

Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa
ZGR-Sonderheft 16

Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

herausgegeben von

Wulf Goette, Peter Hommelhoff, Klaus J. Hopt,
Marcus Lutter, Walter Odersky,
Hans-Joachim Priester, Herbert Wiedemann

Sonderheft 16



Walter de Gruyter · Berlin · New York

Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa

herausgegeben von

Marcus Lutter und Heribert Hirte



Walter de Gruyter · Berlin · New York · 2000

⊗ Gedruckt auf säurefreiem Papier, das die US-ANSI-Norm über Haltbarkeit erfüllt

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa / hrsg.
von Marcus Lutter und Heribert Hirte. – Berlin ; New York : de
Gruyter, 2000

(Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht : ZGR-Son-
derheft ; 16)

ISBN 3-11-016773-5

© Copyright 2000 by Walter de Gruyter GmbH & Co. KG, D-10785 Berlin

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Satz: Dörlemann Satz GmbH & Co. KG, D-49448 Lemförde

Druck und Bindung: Kösel, D-87435 Kempten

Vorwort

Im ungemein rasch wachsenden europäischen Kapitalmarkt spielen nicht nur die rechtlich „einfachen“ Titel wie Aktien und Schuldverschreibungen eine große Rolle, sondern auch die Zwischenformen wie Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen. Bei ihnen aber ist der rechtliche Gestaltungsaufwand ungleich größer, mithin sind auch die Unterschiede und die „Fallstricke“ für diejenigen Zeichner und Inhaber zahlreicher, deren Vorstellungen durch ihre heimische Rechtsordnung geprägt sind. Aus diesem Grunde haben die Herausgeber der ZGR zunächst einzelne Länder-Untersuchungen zum Thema angeregt; dabei wurde rasch deutlich, daß nur eine gewisse Vollständigkeit sinnvoll ist, die den Rahmen einer Zeitschrift überschreitet und eines ganzen Buches bedarf, das hiermit vorgelegt wird. Die Gestaltungsvarianten zwischen Aktie und Schuldverschreibung nehmen freilich immer weiter zu; die insoweit zu verzeichnenden aktuellen Entwicklungen werden daher in einem weiteren, vornehmlich aus der Sicht des deutschen Rechts geschriebenen Beitrag vorgestellt.

Die hier veröffentlichten Darstellungen entsprechen grundsätzlich dem Stand vom 1. Januar 2000. Soweit einzelne Beiträge bereits früher in der ZGR veröffentlicht worden sind, wurden sie für die Aufnahme in dieses Sonderheft aktualisiert,

Herausgeber und Autoren danken Herrn Michael Voß, Bonn für die sorgfältige Betreuung der Manuskripte und der Drucklegung sowie für die Erstellung des Registers; die Herausgeber aber danken nachdrücklich den Autoren, die die große Mühe der Darstellung eines schwierigen Rechtsgebietes auf sich genommen haben.

Bonn/Jena, im Januar 2000

Marcus Lutter Heribert Hirte

Inhalt

Vorwort	V
Verzeichnis der Mitwirkenden	IX
HERIBERT HIRTE: Wandel- und Optionsanleihen im Rechtsvergleich . .	1
Länderberichte	
Belgien	
ANNE BENOÎT-MOURY und CONNY CROES: Wandel- und Options- anleihen in Belgien	27
Deutschland	
FRANK A. SCHÄFER: Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland – Praxisprobleme von Equity-linked-Emissionen –	62
England und Wales/United Kingdom	
SIMON GOULDING: Convertible Securities in England and Wales	86
BORIS KASOLOWSKY: Securities Regulation of Convertible Securities in the United Kingdom	99
Frankreich	
YVES GUYON: Wandel- und Optionsanleihen in Frankreich	109
Italien	
GIAN FRANCO CAMPOBASSO: Wandelanleihen, Optionsanleihen und Anleihen mit Optionsrechten in Italien	127
Niederlande	
STEVEN PERRICK: Wandelschuldverschreibungen in den Niederlanden . .	155
Österreich	
CHRISTIAN NOWOTNY: Wandel- und Optionsanleihen in Österreich . . .	176
Portugal	
JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES: Wandel- und Optionsanleihen in Portugal . .	212

