

Philipp Elixmann

Die Behandlung von Wandelanleihen bei öffentlichen Übernahmen



Nomos

Studien zum
Bank-, Börsen- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Immenga
Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M.
Prof. Dr. Daniel Zimmer, LL.M.

Band 79

Philipp Elixmann

Die Behandlung von Wandelanleihen bei öffentlichen Übernahmen



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Osnabrück, Univ., Diss., 2020

ISBN 978-3-8487-8104-1 (Print)

ISBN 978-3-7489-2522-4 (ePDF)

1. Auflage 2021

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2021. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im März 2019 vom Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis März 2019 berücksichtigt werden. Mein Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Andreas Fuchs, LL.M., der mich während der Promotion stets umfassend unterstützt hat und mir bei der Bearbeitung des Themas freie Hand ließ. Herrn Prof. Dr. Lars Leuschner danke ich für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Die Arbeit geht zurück auf eine Anregung von Herrn Dr. Mesut Korkmaz, LL.M., dem ich sowohl hierfür als auch für die hilfreichen Ratschläge während ihrer Anfertigung danke.

Für die wertvolle Arbeit des Korrekturlesens danke ich Frau Katharina Röleke, Herrn Regierungsrat Henning Kottenhoff und Herrn Jörn Kramer, LL.M., die sich dem gesamten Text mit unermüdlichem Einsatz gewidmet und mir viele hilfreiche Hinweise gegeben haben. Herrn Waldemar Werwein gebührt Dank für seine konstruktiven steuerlichen und bilanziellen Anmerkungen.

Ein ganz besonderer Dank gilt den Menschen, die mir ihre stete und vorbehaltlose Unterstützung gewähren und dadurch ein bedeutender Rückhalt sind: Meinem Bruder Julius Elixmann und meiner Partnerin Maud Sampo-du Cray.

Schließlich danke ich meinen Eltern Birgitt und Jürgen Elixmann. Sie haben mich auf meinem gesamten Lebensweg liebevoll unterstützt und auch die Anfertigung vorliegender Untersuchung überhaupt erst ermöglicht. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Münster, Januar 2021

Philipp Elixmann

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	13
1. Kapitel Einleitung	17
A. Problemstellung	17
B. Ziel der Arbeit	20
C. Aufbau	21
2. Kapitel Wandelanleihe und Aktie im Vergleich	23
A. Rechtliche und wirtschaftliche Charakterisierung	23
I. Gestaltungsformen	23
1. Wandelschuldverschreibungen	23
a) Wandelschuldverschreibungen im engeren Sinne	25
aa) Wandelanleihe	25
1) Standardbegebung	26
2) Drittemission	26
bb) Sondergestaltungen	27
1) Umgekehrte Wandelanleihe	28
2) Pflichtwandelanleihe	28
b) Wandelschuldverschreibungen im weiteren Sinne	29
2. Aktien	30
3. Zusammenfassung	32
II. Ökonomische Funktionen	32
1. Ausgabe von Aktien	33
2. Ausgabe von Wandelanleihen	35
3. Zusammenfassung	37
B. Strukturmerkmale	37
I. Ausgabevoraussetzungen	38
II. Rechtsposition der Wertpapierinhaber	43
1. Anleiheninhaber	43
a) Rechtsposition vor der Wandlung	43
aa) Gefährdung der Rechtsposition	44
bb) Schutz der Rechtsposition	45
a) Rechtsposition nach der Wandlung	46

2. Aktionäre	48
3. Zusammenfassung	49
II. Behandlungsweise in anderen Rechtsgebieten	50
1. Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung	51
a) Kapitalaufbringung	51
b) Kapitalerhaltung	52
2. Bilanzierung	53
3. Steuerliche Aspekte	58
C. Zwischenergebnis	60
3. Kapitel Position von Wertpapierinhabern in Übernahmesituationen	62
A. Konsequenzen einer Unternehmensübernahme	63
I. Konsequenzen für Aktionäre	64
II. Konsequenzen für Anleiheninhaber	67
III. Zusammenfassung	70
B. Regulierung durch das WpÜG	71
I. Gesetzgeberische Intention	72
II. Schutzkonzept des WpÜG	72
1. Anwendungsbereich	73
a) Drittemittierte Wandelanleihen	74
b) Im Freiverkehr gehandelte Wandelanleihen	75
2. Allgemeine Grundsätze	76
a) Gleichbehandlungsgrundsatz	77
b) Sicherung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre	79
c) Handeln im Interesse der Zielgesellschaft	80
d) Pflicht zur zügigen Durchführung des Angebotsverfahrens	82
e) Verbot von Marktverzerrungen	83
f) Zusammenfassung	83
3. Verfahrensrechtliche Schutzmechanismen	85
a) Angebotsarten	85
b) Angebotsdurchführung	87
4. Weitere Schutzvorkehrungen	89
a) Angebotsunterlage	90
b) Gegenleistung	90
c) Sanktionen und effektive Aufsicht	91
C. Zwischenergebnis	92

4. Kapitel Relevanz von Wandelanleihen im Übernahmeverfahren	94
A. Auswirkungen des Erwerbs von Wandelanleihen auf die Höhe der angemessenen Gegenleistung nach § 31 WpÜG	94
I. Einführung	94
II. Systematik des § 31 WpÜG	95
1. Art der Gegenleistung	97
2. Höhe der Gegenleistung	99
a) Vorerwerbe	100
aa) Relevante Vorerwerbe	101
bb) Referenzzeitraum	102
b) Parallelerwerbe	102
aa) Relevante Parallelerwerbe	103
bb) Referenzzeitraum	104
c) Nacherwerbe	105
aa) Relevante Nacherwerbe	105
bb) Referenzzeitraum	106
3. Gleichgestellte schuldrechtliche Vereinbarungen, § 31 Abs. 6 WpÜG	106
III. Anwendbarkeit von § 31 Abs. 6 WpÜG auf den Erwerb von Wandelanleihen	108
1. Der praktische Fall: Celesio/McKesson	108
2. Meinungsstand	109
a) Vorheriges Meinungsbild	110
b) Rechtsprechungsentwicklung und Reaktionen	111
aa) Rechtsprechung	111
bb) Resonanz	114
c) Auslegung	115
aa) Wortlaut	115
bb) Systematik	121
cc) Entstehungsgeschichte	123
dd) Sinn und Zweck	125
1) Interesse an angemessener Gegenleistung	126
2) Rechtssicherheit	130
(a) Objektive Kriterien im Kontext der Erwerbsregelungen	132
(b) (Scheinbare) Berechnungsschwierigkeiten	134
(c) Rechtscharakter der Anleihe	137
3. Zusammenfassung	138

