäß § 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.³⁶⁾ 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“ i. S. d. Vorschrift erst erfüllt, wenn die Vorgabe von § 124 Abs. 3 AktG eingehalten wurde.³⁷⁾ 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.

5. Börsenrechtliche Pflichten

Werden Aktien im Nennbetrag herabgesetzt oder zusammengelegt, bedürfen sie keiner Neuzulassung an der Börse; es ist nur die Notierung anzupassen.³⁸⁾

Die Kapitalherabsetzung als solche löst keine Prospektspflicht aus.³⁹⁾ Geht sie dagegen mit einer Kapitalerhöhung einher, bei der junge Aktien öffentlich⁴⁰⁾ angeboten werden, ist der Emittent zur Zulassung der Aktien (§ 69 BörsZulV)⁴¹⁾ und zur Prospektveröffentlichung (§ 3 WpPG) verpflichtet,⁴²⁾ es sei denn, eine der in § 4 Abs. 2 WpPG genannten Ausnahmen greift ein.

6. Übernahmerechtliches Pflichtangebot

Verändert sich durch die Verwertung von Aktienspitzen gem. § 226 AktG oder durch Einziehung von Aktien gem. § 237

29) Allein der Erwerb eigener Aktien lässt die Berechnung des Gesamtbestands der Aktien (Nenner) trotz § 71b AktG unberührt, vgl. *Busch* (Fußn. 3), § 46 Rz. 6; *U. H. Schneider* (Fußn. 13), § 21 Rz. 59.

30) *Busch* (Fußn. 3), § 46 Rz. 6; *Dehlinger/Zimmermann* (Fußn. 13), § 21 Rz. 53; *U. H. Schneider* (Fußn. 13), § 21 Rz. 38.

31) Ebenso *Dehlinger/Zimmermann* (Fußn. 13), § 21 Rz. 53.

32) *Hüffer* (Fußn. 9), § 238 Rz. 2.

33) *Hüffer* (Fußn. 9), § 239 Rz. 1.

34) *Busch* (Fußn. 3), § 46 Rz. 6; *U. H. Schneider* (Fußn. 13), § 26a Rz. 5.

35) *Hüffer* (Fußn. 9), § 222 Rz. 6.

36) *Müllbert*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., 2009, § 30c Rz. 13.

37) *Zimmermann*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 30c Rz. 4; ebenso *Bosse*, DB 2007, 39, 43; *Mutter*, AG 2007, R34.

38) *Busch* (Fußn. 3), § 46 Rz. 5, § 47 Rz. 50; *Pleister/Kindler*, ZIP 2010, 503, 507; *Reger/Stenzel*, NZG 2009, 1210, 1212 f.; a. A. noch *Schwark*, BörsG, 2. Aufl., 1994, § 36 Rz. 37 (in der aktuellen Aufl. nicht mehr angesprochen).

39) *Busch* (Fußn. 3), § 47 Rz. 50.

40) 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.

41) *Heidelbach*, in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl., 2004, § 30 Rz. 61. Zur Ausnahme beim Kapitalschnitt s. o. III 3.3.

42) *Busch* (Fußn. 3), § 47 Rz. 50. Generell zu § 3 Abs. 3, § 4 Abs. 2 WpPG *Hammann und Gebhardt*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, 2. Aufl. Loseblatt, 2006 ff., § 3 Rz. 31 bzw. § 4 Rz. 18 ff.; *Zeising*, in: Just/Voß/Ritz/Zeising, WpPG, 2009, § 3 Rz. 75 f., § 4 Rz. 27 ff.

