

Sonderdruck aus:

«Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht»
Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag

Herausgegeben von:

Hans Caspar von der Crone / Rolf H. Weber / Roger Zäch / Dieter Zobl

GAUDENZ G. ZINDEL

Aktienrückkäufe und
Kapitalherabsetzungen

Schulthess § 2003

GAUDENZ G. ZINDEL

Aktienrückkäufe und Kapitalherabsetzungen

Flexibilisierungen für die Praxis

Inhaltsübersicht	Seite
I. Ausgangslage	571
II. Aktienrückkäufe	572
1. Bedeutung und Motive für Rückkäufe	572
2. Risiken und Schranken des Rückkaufs eigener Aktien und der Kapitalherabsetzung	575
3. Methoden des Aktienrückkaufs	577
4. Steuerrechtliche und börsenrechtliche Komponenten	578
III. Flexiblere Ausgestaltung der Kapitalherabsetzung	580
1. Bedürfnis nach Flexibilisierung	580
2. Art und Schritte der Flexibilisierung der Kapitalherabsetzung	581
3. Weiterentwicklungen im deutschen Aktienrecht	582
4. Flexibilisierungen in weiteren Rechtsordnungen	583
IV. Der Weg zur genehmigten Kapitalherabsetzung	585
1. Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag	585
2. Kapitalherabsetzung nach Rückkauf: noch keine Kompetenzdelegation	588
3. Kompetenzdelegation an Verwaltungsrat: genehmigte Kapitalherabsetzung	590
V. Blick in die Zukunft: Stückaktien und Kapitalband	594

I. Ausgangslage

Recht und Politik sind eng verbunden. Politiker setzen das Recht. Politik kann man mit TUCHOLSKY verstehen als die Durchsetzung wirtschaftlicher Zwecke mit Hilfe der Gesetzgebung. Der Inhalt der Normsetzung wird in hohem Masse von der Aktualität der jeweiligen Gegenwart bestimmt¹. So kam es, dass die vor zehn Jahren in Kraft getretene Aktienrechtsrevision zwar die Kapitalerhöhung erleichterte, aber die Kapitalherabsetzung in ihrer starren und einzigen Form beliebt². In der Zwischenzeit

¹ Vgl. PETER FORSTMOSER, Corporate Governance, Symposium MEIER-HAYOZ, Zürich 2002, 54.

² Genau so, wie der Gesetzgeber von 1936 wohl die Fusion, nicht hingegen die Spaltung regelte. Die Botschaft zum revidierten Aktienrecht gibt keinen Aufschluss darüber, weshalb der Gesetzgeber nicht wie für die Kapitalerhöhung auch für die Kapitalherabsetzung neue Verfahrensformen vorgesehen hat (vgl. Botschaft 1983, BBl 1983 II 934).

hat die Praxis zu Tage gebracht, dass auch ein erhebliches Bedürfnis für eine Flexibilisierung der Kapitalherabsetzung besteht. Dies zeigt sich insbesondere im Zusammenhang mit der Strukturierung und Durchführung von Aktienrückkäufen.

Vor diesem Hintergrund will der vorliegende Beitrag Möglichkeiten eruieren, die Kapitalherabsetzung des schweizerischen Aktienrechts unter teilweisem Einbezug ausländischer Entwicklungen zu flexibilisieren. Ausgehend vom heutigen schwerfälligen Ablauf mit zwei Generalversammlungen führt der Weg über die Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag zur genehmigten Kapitalherabsetzung und weiter zu künftigen nennwertlosen Stückaktien.

II. Aktienrückkäufe

1. Bedeutung und Motive für Rückkäufe

a) Bedeutung

In früheren Zeiten galt die Kapitalherabsetzung als eine ausserordentliche Massnahme im Zusammenhang mit einer Wirtschaftskrise oder einer ungesunden Entwicklung der Gesellschaft. Seit Mitte der Neunzigerjahre hat der Rückkauf eigener Aktien mit anschliessender Kapitalherabsetzung im Zuge einer konsequenteren Bewirtschaftung des Eigenkapitals *erheblich an Bedeutung gewonnen*³. Rechtlich begünstigt wurde diese Trendwende durch die Zulassung des Erwerbs von zehn Prozent der eigenen Aktien gemäss dem 1992 revidierten Art. 659 OR und durch die Unternehmenssteuerreform 1997, die den steuerrechtlichen Handlungsspielraum erheblich erweitert hat⁴. Im Jahre 2001 haben 18 Gesellschaften mit kotierten Aktien auf dem Wege von Aktienrückkäufen insgesamt Rückzahlungen im Betrag von über CHF 11 Mrd.

³ Der Grosszahl von Kapitalerhöhungen bis Anfang der Neunzigerjahre folgten ab Mitte der Neunzigerjahre vermehrt Aktienrückkäufe mit Kapitalherabsetzungen.

⁴ Zwischen 1993 und 2000 tätigten in der Schweiz rund 30 Gesellschaften insgesamt rund 70 Rückkäufe eigener Aktien zum Zwecke der Kapitalherabsetzung mit einem Gesamtvolumen von ca. CHF 24 Mrd. Im gleichen Zeitraum wurden knapp CHF 4 Mrd. in Form von Nennwertherabsetzungen zurückgezahlt. Das Volumen der Aktienrückkäufe beträgt seit dem Jahre 1998 jährlich eigene Aktien im Wert von mehreren Milliarden Franken. 1997 stieg der Betrag für Aktienrückkäufe gemessen an den gesamten Ausschüttungen (Dividenden/Nennwertrückzahlungen/Aktienrückkäufe) über die Grenze von 10%; 1999 lag der Anteil bei 42% (Näheres bei JULIA VON AH, Die Kapitalherabsetzung von Publikumsgesellschaften, Diss. oec. Zürich 2001, 37 ff., 381 ff. und ANDREAS WELTI, Aktienrückkauf, Diss. oec. Zürich 2001, 22, 294 ff.; siehe auch EBK Bulletin 2000, Heft 39, 47 und 55). – Die Nennwertherabsetzungen bleiben im Folgenden ausser Betracht.

vorgenommen⁵. Anfang 2002 liefen Aktienrückkaufsprogramme im Gesamtbetrag von CHF 12,6 Mrd., und in den ersten drei Quartalen des Jahres 2002 haben 13 SMI-Gesellschaften Aktienrückkäufe von insgesamt CHF 15 Mrd. beschlossen oder bereits durchgeführt⁶.

b) Motive

Die Motive für die Aktienrückkäufe als Instrumente zur aktiven Kapitalbewirtschaftung sind zahlreich. Im Vordergrund stehen die folgenden Gründe:

aa) Abbau von Überschussliquidität

Auf dem Wege eines Aktienrückkaufs kann die Gesellschaft Kapital an die Aktionäre ausschütten, das sie für ihre operative Tätigkeit in absehbarer Zeit⁷ nicht benötigt. Aktienrückkauf und Kapitalherabsetzung werden hier im Ergebnis als Instrument zur Steigerung des Unternehmenswerts eingesetzt⁸.

bb) Optimierung der Kapitalstruktur

Da die dem Aktienerwerb folgende Kapitalherabsetzung mit Vernichtung der zurückgekauften Aktien die Anzahl ausstehender Aktien reduziert, haben Rückkäufe eine Erhöhung der Eigenkapitalrendite, eine *Gewinnverdichtung* zur Folge⁹. Bei Unternehmen mit hoher Eigenfinanzierung kann ein Aktienrückkauf in Verbindung mit der Nutzung nicht ausgeschöpfter Fremdfinanzierungspotentiale eine Massnahme zur Erreichung einer optimalen Kapitalstruktur darstellen.

⁵ Finanz und Wirtschaft vom 12. Oktober 2002, S. 17, 15. Juni 2002, S. 32 und 8. Mai 2002, S. 1. Europaweit betrachtet weisen die Schweizer Unternehmen seit 1999 das zweitgrösste Rückkaufsvolumen auf.

⁶ Aktienrückkäufe im Umfang von mehr als 2% des Aktienkapitals; Angaben SWX Swiss Exchange, Übernahmekommission, Mitte Oktober 2002.

⁷ Muss die Gesellschaft kurz nach einem Aktienrückkauf wieder eine Kapitalerhöhung durchführen, entstehen ihr Transaktionskosten; zudem trägt sie das Kursrisiko.

⁸ In den letzten Jahren zeigte sich deutlich, dass die Rückführung überschüssiger Mittel (positiver) Ausdruck einer Fokussierung auf strategische Geschäftsfelder (anstelle einer Verwendung überschüssiger Mittel zur Diversifikation) sein kann. Diese Entwicklung wurde durch niedrige Zinssätze am (Fremd-)Kapitalmarkt begünstigt (VON AH, FN 4, 44; Näheres bei WELTI, FN 4, 69 ff.).

⁹ Siehe die wichtigen Differenzierungen bei WELTI (FN 4), 100 ff. und bei VON AH (FN 4), 45 ff.; ferner ROGER GRÖNER/PETER MEIER, Aktienrückkäufe und Kursbeeinflussung, SZW 74 (2002) 279 f. Es ist zu beachten, dass eine höhere Eigenkapitalrendite bzw. ein höherer Gewinn pro Aktie (Gewinnverdichtung) nicht per se einen Mehrwert darstellt. In der Tendenz wird heute eine Kapitalverdichtung aufgrund jüngster Erfahrungen schweizerischer Publikumsgesellschaften richtigerweise nicht mehr ohne weiteres mit einer Erhöhung der Profitabilität gleichgesetzt; die Eigenkapitalquote spielt für die Profitabilität einer Unternehmung nicht in allen Fällen eine entscheidende Rolle.

cc) **Alternative zur Dividende**

Ein Hauptmotiv zur Vornahme von Nennwertrückzahlungen und von Aktienrückkäufen ist ihre Funktion als Dividendensurrogat, verbunden mit markanten Vorzügen gegenüber Ausschüttungen in Form von Dividenden. Entscheidend zur zunehmenden Bedeutung von Nennwertrückzahlungen und von Aktienrückkäufen beigetragen haben die *Steuervorteile*. Kapitalgewinne werden in den meisten Ländern weniger besteuert als Einkommen in Form von Dividenden. Die steuerlichen Vorzüge der Aktienrückkäufe zeigen sich vor allem bei den Anteilsinhabern, welche die Beteiligungsrechte im Geschäftsvermögen halten¹⁰. Ein weiterer Vorteil besteht in der *Flexibilität*: Aktienrückkäufe müssen nicht in regelmässigen Zeitabständen durchgeführt werden, die Gesellschaft kann unter mehreren Rückkaufmethoden auswählen und die Aktionäre haben eine echte *Wahlmöglichkeit*, am Rückkauf (zu einem vorteilhaften Preis) teilzunehmen oder die Aktien zu behalten (und von der Steigerung des Kurswertes zu profitieren). Zugleich hat aber der Rückkauf wie die Dividende Ausschüttungscharakter und ist deshalb für die Gesellschaft Mittel der Dividendenpolitik.

dd) **Signalling-Effekt**

Aktienrückkäufe haben häufig eine (positive) Signalwirkung am Kapitalmarkt. Die Unternehmensleitung signalisiert mit dem Rückkauf, dass sie die Aktien für *unterbewertet* hält, dass sie bei den Investitionen niedrigere Risiken erwartet oder dass keine Akquisitionsprojekte bestehen. Ausgehend davon, dass die Unternehmensleitung über die Aussichten der Gesellschaft am besten im Bilde ist, nehmen die anderen Marktteilnehmer dieses Signal häufig auf¹¹. Ein Rückkaufsangebot enthält somit auch die Möglichkeit, die Anteilsinhaber am Informationsvorsprung des Managements teilnehmen zu lassen. Die Glaubwürdigkeit der übermittelten Information wird aufgrund der mit einem Rückkauf verbundenen Transaktionskosten in der Regel erhöht¹². Da der Rückkauf aus freien Mitteln zu erfolgen hat, signalisiert die Ankündigung eines Aktienrückkaufs zudem im Normalfall eine gesunde Finanzkraft der Gesellschaft.