Schweden

ROLF SKOG: Convertible bonds and subscription warrants in Sweden	242
--	-----

Schweiz

JOHANNES KÖNDGEN und DANIEL DAENIKER: Wandel- und Options- anleihen in der Schweiz	265
---	-----

Spanien

FRANCISCO JOSÉ ALONSO ESPINOSA: Wandel- und Optionsanleihen in Spanien	300
---	-----

Sachregister	329
------------------------	-----

Verzeichnis der Mitwirkenden

ALONSO ESPINOSA, FRANCISCO	Professor für Wirtschaftsrecht an der Universität Murcia
ANTUNES, JOSÉ A. ENGRÁCIA	LL. M. (Lissabon), Ph.D. (Florenz), Professor für Wirtschaftsrecht an der Universität Porto
BENOÎT-MOURY, ANNE	Dr. jur., Professorin für Wirtschaftsrecht an der Universität Lüttich
CAMPOBASSO, GIAN FRANCO	Professor für Wirtschaftsrecht an der Universität Neapel
CROES, CONNY	„Conseiller Juridique“ bei einer belgischen Bank in Brüssel
DAENIKER, DANIEL	Dr. jur., LL. M. (Chicago), Rechtsanwalt in Zürich
GOULDING, SIMON	B.A., LL. M., Lecturer in Law, barrister, University of East Anglia, School of Law, Norwich
GUYON, YVES	Professor für Wirtschaftsrecht an der Universität Paris I – Panthéon-Sorbonne
HIRTE, HERIBERT	Dr. jur., LL. M. (Berkeley), Professor für deutsches und europäisches Zivil- und Wirtschaftsrecht an der Universität Jena, Lehrbeauftragter am Centre universitaire de Luxembourg
KÖNDGEN, JOHANNES	Dr. jur., LL. M., Professor für Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung an der Universität Bonn
KASOLOWSKY, BORIS	B.A. (Oxon), M.A. (London), solicitor, London/Jena
NOWOTNY, CHRISTIAN	Dr. jur., Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wertpapierrecht an der Wirtschaftsuniversität Wien
PERRICK, STEPHEN	Dr. jur., Rechtsanwalt und Notar in Amsterdam, Professor für Wertpapier- und Geldverkehrsrecht an der Erasmus Universität Rotterdam
SCHÄFER, FRANK A.	Dr. jur., LL. M. (Chicago), Rechtsanwalt in Düsseldorf
SKOG, ROLF	Company Law Committee des Justizministeriums in Stockholm

Wandel- und Optionsanleihen im Rechtsvergleich

von

Professor Dr. HERIBERT HIRTE, LL.M. (Berkeley), Jena

Inhaltsübersicht

I. Einleitung	1
II. Allgemeines	4
1. Verwendungszweck	4
2. Umfang der Gestaltungsfreiheit	4
3. Verhältnis von Gesellschafts- zu Kapitalmarktrecht	5
III. Emission	7
1. Verbriefung	7
2. Gläubigerschutz	7
3. Hauptversammlungsbeschluß	8
4. Ermächtigung	9
5. Bezugsrechtsausschluß	10
6. Berichtspflicht	14
7. Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen auf Aktien anderer Gesellschaften	15
IV. Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts	16
1. Optionsrechte auf Aktienerwerb gegen Sacheinlage	16
2. Bedienung der Wandel- oder Optionsrechte	16
3. Rückzahlungswahlrecht der Gesellschaft	18
4. Wandlungspflicht	19
V. Stellung der Wandel- oder Optionsanleihegläubiger	19
1. Versammlung der Schuldverschreibungsgläubiger	19
2. Verhältnis zu den Aktionären	22
3. Verwässerungsschutz	22
VI. Zusammenfassung	25