AktG der Gesamtbestand der Aktien und steigt dadurch der Anteil eines Aktionärs über die Grenze von § 29 WpÜG, löst dieser passive Kontrollwerb grundsätzlich die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots nach § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG aus.⁴³⁾ Es greift jedoch die Befreiungsmöglichkeit des § 37 Abs. 2 WpÜG i. V. m. § 9 Abs. 1 Nr. 5 WpÜG-AngVO,⁴⁴⁾ denn das Überschreiten der Angebotsschwelle beruht nicht auf einem aktiven Erwerb von Anteilen. Erlischt die Börsenzulassung infolge eines Kapitalschnitts (s. o. III 3.3), besteht bei der anschließenden Kapitalerhöhung mangels Börsennotierung keine Angebotspflicht.⁴⁵⁾

IV. Kapitalherabsetzung und Delisting

1. Aktienzusammenlegung als Mittel zum kalten Delisting

Um eine möglichst große Breite und Tiefe des Marktes zu gewährleisten, sehen manche Börsenordnungen 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“).⁴⁶⁾ 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. o. III 3.2) und daher regelmäßig nur im Sanierungsfall zum Einsatz kommt.⁴⁷⁾ Zum anderen sieht das deutsche *Börsenrecht* weder eine Mindeststückzahl an notierten Aktien noch ein automatisiertes Delisting beim Unterschreiten vor.⁴⁸⁾ Vielmehr gibt es die Möglichkeit eines Widerrufs der Börsenzulassung (§ 39 BörsG), wenn ein ordnungsgemäßer Handel nicht mehr gewährleistet werden kann, was vom Einzelfall abhängt.

2. Kapitalschnitt als Mittel zum kalten Delisting

Die Ausführungen zum Kapitalschnitt (s. o. III 3.3) haben gezeigt, dass mit einer Herabsetzung des Grundkapitals auf Null und seiner anschließenden Wiedererhöhung eine Erledigung der Börsenzulassung der bisherigen Aktien verbunden ist. Gleichwohl wird der Kapitalschnitt in der Praxis kein taugliches Instrument für ein „kaltes“ Delisting sein, da seine Voraussetzungen sehr hoch sind. Handelt es sich um einen Kapitalschnitt bei der ordentlichen Kapitalherabsetzung (§§ 222, 228 AktG),⁴⁹⁾ sind die strengen Vorgaben der gläubigerschützenden Vorschrift des § 225 AktG zu beachten. Wird der Kapitalschnitt bei einer vereinfachten Kapitalherabsetzung durchgeführt (§ 229 Abs. 3, § 228 AktG), setzt diese eine Sanierungssituation voraus (§ 229 Abs. 1 AktG). Vor diesem Hintergrund lassen sich daher andere Wege zu einem kalten Delisting (z. B. die Umwandlung) – deren Zulässigkeit hier aus Platzgründen nicht untersucht werden kann – wesentlich leichter verwirklichen.

3. Notwendigkeit eines Pflichtangebots nach einem Kapitalschnitt

Da mit dem Kapitalschnitt ein automatisches Erlöschen der Börsenzulassung der alten Aktien verbunden ist, stellt sich die

Frage, ob die Macrotron-Rechtsprechung des BGH⁵⁰⁾ auf diesen Fall entsprechend anzuwenden und die Gesellschaft und/oder der Mehrheitsaktionär folglich den Minderheitsaktionären ein „Pflichtangebot“ zum Abkauf ihrer Aktien/Bezugsrechte unterbreiten muss.

3.1 Kapitalschnitt bei der vereinfachten Kapitalherabsetzung

Erfolgt der Kapitalschnitt zum Zweck der Sanierung nach § 229 Abs. 3, § 228 AktG, werden außergewöhnliche wirtschaftliche Umstände vorliegen und der Wert der bisherigen Beteiligung dürfte sich regelmäßig im Wert der Bezugsrechte erschöpfen. Diese sind zwar mit dem Stammrecht an der Börse zugelassen, werden aber nicht automatisch, sondern nur auf Antrag des Emittenten notiert (vgl. § 85 der BörsO FFM),⁵¹⁾ so dass ein Aktionär, der das Bezugsrecht handeln will, hierfür keinen regulären Markt vorfindet. Übt er das Bezugsrecht aus, verfügt er anschließend über Aktien, die – anders als die bisherigen – nicht börsenzugelassen sind (wenn nicht die Gesellschaft eine Neuzulassung beantragt, s. o. III 3.3). Auch insoweit wird ihm die Börse als Markt „entzogen“. Noch deutlicher tritt seine Schutzbedürftigkeit zu Tage, wenn die Hauptversammlung auch das Bezugsrecht bei Vorliegen eines entsprechenden sachlichen Grundes entzieht. Diese Gesichtspunkte sprechen dafür, dass den Aktionären ein Abfindungsangebot zu unterbreiten ist.