¹⁰ Zu den Steuervorteilen nachstehend bei FN 34, mit den Differenzierungen bei FN 30 ff.

¹¹ Siehe zum Signalling-Ansatz, der bereits 1973 von MICHAEL SPENCE aufgezeigt wurde, ULYSSES V. SALIS-LÜTOLF, *Private Equity Finanzierungsverträge*, Zürich 2002, 12, m.w.H.; ferner TILMAN BEZZENBERGER, *Erwerb eigener Aktien durch die AG*, Köln 2002, 65.

¹² VON AH (FN 4) 61. Die Glaubwürdigkeit des kommunizierten Signals steigt mit der Rückkaufsquote, dem Kapitalanteil des Managements und der angebotenen Prämie auf dem Börsenkurs (WELTI, FN 4, 54). Näheres zum Aktienrückkauf-Signalling und zu der zu differenzierenden Signalwirkung der verschiedenen Rückkaufmethoden bei WELTI, 55 ff.; zu den (beschränkten) Gefahren und Möglichkeiten einer Kursbeeinflussung durch die Gesellschaft auf dem Wege von Rückkäufen siehe GRÖNER/MEIER (FN 9), 285 ff., 291.

Im Wissen um die positiven Auswirkungen, die ein Aktienrückkauf auf den Aktienkurs haben kann, wird der Anleger die Aktien der rückkaufenden Gesellschaft in vielen Fällen höher bewerten¹³.

ee) Weitere Motive

Neben den dargelegten, auch in ihrer Häufigkeit überwiegenden betriebswirtschaftlichen Motiven gibt es eine Reihe weiterer Gründe für Aktienrückkäufe¹⁴. So können Rückkäufe von Beteiligungsrechten auch eingesetzt werden zur Gestaltung der Aktionärsstruktur, namentlich – je nach Ausgangslage und Ausgestaltung des Rückkaufprogramms – zu einer breiteren Streuung der Unternehmensanteile oder zu einer grösseren Konzentration des Aktionariats, ferner für Mitarbeiterbeteiligungen, im Hinblick auf ein Going Private oder auch als Abwehrmassnahme gegen eine drohende Unternehmensübernahme¹⁵. Die Rechtmässigkeit der Einsetzung eines Aktienrückkaufprogramms zum Zwecke einer Änderung der Aktionärsstruktur ist – insbesondere wenn die Veränderung der Beteiligungsverhältnisse mehr als einen Nebeneffekt darstellt – freilich in jedem Einzelfall zu prüfen und setzt die Beachtung der aktienrechtlichen Grundsätze, insbesondere des Gleichbehandlungsprinzips, voraus.

2. Risiken und Schranken des Rückkaufs eigener Aktien und der Kapitalherabsetzung

Sowohl Aktienrückkauf als auch (konstitutive) Kapitalherabsetzung entziehen der Gesellschaft Haftungssubstrat und vermindern – wie eine Dividende – die Liquidität der Gesellschaft. Beide Vorgänge sind deshalb im Lichte der aktienrechtlichen Kapitalerhaltungsvorschriften zu sehen. Während die Regelung der Kapitalherabsetzung ausführliche *Gläubigerschutzbestimmungen* enthält¹⁶, findet sich bei den Be-

¹³ Vorausgesetzt ist, dass die zurückkaufende Gesellschaft über eine solide Bilanz verfügt und die Rückkaufszahlungen nicht zu einem Liquiditätsengpass führen (vgl. auch die Einschränkungen in FN 9 hievore). – Allerdings können Aktienrückkäufe auch eine sinnvolle Alternative in Baissezeiten sein (siehe Finanz und Wirtschaft vom 12. Oktober 2002, S. 17, und die Feststellung, dass sich nach dem Börsencrash im Oktober 1987 die Kurse derjenigen Gesellschaften vergleichsweise besser hielten, die ein Rückkaufprogramm angekündigt hatten oder bei denen ein solches bereits lief; siehe JOHANN KINDL, Der Erwerb eigener Aktien nach dem KonTraG, DStR 1999, 1277).

¹⁴ Siehe VON AH (FN 4), 61 ff.

¹⁵ Siehe auch WELTI (FN 4), 103 ff. sowie die Resultate seiner Marktuntersuchung zu den Motiven der Rückkäufe schweizerischer Gesellschaften auf S. 319.

¹⁶ Besonderer Revisionsbericht, Schuldenruf, Möglichkeit, Befriedigung oder Sicherstellung zu verlangen, und Auszahlungsschranken, Art. 732–734 OR.

stimmungen zum Erwerb eigener Aktien – neben den generellen Schranken¹⁷ – lediglich die Verpflichtung zur Bildung einer gesonderten Reserve für eigene Aktien. Der Niveauunterschied beim Gläubigerschutz erklärt sich vor allem damit, dass Ausschüttungen zum Erwerb eigener Aktien ausschliesslich aus frei verwendbaren Mitteln erfolgen dürfen, für Rückzahlungen bei Kapitalherabsetzungen demgegenüber (nach erfolgter Befriedigung oder Sicherstellung angemeldeter Forderungen) gebundene Mittel verwendet werden.

Wie die Kapitalherabsetzung mit Rückzahlung¹⁸ stellt auch der Aktienrückkauf eine gesetzlich ausdrücklich zugelassene Ausnahme vom Kapitalrückzahlungsverbot von Art. 680 Abs. 2 OR dar. Der Reserve für eigene Aktien kommt die Funktion einer Ausschüttungssperre zu; ohne diese Pflicht zur Reservebildung würden die (aktivierte) eigenen Aktien freies, für Gewinnausschüttungen verfügbares Vermögen darstellen¹⁹.

Für die *Aktionäre* steht in beiden Fällen – Aktienrückkauf und Kapitalherabsetzung mit Rückzahlung – die *Gleichbehandlung* im Vordergrund. Diesem legitimen Interesse ist bei der Strukturierung des Rückkaufs dadurch Rechnung zu tragen, dass die Aktionäre erstens proportional Aktien andienen können und zweitens (selbstverständlich) für alle angedienten Aktien derselbe Kaufpreis gezahlt wird²⁰. Hinsichtlich des Schutzes der Mitgliedschaft gibt der Aktienrückkauf dem Aktionär – im Gegensatz zur Dividende – die Wahlmöglichkeit, sich am Rückkauf proportional, teilweise oder gar nicht zu beteiligen.

Die Kapitalherabsetzung (jene ohne vorgängiges Rückkaufsangebot) erfüllt den *Gleichbehandlungsgrundsatz* in der Regel per se, da zum vornherein alle ausstehenden Aktien in die Herabsetzung einzubeziehen sind. Demgegenüber besteht beim Aktienrückkauf die Möglichkeit (und das Risiko), Aktionärsstrukturpolitik zu betreiben. Dies zeigt sich insbesondere bei Rückkäufen durch nicht kotierte Gesellschaften (bei denen Rückkäufe allerdings seltener sind), falls die Unternehmensleitung – nach unsachgemässen ungleichen Kriterien – ausgewählten Aktionären ein (lukratives) Rückkaufsangebot unterbreitet²¹. Dieses Risiko, mit Rückkäufen (in aktienrechtlich fragwürdiger Weise) in die Aktionärsstruktur einzugreifen, scheidet allerdings bei den üblichen Rückkäufen kotierter Gesellschaften in der Regel aus, soll damit doch

¹⁷ Erwerb ausschliesslich aus frei verwendbarem Eigenkapital, Betragsschranke von 10% und Ruhen des Stimmrechts und der damit verbundenen Rechte, Art. 659 und 659a OR.

¹⁸ BGE 109 II 129 E 2; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 53 N 27 Anm. 10.

¹⁹ ANDREAS VON PLANTA/CHRISTIAN LENZ, Basler Kommentar 2002, Art. 659a N 4.

²⁰ Zahlt die Gesellschaft für die zurückerworbenen Aktien mehr als den wirklichen Wert, werden die andienenden Aktionäre auf Kosten der verbleibenden bevorteilt (und vice versa).

²¹ Zu weiteren Aspekten einer möglichen unzulässigen Ungleichbehandlung siehe VON AH (FN 4), 65.

im Normalfall nicht die Aktionärsstruktur verändert, sondern die Kapitalstruktur optimiert werden²². Aktienrückkäufe über die Börse sind in aller Regel zum vornherein «gleichheitstauglich»²³.

3. Methoden des Aktienrückkaufs

In der Schweiz dominieren drei Rückkaufmethoden: (1) die öffentlichen Kaufangebote mit festgesetztem Preis, (2) die börsenmässigen Aktienrückkäufe über eine zweite Handelslinie und (3) die Rückkauffofferten an Einzelaktionäre²⁴.

(1) *Rückkäufe im gewöhnlichen Festpreisverfahren* haben für die Gesellschaft den Vorteil, dass sie bereits im Zeitpunkt der Bekanntgabe des Angebotes die maximale Anzahl zu erwerbender Aktien und den dafür zu zahlenden Rückkaufpreis kennt. Um die maximale Anzahl Aktien zurückkaufen zu können, muss die zeitliche Limitierung tendenziell mit deutlich über dem Börsenkurs liegenden Rückkaufpreisen kompensiert werden (was zu proportionalen Kürzungen führen kann). (2) Der massgebliche Vorteil der *Rückkäufe über eine zweite Handelslinie an der Börse* liegt in der Möglichkeit, die Aktien nach den Marktgegebenheiten und nach den Preisvorstellungen der Gesellschaft (normalerweise leicht über dem Kurs auf der ersten Handelslinie) zurückkaufen zu können und auch positive Effekte für den Börsenkurs²⁵ herbeizuführen. Da sich diese börsenmässigen Rückkäufe zudem über einen längeren Zeitraum erstrecken können, muss die Gesellschaft lediglich das Volumen der Rückkauftransaktion angeben²⁶. Diese Variante hat sich in den Jahren 1998 und 1999 in der Schweiz etabliert²⁷. (3) Mit *ausserbörslichen Rückkäufen von Einzelaktionären* kann die Gesellschaft normalerweise den Druck auf den Börsenkurs absorbieren, den ein Paketverkauf eines Grossaktionärs am Markt aufgrund des grossen Angebots hervorrufen kann. Jedoch ist es in diesen Fällen für die Gesellschaft schwieriger, die übrigen Aktionäre nicht durch eine Ungleichbehandlung zu benachteiligen. Der Rückkaufpreis liegt deshalb bei dieser Variante in der Regel (knapp) unter dem Börsenkurs²⁸.

²² Vgl. vorstehend bei FN 9.

²³ Zu Differenzierungen der Gleichbehandlungsfrage bei den verschiedenen Methoden von Rückkäufen siehe BEZZENBERGER (FN 11), 115 ff.

²⁴ Diese drei Methoden machten bei den Rückkäufen bis Ende 1999 fast 90% aller Rückkäufe aus (WELTI, FN 4, 311 f.; vgl. auch EBK Bulletin 2000, Heft 39, 55).