B. Die Behandlung von Wandelanleihen i.R.d. § 16 Abs. 2 WpÜG (Mindestannahmeschwelle und weitere Annahmefrist)	139
I. Einführung	139
II. Auswirkungen auf das Erreichen der Mindestannahmeschwelle	142
1. Erwerbsbegriff des § 16 Abs. 2 S. 2 WpÜG	142
2. Einbeziehung von Wandelanleihen	143
III. Geltung der weiteren Annahmefrist für Wandelanleiheninhaber	146
IV. Zusammenfassung	151
C. Auswirkungen von Wandelanleihen auf die kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten	152
I. Berücksichtigung im Rahmen von „Wasserstandsmeldungen“	154
1. Wandelanleihen als Instrumente i.S.d. § 38 WpHG	154
a) Rechtslage vor dem Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz	154
b) Rechtslage vor dem Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz	156
c) Aktuelle Rechtslage	160
2. Erwerb von Wandelanleihen als Ketteninstrument	162
a) Auf den derivativen Erwerb von Wandelanleihen gerichtete Verträge	162
b) Tender Commitment Agreements	163
II. Verhältnis von § 23 WpÜG zu den Meldepflichten nach WpHG	168
1. Verhältnis vor Umsetzung der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie	168
2. Verhältnis nach Umsetzung der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie	169
3. Verhältnis nach aktueller Rechtslage	172
III. Zusammenfassung	172
D. Zurechnungsbegründende Wirkung von Wandelanleihen	173
I. Einführung	174
1. Gemeinsam handelnde Personen i.S.d. § 2 Abs. 5 WpÜG	175
2. Abgestimmtes Verhalten i.S.d. § 30 Abs. 2 WpÜG	179
3. Zusammenfassung	182

II. Beeinflussung der Angebotsgegenleistungshöhe wegen des Erwerbs von Wandelanleihen durch Dritte	184
1. Meinungsstand	185
2. Einordnung	187
3. Zusammenfassung	191
III. Beeinflussung der Berechnung des Schwellenwerts zur Kontrollerlangung nach § 29 Abs. 2 WpÜG durch „acting in concert“	191
1. Abgestimmter Parallelerwerb von Aktien als „acting in concert“ i.S.d. § 30 Abs. 2 WpÜG	193
a) Meinungsstand vor Umsetzung der Übernahmerichtlinie	193
b) Meinungsstand nach Umsetzung der Übernahmerichtlinie	194
c) Meinungsstand nach aktueller Rechtslage	195
d) Bewertung	196
2. Abgestimmter Parallelerwerb von Wandelanleihen als „acting in concert“ i.S.d. § 30 Abs. 2 WpÜG	201
a) Abgestimmter Parallelerwerb ohne weitergehende Abstimmung	202
b) Verständigung über die Ausübung des Wandlungsrechts	207
3. Zusammenfassung	209
E. Wandelanleihen als Verteidigungsinstrument in der Übernahmesituation	210
I. Einführung	210
II. Verhaltenspflichten des Vorstands in der Übernahmesituation	212
1. Verhinderungsverbot	212
a) Grundsatz	212
b) Ausnahmen	214
2. Verteidigungsinstrumente	215
a) Einzelne Maßnahmen	216
b) Zulässigkeit	217
3. Zusammenfassung	217
III. Einsatz von Wandelanleihen als Verteidigungsinstrument	218
1. Ausgestaltung der Anleihebedingungen	218
a) Change-of control Klausel	218
aa) Praktische Ausgestaltung	219
bb) Zulässigkeit	221

b) Barzahlung statt Lieferung von Aktien	224
aa) Praktische Ausgestaltung	225
bb) Zulässigkeit	226
2. Ausgabe von Wandelanleihen	233
a) Praktische Ausgestaltung	234
b) Zulässigkeit	235
3. Einsatz einer Pflichtwandelanleihe	237
a) Praktische Ausgestaltung	239
b) Zulässigkeit	240
IV. Zusammenfassung	243
F. Zwischenergebnis	243
5. Kapitel Rechtspolitische Bewertung	245
A. Gefährdungssituation der Anleiheninhaber	246
B. Notwendige Anpassungen des WpÜG	248
I. § 32 WpÜG	248
1. Stand der Diskussion	249
2. Rechtsvergleichung	250
a) Österreich	250
b) Schweiz	252
c) Vereinigtes Königreich	255
3. Stellungnahme	258
a) Problematik der gegenwärtigen Diskussion	258
b) Notwendigkeit einer Gesetzesanpassung	261
II. § 16 Abs. 2 S. 1 WpÜG	265
1. Problematik der Vorschrift	265
a) Personale Anknüpfung	265
b) Verstoß gegen § 3 Abs. 1 WpÜG	267
2. Stellungnahme	269
3. Anpassungsmöglichkeiten	273
C. Resümee	275
6. Kapitel Ergebnisse	277
Literaturverzeichnis	283

Abkürzungsverzeichnis

a.A., A.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz, Absätze
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bearb.	Bearbeiter, -in
Begr.	Begründung; Begründer, -in
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BlgNR	Beilage Nummer
BörsG	Börsengesetz
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BT-Drucks.	Bundestag-Drucksache
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CFL	Corporate Finance / Law
City Code	City Code on Takeovers and Mergers
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
d.h.	das heißt

Abkürzungsverzeichnis

dies.	dieselbe, dieselben
DiskE	Diskussionsentwurf
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
Einl.	Einleitung
ErläutRV	Erläuterungen zur Regierungsvorlage
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
EStG	Einkommensteuergesetz
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f.	folgende(r) (Singular)
FAQ	Frequently Asked Questions
ff.	folgende (Plural)
2. FiMaNoG	Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinfraG	Schweizerisches Finanzmarktinfrastrukturgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GesRZ	Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GewStG	Gewerbsteuergesetz
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GP	Gesetzesperiode
GS	Gedächtnisschrift
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
GZ	Geschäftszeichen
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber, -in
Hs.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
i.R.d.	im Rahmen des/der

i.S.d.	im Sinne des/der
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
insb.	insbesondere
ISIN	Internationale Wertpapierkennnummer (International Securities Identification Number)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
insb.	insbesondere
jurisPR HaGesR	Juris-PraxisReport Handels- und Gesellschaftsrecht
JuS	Juristische Schulung
Kap.	Kapitel
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe
Ls.	Leitsatz
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MüKo	Münchener Kommentar
n.F.	neue(r) Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
ÖBA	Bank Archiv
OFD	Oberfinanzdirektion
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
plc.	public limited company
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung

Abkürzungsverzeichnis

Rz.	Randzeichen
S.	Satz; Seite(n)
S.A.	Sociedad Anónima
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
SE	Europäische Gesellschaft (Societas Europea)
Slg.	Amtliche Sammlung der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs
sog.	sogenannter, sogenannte, sogenanntes, sogenannten
TCA	Tender Commitment Agreement
TOP	Tagesordnungspunkt
TRL-ÄndRL-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
ÜbG	Österreichisches Übernahmegesetz
UEV	Schweizerische Übernahmeverordnung
UmwG	Umwandlungsgesetz
v.	von, vom
vgl., Vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigerverordnung
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das Gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

1. Kapitel Einleitung

A. Problemstellung

Die Bedeutung von Wandelanleihen als Möglichkeit für Aktiengesellschaften zur Kapitalaufnahme am Markt ist seit der Finanzkrise 2007/2008 kontinuierlich gestiegen. Sowohl in Deutschland als auch weltweit verzeichnet ihr Emissionsvolumen in den vergangenen Jahren ein stetiges Wachstum.¹ Viele der am bedeutendsten deutschen Aktienindex DAX notierten Unternehmen haben (unmittelbar oder über Finanzierungsgesellschaften) in den letzten Jahren Wandelanleihen emittiert.² Auch für die an anderen In-