Allerdings begegnet dieses Ergebnis im Schrifttum erheblichen Bedenken.⁵²⁾ Zum einen wird darauf hingewiesen, dass es eine Rettung der Gesellschaft erschwert. Welcher Investor will schon den bisherigen Aktionären eine Abfindung zahlen, um das Recht zu bekommen, die AG zu sanieren? Zum anderen zeige sich ein Wertungswiderspruch in folgendem Fall: Wird das Kapital nicht auf Null, sondern auf einen geringfügig höheren Betrag festgesetzt, bleibe die Börsennotierung erhalten

43) Krause/Pöttsch, in: Assmann/Schneider/Pöttsch, WpÜG, 2005, § 35 Rz. 122 f.; Busch (Fußn. 3), § 46 Rz. 6; von Bülow, in: Kölner Komm. z. WpÜG, 2003, § 35 Rz. 60; Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 768, 774; Fleischer/Körber, BB 2001, 2589, 2594 f.; Harbarth, ZIP 2002, 321, 325; R. Koch, ZIP 2008, 1260, 1263; Letzel, BKR 2002, 293, 300; MünchKomm-Schlitt, AktG, 2. Aufl., 2004, § 35 WpÜG Rz. 91, wobei einige der Autoren die Verringerung der Aktienzahl durch Zusammenlegung nicht thematisieren.

44) Krause/Pöttsch (Fußn. 43), § 35 Rz. 124; Busch (Fußn. 3), § 46 Rz. 6; Versteegen, in: Kölner Komm. z. WpÜG, 2003, § 37 Rz. 26 (allerdings nur für den Fall der Einziehung; der Fall der Verwertung von Aktienspitzen wird nicht angesprochen); MünchKomm-Schlitt (Fußn. 43), § 35 WpÜG Rz. 91.

45) Reger/Stenzel, NZG 2009, 1210, 1214; Pleister/Kindler, ZIP 2010, 503, 510.

46) Z. B. 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 gem. Rule 5800 das Delisting. S. dazu auch Pluskat, Rechtsprobleme beim Going Private, 2002, S. 23 f.; Zillmer, Going Private, 2003, S. 61.

47) Ebenso Ott, Der Rückzug von der Börse, 2005, S. 346; Thomas (Fußn. 5), S. 118 f.

48) Pluskat (Fußn. 46), S. 23 f.; Thomas (Fußn. 5), S. 119; Zillmer (Fußn. 46), S. 61.

49) Diese Fallgestaltung übersieht Thomas (Fußn. 5), S. 479 ff.

50) BGH ZIP 2003, 387 (m. Anm. Streit) = NJW 2003, 1032, 1035. Das Urteil wirft allerdings eine ganze Reihe von Zweifelsfragen auf, die an dieser Stelle aus Platzgründen offen bleiben müssen, vgl. Reger, in: Bürgers/Körber, AktG, 2008, § 119 Rz. 27 ff. m. w. N.

51) Vaupel/Reers, AG 2010, 93, 96 m. w. N.

52) Reger/Stenzel, NZG 2009, 1210, 1213.

und die Macrotron-Rechtsprechung fände keine Anwendung. Um diesem Dilemma zu entkommen, wird daher argumentiert, es liege gar kein Fall des Delisting vor, denn die Börsenzulassung erlösche kraft Gesetzes.⁵³⁾ Dieses Argument überzeugt jedoch nicht, denn der Kapitalschnitt beruht auf einer Entscheidung der Hauptversammlung und nur die börsenrechtliche Rechtsfolge tritt kraft Gesetzes ein.