²⁵ Siehe zu den Signalling-Effekten von Aktienrückkäufen vorstehend bei FN 11.

²⁶ Diese Variante des Rückkaufs über eine zweite Handelslinie wurde erstmals im Dezember 1997 von Swiss Re gewählt, deren Verwaltungsrat der Jubilar heute präsidiert.

²⁷ 1998: Disetronic, Jelmoli, Julius Bär, Schindler, Swatch Group und Swiss Re. 1999: Altin, Askliä, Bobst, Julius Bär, Schindler, Swiss Re und Zellweger Luwa.

²⁸ Zu den Einzelheiten der Rückkaufmethoden und zu deren Häufigkeit WELTI (FN 4), 308 ff.

Im Jahre 2000 haben in der Schweiz sodann mehrere Gesellschaften Aktienrückkäufe mittels *Put-Optionen* durchgeführt. Von Vorteil für die Aktionäre ist die Wahlmöglichkeit, die (kotierte) Option zu verkaufen oder die Aktien anzudienen. Begünstigt wurde diese Rückkaufmethode durch die Klarstellung des Bundesgerichts, dass die Zuteilung von Put-Optionen für Aktienrückkäufe nicht der Verrechnungssteuer unterliegt²⁹. Damit wurde ein effizientes Rückkaufinstrument geschaffen, bei dem die Gleichbehandlung der Aktionäre (ob private oder institutionelle, ob in- oder ausländische) gewährleistet werden kann. Diese Variante dürfte in den nächsten Jahren weiter an Bedeutung gewinnen.

4. Steuerrechtliche und börsenrechtliche Komponenten

Aktienrückkäufe sind neben den aktienrechtlichen Elementen wesentlich geprägt von der steuerrechtlichen und der börsenrechtlichen Komponente. Dazu folgende Grundzüge:

(1) *Steuerrechtlich* wird der Rückkauf zum Zwecke der Kapitalherabsetzung³⁰ als *Teilliquidation* betrachtet³¹. Die Auszahlung der Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nennwert der Aktien ist aus der Sicht der Gesellschaft einer Dividendenzahlung sehr ähnlich. Für die rückkaufende Gesellschaft ist die Teilliquidation bezüglich der direkten Steuern grundsätzlich steuerneutral. Beim verkaufenden Aktionär, der die Aktien im Privatvermögen hielt, stellt die Differenz zwischen *Nennwert* und Verkaufswert der Aktie Vermögensertrag dar und unterliegt der *Einkommenssteuer* (Nennwertprinzip). Stellten die verkauften Aktien Geschäftsvermögen dar, ist nur die Differenz zwischen dem *Buchwert* und dem Veräusserungserlös als *Wertschrienertrag* zu versteuern (Buchwertprinzip). Rückkaufangebote sind demnach für institutionelle Anleger steuerlich attraktiver als für Privataktionäre.

Die Differenz zwischen Rückkaufpreis und Nennwert (nicht aber der Nennwert selbst) unterliegt der *Verrechnungssteuer*, welche vom im Inland wohnenden Aktionär vollumfänglich, vom im Ausland wohnenden Aktionär je nach dem einschlägigen Doppelbesteuerungsabkommen, zurückgefordert werden kann. Steuerlich ungünstig für die Gesellschaft sind die für die Aktionäre sehr vorteilhaften Aktienrückkäufe über die Börse, da die Verkäufer hier naturgemäss anonym bleiben und die (in diesem Fall nicht überwälzbare) Verrechnungssteuer «ins Hundert» aufgerechnet wird.

²⁹ ASA 68, 1999/2000, 739; Näheres bei FN 33.

³⁰ Im Gegensatz zum Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft mit Weiterveräusserung innerhalb von sechs Jahren.

³¹ Grundlegend Kreisschreiben Nr. 5 ESTV vom 19.8.1999, ASA 68, 1999/2000, 300 ff.

Aus diesem Grund ist für Rückkäufe über die Börse die Einrichtung einer *zweiten Handelslinie* angezeigt, auf welcher der Veräusserer identifiziert werden kann³².

Bei *Put-Optionen* ist die Ausgabe verrechnungssteuer- und einkommenssteuerfrei, sofern sie im Hinblick auf eine kurzfristig bevorstehende Kapitalherabsetzung erfolgt; erst das Kaufgeschäft bei der Ausübung der Put-Optionen unterliegt der Verrechnungs- und Einkommenssteuer³³. Im Gegensatz zu Ausübung der Option wird der Verkauf der Option als – im Privatvermögen steuerfreier – Kapitalgewinn betrachtet.

Im Vergleich zur Ausschüttung einer *Dividende* ist ein Aktienrückkauf (infolge des steuerfreien Nennwertanteils bei natürlichen Personen bzw. des Buchwertprinzips bei juristischen Personen) steuerlich vorteilhaft, sofern die Verrechnungssteuer zurückgefordert werden kann³⁴.

(2) *Börsenrechtlich* stehen drei Elemente im Vordergrund: Unterstellung öffentlicher Rückkaufangebote unter die börsenrechtliche Regelung öffentlicher Kaufangebote, börsenrechtliche Meldepflichten und Ad-hoc-Publizität. Öffentliche Rückkaufangebote stellen zwar Kaufangebote im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG dar und unterstehen daher den Bestimmungen von Art. 22 ff. BEHG, können aber *freigestellt* werden, wenn Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleistet sind³⁵. Bei den *Meldepflichten* von Art. 20 BEHG, hier vor allem den 5%- und den 10%-Melde-schwellen, interessiert vor allem, welcher Teilschritt der Aktienrückkäufe die Meldepflicht auslöst. Da die Reduktion der Beteiligung erst mit dem Abschluss des Kapitalherabsetzungsverfahrens und der Eintragung in das Handelsre-

³² Zu den kapitalmarktrechtlichen Besonderheiten beim Rückkauf über eine zweite Handelslinie: SWX Mitteilung Nr. 60/97 vom 15.12.1997; bei der SWX Swiss Exchange ist derzeit eine neue Weisung (Handelsweisung) betreffend Rückkauf eigener Aktien in Ausarbeitung; ferner WELTI (FN 4), 204 f. Der Rückkauf erfolgt hier in der Regel leicht über dem Börsenkurs, die Differenz zu dem auf der ersten Linie angebotenen Preis darf aber 5% nicht übersteigen (Ziff. 3.5 der Mitteilung Nr. 1).

³³ Für die Verrechnungssteuer: Pra 1999, 975 = ASA 68, 1999/2000, 739; für die Einkommenssteuer: VON AH (FN 4), 336 ff.

³⁴ Differenziertere Ausführungen zu den Steuerfolgen und Steuervorteilen von Aktienrückkäufen insbesondere bei VON AH (FN 4), 229 ff., 278 ff.; WELTI (FN 4), 256 ff.; MICHAEL BUCHSER/THOMAS JAUSI, Zivil- und steuerrechtliche Probleme beim direkten und indirekten Rückkauf eigener Aktien, ASA 70, 2002, 619 ff., 637 ff.

³⁵ Aufschlussreich die Mitteilung Nr. 1: Rückkäufe von Beteiligungspapieren der Übernahmekommission vom 28.3.2000, in Kraft seit 1.9.2000, mit den Einzelheiten zur Freistellung durch Meldeverfahren; siehe auch WELTI (FN 4), 283 ff.; ANDREAS VON PLANTA/CHRISTIAN LENZ, Basler Kommentar 2002, Art. 659 N 28 ff.; zu nachteiligen Folgen der Mitteilung Nr. 1 (Beschränkung der Effizienz des Kapitalmarktes und Mehrkosten für die Gesellschaft) GRONER/MEIER (FN 9), 281 f.

gister rechtlich Gültigkeit erlangt, sind unter diesem Titel die Offenlegungsstelle und der Markt erst in diesem Zeitpunkt zu informieren.

Da Aktienrückkäufe vielfach geeignet sind, den Börsenkurs erheblich (meist positiv) zu beeinflussen³⁶, können sie eine *Ad-hoc-Publizität* gemäss Art. 72 des Kotierungsreglementes erfordern³⁷. Da dies allerdings nur dann der Fall ist, wenn sie *beträchtliche Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage der Gesellschaft* haben, unterstehen übliche Erwerbsgeschäfte im Rahmen des «market making» der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nicht, wohl aber in der Regel Aktienrückkäufe in grossem Umfang über dem Börsenkurs³⁸.

III. Flexiblere Ausgestaltung der Kapitalherabsetzung

1. Bedürfnis nach Flexibilisierung

Grund für die angestrebte Flexibilisierung der Kapitalherabsetzung des schweizerischen Aktienrechts ist das in der Praxis insbesondere bei Publikumsgesellschaften deutlich zutage tretende Bedürfnis, rasch und flexibel auf die wirtschaftlichen Entwicklungen in der Unternehmensfinanzierung und an den Kapitalmärkten reagieren zu können. Soll dem fast ständigen Anpassungsbedarf nicht durch eine «Aktienrechtsreform in Permanenz»³⁹ begegnet werden, sind Gerichte und Behörden als Rechtsanwender aufgerufen, im Rahmen des Möglichen und unter Wahrung der schützenswerten Aktionärs- und Gläubigerinteressen zwischenzeitliche Weiterentwicklungen zuzulassen. Dies als Ausgleich zum charakteristischen Nachteil des zwingenden Gesetzesrechts, häufig nicht genügend Spielraum für notwendige Differenzierungen zu lassen und Anpassungen an veränderte Verhältnisse häufig nur schwerfällig und mit hinderlichen Verzögerungen vornehmen zu können⁴⁰.

³⁶ Siehe dazu vorn bei FN 13.

³⁷ Siehe zur Veröffentlichungspflicht bei den Teilschritten des mehrstufigen Entscheidungsprozesses eines Aktienrückkaufs (unter dem deutschen Recht) MARTIN SCHOCKENHOFF/EIKE WAGNER, *Ad hoc-Publizität beim Aktienrückkauf*, AG 1999, 548 ff.

³⁸ KARL HOFSTETTER, *Erwerb und Wiederveräusserung eigener Aktien durch börsenkotierte Gesellschaften*, Festschrift ROLF BÄR, Bern 1998, 155; vgl. auch MARIE V. FISCHER, *Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement*, Diss. Bern 1999, 93; PETER CH. HSU, *Ad-hoc-Publizität*, Diss. Zürich 2000, 226 f.

³⁹ Der Ausdruck stammt aus dem Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Vorsitz Prof. Theodor Baums, Köln 2001, 49, nachfolgend *Baums-Bericht*.

⁴⁰ So die richtige Feststellung im Baums-Bericht (FN 39), 45 f. zum Spannungsfeld zwingendes und nachgiebiges Aktienrecht.