1 Zum steigenden Emissionsvolumen weltweit: *Luft*, Neue Zürcher Zeitung v. 03.04.2017, S. 13; *Kögler*, Starker Jahresauftakt für Wandelanleihen, Finance Online v. 21.02.2017, abrufbar unter <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/alter-native-finanzierungen/starker-jahresauftakt-fuer-wandelanleihen-1397581/> (zuletzt abgerufen: 15.03.2019); *Leopold/Schröter* in: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 10 Rn. 2; *Seibt*, CFL 2010, 165, 165; zum Emissionsvolumen in der Bundesrepublik: *Kokologiannis/Reichel*, Handelsblatt v. 05.10.2017, S. 32, insbesondere im Hinblick auf deutsche Immobiliengesellschaften; *Johannsen*, Börsen-Zeitung v. 27.02.2016, S. 17; vgl. auch *Koch* in: Hüffer/Koch, § 221 Rn. 2; *Hirte* in: Großkommentar AktG, § 221 Rn. 98; *Habersack* in: MüKo AktG, § 221 Rn. 9, Fn. 30; *Leopold/Schröter* in: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 10 Rn. 2, 23 ff.; *Schanz*, BKR 2011, 410, 410; *Seibt*, CFL 2010, 165, 165; generelle Ausführungen bei *Scholz* in: Münchener Hdb. AG, § 64 Rn. 9; *Maier-Reimer* in: GS Bosch, 85, 85.

2 Aktuell haben folgende am DAX notierte Gesellschaften (zur Drittemission durch Finanzierungsvehikel noch eingehend unter 2. Kapitel A.I.1.a).aa).2.), S.26 f.) Wandelanleihen emittiert: Adidas AG (ISIN: DE000A1ML0D9), Bayer AG (ISIN: DE000A189FZ7, hierbei handelt es sich um eine Pflichtwandelanleihe; ISIN: DE000A2E4GF6, hierbei handelt es sich um eine Umtauschanleihe auf Aktien der Covestro AG), Deutsche Post AG (ISIN: DE000A1R0VM5; ISIN: DE000A2G87D4), Fresenius SE & Co. KGaA (ISIN: DE000A1YC3T6; ISIN: DE000A2DAHU1), Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA (ISIN: DE000A13R491), Siemens AG (ISIN: DE000A1G0WC7). Darüber hinaus sind viele emittierte Wandelanleihen in jüngerer Zeit ausgelaufen. Beispielfhaft genannt seien die 2014 fällige Wandelanleihe der Infineon AG (ISIN: DE000A1AG4K7) und die 2015 fällige Pflichtwandelanleihe der Volkswagen AG (ISIN: DE000A1HCC83).

dizes notierten Gesellschaften ist die Anleihenemission zur Kapitalbeschaffung äußerst relevant.³

Auf Grund der steigenden Anzahl begebener Wandelanleihen rücken die Wertpapiere zwangsläufig auch im Rahmen von öffentlichen Übernahmen immer häufiger (sowohl in der anwaltlichen Beratungspraxis als auch medial) in den Fokus und stellen die Beteiligten vor komplexe rechtliche Fragestellungen. Die gestiegene Bedeutung der Wandelanleihen im Kontext von Übernahmen zeigt sich exemplarisch am wohl prominentesten übernahmerechtlichen Rechtsstreit der letzten Jahre: Die Auseinandersetzung zwischen früheren Aktionären der Celesio AG und der McKesson Corporation über die Mindestpreisrelevanz des Anleihenenerwerbs. Hierdurch wurde nach langer Zeit eine übernahmerechtliche Fragestellung wieder Gegenstand höchstrichterlicher Rechtsprechung.⁴

Für Aufsehen sorgte außerdem der Übernahmekampf zwischen der Deutsche Wohnen SE und der Vonovia SE. Die Unternehmen stritten beratungs- und kostenintensiv über die Zulässigkeit des Einsatzes von Wandelanleihen als Verteidigungsinstrument gegen eine feindliche Übernahme.⁵ Aber auch abseits dieser prominenten Beispiele hat der Beteiligungsaufbau durch den Erwerb von Aktien über Wandelanleihen im Vorfeld einer Übernahme eine enorme praktische Bedeutung.⁶

Darüber hinaus sehen sich die beteiligten Parteien in verschiedenen Stufen des Verfahrens regelmäßig mit einer Vielzahl von Fragestellungen bezüglich der Behandlung von Wandelanleihen in einer konkreten Übernahmesituation konfrontiert. Denn diese müssen als Wertpapiere i.S.d. § 2

3 *Hirte* in: Großkommentar AktG, § 221 Rn. 98; *Leopold/Schröter* in: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 10 Rn. 2, 23 ff.; etwas älterer Überblick bei *Seibt*, CFL 2010, 165, 166. Vgl. rechtstatsächlich beispielsweise die 2016/2023 Wandelanleihe der Klöckner & Co SE (ISIN: DE000A185XT1), die 2017/2020 Wandelanleihe der mybet Holding SE (ISIN: DE000A2G8472) oder die 2017/2024 und 2017/2026 Wandelanleihen der Deutsche Wohnen SE (ISIN: DE000A2BPP84 und ISIN: DE000A2GS377).

4 BGH, Urteil v. 07.11.2017 – II ZR 37/16 = ZIP 2017, 2459; detaillierte Ausführungen hierzu noch unter 4. Kapitel A, S. 94 ff.

5 Detaillierte Sachverhaltsinformationen finden sich unter 4. Kapitel E.III.1.b), S. 224 ff.

6 Explizit *Bader*, AG 2014, 239, 241. Der Fall Celesio hat diese Relevanz nur noch einmal verdeutlicht: vgl. OLG Frankfurt, Urteil v. 19.01.2016 – 5 U 2/15 = AG 2016, 249 Rz. 42 ff. und *Nikoleyczik/Hildebrand*, NZG 2016, 505, 506; bei der Übernahme der Postbank durch die Deutsche Bank kam neben Call- und Put-Optionen auch eine Pflichtwandelanleihe zum Beteiligungsaufbau im Vorfeld des Übernahmeangebots zum Einsatz; zum Sachverhalt vgl. BGH, Urteil v. 29.06.2014 – II ZR 353/12 = AG 2014, 662.

Abs. 2 Nr. 2 WpÜG⁷ grundsätzlich bei öffentlichen Übernahmen berücksichtigt werden.

Bemerkenswert ist dabei, dass trotz der erheblichen Praxisrelevanz der Thematik, der rechtliche Umgang mit Wandelanleihen im Anwendungsbereich des WpÜG bis heute nur sehr lückenhaft untersucht worden ist.