Gegen die Notwendigkeit eines Pflichtangebots wird weiterhin eingewandt, es verstoße gegen § 230 Satz 1 AktG. Diese Vorschrift verbietet der Gesellschaft, die aus der Auflösung der Rücklagen und der Kapitalherabsetzung gewonnenen Mittel dazu zu verwenden, an die Aktionäre Zahlungen zu leisten.⁵⁴⁾ Dieses Verbot ist in der Tat weit auszulegen. Es erfasst den gesamten Buchgewinn, der durch die Kapitalherabsetzung und die nach § 229 Abs. 2 AktG vorgeschriebene Auflösung der Rücklagen entsteht, also 1. den Kapitalherabsetzungsbetrag, 2. die aufgelösten Teile der gesetzlichen Rücklage und der Kapitalrücklage, 3. die aufgelösten Gewinnrücklagen und 4. die aufgelösten Gewinnvorträge. Die Vorschrift dient dem Schutz der Kapitalerhaltung und ergänzt das allgemeine Ausschüttungsverbot des § 57 AktG. Diese Mittel dürfen folglich auch nicht dazu verwandt werden, den Aktionären ihre Bezugsrechte abzukaufen. Nicht von § 230 Satz 1 AktG erfasst werden jedoch die neuen Mittel, die durch die Kapitalerhöhung gewonnen werden. Insoweit greift der Einwand unter Hinweis auf § 230 Satz 1 AktG also zu kurz. In die Betrachtung sind folgende Gesichtspunkte einzubeziehen: Entscheidende Hürde eines Pflichtangebots der Gesellschaft dürfte § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG sein. Danach ist ein Erwerb eigener Aktien nur zulässig, wenn die Gesellschaft im Zeitpunkt des Erwerbs eine Rücklage in Höhe der Aufwendungen für den Erwerb bilden könnte, ohne das Grundkapital oder eine nach Gesetz oder Satzung zu bildende Rücklage zu mindern, die nicht zur Zahlung an die Aktionäre verwandt werden darf. Über solche freien Mittel verfügt die Gesellschaft nach einer Sanierung gerade nicht, denn die aus der Kapitalerhöhung gewonnenen Mittel sind gebunden und alle anderen Rücklagen waren vor der Kapitalherabsetzung aufzulösen (§ 229 Abs. 2 AktG). Allerdings sind auch Fälle denkbar, in denen trotz der Sanierungssituation genügend freie Mittel für ein Pflichtangebot vorhanden sein können, denn nicht aufzulösen waren die stillen Reserven⁵⁵⁾ und ein zum Zeitpunkt der Kapitalherabsetzung vorhandener Bestand an eigenen Aktien.⁵⁶⁾ Zudem könnte der Großaktionär, den der BGH – ob zu Recht oder Unrecht – auch als verpflichtet ansieht, ein Pflichtangebot abzugeben, die Mittel aufbringen. Damit erweist sich der Einwand des § 230 Satz 1 AktG also als nicht überzeugend.

Entscheidendes Argument gegen die Anwendung der Macrotron-Rechtsprechung dürfte der Aspekt der fehlenden Schutzbedürftigkeit der Minderheitsaktionäre beim kalten Delisting durch einen Kapitalschnitt sein. Der BGH will die Minderheit davor schützen, dass die Gesellschaft und der Mehrheitsaktionär den Minderheitsaktionären ohne Not und entschädigungslos die Börsenzulassung nehmen und auf diese Weise ihre Aktien entwerten können. Im Fall der Sanierung, bei der ein Kapitalschnitt notwendig ist, besteht das primäre Ziel des Hauptversammlungsbeschlusses aber gerade nicht in einem