2. Art und Schritte der Flexibilisierung der Kapitalherabsetzung

Bei den Kapitalerhöhungen konnte die Rechtspraxis dank dem vor zehn Jahren eingeführten genehmigten Kapital und bedingten Kapital und infolge einer vernünftigen Fortentwicklung in der Rechtsanwendung⁴¹ mit den Anforderungen der Unternehmensfinanzierung im Wesentlichen Schritt halten. *Nicht so bei der Kapitalherabsetzung*. Der Gesetzgeber hat bei der Aktienrechtsrevision 1991 die Kapitalherabsetzung im Gegensatz zur Kapitalerhöhung nicht flexibilisiert. In der Zwischenzeit ist klar geworden, dass die in der Unternehmensfinanzierung geforderte konsequentere Kapitalbewirtschaftung Flexibilität «in beide Richtungen», sowohl bei der Kapitalerhöhung als auch bei der Kapitalherabsetzung, erfordert⁴². Insbesondere die Kapitalherabsetzungen im Zuge der bedeutsamen Aktienrückkäufe haben diese Anforderung verdeutlicht. Gefragt sind Flexibilisierungen der heute einzigen und starren Form der Kapitalherabsetzung gemäss Art. 732 ff. OR⁴³, namentlich durch Entwicklung einer *genehmigten Kapitalherabsetzung*⁴⁴ als Gegenstück zur genehmigten Kapitalerhöhung und durch Nutzung der Zwischenschritte auf dem Weg zu diesem Ziel. Als Zwischenschritt kommt vor allem die Zulassung der Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag in Betracht. Eine weitergehende Erleichterung der Kapitalbewirtschaftung in Publikumsgesellschaften kann sodann durch die – allerdings grössere aktienrechtliche Veränderungen erfordernde – Einführung nennwertloser (Stück-)Aktien⁴⁵ erreicht werden.

Wesentlich ist, im Zuge dieser Flexibilisierung der Kapitalherabsetzung die *Aktionärs- und Gläubigerinteressen* konsequent zu schützen. Die rechtliche Erleichterung der Unternehmensfinanzierung kann und muss nicht zulasten der Aktionäre oder der Gläubiger erfolgen. Die Einhaltung dieser Voraussetzung ermöglicht eine Rechtsfortbildung bereits im Vorfeld der nächsten Aktienrechtsrevision⁴⁶.

⁴¹ Zu erwähnen sind insbesondere die Flexibilisierung der ordentlichen Kapitalerhöhung mit der Zulassung von Kapitalerhöhungen mit Maximalbetrag (HANS CASPAR VON DER CRONE, Kapitalerhöhungen mit Maximalbetrag, Reprax 1/00, 1 ff., die Möglichkeit der Delegation des Bezugsrechtsausschlusses beim genehmigten Kapital (BGE 121 III 231 ff.; ZINDEL/ISLER, Basler Kommentar 2002, Art. 652 N 8 ff.) und die Ausdehnung des Anwendungsbereichs des bedingten Kapitals (Aktionärsoptionen; ISLER/ZINDEL, Basler Kommentar 2002, Art. 653 N 17).

⁴² Dem Gesetzgeber ist wohl nicht anzulasten, dieses weitgehend parallele Bedürfnis bei der Aktienrechtsrevision 1991 nicht erkannt zu haben; es wurde damals trotz seiner Logik von der Praxis zu wenig sichtbar gemacht. Trotzdem gilt auch hier das bald einmal geflügelte Wort von PETER FORSTMOSER: «Es ist nicht verboten, klüger zu werden».

⁴³ Siehe auch Art. 84 HRegV, insbes. Abs. 4.

⁴⁴ Dazu nachstehend bei FN 81.

⁴⁵ Dazu nachstehend bei FN 98.

⁴⁶ Die nächste (kleine) Aktienrechtsrevision wird voraussichtlich zwei Hauptbereiche beschlagen: erstens die aktienrechtlichen Kapitalbestimmungen und zweitens den Bereich Corporate Governance; Näheres in FN 108.

3. Weiterentwicklungen im deutschen Aktienrecht

(1) Bei der Aktienrechtsreform 1997 hat der deutsche Gesetzgeber zwar nicht im Bereich der Kapitalherabsetzung, wohl aber im Bereich des Erwerbs eigener Aktien legiferiert⁴⁷. Diese Neuerungen haben erhebliche Auswirkungen auf die Aktienrückkäufe mit anschliessender Kapitalherabsetzung. Die Einfügung einer neuen Bestimmung in § 71 des deutschen Aktiengesetzes (AktG) bezweckt vor allem, die *Flexibilität der Eigenkapitalfinanzierung* zu erhöhen und namentlich überkapitalisierten Gesellschaften die Verminderung des Eigenkapitals zulasten freier Rücklagen zu ermöglichen. Ferner kann der Rückerwerb der Vorbereitung der endgültigen Einziehung (Vernichtung) der Aktien dienen. Die neue Bestimmung sieht ausdrücklich vor, dass die Hauptversammlung den Vorstand ermächtigen kann, die eigenen Aktien *ohne weiteren Hauptversammlungsbeschluss einzuziehen*⁴⁸. Der *Vorstand* entscheidet alsdann nach pflichtgemäßem Ermessen, ob die zurückgekauften Aktien durch Kapitalherabsetzung vernichtet werden sollen. Nach erfolgter Einziehung kann die Herabsetzung des Grundkapitals ohne weiteren Hauptversammlungsbeschluss vom Vorstand zur Eintragung in das Handelsregister angemeldet werden.

Mit dieser Regelung wurde das Finanzierungsinstrumentarium der deutschen Gesellschaften an die international übliche Praxis angeglichen. Die kotierten Aktiengesellschaften machen von dieser Möglichkeit des Aktienerwerbs regen Gebrauch⁴⁹. Die Möglichkeit der Hauptversammlung, die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien mit der Ermächtigung zur späteren Herabsetzung des Aktienkapitals zu verbinden, wurde auch in der Lehre positiv aufgenommen⁵⁰.

⁴⁷ Der schweizerische Gesetzgeber hat also interessanterweise mit der Zulassung des (allgemeinen, ohne bestimmten Erwerbsanlass gestatteten) Erwerbs eigener Aktien bis zu 10% durch den VR gemäss Art. 659 OR (1992) einige Jahre früher flexibilisiert. In den Neunzigerjahren revidierten zahlreiche westeuropäische Rechtsordnungen die Bestimmungen über den Erwerb eigener Aktien; siehe die Hinweise bei GRONER/MEIER (FN 9), 280 Anm. 9.

⁴⁸ § 71 Abs. 1 Ziff. 8 Satz 6 AktG; siehe UWE HÜFFER, Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl. München 2002, § 71 N 19c und 19m. Die Bestimmung wurde durch Art. 1 Ziff. 5 lit. a des im April 1998 in Kraft getretenen Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) in Kraft gesetzt.

⁴⁹ KARSTEN MARKWARDT, Erwerb eigener Aktien: In der «Falle» des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG?, Betriebsberater (BB) 2002, 1108 ff. und schon KINDL (FN 13), 1280 f. *Beispiel* für Wortlaut in der Einladung zur Hauptversammlung: «Beschlussfassung über die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien: Aufsichtsrat und Vorstand schlagen vor, zu beschliessen, dass die Gesellschaft dazu ermächtigt wird, Aktien der Gesellschaft zu erwerben, um ... sie einzuziehen. ... Der Vorstand wird ermächtigt, eigene Aktien der Gesellschaft, die aufgrund der vorstehenden Ermächtigung erworben werden, einzuziehen, ohne dass die Einziehung oder die Durchführung der Einziehung eines weiteren Hauptversammlungsbeschlusses bedarf.» (Tagesordnungspunkt 7 der Hauptversammlung 2001 der DaimlerChrysler AG, Stuttgart).

⁵⁰ Siehe insbesondere die diversen Stellungnahmen im AG-Sonderheft «Die Aktienrechtsreform 1997», Köln 1997.

(2) Die Bestimmungen über den Erwerb eigener Aktien waren auch Gegenstand der Regierungskommission «Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts», die im Sommer 2001 einen umfassenden Bericht abgeliefert hat (Baums-Bericht)⁵¹. Im Rahmen der Fragen zur Modernisierung des deutschen Aktienrechts hat die Kommission eine Vielzahl wichtiger Anliegen der *Unternehmensfinanzierung* behandelt⁵², darunter eingehend die Regelung des Erwerbs eigener Aktien⁵³. Die Kommission regt an, die *Einziehung von Stückaktien auch ohne Kapitalherabsetzung zuzulassen*. Die Regelung, wonach die Einziehung von Aktien zwangsläufig mit einer Kapitalherabsetzung einhergehe, stamme aus der Zeit vor Einführung der Stückaktie, sei also auf die Nennbetragsaktie zugeschnitten. Einer Kapitalherabsetzung bedürfe es bei einer Einziehung von Stückaktien nicht, da nach Einziehung von Stückaktien ohne Kapitalherabsetzung auf die verbleibenden ausgegebenen Aktien jeweils ein entsprechend grösserer anteiliger Betrag des Grundkapitals entfalle⁵⁴.

4. Flexibilisierungen in weiteren Rechtsordnungen

a) US-amerikanische public corporation

Die zahlenmässig und zugleich wirtschaftlich bedeutsamste Gesellschaftsform in den USA ist die business corporation. In der Form der public corporation kann sie mit der Aktiengesellschaft des schweizerischen Rechts verglichen werden. Das massgebende Delaware Recht kennt kein formelles Kapitalherabsetzungsverfahren. Es liegt in der Kompetenz des board of directors, (Vorzugs-) Aktien aufgrund eines bereits in den *Statuten festgelegten Rückkaufsrechts* zu einem festgesetzten Amortisationspreis zurückzukaufen (redemption; redeemable shares) oder Aktien ohne vorherige Rückübertragungsregelung zurückzukaufen (repurchase). Weder für einen Aktienrückkauf auf dem Wege einer redemption oder eines repurchase noch für eine nach dem Rückerwerb erforderliche Abänderung der articles of incorporation bedarf es eines Ermächtigungsbeschlusses der Aktionäre.

In den meisten Bundesstaaten untersteht der Rückerwerb von Aktien denselben Regelungen wie die Ausschüttung einer Dividende. Einige Bundesstaaten kennen –

⁵¹ Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, hrsg. von Prof. THEODOR BAUMS, Köln 2001; vgl. vorstehend FN 39.

⁵² Unter dem Titel *Deregulierung* wurden u.a. Neuerungen zum genehmigten und bedingten Kapital, die Kapitalerhöhung gegen Einlagen, Aktiensplit und Zwischendividenden behandelt; zudem wurden *neue Finanzierungsinstrumente* geprüft (redeemable shares, tracking stock).

⁵³ Baums-Bericht (FN 39), 220 ff.

⁵⁴ Baums-Bericht (FN 39), 247 N 234.

für sämtliche Arten von Ausschüttungen – financial limits; oberhalb dieser Limite ist ein Rückwerb unzulässig. Im traditionellen System (Nennwertsystem mit par value shares und no par value shares) können für eine redemption beliebige Gesellschaftsmittel (any available funds) verwendet werden. Bei der nach Delaware Recht zulässigen «out of capital redemption» kann ein Rückwerb auch ohne Bestehen einer Rücklage erfolgen, sofern die zurückerworbenen Anteile sogleich für verfallen erklärt werden und das Gesellschaftskapital um den Kaufpreis vermindert wird⁵⁵.