I. Einleitung

Bei der rechtlichen Ausgestaltung von Wandel- und Optionsanleihen in Europa gibt es beträchtliche Unterschiede sowohl zwischen den Ländern als auch im Zeitablauf; sie folgen aus den unterschiedlichen steuerrechtlichen Vorgaben wie aus den variierenden Konditionen an den Märkten für Eigen- und Fremd-

kapital.¹ An dieser Stelle soll ein Überblick über die verschiedenen in diesem Band abgedruckten Landesberichte gegeben werden.² Er konzentriert sich „geographisch“ auf die Lage im Ausland und inhaltlich auf die Rechtsfragen von Wandel- und Optionsanleihen als Instrument der Unternehmensfinanzierung. Daher wird etwa die Frage ausgeblendet, inwieweit Wandel- oder Optionsanleihen als Instrument zur Motivation von Geschäftsleitern und Mitarbeitern genutzt werden können, insbesondere soweit eine Ausgabe von *naked warrants* für nicht zulässig gehalten wird.³ Einige aktuelle Fragen weiterer hybrider Formen der Unternehmensfinanzierung werden aber in dem Beitrag von Schäfer aus deutscher Sicht beleuchtet.⁴ Der folgende Überblick beschränkt sich im übrigen auf die Auswertung der Beiträge in diesem Band: deshalb werden – von wenigen Ausnahmen abgesehen⁵ – nur die hier behandelten Rechtsordnungen in die Betrachtung einbezogen, und es werden andererseits auch nur die in diesen Beiträgen angesprochenen Rechtsfragen berücksichtigt. Wenn eine Lösung hier nur für ein Land angesprochen oder hervorgehoben wird, bedeutet dies also nicht, daß sie nur in diesem Land existiert. Im übrigen werden sowohl Gemeinsamkeiten wie Unterschiede nicht angesprochen, wenn sie selbstverständlich erscheinen; als Beispiel seien einerseits die unterschiedlichen Beschlußanforderungen an Hauptversammlungsbeschlüsse genannt, die innerhalb der Europäischen Union eine Folge der noch fehlenden Koordinierung dieses Fragenkreises durch die Fünfte (Struktur-)Richtlinie⁶ sind, und andererseits die jedenfalls im (gesetz-

1 Zum Einfluß des Zinsniveaus SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 63.

2 Jüngste Gesetzesänderungen – wie sie vor allem durch die Umstellung auf den Euro verursacht wurden – wurden in den Berichten nur ausnahmsweise noch einbezogen; etwa für Österreich, dazu NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 210.

3 Zu *stock options* vgl. die Hinweise zu Deutschland bei SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 78; zu den Niederlanden bei PERRICK, in diesem Band, S. 155, 157 f; zu Schweden bei SKOG, in diesem Band, S. 242, 243; zur Schweiz bei KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 278 und zum Vereinigten Königreich bei KASOLOWSKY, in diesem Band, S. 99, 107. In Portugal gelten sie bislang als praktisch unbekannt (dazu ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 213, Fn. 2), während in Österreich der gleiche Umweg über Wandelanleihen gewählt wird, den auch das deutsche Recht vor Inkrafttreten des KonTraG gewählt hatte (dazu NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 206 ff).

4 Zur Going-Private-Anleihe aus österreichischer Sicht auch NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 203 f.

5 Dazu zählen einige Ergänzungen im Bereich des französischen und schweizerischen Rechts sowie die Hinweise auf das dänische, griechische und US-amerikanische Recht. Hingewiesen sei auch auf die Nachweise zum dänischen, norwegischen und finnischen Recht bei SKOG, in diesem Band, S. 242, 263 f.

6 Vorschlag einer fünften Richtlinie zur Koordinierung der Schutzbestimmungen hinsichtlich der Struktur der Aktiengesellschaft sowie der Befugnisse und Verpflichtungen ihrer Organe vom 9. 10. 1972, ABl. EG 1972 C 131/49 vom 13. 12. 1972; Geänderter Vorschlag einer fünften Richtlinie des Rates über die Struktur der Aktiengesellschaft sowie die Befugnisse und Verpflichtungen ihrer Organe vom 19. 8. 1983, ABl. EG 1983 C 240/2 vom 9. 9. 1983; Zweiter Geänderter Vorschlag einer fünften Richtlinie des Rates

lichen) Ausgangspunkt einheitlich beantwortete Frage eines Bezugsrechts auf Wandel- oder Optionsanleihen.⁷ Ziel ist vielmehr eine „Problemsensibilisierung“ und diese in erster Linie aus der Sicht eines deutschen Lesers.