Delisting, sondern dieses ist notwendige Begleitfolge der Sanierungsbemühungen. Dies und der geringe Wert, den das Bezugsrecht der zu sanierenden Gesellschaft haben wird, sowie der Umstand, dass neue Investoren sicher nicht gefunden würden, wenn den alten Aktionären noch Abfindungen zu zahlen wären, spricht dafür, im Sanierungsfall gerade kein Pflichtangebot zu verlangen.⁵⁷⁾ Die Aktionäre werden vor einer willkürlichen Anwendung der § 229 Abs. 3, § 228 AktG ausreichend dadurch geschützt, dass sie das Fehlen einer echten Sanierungssituation im Wege der Anfechtungsklage gegen den Herabsetzungsbeschluss geltend machen können.⁵⁸⁾ Verfehlt wäre es auch, aus der Treuepflicht abzuleiten, dass die Gesellschaft oder der Mehrheitsaktionär verpflichtet sei, wiederum für eine Börsenzulassung der neuen Aktien zu sorgen. Vor dem Hintergrund einer gerade erfolgten Sanierung ist dieser Schritt sorgfältig zu überlegen, denn der Börsengang kostet Geld und die Aktien müssen tatsächlich auch am Markt abgesetzt werden können, damit sich dieser Schritt lohnt. Ein Zwang zur Börsennotierung würde sicherlich die Sanierung behindern oder vereiteln.

3.2 Kapitalschnitt bei der ordentlichen Kapitalherabsetzung

Auch wenn das kalte Delisting im Wege eines Kapitalschnitts bei der ordentlichen Kapitalherabsetzung aufgrund besserer Alternativen keine nennenswerte praktische Bedeutung hat (s. o. IV 2), sei der Vollständigkeit halber der Frage nachgegangen, ob hier ein Pflichtangebot geschuldet ist. Da die Kapitalherabsetzung und damit auch der Kapitalschnitt nach bislang herrschender Meinung keiner sachlichen Rechtfertigung bedürfen,⁵⁹⁾ könnte ein Großaktionär auf dem Wege einer ordentlichen Kapitalherabsetzung auf Null und anschließender Wiedererhöhung des Kapitals (§§ 222, 228 AktG) ein kaltes Delisting betreiben und dadurch die Rechtsstellung der Minderheit nachhaltig beeinträchtigen. Da die ordentliche Kapitalherabsetzung nicht einmal eine Sanierungssituation voraussetzt, sondern zu jedem Zweck erlaubt ist (§ 222 Abs. 3 AktG), kann der Großaktionär auch in wirtschaftlich guten Zeiten die Minderheit aus der Gesellschaft drängen; die AG muss lediglich die Forderungen der Gläubiger nach § 225 AktG sicherstellen. Solange Rechtsprechung und herrschende Meinung

53) Reger/Stenzel, NZG 2009, 1210, 1213.

54) Thomas (Fußn. 5), S. 492 f.

55) OLG Frankfurt/M. AG 1989, 207, 208 (m. zust. Anm. Stützel, WuB II A § 229 AktG 1.90); Hüfner (Fußn. 9), § 229 Rz. 11; MünchKomm-Oechsler (Fußn. 18), § 229 Rz. 45; Marsch-Barner, in: Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 229 Rz. 19; differenzierend Lutter (Fußn. 17), § 229 Rz. 31.

56) Krieger (Fußn. 19) § 61 Rz. 9; Lutter (Fußn. 17), § 229 Rz. 27 a. E.; Hüfner (Fußn. 9), § 229 Rz. 11; MünchKomm-Oechsler (Fußn. 18), § 229 Rz. 39 a. E.; Marsch-Barner (Fußn. 55), § 229 Rz. 19.

57) Thomas (Fußn. 5), S. 493; Pleister/Kindler, ZIP 2010, 503, 507.

58) Pleister/Kindler, ZIP 2010, 503, 507.

59) BGHZ 138, 71, 76 f. = ZIP 1998, 692 (m. zust. Anm. Hüfner, WuB II A § 229 AktG 1.98) – Sachsenmilch, dazu EWiR 1999, 49 (Dreher); ebenso OLG Schleswig AG 2004, 155, 156 f.; Hüfner (Fußn. 9), § 222 Rz. 14, § 243 Rz. 28 a. E.; Veil, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 222 Rz. 18 f.; MünchKomm-Oechsler (Fußn. 18), § 222 Rz. 24 f., 45; Krieger (Fußn. 19), § 60 Rz. 15; Weiss, BB 2005, 2697, 2700; Wirth, DB 1996, 867, 870 ff. S. auch BGHZ 142, 167, 169 = ZIP 1999, 1444 – Hilgers (m. Anm. Hirte, WuB II A § 229 AktG 1.00); Henze, ZHR 162 (1998), 186, 194 f. Natterer, AG 2001, 629, 632 ff. bejaht das Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung, „wenn und soweit die Mitgliedschaft verletzt wird“.