In den traditionellen corporate statutes der Bundesstaaten ist es den Gesellschaften freigestellt, die zurückerworbenen Aktien als treasury shares zu halten oder für verfallen zu erklären. Nach einer cancellation of shares zählen die zurückerworbenen Aktien zu den *authorized but unissued shares*. Im modernen System des Revised Model Business Corporation Act, R.M.B.C.A., gelten von der Gesellschaft zurückerworbene Aktien als autorisiert, aber nicht mehr als ausgegeben⁵⁶.

b) Englische public company

Die public company des englischen Companies Act entspricht in ihren Grundzügen der schweizerischen Aktiengesellschaft. Im Gegensatz zum schweizerischen und zum deutschen Recht kennt das englische Recht kein eigentliches «Grundkapital», das als Haftungssubstrat dient. Beim Erwerb eigener Aktien in Form der redemption ist der Zeitpunkt des Rückwerbs in den articles festzulegen, und die redeemable shares können nur aus Gewinnrücklagen oder aus dem Erlös einer zu diesem Zweck erfolgten Emission zurückerworben werden. Auch ein repurchase bedarf einer Grundlage in den articles. Die Zeitdauer des repurchase muss von den Gesellschaftern festgelegt werden und darf *18 Monate nicht übersteigen*. Sowohl redeemed shares als auch repurchased shares werden ungültig und *sind zu annullieren*. Weder eine redemption noch ein repurchase tangieren jedoch das authorized share capital der Gesellschaft⁵⁷.

c) Société d'investissement à capital variable (SICAV)

Bei der SICAV handelt es sich um ein Anlagefonds in Gesellschaftsform. SICAV kommen in Europa u.a. in Frankreich, Luxemburg, Belgien und den Niederlanden vor. Sie unterliegen den allgemeinen Bestimmungen über *Aktiengesellschaften*, sofern das Investmentgesetz nichts anderes vorsieht⁵⁸. Die mit *variablen Aktienkapital* aus-

⁵⁵ § 160 (a) Delaware General Corporation Law; zu den Arten der Kapitalherabsetzung siehe § 244 (a).

⁵⁶ R.M.B.C.A. § 6.31 (a).

⁵⁷ Companies Act 1985, section 160 (4) i.V.m. section 162 (2).

⁵⁸ Vgl. als Beispiel Art. 25 des luxemburgischen Investmentgesetzes.

gestattete SICAV kann jederzeit Aktien herausgeben und muss auf Verlangen des Aktionärs seine Aktien zurückkaufen⁵⁹. Entsprechend dem Konzept des variablen Kapitals gehen die zurückgekauften Anteile unter mit der Folge, dass sich das Grundkapital der Gesellschaft *in Umfang des Rückkaufs vermindert*⁶⁰. Die Aktien nennen zwar den Mindestbetrag des Aktienkapitals, enthalten aber keine Angabe über einen Nennwert oder über den Anteil am Aktienkapital.

d) Fazit

Aus diesem kurzen Überblick über die Kapitalstruktur weiterer ausländischer Gesellschaften wird deutlich, dass sich in den Regelungen der europäischen Staaten⁶¹ noch kaum Kapitalgesellschaften mit flexibler Kapitalstruktur finden. Demgegenüber weist das US-amerikanische Gesellschaftsrecht eine grosse Flexibilität auf, vor allem im Zuge der Abschaffung des Nennwertsystems und des Instituts der treasury shares. Stark in diese Richtung tendiert auch die SICAV nach luxemburgischem Vorbild, die in Europa an Bedeutung gewinnt.

IV. Der Weg zur genehmigten Kapitalherabsetzung

1. Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag

Auf der ersten Stufe des Weges zur genehmigten Kapitalherabsetzung ist zu prüfen, ob es als zulässig betrachtet werden kann, dass der Herabsetzungsbeschluss der Generalversammlung nicht einen festen Herabsetzungsbetrag und damit die exakte neue Höhe des Aktienkapitals, sondern nur einen *Maximalbetrag* festlegt. Dabei ist wesentlich, dass auf dieser ersten Stufe der Flexibilisierung die *Frage einer Kompetenzdelega-*

⁵⁹ Als Beispiel Art. 27 Abs. 1 lit. a und b des luxemburgischen Investmentgesetzes.

⁶⁰ Siehe Der Steuerentscheid, 2002, STE 1999 B-24-4 51, S. 2.

⁶¹ Vor allem Deutschland, Frankreich, Spanien, Italien, Belgien, Portugal. Auch die *Kapitalrichtlinie* der EG (Zweite Richtlinie 77/91/EWG vom 13.12.1976, mit Änderungen vom 1.1.1995) enthält keine Flexibilisierung der Kapitalherabsetzung. Gemäss Art. 20 Abs. 1 lit. a kann ein Mitgliedstaat den Rückkauf eigener Aktien ohne Beachtung der allgemeinen Voraussetzungen erlauben, falls die Gesellschaft die Aktien in Durchführung einer von der GV beschlossenen Kapitalherabsetzung erwirbt. Vorausgesetzt ist eine bereits beschlossene Kapitalherabsetzung; bei einem Erwerb im Hinblick auf eine Herabsetzung ist die Ausnahmebestimmung nicht anwendbar (Näheres bei ROGER FANKHAUSER, *Gemeinschaftsrechtliche Publizitäts- und Kapital-Richtlinie: Anpassungsbedarf des Schweizer Rechts*, Diss. Zürich 2001, 183 f., 233 ff.). Gemäss Art. 30 EG-Kapitalrichtlinie ist jede Kapitalherabsetzung von der GV zu beschliessen (siehe GÜNTHER CHR. SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Baden-Baden 2000, 384, 398 ff.).

tion nicht gestellt werden muss; die *Generalversammlung* soll die Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag beschliessen.

Herabsetzungen mit Maximalbetrag sind in erster Linie bei *längerfristigen Aktienrückkäufen*, wie sie in der Praxis der Publikumsgesellschaften zunehmend vorkommen, aus folgenden Gründen ein *Bedürfnis*:

- (1) Zu Beginn von Rückkäufen über zwei oder gar drei Jahre lässt sich das Rückkaufvolumen nicht präzise bestimmen.
- (2) Die zwischen der (die Herabsetzung mit Maximalbetrag beschliessenden) GV und dem nächsten Bilanzstichtag erfolgten Rückkäufe sollten in der Bilanz für das ablaufende Geschäftsjahr bereits berücksichtigt werden können.
- (3) Auf eine weitere Beschlussfassung in einer *zweiten* (ausserordentlichen) GV sollte verzichtet werden können.

In der Literatur wird verlangt, dass der Herabsetzungsbeschluss der GV auf einen *bestimmten Betrag* laute⁶². Zu Recht vertritt FORSTMOSER die Ansicht, dass es freilich möglich ist, zunächst nur den *Höchstbetrag* zu nennen, «also analog der Kapitalerhöhung die Herabsetzung nicht *um einen*, sondern *bis zu einem* bestimmten Betrag zu beschliessen»⁶³. Die Gründe für die Zulässigkeit der Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag⁶⁴ – insbesondere Gleichbehandlung der Aktionäre und *Vorhersehbarkeit* des Verfahrens – lassen sich aufgrund der in den wesentlichen Punkten übereinstimmenden Konstellation auf die Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag übertragen; die *Analogie* ist gerechtfertigt⁶⁵.

Ist die Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag im Grundsatz also anerkannt, so ist – auf der zweiten Stufe – zu prüfen, ob ein *zusätzlicher* Beschluss der GV für den Abschluss der Kapitalherabsetzung unerlässlich ist⁶⁶. Bei Beantwortung dieser Frage ist wichtig, den Vollzug und den Abschluss einer *von der GV beschlossenen* Kapitalherabsetzung von einer Delegation der Kompetenz an den VR, *ob* eine Herabsetzung überhaupt erfolgen soll, zu unterscheiden. Erst im zweiten Fall erhält der Vorgang den Charakter einer *genehmigten* Kapitalherabsetzung. Mit der geforderten inhaltlichen Dichte des GV-Herabsetzungsbeschlusses, der namentlich die Anforderungen

⁶² PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl. Zürich 1996, N 297i; MANFRED KÜNG, Basler Kommentar 2002, Art. 732 N 14; VON AH (FN 4), 74 Anm. 260.

⁶³ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 18), § 53 N 108.

⁶⁴ Siehe VON DER CRONE (FN 41), 4 ff.

⁶⁵ Zur (bewältigbaren) geringen Unterschiedlichkeit siehe die Differenzierung am Ende dieser Ziff. 1.

⁶⁶ So vor allem BÖCKLI (FN 62), N 297f und 297t; BÖCKLI verlangt – über die Praxis hinausgehend – in allen Fällen zwei GV-Beschlüsse; für einen zweiten GV-Beschluss im Falle eines zunächst beschlossenen Maximalbetrages FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 18), § 53 N 108.

an den Gläubigerschutz zu erfüllen hat, sollte in Zukunft *vermieden* werden können, dass sich die GV ein zweites Mal mit demselben Beschlussgegenstand beschäftigen muss, ohne dass auf Stufe GV materiell Neues zu beschliessen ist. Es wäre das einzige in sich geschlossene Geschäft im Aktienrecht, das zwei GV-Beschlüsse benötigt. Solange keine Kompetenzdelegation vorliegt und die GV alle materiellen Elemente der Kapitalherabsetzung selbst beschliesst und damit aus eigenen Stücken den Gläubigerschutz gewährleistet, kann es dem VR überlassen bleiben, die Herabsetzung formell abzuschliessen⁶⁷. Denkbar wäre auch, einen *bedingten GV-Beschluss* zu fassen, wonach die Kapitalherabsetzung (mit den von der GV vorgegebenen Elementen) vorzunehmen ist, sofern ein Aktienrückkauf in einem (von der GV festgelegten) bestimmten Umfang erfolgt.

Es scheint nicht verwegen, diese Folgerung – wohl aber nicht die Zulässigkeit einer materiellen Kompetenzdelegation – bereits *de lege lata* zu ziehen. Zwar weist Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR die «Änderung der Statuten» bekanntlich den unübertragbaren Befugnissen der GV zu, und die Statuten müssen gemäss Art. 626 Ziff. 3 OR die Höhe des Aktienkapitals bestimmen. Erstens hat aber das Gesetz diesen – ehemals ehernen – Grundsatz in Art. 652g OR⁶⁸ beim Vollzug der (auch der ordentlichen) Kapitalerhöhung explizit durchbrochen. Zweitens sieht Art. 732 OR zum Inhalt des Herabsetzungsbeschlusses im Gegensatz zu Art. 650 Abs. 2 Ziff. 1 OR (betreffend ordentliche Kapitalerhöhung) nicht vor, dass der GV-Beschluss den Betrag der Kapitalveränderung angeben müsse. Drittens ist eine Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag trotz des gegenüber Art. 732 OR strengeren Wortlauts von Art. 650 OR heute anerkannt. Viertens wird der Herabsetzungsbeschluss der GV – wiederum in Analogie zur ordentlichen Kapitalerhöhung⁶⁹ – vorerst nicht in das Handelsregister eingetragen⁷⁰ und entfaltet damit einstweilen keine statutenändernde Wirkung (da es sich eben nicht um eine genehmigte Kapitalherabsetzung handelt). Fünftens – und dies ist der wichtigste Grund – wird mit der *Ausrichtung der Gläubigerschutzanforderungen auf den höchstmöglichen Herabsetzungsbetrag*⁷¹ (von der GV festgelegter Maximalbetrag) der materielle Gehalt der Statutenänderung von der GV selbst festgelegt, so dass der VR *keine autonome Änderung der Statuten*, sondern bloss eine formelle Anpassung vorzunehmen hat.

⁶⁷ Dies entspricht der Aufgabenteilung, wie sie für die *ordentliche* Kapitalerhöhung vorgesehen ist (die anerkanntermassen ebenfalls keine Kompetenzdelegation beinhaltet). In diesem Sinne auch BÖCKLI (FN 62) N 297f.

⁶⁸ «... so ändert der Verwaltungsrat die Statuten ...» (Art. 652g Abs. 1 Ingress).

⁶⁹ Siehe ZINDEL/ISLER, Basler Kommentar 2002, Art. 650 N 4 im Vergleich mit Art. 651 N 10.

⁷⁰ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 18), § 53 N 135.

⁷¹ So hat insbesondere der besondere Revisionsbericht zu bestätigen, dass die Forderungen der Gläubiger auch nach einer Kapitalherabsetzung im maximalen Umfang vollständig gedeckt sind.