Zwar waren die insoweit relevanten aktienrechtlichen Fragen jahrelanger Gegenstand intensiver Diskussion in Wissenschaft und Rechtsprechung und können heute als weitgehend geklärt erachtet werden.⁸ Unter übernahmerechtlichen Gesichtspunkten stellt sich die Sachlage jedoch gegensätzlich dar. Wenngleich der Anwendungsbereich des Gesetzes auch für Wandelanleihen eröffnet ist, wurde bisher nur wenig untersucht, welche Vorschriften nunmehr auf Wandelanleihen anwendbar oder wie grundsätzlich anwendbare Vorschriften auszulegen sind. Es existiert somit eine große Zahl offener Fragen einhergehend mit einer daraus resultierenden Rechtsunsicherheit.

Gerichtliche Entscheidungen sind bisher nicht nur im Hinblick auf die übernahmerechtliche Behandlung von Wandelanleihen, sondern auch generell zu Auslegungsfragen des WpÜG äußerst spärlich ergangen, was unter anderem eine Konsequenz des faktischen Entscheidungsmonopols der BaFin während des Übernahmeverfahrens ist.⁹ Aber auch in der Literatur mangelt es an einer breiten und ausdifferenzierten Auseinandersetzung mit der Thematik. Zwar gibt es zum Übernahmerecht generell eine große Anzahl an Standardwerken und eine Vielzahl von Veröffentlichungen. Diese beschäftigen sich aber mit der übernahmerechtlichen Behandlung von Wandelanleihen, wenn überhaupt, nur am Rande. Soweit dies einmal doch der Fall ist, bleibt die Untersuchung oberflächlich und es erfolgt keine tiefergehende Betrachtung von Auslegungsfragen. Die wenigen Aufsätze zur Thematik beschäftigen sich allenfalls mit – wenngleich sehr relevan-

7 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001, BGBl. I S. 3822; zuletzt geändert durch Art. 9 des Gesetzes vom 23.06.2017, BGBl. I S. 1693.

8 Ausdrücklich *Bader*, AG 2014, 472, 472; ähnlich *Florstedt*, ZHR 2016, 152, 171; vgl. in dieser Hinsicht auch die weitgehend unstrittigen Ausführungen zur rechtlichen Struktur und Charakterisierung von Wandelanleihen unter 2. Kapitel A. und B., S. 23 ff.

9 Ein „Monopol der BaFin“ sieht auch *Verse* in: 10 Jahre WpÜG, 276, 293 f.; kritisch dazu *Niensch* in: Handbuch Übernahmerecht, § 29 Rn. 59 ff; *Bader*, AG 2016, 239, 241 f.; *Mülbert/Schneider*, WM 2003, 2301, 2302.

1. Kapitel Einleitung

ten – Inselproblemen.¹⁰ Insgesamt zeigt sich, dass eine umfassende Darstellung der Behandlung von und des Umgangs mit Wandelanleihen im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen bisher nicht erfolgt ist.

Insbesondere vor dem Hintergrund der einschneidenden Konsequenzen einer Übernahme für die Zielgesellschaft und ihre Wertpapierinhaber¹¹, aber auch in Anbetracht der harten Sanktionierung etwaiger Verstöße gegen übernahmerechtliche Pflichten¹², ist dieser Zustand für die Praxis nur schwer hinnehmbar.

B. Ziel der Arbeit

Auf Grund der unzureichenden Aufarbeitung der Thematik und ihrer erheblichen und weiter steigenden Bedeutung erscheint es unverzichtbar, den betroffenen Parteien die wesentlichen Leitlinien für die Behandlung von Wandelanleihen während eines Übernahmeverfahrens an die Hand zu geben. Die relevantesten Rechtsfragen, die sich diesbezüglich während einer öffentlichen Übernahme stellen, werden untersucht und sachgerechte Lösungsmöglichkeiten aufgezeigt. Gleichzeitig soll die Arbeit als Anstoß dafür dienen, dass in Zukunft eine intensivere Befassung mit der Thematik in der Wissenschaft erfolgt und infolgedessen ein höheres Maß an Rechtsicherheit geschaffen wird.

Problematisch sind dabei vor allem diejenigen Fragen, die besonders weitreichende Folgen für die Beteiligten haben können. Dies sind zum einen Verfahrensfragen, die bei fehlerhafter Gestaltung eine Haftung des Bieters¹³ begründen oder sich auf die Finanzierung seiner Übernahme aus-

10 Eine Vielzahl an Veröffentlichungen erfolgte vor allem im Zusammenhang mit dem Celasio-Rechtsstreit, vgl. dazu die Nachweise unter 4. Kapitel A.III.2., S. 109 ff. Eine Ausnahme stellt der Aufsatz von *Korkmaz*, WM 2017, 222 ff. dar, der als einer der wenigen versucht, Probleme der Behandlung von Wandelanleihen bei öffentlichen Übernahmen in einem größeren Kontext zu untersuchen.

11 Ausführlich zu den Konsequenzen einer Übernahme für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft unter 3. Kapitel A., S. 63 ff.

12 Insbesondere in den §§ 59 ff. WpÜG. Daneben besteht auch die Möglichkeit der Angebotsuntersagung nach § 15 WpÜG. Zu den weitreichenden Kompetenzen der BaFin *Becker/Rodde* in: Handbuch Übernahmerecht, § 27 Rn. 3 ff.

13 Soweit das WpÜG Rechtsfolgen an das Verhalten des Bieters knüpft, wird der Anwendungsbereich der jeweiligen Norm im Regelfall auch auf das Verhalten von dem Bieter nahestehenden Personen und deren Tochterunternehmen ausgedehnt. Aus Gründen der Lesbarkeit wird auf diesen Umstand im Folgenden

wirken können. Beispielhaft zu nennen sind etwaige Verletzungen der übernahmerechtlichen Meldepflichten oder die möglicherweise zurechnungsbegründende oder mindestpreisrelevante Wirkung des Anleihenerwerbs. Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie die Inhaber von Wandelanleihen in der konkreten Übernahme situation geschützt werden und ob ihnen in diesem Zusammenhang ein Schutzniveau zugutekommt, das mit dem der Aktionäre der Zielgesellschaft vergleichbar ist. Für die Zielgesellschaft, welcher im Übernahmeverfahren grundsätzlich eine eher passive Rolle zuge dacht ist, ist vor allem relevant, ob und auf welche Weise sie Wandelanleihen möglicherweise als Verteidigungsinstrument gegen eine unerwünschte Übernahme einsetzen kann.

Weiterhin ist von Interesse, auf welche Art und Weise das WpÜG Wandelanleihen und ihren Inhabern begegnet und inwieweit diese Behandlung angemessen und sachgerecht ist. Ziel dieser Arbeit ist es daher auch, die Konzeption der für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft wesentlichen Vorschriften zu untersuchen und darzustellen, ob und warum ein Korrekturbedarf dieser Vorschriften besteht.

C. Aufbau

Die vorliegende Arbeit gliedert sich in vier Teile. Der erste Teil¹⁴ enthält eine allgemeine Einführung zu den Gestaltungsformen von Wandelanleihen und Aktien, ihre Definitionen und wirtschaftlichen Funktionen sowie die charakteristischen Strukturmerkmale. Darüber hinaus wird die Behandlung der Wertpapiere in verschiedenen Rechtsgebieten miteinander verglichen. Dabei soll herausgearbeitet werden, warum eine rechtliche Gleichbehandlung zumindest im Hinblick auf das durch das Wandlungsrecht vermittelte Aktienerwerbsrecht, in vielen Konstellationen angezeigt sein kann.