keinen Minderheitenschutz bei § 228 AktG gewähren, ist dieser bei einem kalten Delisting durch einen Kapitalschnitt gem. §§ 222, 228 AktG notwendig. Gerade in diesem Fall ist eine Interessenlage gegeben, die derjenigen in der Macrotron-Entscheidung vergleichbar ist.⁶⁰⁾

V. Zusammenfassung

1. Kapitalmaßnahmen stellen regelmäßig Insiderinformationen dar und unterliegen daher der Ad-hoc-Publizitätspflicht (§ 15 WpHG).
2. Eine Kapitalherabsetzung unterfällt nicht der gesetzlichen Definition der Directors' Dealings (§ 15a WpHG), selbst wenn die Führungsperson Großaktionär ist und den Hauptversammlungsbeschluss über die Kapitalherabsetzung herbeigeführt hat.
3. Die ordentliche und die vereinfachte Kapitalherabsetzung durch Herabsetzung des Nennbetrags lösen keine Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG aus, da sie verhältnismäßig erfolgen.
4. Die ordentliche und die vereinfachte Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien unter Verwertung von Aktienspitzen (§ 226 AktG) können die Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG auslösen. Gleiches gilt für die Kapitalherabsetzung im Wege der Einziehung nach § 237 AktG.
5. Ein Kapitalschnitt führt zum Erlöschen der Mitgliedschaftsrechte und damit auch der Börsenzulassung. Dies lässt die Mitteilungspflicht des § 21 WpHG entfallen. Für dieses Ergebnis spricht auch der Umstand, dass eine zu § 21 Abs. 1a WpHG spiegelbildliche Vorschrift für das Ende der Börsenzulassung fehlt. Der Kapitalmarkt wird ausreichend über § 15 WpHG geschützt. Bei anschließenden Änderungen der Betei-

ligungsverhältnisse greifen die Pflichten aus §§ 20, 21 AktG ein (vgl. § 20 Abs. 8, § 21 Abs. 5 AktG).

6. Werden Aktien im Nennbetrag herabgesetzt oder zusammengelegt, bedürfen sie keiner Neuzulassung an der Börse, sondern nur die Notierung ist anzupassen.
7. Die Kapitalherabsetzung als solche löst keine Prospektpflicht aus.
8. Führt die Kapitalherabsetzung zu einer Veränderung im Gesamtbestand der Aktien (durch Verwertung von Aktienspitzen oder Einziehung) und steigt dadurch der Anteil eines Aktionärs über die Grenze von § 35 WpÜG (passiver Kontrollenerwerb), muss dieser ein Pflichtangebot abgeben. Es greift jedoch die Befreiungsmöglichkeit des § 9 Abs. 1 Nr. 5 WpÜG-AngVO.
9. Erlischt die Börsenzulassung infolge eines Kapitalschnitts, bestehen bei der anschließenden Kapitalerhöhung keine Pflichten nach dem WpÜG.
10. Der Kapitalschnitt ermöglicht ein kaltes Delisting. Erfolgt er bei der vereinfachten Kapitalherabsetzung (§ 229 Abs. 3, § 228 AktG), liegt aufgrund des Sanierungszwecks keine der Macrotron-Entscheidung vergleichbare Interessenlage vor. Anders ist dies in dem allerdings wenig praxisrelevanten Fall einer ordentlichen Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung (§§ 222, 228 AktG). Da die Rechtsprechung und herrschende Lehre keine materielle Beschlusskontrolle für einen derartigen Kapitalschnitt fordern, erweist sich die Anwendung der Grundsätze der Macrotron-Entscheidung als notwendig. Der Minderheit ist ein „Pflichtangebot“ zu machen.

⁶⁰⁾ Dieser Fall wird nicht angesprochen bei *Thomas* (Fußn. 5), S. 493.