Aus diesen Gründen ist die Frage, ob ein Herabsetzungsbeschluss der GV mit Maximalbetrag für den formellen Abschluss der Herabsetzung eines zusätzlichen GV-Beschlusses bedarf, *bereits de lege lata*, sicher aber *de lege ferenda zu verneinen*.

Strukturell störend für diese aktienrechtliche Einordnung kann die bei Rückkäufen auf einer zweiten Handelslinie in den Rückkaufinsparaten anzutreffende Einschränkung sein, wonach die Gesellschaft *keine Verpflichtung* hat, eigene Aktien über die zweite Linie zu kaufen, sondern je nach den Marktgegebenheiten als Käuferin auftreten werde. Diese Beschränkung steht im Gegensatz zum Verständnis und zur Regelung bei (ordentlichen) Kapitalerhöhungen mit Maximalbetrag, bei welchen der VR verpflichtet ist, die Kapitalerhöhung im Umfang der eingehenden Zeichnungen vorzunehmen. Dem VR kommt damit bezüglich des Erhöhungsvolumens – wie für eine ordentliche Kapitalerhöhung ohne Kompetenzdelegation richtig – kein Ermessen zu. Konsequenterweise darf bei (ordentlichen) Kapitalherabsetzungen mit Maximalbetrag das Rückkauf- und *Herabsetzungsvolumen* nicht (vollständig) ins Ermessen des VR gestellt sein. Eine solche Herabsetzung mit Maximalbetrag – deutlich zu unterscheiden von einer genehmigten Kapitalherabsetzung – soll hingegen möglich sein, wenn der VR die Marktgegebenheiten, nach denen er als Käufer auf der zweiten Linie auftreten wird, im Rückkaufangebot an die Aktionäre *offenlegt*. Wird das Volumen auf diese Weise bestimmbar, ist eine Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag bereits unter dem geltenden Aktienrecht zuzulassen.

2. Kapitalherabsetzung nach Rückkauf: noch keine Kompetenzdelegation

Zwischen einer Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag (Ziff. 1 hievori) und einer genehmigten Kapitalherabsetzung (Ziff. 3 hienach) gibt es die Zwischenvariante des von der GV beschlossenen Aktienrückkaufs mit Ermächtigung des VR zur anschließenden Vernichtung der auf der Grundlage des GV-Beschlusses zurückgekauften Aktien⁷². Bei dieser Variante beschliesst und strukturiert die GV den Rückkauf, in-

⁷² Diese Variante ist ihrerseits zu unterscheiden von einem durch einen VR-Beschluss (im Rahmen von Art. 659 OR) ausgelösten Aktienrückkauf, der an der nachfolgenden (ordentlichen) GV, welche auch die anschließende Kapitalherabsetzung beschliesst, genehmigt wird. Gegen dieses in der Praxis ebenfalls angewandte Vorgehen ist nichts einzuwenden, solange auf der Stufe des VR Art. 659 OR und auf der Stufe der GV Art. 732 ff. OR eingehalten werden. Heikel ist demgegenüber ein *Rückkauf über 10%* lediglich gestützt auf einen VR-Beschluss. Ausnahmsweise kann aber auch ein solcher Rückkauf zulässig sein, falls er klar auf die nachfolgende Kapitalherabsetzung ausgerichtet ist (Zweckbindung) und die (so rasch wie möglich) anschließende Kapitalherabsetzung aktienrechtlich oder jedenfalls durch die feste vertragliche Zusicherung der Mehrheitsaktionäre gesichert ist.

dem sie festlegt, (1) *dass* ein Rückkauf stattfindet und (2) in welchem (maximalen) *Umfang* und in welchem *Preisrahmen*.

Die GV überlässt es aber dem VR, ob die auf diese Weise zurückgekauften Aktien durch Kapitalherabsetzung vernichtet oder beibehalten und anderweitig eingesetzt⁷³ werden sollen. In dieser Ermächtigung des VR liegt keine (materielle) Kompetenzdelegation, da die GV selbst bereits über die für den Gläubigerschutz (und den Aktionärsschutz) relevanten Elemente befunden hat. *Sie* beschliesst über den für den Aktienrückkauf kennzeichnenden und für eine konstitutive Kapitalherabsetzung massgebenden *Mittelabfluss*. Der dem VR verbleibende Akt der (formellen) Herabsetzung ist für die Gläubiger- und Aktionärsstellung ohne materielle Bedeutung⁷⁴. Dieses Modell der Kombination von Aktienrückkauf und Kapitalherabsetzung wurde in Deutschland begünstigt durch den 1998 erfolgten Einschub der Ziff. 8 in § 71 AktG⁷⁵. Satz 6 dieser Bestimmung hält ausdrücklich fest, dass die Hauptversammlung den Vorstand ermächtigen kann, «die eigenen Aktien *ohne weiteren Hauptversammlungsbeschluss* einzuziehen»⁷⁶. Ein erheblicher Vorteil dieser Variante besteht darin, dass die Gesellschaft die Flexibilität im Hinblick auf *weitere Aktienrückkäufe* erhöhen kann, da die Herabsetzung rascher umgesetzt werden kann, als wenn die nächste Generalversammlung abgewartet werden muss⁷⁷.

Dieser Vorgang beinhaltet *keine Kompetenzdelegation* im Sinne einer Durchbrechung des Paritätprinzips. Die GV behält das Heft in der Hand, lässt den VR aber darin blättern. Sie legt die für den Gläubiger- und Aktionärsschutz massgeblichen

⁷³ Insbesondere zur Bedienung einer Wandel- oder Optionsanleihe oder von Mitarbeiteroptionen, allenfalls auch für künftige Akquisitionen. Der VR hat bei der Einsetzung oder Wiederveräusserung eigener Aktien namentlich das Gleichbehandlungsgebot zu beachten; eine gesetzliche Pflicht, die zu veräussernden Aktien im Sinne eines Bezugsrechts vorweg den Aktionären anzubieten, besteht indessen nicht (Näheres bei ERNST GIGER, Der Erwerb eigener Aktien, Diss. Bern 1995, 145 ff.). – In jüngsten Rückkaufsprogrammen behält sich die Gesellschaft zum Teil ausdrücklich vor, die angedienten Titel (als Alternative zur Herabsetzung) wieder zu veräussern. Daraus können sich steuerliche Besonderheiten ergeben, die genau zu prüfen sind.

⁷⁴ Es bleibt die Folge des herabgesetzten Aktienkapitals als tiefere Schwelle für künftige Ausschüttungen. – Im deutschen Recht spricht man denn bei einem Rückkauf eigener Aktien ohne anschliessende Kapitalherabsetzung (und späterer Wiederverwendung der Aktien) auch von einer «Kapitalherabsetzung auf Zeit» (KINDL, FN 13, 1277, mit Hinweisen zu den steuerrechtlichen Fragen in FN 17).

⁷⁵ Gemäss dieser Bestimmung kann die Gesellschaft eigene Aktien erwerben «aufgrund einer höchstens 18 Monate geltenden Ermächtigung der Hauptversammlung, die den niedrigsten und höchsten Gegenwert sowie den Anteil am Grundkapital, der zehn vom Hundert nicht übersteigen darf, festlegt».

⁷⁶ Hervorhebung hinzugefügt. Vgl. zu den Entwicklungen im deutschen Aktienrecht vorn bei FN 47. Siehe zur Variante Beseitigung eigener Aktien *ohne Kapitalherabsetzung* (als EU-rechtlich korrekterer Lösung) den Baums-Bericht (FN 39 und 51 hievov), 247 N 234 und BEZZENBERGER (FN 11), 96 ff.

⁷⁷ REICHERT/HARBARTH, Veräusserung und Einziehung eigener Aktien, ZIP 2001, 1450.

Elemente, einschliesslich einer *zeitlichen Begrenzung*⁷⁸, selbst fest, überlässt aber dem VR in diesem Rahmen die für die Praxis erforderliche Flexibilität, nämlich die allfällige an den Aktienrückkauf anschliessende Kapitalherabsetzung ohne weiteren GV-Beschluss, also *ohne zweite GV*, zu bewerkstelligen. Viele deutsche Publikumsgesellschaften verfahren nach diesem Modell⁷⁹, und auch eine schweizerische Publikumsgesellschaft hat dieses Verfahren (weitgehend unbemerkt) angewandt⁸⁰.

3. Kompetenzdelegation an Verwaltungsrat: genehmigte Kapitalherabsetzung

Um den geschilderten Bedürfnissen vor allem der Publikumsgesellschaften auf rasche und flexible Anpassungen ihrer Unternehmensfinanzierung an die Entwicklungen am Kapitalmarkt gerecht zu werden, sollten Kapitalherabsetzungen – wie die Kapitalerhöhungen – unabhängig vom Zeitpunkt der Generalversammlung beschlossen und durchgeführt werden können. Dies setzt, im Gegensatz zu den bereits dargelegten Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag und Aktienrückkauf mit Ermächtigung zur Vernichtung, eine *Kompetenzdelegation* der GV an den VR voraus. Das Bedürfnis nach dem Gegenstück zur genehmigten Kapitalerhöhung ist ausgewiesen. Es fragt sich, ob eine *genehmigte Kapitalherabsetzung* bereits nach dem geltenden Aktienrecht zur Verfügung steht oder ob sie eine Gesetzesanpassung erfordert⁸¹.

(1) Die Beantwortung dieser Frage richtet sich primär nach den Anforderungen des Gläubiger- und Aktionärsschutzes. Massnahmen für diesen Schutz bei der genehmigten Kapitalerhöhung sind Betrags- und Zeitschranken sowie Bezugsrecht, Publizität und Gleichbehandlung. Da die letzten drei Schutzmassnahmen (zusammen mit Kapitalerhöhungsbericht und Prüfungsbestätigung) aber auch bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung gefordert sind⁸², löst die der genehmigten Kapitalerhöhung

⁷⁸ Siehe dazu die Ausführungen nach FN 85 hienach.

⁷⁹ Siehe als Beispiel die Einladung zur Hauptversammlung 2001 der DaimlerChrysler AG, vom FN 49 (weitere Beispiele sind BHF-Bank, Hoechst, Siemens und Volkswagen).

⁸⁰ Der Antrag zu Traktandum 6.3 der GV 1998 der Feldschlösschen-Hürlimann Holding AG, Herabsetzung des Partizipationskapitals, lautete wie folgt: «Der Verwaltungsrat beantragt, das Partizipationskapital der Gesellschaft von Fr. 11'094'500 im Umfang der erfolgten Umwandlungen von Partizipationsscheinen in neue Namenaktien durch Vernichtung von maximal 1'109'450 Partizipationsscheinen zu Fr. 10.– Nennwert herabzusetzen und den *Verwaltungsrat zu beauftragen und zu ermächtigen*, § 6 Abs. 1 der Statuten hinsichtlich des Betrages des Partizipationskapitals und der Anzahl der ausstehenden Partizipationsscheine anzupassen» (Hervorhebung hinzugefügt).

⁸¹ Vgl. den kurzen Blick de lege ferenda bei BÖCKLI (FN 62) N 298t.