Im zweiten Teil¹⁵ wird dargestellt, welche Konsequenzen eine Unternehmensübernahme für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft haben kann, und wie das WpÜG die widerstreitenden Interessen bei einer öffent-

nicht mehr hingewiesen. Gemeinsam handelnde Personen werden in § 2 Abs. 5 WpÜG legaldefiniert.

14 Siehe unten 2. Kapitel: Wandelanleihe und Aktie im Vergleich, S. 23 ff.

15 Siehe unten 3. Kapitel: Position von Wertpapierinhabern in Übernahme situationen, S. 62 ff.

lichen Übernahme auszutarieren und gleichzeitig die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft vor Übervorteilung zu schützen versucht.

Der anschließende dritte Teil¹⁶ untersucht die wesentlichen Fragen, die sich die Verfahrensbeteiligten zur übernahmerechtlichen Behandlung von Wandelanleihen nach geltender Rechtslage stellen müssen. Es wird untersucht, warum der derivative Erwerb von Wandelanleihen mindestpreisrelevant ist, ob der Erwerb von Wandelanleihen das Erreichen einer Mindestannahmeschwelle beeinflusst und ob auch die Inhaber von Wandelanleihen von der weiteren Annahmefrist bei einem Übernahmeangebot profitieren. Weiterhin wird aufgezeigt, wie sich der Erwerb oder das Halten von Wandelanleihen auf die kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten auswirken, ob und auf welche Weise der Anleiherwerb Dritter dem Bieter zugerechnet werden kann und welche Rechtsfolgen hieraus resultieren. Außerdem wird dargelegt, wie sich Zielgesellschaften unter Einsatz von Wandelanleihen gegen eine feindliche Übernahme verteidigen können.

Schließlich wird im vierten Teil¹⁷ herausgearbeitet, welche Vorschriften des WpÜG dem Schutz von Anleiheninhabern nur unzureichend Rechnung tragen und es werden Vorschläge zur Änderung der Regelungen de lege ferenda gemacht. Die Vorschläge sollen dabei den Interessen der beteiligten Parteien weitestmöglich Rechnung tragen und den Anstoß für ein legislatives Tätigwerden geben.

16 Siehe unten 4. Kapitel: Relevanz von Wandelanleihen im Übernahmeverfahren, S. 94 ff.

17 Siehe unten 5. Kapitel: Rechtspolitische Bewertung, S. 245 ff.

2. Kapitel Wandelanleihe und Aktie im Vergleich

Für Wandelanleihen und Aktien existieren verschiedene Ausgestaltungsmöglichkeiten. Die ökonomischen Hintergründe, die eine Gesellschaft zu einer entsprechenden Emission bewegen, sind vielfältig. In ihren wesentlichen Strukturmerkmalen sind die Wertpapiere einander teils angenähert, teils sehr unterschiedlich. Dies hat Konsequenzen für ihre Behandlung in verschiedenen Sachverhalten. All diese Aspekte werden im Folgenden dargestellt.

A. Rechtliche und wirtschaftliche Charakterisierung

Zur Fokussierung des Untersuchungsgegenstandes auf zentrale Fragestellungen ist es zunächst notwendig herauszuarbeiten, welche Gestaltungsformen von Wandelanleihen und Aktien möglich sind.

I. Gestaltungsformen

Sowohl die Bezeichnung Aktie als auch der Begriff der Wandelschuldverschreibung, dem auch die Wandelanleihe unterfällt, dienen lediglich als Oberbegriffe für eine Vielzahl an Wertpapieren, die unter diesen Termini zusammengefasst werden. Diese können sowohl in ihrer rechtlichen Ausgestaltung als auch in der Art und Weise ihrer Emission differieren.

1. Wandelschuldverschreibungen

Der normative Bezugspunkt für Wandelschuldverschreibungen ist § 221 AktG.¹⁸ Die Norm regelt eine Vielzahl von Gläubigerrechten, unter anderem die Ausgabe von Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen (§ 221 Abs. 1 S. 1 AktG) sowie die Gewährung von Genussrechten (§ 221 Abs. 3

¹⁸ Aktiengesetz v. 06.09.1965, BGBl. I S. 1089; zuletzt geändert durch Art. 9 des Gesetzes v. 17.07.2017, BGBl. I S. 2446.

AktG).¹⁹ Gemeinsamkeit dieser verschiedenen Instrumente ist, dass sie im Gegensatz zu Aktien ihrem Inhaber keine mitgliedschaftliche Beteiligung an der Gesellschaft vermitteln, sondern vielmehr schuldrechtlicher Natur sind und die Inhaber damit zu Gläubigern der emittierenden Gesellschaft machen.²⁰

Wandelschuldverschreibungen werden in § 221 Abs. 1 S. 1 AktG als „Schuldverschreibungen, bei denen den Gläubigern oder der Gesellschaft ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt wird“ legaldefiniert.

Sie sind Finanzinstrumente, die zwei Elemente kombinieren: die Schuldverschreibung und das Aktienerwerbsrecht. In letzterem liegt der Unterschied zu einer herkömmlichen Schuldverschreibung i.S.d. § 793 BGB.²¹

Der Wortlaut des § 221 Abs. 1 S. 1 AktG wird zwar als unscharf kritisiert.²² Anerkannt ist aber jedenfalls, dass es Wandelschuldverschreibungen in zwei Unterformen gibt.²³ Dies sind einerseits Wandelschuldverschreibungen im engeren Sinne, die sogenannten Wandelanleihen, und andererseits die Wandelschuldverschreibungen im weiteren Sinne. Letztere sind beispielsweise Optionsanleihen, die teilweise auch als Optionschuldverschreibung bezeichnet werden.²⁴

19 *Koch* in: Hüffer/Koch, § 221 Rn. 1; *Seiler* in: Spindler/Stilz, § 221 Rn. 1, 21; *Hirte* in: Großkommentar AktG, § 221 Rn. 12; *Merkt* in: Schmidt/Lutter, § 221 Rn. 1; mangels thematischen Zusammenhangs werden Gewinnschuldverschreibungen und Genussrechte im Folgenden nicht näher erörtert.

20 Statt aller *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 1.

21 *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 23; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 221 Rn. 3; *Habersack* in: MüKo BGB, § 793 Rn. 15; BGB meint Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung v. 02.01.2002, BGBl. I S. 42, zuletzt geändert durch Art. 7 des Gesetzes v. 31.01.2019, BGBl. I S. 54.

22 Beispielsweise *Hirte* in: Großkommentar AktG, § 221 Rn. 14; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 221 Rn. 3.

23 *Habersack* in: Münchener Kommentar AktG, § 221 Rn. 24; *Seiler* in: Spindler/Stilz, § 221 Rn. 2; *Rieder/Holzmann* in: Grigoleit, AktG, § 221 Rn. 4.