Die Beiträge beziehen sich ebenso wie der folgende Überblick überwiegend nur auf Wandel- und Optionsanleihen, deren Wandel- oder Optionsrecht auf Aktien der *emittierenden Gesellschaft* selbst gerichtet sind.⁸ Freilich ist die Abgrenzung nicht immer einfach: denn im Ausland werden Wandel- und Optionsanleihen teilweise stärker von ihrer darlehensrechtlichen Seite her beurteilt, zumal auch die Stellung der „normalen“ Schuldverschreibungsgläubiger in den „allgemeinen“ Zivil- oder Gesellschaftsgesetzen geregelt ist.⁹ Die *obbligazioni convertibili* des italienischen Rechts erfassen daher ebenso wie diejenigen im spanischen Recht in deutscher Terminologie sowohl die „Optionsanleihen“ i.S.v. § 221 Abs. 1 AktG als auch die im deutschen Gesellschaftsrecht überhaupt nicht geregelten Anleihen mit Optionsrechten auf Aktien dritter Gesellschaften;¹⁰ dem wurde in der Übersetzung des italienischen Beitrags durch die besondere Erwähnung der „Anleihen mit Optionsrechten“ in der Überschrift Rechnung getragen. Bemerkenswert ist auch, daß das italienische und spanische Gesetzesrecht – anders als etwa § 221 Abs. 1 AktG – nur die Wandelanleihe i.e.S. regeln, sich für Optionsanleihen also mit teilweise schwierigen Analogien behelfen müssen.¹¹

Die *Bedeutung* der Wandel- und Optionsanleihen wird sehr unterschiedlich eingeschätzt und beschrieben. Bemerkenswert ist, daß sie sowohl in England als auch in Schweden erst vor relativ kurzer Zeit überhaupt größere praktische Bedeutung erlangt haben,¹² obwohl England neben den Vereinigten Staaten als ihr Mutterland bezeichnet werden.¹³ Die erste spanische Regelung des Rechts der Wandelanleihe datiert aus 1989.¹⁴ Interessant ist der Hinweis für das englische

über die Struktur der Aktiengesellschaft sowie die Befugnisse und Verpflichtungen ihrer Organe vom 13. 12. 1990, ABL. EG 1991 C 7/4 vom 11. 1. 1991; Dritter Geänderter Vorschlag einer fünften Richtlinie des Rates über die Struktur der Aktiengesellschaft sowie die Befugnisse und Verpflichtungen ihrer Organe vom 20. 11. 1991, ABL. EG 1991 C 321/9 vom 12. 12. 1991; zum Stand der Diskussion HOPT, ZIP 1998, 96, 97f.

7 Umstritten ist ein solches Bezugsrecht freilich in den Vereinigten Staaten. Bejaht wurde es in *Wall v. Utah Copper Co.*, 70 N.J.Eq. 17, 62 A. 533 (1905); dazu VAN OMMESLAGHE/VAN RYN, *Capital and Securities of Marketable Share Companies*, Int'l Encyc.Comp.L., Volume XIII (Business and Private Organizations), Chapter 5, 1990, S. 118.

8 Zu Anleihen mit Optionsrecht auf Aktien anderer Gesellschaften etwa NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 188f, 196ff; KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 276f.

9 Dazu vor allem unten III.3 und V.1.

10 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 148ff, 151; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 325.

11 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 152ff; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 324.

12 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 88f; SKOG, in diesem Band, S. 242, 244f.

13 Dazu VAN OMMESLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 118.

14 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 313.

Recht, daß die „echte“ Eigenkapitalfinanzierung dort nach wie vor eine deutlich höhere Bedeutung hat;¹⁵ das bestätigt die Feststellung, daß Wandel- und Optionsanleihen auch eine Antwort auf die unterschiedlichen Rahmenbedingungen für die direkte Aufnahme von Eigenkapital sind. Eine geringe Bedeutung wird auch für das portugiesische Recht festgestellt, wo die Ursache aber (auch) in den früheren politischen Verhältnissen gelegen haben dürfte.¹⁶

II. Allgemeines

1. Verwendungszweck

Interessant erscheint die in Belgien praktizierte Möglichkeit, Optionsanleihen anstelle der Zahlung einer Bardividende auszugeben.¹⁷ Das entspricht der im belgischen und niederländischen Recht auch weiter verbreiteten Möglichkeit, nach Wahl des Aktionärs Aktien anstelle einer Bardividende auszugeben.¹⁸ Auch in einigen anderen Ländern wird die Ausgabe von „Gratisoptionen“ diskutiert.