⁸² Siehe Art. 652–652f OR mit dem Randtitel Gemeinsame Vorschriften.

immanente Kompetenzdelegation gesetzgeberisch lediglich die Betragsschranke von 50 Prozent des bisherigen Aktienkapitals und die zeitliche Begrenzung⁸³ auf zwei Jahre aus. Es fällt nicht schwer, für eine *genehmigte Kapitalherabsetzung gleich wirksame Schutzmassnahmen* ins Auge zu fassen und – mit oder ohne Gesetzesanpassung – in der Praxis einzuhalten:

Eine Begrenzung des Herabsetzungsvolumens auf 50 Prozent⁸⁴ des bisherigen Aktienkapitals ist für die Praxis im Normalfall so wenig ein Problem wie eine – nicht zu kurz bemessene⁸⁵ – zeitliche Schranke. Diese beiden Elemente sollen auch aus der ermächtigenden Statutenbestimmung ersichtlich sein. Da eine Kapitalherabsetzung mit einem Mittelabfluss verbunden sein kann, mag sich eine kürzere Frist als jene für genehmigte Kapitalerhöhungen (die aber gemäss dem internationalen Standard fünf und nicht bloss zwei Jahre betragen sollte) rechtfertigen. Eine *zeitliche Begrenzung* auf 18 oder jedenfalls 12 Monate dürfte vernünftig sein. Dem Bezugsrecht der genehmigten Erhöhung kann – bei Aktienrückkäufen zum Zwecke der Kapitalherabsetzung – ein (anteilmässiges) *Verkaufsrecht* gegenüberstehen. Die Einhaltung des *Gleichbehandlungsgrundsatzes* ist auch bei einer genehmigten Kapitalherabsetzung eine aktienrechtliche Selbstverständlichkeit und dürfte bei Publikumsgesellschaften keine grösseren Probleme aufgeben⁸⁶.

⁸³ Art. 651 Abs. 1 und 2 OR.

⁸⁴ Eine (gesetzliche) Kompetenzdelegation bis zu 10 Prozent kennt das Aktienrecht bereits in Art. 659 OR, wobei unter dieser Bestimmung der VR wohl den Rückkauf, nicht aber die Herabsetzung beschliessen kann.

⁸⁵ Anhaltspunkte sind die zwei Jahre für die genehmigte Kapitalerhöhung gemäss Art. 651 Abs. 1 OR oder – besser – die fünf Jahre gemäss § 202 AktG, Art. 25 Abs. 2 EG-Kapitalrichtlinie und Art. 43 Ziff. 2 EG-V-SE. Die Ermächtigungen zum Erwerb eigener Aktien betragen gemäss § 71 Abs. 1 Ziff. 8 AktG und Art. 19 Abs. 1 lit. a EG-Kapitalrichtlinie *18 Monate*. Um als Finanzierungsinstrument für Publikumsgesellschaften zu dienen, erscheint die von KUNZ vorgeschlagene Frist von sechs Monaten (Reprax 1/00, 28) zu kurz. Die hier vorgeschlagenen 18 oder jedenfalls 12 Monate dürften angemessen sein, wenn die Frist so verstanden wird, dass die an den VR-Herabsetzungsbeschluss anschliessende Durchführung der Herabsetzung, also insbesondere die an den Schuldneruf anknüpfende Zweimonatsfrist, ebenfalls innerhalb der Frist liegen muss (was sinnvoll sein wird, da der Mittelabfluss, die Rückzahlung, ebenfalls erst nach dem Schuldneruf und der Wartefrist erfolgen kann).

⁸⁶ Bei öffentlichen Rückkaufangeboten mit Festpreis, bei börsenmässigen Aktienrückkäufen über eine zweite Handelslinie und bei Aktienrückkäufen mittels Put-Optionen stellt die Gleichbehandlung i.d.R. kaum ein Problem dar, anders jedoch bei ausserbörslichen Rückkäufen von Einzelaktionären oder Aktionärsgruppen. Allerdings ist auch zu beachten, dass bei *individuellen Rückkäufen* wohl der aktienrechtliche, nicht aber der übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz zu Anwendung gelangt und dass der *aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz* (im Gegensatz zum übernahmerechtlichen) ein unternehmerisches Ermessen für im Gesellschaftsinteresse gerechtfertigte Ungleichbehandlungen beinhaltet (vgl. zu dieser Unterscheidung WALTER G. PAEFGEN, Die Gleichbehandlung beim Aktienrückerwerb im Schnittfeld von Gesellschafts- und Übernahmerecht, ZIP 2002, 1509 ff.).

(2) Einzuhalten sind bei einer genehmigten Kapitalherabsetzung freilich die Gläubigerschutzbestimmungen von Art. 732–734 OR, mit besonderem Revisionsbericht und dreimaligem Schuldenruf. *Darüber hinaus* sind zur Gewährleistung des Gläubigerschutzes zwei weitere Massnahmen in Betracht zu ziehen: Zum einen dürfte es richtig sein, *auf den Zeitpunkt des Herabsetzungsbeschlusses des VR* – jedenfalls wenn dieser mehr als sechs Monate nach dem GV-Beschluss erfolgt – einen (zweiten) *besonderen Revisionsbericht* erstellen zu lassen. Dieser (zusätzliche) Revisionsbericht hat zu bestätigen, dass bei der Kapitalherabsetzung im Umfang aller seit der GV bis zum (Bilanz-)Stichtag erfolgten Rückkäufe die Forderungen sämtlicher Gläubiger vollständig gedeckt sind. Zum anderen könnte in Analogie zum Kapitalherhöhungsbericht gemäss Art. 652e OR ein *Kapitalherabsetzungsbericht* des VR erstellt werden. Dieser Kapitalherabsetzungsbericht hätte die Aufgabe, die Einhaltung des Ermächtigungsbeschlusses der GV durch den VR, insbesondere die Befolgung der Betrags- und der Preisvorgaben sowie des Gleichbehandlungsgrundsatzes, zu bestätigen.

Bei den Aktienrückkäufen hat der VR neben den eingehenden Vorgaben der GV im Ermächtigungsbeschluss auch die Vorschriften der Übernahmekommission (UEK) einzuhalten, insbesondere die *Grundsätze für den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere gemäss der Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28. März 2000*⁸⁷. Wesentlich ist hier insbesondere die Auflage, dass bei den Rückkäufen auf der zweiten Handelslinie der Preis um höchstens fünf Prozent höher liegen darf als der auf der ersten Linie, also bei den üblichen Aktienverkäufen über die Börse angebotene Preis⁸⁸.

(3) Bei den – hier im Vordergrund stehenden – Aktienrückkäufen über zwei oder allenfalls drei Jahre ergibt sich aus diesen Vorkehrungen für den Aktionärs- und vor allem den Gläubigerschutz folgender *Ablauf einer genehmigten Kapitalherabsetzung*:

1. Beschluss der GV zur Ermächtigung der Kapitalherabsetzung, gestützt auf besonderen Revisionsbericht I, öffentliche Urkunde
2. Kapitalherabsetzungsbeschluss des VR
3. besonderer Revisionsbericht II⁸⁹
4. dreimaliger Schuldenruf

⁸⁷ In Kraft seit 1. September 2000.

⁸⁸ Mitteilung Nr. 1 der UEK, Ziff. 3.5. Weiter börsenrechtliche Auflagen ergeben sich insbesondere aus den Ziff. 3.1 und 3.3 der Mitteilung Nr. 1.

⁸⁹ Wesentlich ist, dass dieser (zweite) besondere Revisionsbericht *auf den Zeitpunkt des Herabsetzungsbeschlusses des VR* erstellt wird und auf den in diesem Beschluss festgelegten Umfang der Herabsetzung ausgerichtet ist. Denkbar wäre, infolge des Zeitpunkts dieses besonderen Revisionsberichts auf den ersten Revisionsbericht im Zeitpunkt der Ermächtigung durch die GV zu verzichten; indes ist der Gläubigerschutz hochzuhalten. Zur Bedeutung des besonderen Revisionsberichtes bei der Kapitalherabsetzung siehe auch BGE 121 III 426 f. Zu den Besonderheiten des besonderen Revisionsberichtes bei Kapitalherabsetzungen bei Banken siehe Art. 11 BankG.

5. Kapitalherabsetzungsbericht des VR

6. Statutenanpassung durch VR, öffentliche Urkunde (Art. 734 OR).

Analog zur genehmigten Kapitalerhöhung⁹⁰ wird die Kapitalbestimmung in den Statuten folgerichtig und ohne Gefahr für Gläubiger und Aktionäre durch den VR angepasst. Der VR hat hier keine autonome Änderung der Statuten, sondern bloss eine *formelle Anpassung* vorzunehmen, da der materielle Gehalt der Statutenänderung von der GV festgelegt worden ist⁹¹.

Mit diesen ordentlichen und ergänzenden Vorkehren insbesondere zum Gläubigerschutz dürfte erstellt sein, dass eine genehmigte Kapitalherabsetzung *bereits unter dem geltenden Aktienrecht* ohne Schaden für Gläubiger und Aktionäre durchgeführt werden könnte⁹². Diese Auffassung vertritt KUNZ, indem er die dabei in Berührung kommenden Bereiche des Aktienrechts nicht als zwingend betrachtet und über das Fehlen eines qualifizierten Schweigens des Gesetzes (und die Eigenverantwortlichkeit der Aktionäre) zum Schluss kommt, der für genehmigte Herabsetzungen erforderliche Gläubigerschutz könne durch privatautonome Mechanismen abgesichert werden⁹³. Sein Weg einer spiegelbildlichen Regelung nach dem gesetzgeberischen Muster der genehmigten Kapitalerhöhung ist sicher der richtige, kann aber wohl *nicht ausschliesslich auf privatautonomer Basis* begangen werden. Im Gegensatz zu einer Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag und auch einem Aktienrückkauf mit Ermächtigung zur Vernichtung ist eine materielle Kompetenzverschiebung von der GV an den VR, wie sie eine genehmigte Kapitalherabsetzung voraussetzt, wohl doch auf einen gesetzgeberischen Akt angewiesen⁹⁴.

⁹⁰ Art. 652g OR, Ingress.

⁹¹ Vgl. vorn nach FN 71.

⁹² Es liegt m.E. insbesondere keine Verletzung der Grundstrukturen der AG oder der Bestimmungen zum Kapitalschutz vor (also kein Anwendungsfall einer Nichtigkeit gemäss Art. 706b Ziff. 3 i.V.m. Art. 714 OR).

⁹³ PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 12 N 160 ff. und ausführlich in: Flexibilisierung des Aktienkapitals – ein Hybrid-Konzept im Spannungsfeld von zwingendem Aktienrecht und Eigenverantwortlichkeit, Reprax 1/00, 32 und 37 f. KUNZ propagiert auch eine ernsthafte Prüfung der Einführung von «Open-ended Companies» bzw. von SICAV (siehe dazu vorn bei FN 58) in der Schweiz (Minderheitenschutz, § 12 N 155 und 164).

⁹⁴ Immerhin lässt sich argumentieren, dass sich die GV zu dieser Kompetenzdelegation äussern kann, indem eine solche erst durch einen GV-Beschluss begründet wird. Da ein GV-Beschluss (zur Einräumung der Kompetenzdelegation an den VR) gefasst wird, bleibt der *Rechtsschutz* in Form der Anfechtbarkeit dieses GV-Beschlusses erhalten. Nicht anfechtbar ist allerdings der spätere Kapitalherabsetzungsbeschluss des VR; diesbezüglich steht nur (aber immerhin) eine allfällige Verantwortlichkeitsklage gegen den VR zur Verfügung.