24 Im Hinblick auf die Terminologie besteht Einheitlichkeit: *Hirte* in: Großkommentar AktG, § 221 Rn. 13; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 221 Rn. 3; *Habersack* in: Münchener Kommentar AktG, § 221 Rn. 24.

a) Wandelschuldverschreibungen im engeren Sinne

Bei Wandelschuldverschreibungen im engeren Sinne ist zunächst zwischen der klassischen Wandelanleihe und ihren Sondergestaltungen zu differenzieren, die sich insbesondere im Hinblick auf das Wandlungsrecht unterscheiden. Bei der klassischen Wandelanleihe ist außerdem zu unterscheiden, von wem die Anleihe begeben wird.

aa) Wandelanleihe

Die Wandelanleihe (als klassischer Fall der Wandelschuldverschreibung im engeren Sinne) enthält als Schuldverschreibung zum einen das Versprechen der emittierenden Gesellschaft, dem Inhaber bei Fälligkeit eine bestimmte Leistung (in der Regel die Zahlung einer bestimmten Geldsumme und vereinbarter Zinsen) zu bewirken, § 793 Abs. 1 BGB.²⁵ Daneben hat der Gläubiger bei der Wandelanleihe in ihrer hergebrachten Ausgestaltung das Recht, seinen Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrags der Schuldverschreibung nach Ablauf der Laufzeit oder auch schon vorher gegen eine (i.d.R. im Voraus) bestimmte Anzahl an Aktien einzutauschen, § 221 Abs. 1 S. 1, 1. Fall AktG.²⁶ An die Stelle der Forderungsrückzahlung tritt dann der Anspruch auf Verschaffung der Gesellschaftsaktien. Das Recht kann mit der Pflicht zur Leistung bestimmter Zuzahlungen verbunden sein.²⁷ Es besteht ein die Rechtsnatur der Wandelanleihe kennzeichnendes Alternativitätsverhältnis (*facultas alternativa*) zwischen den Rechten aus der Schuldverschreibung und dem Wandlungsrecht, was sie von den Optionsanleihen abgrenzt.²⁸

Abgesehen hiervon sind die Einzelheiten der Anleihe gänzlich der privatautonomen Gestaltung zugänglich. Dies gilt beispielsweise für Beginn und Ende der Verzinsung, Fälligkeit der Zinsen und den Rückzahlungszeitpunkt der Anleihe sowie für die Ausübungsfrist des Wandlungsrechts,

25 *Merkt* in: Schmidt/Lutter, § 221 Rn. 23; *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 24; *Haberstock/Greitemann* in: Hölters, § 221 Rn. 7.

26 Statt vieler *Hirte* in: Großkommentar AktG, § 221 Rn. 13; *Scholz*: Münchener Hdb. AG, § 64 Rn. 6; verfehlt dagegen *Kraus* in: Hdb. Venture Capital, Teil D Rn. 70, der nicht zwischen Wandel- und Pflichtwandelanleihe unterscheidet.

27 Statt aller *Scholz* in: Münchener Hdb. AG, § 64 Rn. 6.

28 *Rieder/Holzmann* in: Grigoleit, AktG, § 221 Rn. 5 f.; *Merkt* in: Schmidt/Lutter, § 221 Rn. 25; *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 70.

den Wandlungspreis oder das Wandlungsverhältnis.²⁹ Diese Details werden in den Anleihebedingungen geregelt.³⁰

1) Standardbegebung

Wie sich aus den vorstehenden Ausführungen bereits ergibt, wird die Wandelanleihe in der klassischen Gestaltung von derjenigen Gesellschaft begeben, auf deren Aktien die Anleihe bei Fälligkeit ein Bezugsrecht einräumt. Insoweit ergeben sich keine weiteren Besonderheiten.

2) Drittemission

Von § 221 AktG in analoger Anwendung ist darüber hinaus jedoch auch die Konstellation erfasst, in der die Wandelanleihe von einer dritten Gesellschaft (typischerweise einer Tochtergesellschaft) begeben wird und die Gesellschaft, auf deren Aktien sich das Wandlungsrecht bezieht, in die Emission eingebunden ist. Die Einbindung erfolgt dadurch, dass die Muttergesellschaft die Erfüllung des Wandlungsrechts sicherstellt, indem sie das Wandlungsrecht garantiert oder dem Anleiheninhaber ein unmittelbares Wandlungsrecht gegenüber sich selbst gewährt.³¹

Das von der Muttergesellschaft übernommene oder garantierte Wandlungsrecht kann dabei von dieser gem. § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG analog durch ein bedingtes Kapital gesichert werden.³² Es stehen auch keine aktienrechtlichen Regelungen entgegen.³³ Ob erforderlich ist, dass die Kon-

29 *Merkt* in: Schmidt/Lutter, § 221 Rn. 23; *Hermanns* in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, § 221 AktG Rn. 4; eingehend *Baums*, Recht der Unternehmensfinanzierung, § 38 Rn. 9 ff.

30 Zur Qualifizierung der Anleihebedingungen als Allgemeine Geschäftsbedingungen BGH, Urteil v. 28.06.2005 – XI ZR 363/04 = WM 2005, 1567; BGH, Urteil v. 05.10.1992 – II ZR 172/91 = AG 1993, 125 (zu Genussscheinen); *Groß* in: Marsch-Barner/Schäfer, § 52 Rn. 5; *Seiler* in: Spindler/Stilz, § 221 Rn. 168.

31 *Groß* in: Marsch-Barner/Schäfer, § 51 Rn. 4; *Baums*, Recht der Unternehmensfinanzierung, § 38 Rn. 52 f.; *Habersack* in: MüKo AktG, § 221 Rn. 42 ff.; *Müller-Eising* in: Unternehmensfinanzierung, D Rn. 77.

32 *Groß* in: Marsch-Barner/Schäfer, § 51 Rn. 4; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 192 Rn. 12; *Apfelbacher/Niggemann* in: Hölter, § 192 Rn. 26.

33 Insbesondere nicht § 187 AktG, da § 221 AktG diesem vorgeht; *Groß* in: Marsch-Barner/Schäfer, § 51 Rn. 4; *Scholz* in: Münchener Hdb. AG, § 64 Rn. 63; *Fuchs*, AG 1995, 433, 444.

struktion im Rahmen eines Konzernverhältnisses gewählt wird, ist noch nicht abschließend geklärt.³⁴ Dies wird bei den vorliegend interessierenden Fallgestaltungen jedoch regelmäßig der Fall sein. Die drittemittierte Wandelanleihe wird im Ergebnis somit ähnlich wie eine klassisch begebene Anleihe behandelt.³⁵

Diese Begebungsform wird vor allem aus finanztechnischen und steuerlichen Gründen gewählt und ist rechtstatsächlich häufig dahingehend ausgestaltet, dass eine ausländische Tochtergesellschaft eine Wandelanleihe ausgibt, die zum Bezug von Aktien der deutschen Muttergesellschaft berechtigt.³⁶

bb) Sondergestaltungen

Ebenfalls unter den Begriff der Wandelanleihe werden Gestaltungen gefasst, in denen der Gesellschaft und nicht dem Gläubiger das Wandlungsrecht eingeräumt wird,³⁷ oder durch die sich der Anleiheninhaber zur Wandlung verpflichtet.³⁸

34 Gegen eine solche Einschränkung: *Scholz* in: Münchener Hdb. AG, § 64 Rn. 63; *Habersack* in: MüKo AktG, § 221 Rn. 48; *Seiler* in: Spindler/Stilz, § 221 Rn. 12; jeweils mit weiteren Nachweisen; für das Erfordernis einer Konzernverbindung: *Fuchs* in: MüKo AktG, § 192 Rn. 55; *Rieder/Holzmann* in: Grigoleit, AktG, § 192 Rn. 20; *Rieckers* in: Spindler/Stilz, § 192 Rn. 33; widersprüchlich *Koch* in: Hüffer/Koch, § 221 Rn. 71, der dort gegen das Erfordernis einer Konzernverbindung plädiert, ebendiese in § 192 Rn. 12 jedoch als erforderlich ansieht.