2. Umfang der Gestaltungsfreiheit

Die wohl größte Freiheit bei der Ausgabe und Ausgestaltung von in Aktien umwandelbaren Anleihen räumt das englische (Gesellschafts-)Recht ein.¹⁹ *Naked warrants* werden dort (selbstverständlich) für zulässig gehalten.²⁰ Das belgische Recht gestattet – inzwischen sogar ausdrücklich gesetzlich geregelt – ebenfalls die Ausgabe von *naked warrants*.²¹ Gleiches gilt für das französische Recht, das seit 1985 eine gesetzliche Lösung dieses Problemkreises hat.²² Das steht im Einklang mit der – vom früheren Ansatz (auch des Verfassers²³) in Deutschland abweichenden – heutigen französischen Auffassung, daß die Aktiengesellschaft in der Ausgestaltung der von ihr auszugebenden Wertpapiere grundsätzlich die Ver-

15 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 89, Fn. 16.

16 ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 215 f.

17 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 59.

18 Dazu HIRTE, Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1999, § 207 Rdn. 68 (zu England), allgemein auch Rdn. 74; HIRTE/BUTTERS, ZBB 1998, 287, 297.

19 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 87.

20 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 88, vgl. auch S. 92, 95.

21 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 32.

22 GUYON, in diesem Band, S. 109, 113.

23 HIRTE, WM 1993, 2067, 2068 (= Rezension von SCHUMANN, Optionsanleihen, 1990); ebenso LUTTER, Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1995, § 192 Rdn. 9, § 221 AktG Rdn. 185; DERS., ZIP 1997, 1, 7; MARTENS, AG 1989, 69 ff; DERS., FS Stimpel, 1985, S. 621, 629 f; SCHUMANN, aaO, S. 42; offenlassend HÜFFER, Komm. z. AktG, 4. Aufl., 1999, § 221 Rdn. 75 m.w.N. der Gegenstimmen; zum deutschen Recht im übrigen SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 66 f, 78 f.

tragsfreiheit für sich in Anspruch nehmen könne; nur eine (Rück-)Umwandlung von Aktien in Schuldverschreibungen wird wegen ihres Charakters als Kapitalherabsetzung ausdrücklich gesetzlich verboten.²⁴ Dem entspricht die belgische Auffassung, daß die Gesellschaft grundsätzlich nicht in der Ausgestaltung der von ihr auszugebenden Wertpapiere beschränkt ist, solange nicht zwingende Normen, das öffentliche Interesse oder (insbesondere) kapitalmarktrechtliche Vorgaben dem entgegenstehen.²⁵ Auch spanisches Recht betont die Vertragsfreiheit bei der Ausgestaltung von Wertpapieren,²⁶ woraus – zumindest überwiegend – auch die Möglichkeit zur Ausgabe von (isolierten) Optionsrechten abgeleitet wird.²⁷ Weitgehende Vertragsfreiheit – und daraus folgend die Zulassung von *naked warrants* – gewährt auch das dänische Recht;²⁸ das schwedische Recht ist demgegenüber noch restriktiv, befindet sich aber zur Zeit in der Reform.²⁹ Freilich gelten für *naked warrants* in Belgien einige Sondervorschriften, auf die noch einzugehen ist. Für Österreich spricht sich Nowotny ebenfalls für die Zulassung von *naked warrants* und insbesondere für die Möglichkeit ihrer Absicherung durch bedingtes Kapital aus.³⁰ In der Schweiz ist die Frage noch strittig.³¹