(4) Angesichts der Bedeutung und der im Rahmen der Aktienrechtsrevision 1991 verstärkten Verankerung des *Paritätsprinzips* und unter Berücksichtigung, dass das Institut der genehmigten Kapitalherabsetzung auch in den anderen kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen vorderhand nicht verankert ist, ist diese Anpassung des Rechts der Kapitalherabsetzung an jenes der Kapitalerhöhung dem Gesetzgeber zu überlassen, der allerdings zu einem zügigen Voranschreiten⁹⁵ aufgefordert ist. Von den rechtsanwendenden Behörden darf aber andererseits erwartet werden, dass sie diejenigen Flexibilisierungen, die keine Kompetenzverschiebung erfordern, also die Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag (Ziff. 1 hievor) und auch den Aktienrückkauf mit Ermächtigung zur Vernichtung (Ziff. 2 hievor) bereits *de lege lata* zulassen⁹⁶.

V. Blick in die Zukunft: Stückaktien und Kapitalband

Das Wirtschaftsprivatrecht ist eines der am aktivsten bearbeiteten Rechtssetzungsgebiete der Schweiz. Zu den Rechtssetzungsprojekten gehört die Einführung der nennwertlosen Aktie in das schweizerische Recht⁹⁷. In weiser Voraussicht hat das Bundesamt für Justiz den Expertenauftrag weiter umschrieben, als es die parlamentarischen Vorstösse verlangen, und auch die *Flexibilisierung der Kapitalstrukturen der Aktiengesellschaft* thematisiert. Eine nächste (kleine) Aktienrechtsrevision steht vor der Tür.

Der Ende 2001 dem Parlament überwiesene erste Expertenbericht⁹⁸ spricht sich für die *Einführung unechter nennwertloser Aktien* aus. Als aktienrechtliches Novum sieht der Bericht sodann ein *Kapitalband zur raschen und vereinfachten Verwirkli-*

⁹⁵ Dass der Gesetzgeber dazu in der Lage ist, hat er bei der Herabsetzung des Mindestnennwerts der Aktien auf CHF 0.01 (Rappen-Aktie) kürzlich bewiesen (in Kraft seit 1. Mai 2001). Wie bei jener raschen Anpassung ist auch hier das Bedürfnis der Praxis ausgewiesen, die Ausgangslage klar und – wie dargelegt – die Gewährleistung vor allem des Gläubigerschutzes möglich.

⁹⁶ In mutiger Weise haben das Handelsregister des Kantons Zürich und das Eidgenössische Amt für das Handelsregister (EHRA) im Jahre 1998 den gut vertretbaren Schritt zur (ordentlichen) Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag zugelassen. Mit ebenfalls guten Gründen können die Handelsregisterämter die Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag in Zukunft zulassen, wogegen ihnen zugute zu halten ist, dass der Schritt zu einer genehmigten Kapitalherabsetzung – trotz erfüllbaren Gläubigerschutzanforderungen – erheblich ist. Das EHRA lehnt die genehmigte Kapitalherabsetzung vorderhand zwar ab, hält aber den Vorschlag für ein flexibles Aktienkapital (im Sinne des Hybrid-Konzeptes von KUNZ) «de lege ferenda für durchaus prüfenswert» (zitiert bei KUNZ, Reprax 1/00, 29).

⁹⁷ Zur politischen Entstehung siehe RETO SANWALD, Aktuelle parlamentarische Vorstösse im Bereich des Gesellschaftsrechts, Reprax 3/01, 32.

⁹⁸ Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts: Nennwertlose Aktien von Prof. HANS CASPAR VON DER CRONE, publiziert in Reprax 1/02, 1 ff. (nachstehend Bericht Nennwertlose Aktien).

chung von Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen vor. Während im Umfang des Basiskapitals eine Kapitalherabsetzung den traditionellen Regelungen der ordentlichen Kapitalherabsetzung untersteht, liegt es innerhalb des von der GV eingeführten (und in den Statuten ausgewiesenen) Kapitalbands in der Kompetenz des VR, das Aktienkapital herabzusetzen⁹⁹. Im Verhältnis zu einer genehmigten Kapitalherabsetzung hätte ein System mit Kapitalband den zusätzlichen Vorteil, dass bei einem Aktienrückkauf mit Kapitalherabsetzung nicht nur das Erfordernis einer zweiten GV entfielen, sondern auch ein erleichtertes Verfahren möglich wäre. Voraussetzung einer solchen weitergehenden Flexibilisierung der Kapitalherabsetzung im Rahmen eines Kapitalbands ist die Einräumung eines (anteilmässigen) *Verkaufsrechts*¹⁰⁰ als Spiegelbild zum Bezugsrecht bei Kapitalerhöhungen. Ferner bedarf es eines *Kapitalherabsetzungsberichts*, nach dem Konzept des Kapitalbands hingegen keines Schuldendrucks¹⁰¹.

Genehmigte Kapitalherabsetzung und allenfalls ein flexibles Aktienkapital mit Kapitalband können mit einer Einführung (unechter) nennwertloser Aktien in Form der Stückaktien einhergehen. Aus dem Quartett echte/unechte nennwertlose Aktie, Stückaktie/Quotenaktie ist die *unechte nennwertlose Aktie* in Form der *Stückaktie* am besten in das System des schweizerischen Aktienrechts zu integrieren¹⁰². Dabei lässt sich das Ziel einer flexiblen Ausgestaltung der Kapitalstruktur im schweizerischen Aktienrecht¹⁰³ auch *ohne Systemänderung* erreichen¹⁰⁴. Eine Umstellung auf Stückaktien unter Beibehaltung des Systems der Aktiengesellschaft als Grundkapitalgesellschaft mit der Bindung von Gesellschaftsvermögen zugunsten der Gläubiger kann

⁹⁹ Bericht Nennwertlose Aktien (FN 98), 19. Siehe soeben auch PETER BÖCKLI, Revisionsfelder im Aktienrecht und Corporate Governance, ZBJV 138, 2002, 734 f.

¹⁰⁰ Keines Verkaufsrechts bedarf es im Normalfall bei einem Aktienrückkauf über die Börse und unter Einhaltung der börsenrechtlichen Vorschriften.

¹⁰¹ Bericht Nennwertlose Aktien (FN 98), 19.

¹⁰² Das Bundesamt für Justiz sowie die nationalrätliche und die ständerätliche Kommission für Wirtschaft und Abgaben (WAK-NR und WAK-SR) sprechen sich m.E. zu Recht gegen die Einführung echter nennwertloser Aktien aus. Im Unterschied zur echten nennwertlosen Aktie wird bei der vorzuziehenden unechten nennwertlosen Aktie ein festes Aktienkapital beibehalten, wobei die Durchführung von Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen infolge der Einführung von Stückaktien erleichtert wird.

¹⁰³ Einschliesslich der Möglichkeit, das Aktienkapital in Fremdwährungen auszuweisen.

¹⁰⁴ GAUDENZ ZINDEL/PETER BURKHALTER, Euro(päische) Aktien ohne Nennwert, EuZ 1999, 52, 54; Bericht Nennwertlose Aktien (FN 98), 12 f. – STOFFEL befürwortet demgegenüber einen Systemwechsel hin zu einem nennkapitallosen System (WALTER STOFFEL, Abschaffung des Nennkapital-systems im schweizerischen Aktienrecht, SJZ 97, 2001, 537, 542 f.), erwähnt aber immerhin eine «statutarische Entbindung von den Formalien der Kapitalherabsetzung und des Erwerbs eigener Aktien» als Mittellösung (S. 543). – Hinsichtlich der (einstweiligen) Vermeidung eines Systemwechsels und wegen der *rascheren Realisierbarkeit* dürfte die Einführung der genehmigten Kapitalherabsetzung der Einführung eines Kapitalbands, das viele Bestimmungen beschlägt und einen grösseren Umbau des Aktienrechts erfordert, vorderhand *vorzuziehen* sein.

vor allem auch rasch erfolgen, da eine *Teilrevision* des Aktienrechts ausreicht¹⁰⁵. Ein direkter Übergang zu einem vollständig nennwertlosen System brächte zwar weitere Vorteile bei der angestrebten Flexibilisierung der Beteiligungsfinanzierung¹⁰⁶, dürfte aber politisch nicht kurzfristig realisierbar sein. Dies will und soll nicht heissen, dass die bereits gut eingeleitete Diskussion zur Einführung der echten nennwertlosen Aktie und allenfalls einer Ablösung des Aktienkapitalsystems durch ein Kapitalrücklage-system¹⁰⁷ mit Elan weitergeführt werden soll.

Sachlich klar abgegrenzte, zügige Teilrevisionen¹⁰⁸ dürften in den nächsten Jahren indessen das bessere Gesetzgebungsmittel für Anpassungen an erforderliche Neuerungen in der Unternehmensfinanzierung und an internationale Entwicklungen sein als eine umfassende, Systemwechsel beinhaltende Gesamtrevision. Dies mag im Ansatz zu bedauern sein¹⁰⁹, dürfte aber für die Entwicklung und Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen und des schweizerischen Aktienrechts, zu denen PETER FORSTMOSER seit Jahrzehnten Entscheidendes beiträgt und die er auch in Zukunft prägen wird, vorübergehend der bessere Weg sein. Angesichts des erheblichen und steigenden Veränderungsdrucks auf unser Aktienrecht können wir uns einen mehrjährigen Reformstillstand nicht leisten. Gerne werden wir die Ergebnisse dieser *Reform der kleinen und mittleren Schritte* später wieder konsolidieren, suchen wir doch keine «Aktienrechtsreform in Permanenz»¹¹⁰.

¹⁰⁵ Siehe zum Anpassungsbedarf ZINDEL/BURKHALTER (FN 104), 54.

¹⁰⁶ Siehe MAX BOEMLE, Wird die nennwertlose Aktie die Volksaktie bringen? Der Schweizer Treuhänder 2002, 500 ff. Zwar wird die Einführung der Stückaktie infolge des bereits auf 1 Rappen gesenkten Nennwerts nicht von allzu grossem direktem Nutzen sein; es liegt darin aber ein wichtiger erster Schritt weg vom Nennwertsystem. Falsch wäre die Annahme, von der Einrappenaktie zur (echten) nennwertlosen Aktie sei es ohnehin nur noch ein kleiner Schritt. – Nicht weniger als 20 Bestimmungen des Aktienrechts enthalten die Begriffe Nennwert oder Teilsomme, verstreut von Art. 620 OR bis Art. 699 Abs. 3 OR; sie alle wären bei einem Systemwechsel zu ändern.

¹⁰⁷ Siehe PETER BÖCKLI, Nennwertlose Aktien und Kapitalschutz, Festschrift für Jean Nicolas Druey, Zürich 2002, 331 ff., insb. 346 ff.

¹⁰⁸ Weitere Eckpunkte der bereits an die Hand genommenen kleinen *Aktienrechtsrevision* sind die Verbesserung der Corporate Governance (Expertenbericht erwartet auf den Herbst 2003), Fragen der Dispoaktien und des Depotstimmrechts und die Anpassung der Generalversammlung an die neuen Kommunikationsformen (siehe SANWALD, FN 97, 32 ff.). Die beiden hauptsächlichen Revisionspakete Kapitalstrukturen und Corporate Governance sollen gemäss der derzeitigen Planung gemeinsam in Vernehmlassung gegeben werden; die Vernehmlassungsvorlage dürfte in der ersten Hälfte 2004 vorliegen.

¹⁰⁹ Einer Normenflut ist damit weder das Wort geredet noch ist eine solche im Aktienrecht zu erwarten.

¹¹⁰ Vgl. vorn bei FN 39 und den diesbezüglichen Titel des jüngsten Aufsatzes von ULRICH SEIBERT in AG 47 (2002) 417 ff.