35 Soweit Unterschiede zwischen der Behandlung von klassisch begebenen und drittemittierten Wandelanleihen bestehen, wird dies in den entsprechenden Sachzusammenhängen erläutert.

36 *Groß* in: Marsch-Barner/Schäfer, § 51 Rn. 4 mit rechtstatsächlichen Nachweisen in Fn. 5; *Rieckers* in: Spindler/Stilz, § 192 Rn. 33; *Scholz* in: Münchener Hdb. AG, § 64 Rn. 61; eingehend zu den steuerlichen Vorteilen einer solchen Emission *Mihm* in: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 14 Rn. 42 ff.; *Jaspers* in: Handbuch AG-Finanzierung, Kap. 6 Rn. 25 ff.; *Meißel/Bokeloh*, CFL 2010, 35, 38 ff.

37 Begr. RegE, BT-Drucks. 18/4349, S. 27 ff.; *Hirte* in: Großkommentar AktG, § 221 Rn. 13, 90; *Merkt* in: Schmidt/Lutter, § 221 Rn. 16; *Groß* in: Marsch-Barner/Schäfer, § 51 Rn. 8a ff.

38 *Seiler* in: Spindler/Stilz, § 221 Rn. 16; *Habersack* in: MüKo AktG, § 221 Rn. 9, 11; *Bader*, AG 2014, 472, 478.

1) Umgekehrte Wandelanleihe

Bei einer umgekehrten Wandelanleihe wird der emittierenden Gesellschaft ebenfalls ein Umtauschrecht eingeräumt. Dies kann auch kumulativ zu einem Umtauschrecht des Anleihegläubigers erfolgen.³⁹ Vorteilhaft ist dies für die Gesellschaft insbesondere deshalb, da diese das Risiko, dass die Gläubiger auf Grund eines niedrigen Aktienkurses ihr Umtauschrecht nicht ausüben, durch eine umgekehrte Wandelanleihe auf die Gläubiger abwälzen kann.⁴⁰ Durch das Umtauschrecht kann sich die Gesellschaft von den in der Schuldverschreibung verbrieften Zins- und Rückzahlungsansprüchen befreien und das Grundkapital erhöhen, da die Anleiheninhaber zur Wandlung und Zeichnung neuer Aktien verpflichtet sind. Folglich können die umgekehrten Wandelanleihen ein Mittel zu einer möglicherweise notwendigen Sanierung der Emittentin darstellen.⁴¹

2) Pflichtwandelanleihe

Eine weitere Strukturierungsvariante der Wandelschuldverschreibung ist die Pflichtwandelanleihe. Von der herkömmlichen Wandelanleihe unterscheidet sie sich insoweit, als dass eine Wandlungspflicht des Anleihegläubigers besteht.⁴² Dabei wird zwischen einer unbedingten und bedingten Pflichtwandelanleihe differenziert.⁴³

Eine unbedingt ausgestaltete Pflichtwandelanleihe (mandatory convertible bond) ist nicht mehr vom Eintritt weiterer Bedingungen abhängig. Es besteht von vornherein die Pflicht des Anleiheninhabers, die Anleihe am Ende der Laufzeit (oder früher) in Aktien des Emittenten zu wandeln. Die

39 Begr. RegE, BT-Drucks. 18/4349, S. 27, zu § 192 AktG-E; *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 132.

40 *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 133; *Drygala*, WM 2011, 1637, 1637.

41 *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 134; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 221 Rn. 5b.

42 *Seiler* in: Spindler/Stilz, § 221 Rn. 16; *Merkt* in: Schmidt/Lutter, § 221 Rn. 16; *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 153.

43 *Seiler* in: Spindler/Stilz, § 221 Rn. 150; *Fest* in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 153; *Schlitt* in: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 11 Rn. 63 f.

Wandlungspflicht ist lediglich zeitlich auf das Ende der Anleihenlaufzeit hinausgeschoben.⁴⁴

Rechtstechnisch besteht die in der Pflichtwandelanleihe begründete Wandlungspflicht aus drei Elementen. Zum einen wird den Gläubigern bei der Schuldverschreibung ein Umtauschrecht eingeräumt. Zu dessen Ausübung verpflichten sie sich in einem Vorvertrag. Darüber hinaus ist eine weitere Vereinbarung im Vorvertrag notwendig, die die Gläubiger zum Abschluss eines Zeichnungsvertrages oder einer schuldvertraglichen Verschaffungspflicht verpflichtet – abhängig davon, ob das Umtauschrecht durch neue oder bereits bestehende Aktien bedient werden soll.⁴⁵

Die bedingte Pflichtwandelanleihe unterscheidet sich von der unbedingten insoweit, als dass der Umtausch vom Eintritt eines Auslöserereignisses (sog. trigger event) abhängig ist und damit noch nicht sicher feststeht. Ein solches trigger event kann gesetzlich bestimmt oder in den Anleihebedingungen festgelegt sein.⁴⁶ Die bedingte Wandlungspflicht besteht rechtstechnisch aus einem Umtauschrecht der Emittentin und der korrespondierenden Pflicht, das Umtauschrecht mit Eintritt eines trigger events auszuüben.⁴⁷

b) Wandelschuldverschreibungen im weiteren Sinne

Der Begriff der Wandelschuldverschreibung umfasst darüber hinaus noch weitere Instrumente, die Umtausch- oder Bezugsrechte auf Aktien vermitteln. Diese werden als Wandelschuldverschreibungen im weiteren Sinne bezeichnet.⁴⁸

Beispielhaft zu nennen ist die für die Praxis mittlerweile kaum noch relevante Optionsanleihe. Auch dieser liegt eine Kombination von Schuldverschreibung und Aktienbezugsrecht zugrunde. Die beiden Positionen

44 Seiler in: Spindler/Stilz, § 221 Rn. 150; Fest in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 153; Schlitt in: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 11 Rn. 64.

45 Fest in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 156; ähnlich Habersack in: MüKo AktG, § 221 Rn. 52; Hirte in: Großkommentar AktG, § 221 Rn. 210.

46 Fest in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 173.

47 Fest in: Schuldverschreibungsrecht, § 221 AktG Rn. 183.

48 Apfelbacher/Niggemann in: Hölters, § 192 Rn. 23; vgl. auch die Erläuterungen von Leopold/Schröter in: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 10 Rn. 3 f.

werden jedoch kumulativ und nicht alternativ eingeräumt.⁴⁹ Zusätzlich zur Schuldverschreibung hat der Gläubiger ein davon unabhängiges, teilweise auch bedingtes, Recht auf Aktienbezug, sodass er für diesen die Schuldverschreibung nicht hingeben muss. Er muss vielmehr die festgelegten Bezugsbedingungen erfüllen, während die Ausübung des Bezugsrechts auf die Position der Schuldverschreibung keinen Einfluss hat.⁵⁰ Die Bezeichnung als „Wandelschuldverschreibung“ schafft folglich unnötige Unklarheit, da es gerade nicht zu einem „Umtausch“ der Schuldverschreibung gegen Aktie kommt.⁵¹

Wandelschuldverschreibungen im weiteren Sinne sind außerdem alle sonstigen Schuldverschreibungen oder Genussrechte, die ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf neue Aktien einräumen.⁵²

Maßgebliches Abgrenzungskriterium der Wandelschuldverschreibung im engeren Sinne zu den Wandelschuldverschreibungen im weiteren Sinne ist dabei stets, dass der Wandelanleihe das Wandlungsrecht nur in Form der *facultas alternativa* zukommt.⁵³

2. Aktien

Bei den Erscheinungsformen von Aktien ist zwischen Aktienarten, Aktienformen und Aktiengattungen zu differenzieren. Während die Aktienart lediglich die wertpapiermäßige Verbriefung der Aktie beschreibt, resultiert die Gattungszugehörigkeit der Aktie aus den mit ihr als Mitgliedschaftsrecht verbundenen Rechten und Pflichten.⁵⁴

Mögliche Aktienarten sind nach § 10 Abs. 1 AktG die Inhaber- und die Namensaktie, wobei grundsätzlich Wahlfreiheit zwischen beiden Aktienar-

49 *Apfelbacher/Niggemann* in: Hölters, § 192 Rn. 23; *Leopold/Schröter* in: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 10 Rn. 5; *Scholz* in: Münchener Hdb. AG, § 64 Rn. 7.

50 *Habersack* in: MüKo AktG, § 221 Rn. 31; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 221 Rn. 6 f; *Scholz* in: Münchener Hdb. AG, § 64 Rn. 7.

51 *Habersack* in: MüKo AktG, § 221 Rn. 31; *Merkt* in: Schmidt/Lutter, § 221 Rn. 30 f.; *Lutter* in: Kölner Kommentar AktG, 2. Aufl. 1995, § 221 Rn. 2, 12.

52 *Apfelbacher/Niggemann* in: Hölters, § 192 Rn. 23.

53 *Merkt* in: Schmidt/Lutter, § 221 Rn. 29; im Ergebnis auch *Habersack* in: MüKo AktG, § 221 Rn. 31 f.; *Lutter* in: Kölner Kommentar AktG, 2. Aufl. 1995, § 221 Rn. 12; detaillierte Ausführungen zur Funktionsweise der Wandelanleihe unter 2. Kapitel B.II.1., S. 43 ff.

54 *Sailer-Coceani* in: Münchener Hdb. AG, § 13 Rn. 1, 7; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 10 Rn. 1, § 11 Rn. 1; *Vatter* in: Spindler/Stilz, § 11 Rn. 3.

ten besteht. Welche Aktienart die Gesellschaft gewählt hat, muss gem. § 23 Abs. 3 Nr. 5 AktG in ihrer Satzung bestimmt sein, wobei auch ein Teil der Aktien auf den Inhaber und ein Teil auf den Namen lauten kann.⁵⁵ Etwas anderes gilt nur, wenn die Aktien vor der vollen Leistung des Nennbetrags oder des höheren Ausgabebetrages ausgegeben werden. Dann besteht gem. § 10 Ab. 2 S. 1 AktG die Pflicht zur Ausgabe von Namensaktien.

Hinsichtlich der Aktienform können die Aktien gem. § 8 Abs. 1 AktG entweder als Nennbetrags- oder als Stückaktien begründet werden, wobei die Gesellschaften wiederum Wahlfreiheit besitzen. Im Gegensatz zur Aktienart können die Aktienformen aber nicht nebeneinander bestehen. Die Aktienform bestimmt die Zerlegung des Grundkapitals nach § 1 Abs. 2 AktG. Die Zerlegung kann zum einen durch die Nennbeträge der Aktien oder ohne Nennbeträge durch Zerlegung entsprechend der Zahl der vorhandenen Aktien erfolgen.⁵⁶

Die Aktiengattung, die in § 11 AktG definiert wird, betrifft die durch die Aktieninhaberschaft vermittelten Rechte und Pflichten. Diese müssen nicht für alle Aktionäre der AG dieselben sein, insbesondere nicht bei der Verteilung des Gewinns und des Gesellschaftsvermögens. Aktien mit gleichen Rechten bilden eine Gattung, § 11 S. 2 AktG. Relevant ist der Begriff der Aktiengattung in doppelter Hinsicht: Bei Bestehen mehrerer Gattungen muss einerseits die Satzung nach § 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG die Gattung der Aktien und die Zahl der Aktien jeder Gattung bestimmen. Andererseits schreibt das AktG in den §§ 179 Abs. 3, 182 Abs. 2 und 222 Abs. 2 AktG Sonderbeschlüsse von Aktionären der einzelnen Gattungen vor.⁵⁷

Der praktisch wichtigste Gattungsunterschied ist dabei der zwischen den stimmrechtsgewährenden Stammaktien und den stimmrechtslosen Vorzugsaktien i.S.d. § 12 Abs. 1 S. 2 AktG.⁵⁸ Darüber hinaus bestehen beispielsweise Unterschiede bei disproportionaler Gewinnberechtigung wegen Tracking Stocks oder Spartenaktien.⁵⁹ Keine eigene Gattung begründet dagegen ein abweichender Beginn der Gewinnbezugsberechtigung der

55 Statt aller *Sailer-Coceani* in: Münchener Hdb. AG, § 13 Rn. 1; *Limmer* in: Spindler/Stilz, § 23 Rn. 21.

56 *Vatter* in: Spindler/Stilz, § 8 Rn. 8; *Solveen* in: Hölters, § 8 Rn. 3; *Sailer-Coceani* in: Münchener Hdb. AG, § 13 Rn. 16.

57 *Sailer-Coceani* in: Münchener Hdb. AG, § 13 Rn. 7; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 11 Rn. 1 ff.; *Heider* in: MüKo AktG, § 11 Rn. 28 ff.

58 *Sailer-Coceani* in: Münchener Hdb. AG, § 13 Rn. 7; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 11 Rn. 7.

59 *Sailer-Coceani* in: Münchener Hdb. AG, § 13 Rn. 10; *Koch* in: Hüffer/Koch, § 11 Rn. 7; *Vatter* in: Spindler/Stilz, § 11 Rn. 9.