3. Verhältnis von Gesellschafts- zu Kapitalmarktrecht

Ganz unterschiedlich ist die Verortung des Rechts der Wandel- und Optionsanleihen. Fast extrem ist die Lage in England, wo das Gesellschaftsrecht in bezug auf Wandel- und Optionsanleihen kaum Vorgaben enthält und die wenigen vorhandenen überwiegend eine Folge der europäischen Rechtsangleichung sind; demgegenüber befinden sich teilweise sehr detaillierte Vorschriften im Kapitalmarktrecht und in den *Listing Rules*.³² Auch für das belgische Recht wird betont, daß es kaum gesellschaftsrechtliche Stellungnahmen zum Fragenkreis der Wandel- und Optionsanleihen gebe, daß aber andererseits die *Commission Bancaire* den Fragenkreis in erheblichem Umfang regelt.³³ Dort besteht auch eine – vom Gesellschaftsrecht unabhängige – Verpflichtung, jede Emission einer Wandel- oder Optionsanleihe zwei Wochen vor der Einberufung der darüber Beschluß fassenden Hauptversammlung der *Commission Bancaire* anzuzeigen, die

24 GUYON, in diesem Band, S. 109, 110, 112.

25 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 57f.

26 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 309f.

27 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 324, Fn. 27.

28 SKOG, in diesem Band, S. 242, 263.

29 SKOG, in diesem Band, S. 242, 262.

30 NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 204ff.

31 KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 289f (dazu auch S. 268, Fn. 9).

32 KASOLOWSKY, in diesem Band, S. 99ff; vgl. auch GOULDING, in diesem Band, S. 86, 88f.

33 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27.

die Möglichkeit hat, sie (befristet) zu untersagen.³⁴ Gleiches gilt für Frankreich bezüglich der Anzeige bei der *Commission des Opérations de Bourse (C.O.B.)*³⁵ und für Italien bezüglich der Anzeige bei der *Banca d'Italia*.³⁶

Das früher auch in Deutschland geltende Genehmigungserfordernis für die Emission von Schuldverschreibungen nach §§ 795, 808a BGB a.F. wurde demgegenüber zum 1. Januar 1991 aufgehoben³⁷ und durch die Prospektpflicht ersetzt. Das Genehmigungserfordernis wurde nämlich als einer der Gründe dafür angesehen, daß Industrieunternehmen ihre Anleihen weitgehend im Ausland auflegten.³⁸ Nach früherem Recht bedurfte die Ausgabe von Schuldverschreibungen staatlicher Genehmigung, soweit in ihnen die Zahlung einer „bestimmten Geldsumme“ versprochen wurde,³⁹ bei Orderschuldverschreibungen enger nur dann, wenn sie Teile einer Gesamtemission darstellten.⁴⁰ Nach § 3 des gleichzeitig aufgehobenen Gesetzes über die staatliche Genehmigung der Ausgabe von Inhaber- und Orderschuldverschreibungen vom 26. Juni 1954,⁴¹ geändert durch Art. 150 Abs. 2 Nr. 6 EGOWiG vom 24. Mai 1968⁴², war die Genehmigung vom zuständigen Bundesminister im Einvernehmen mit der obersten Behörde des Landes, in dessen Gebiet die Gesellschaft ihren Sitz hat, erteilt worden. Ohne diese Genehmigung in den Verkehr gelangte Schuldverschreibungen waren nichtig; der Aussteller hatte dem Inhaber den durch die Ausgabe verursachten Schaden zu ersetzen, §§ 795 Abs. 2, 808a Satz 3 BGB a.F.

Ausführlich vorgestellt werden auch die (sonstigen) kapitalmarktrechtlichen Offenlegungs- und Anzeigepflichten in Österreich,⁴³ der Schweiz,⁴⁴ den Niederlanden⁴⁵ und in Spanien⁴⁶.

34 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 42f.

35 GUYON, in diesem Band, S. 109, 118f.

36 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 136f; ebenso zu Portugal ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 220f.

37 Durch Gesetz zur Vereinfachung der Ausgabe von Schuldverschreibungen vom 17. 12. 1990 (BGBl. I/1990, S. 2839).

38 Vgl. dazu die Begründung des Referentenentwurfs, abgedruckt in ZIP 1989, 405; zur Strenge der früheren Genehmigungspflicht aus rechtsvergleichender Perspektive VAN OMMESLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 114.

39 Weitergehend noch § 174 Abs. 2 AktG 1937, der *alle* Wandel- und Optionsanleihen der staatlichen Genehmigung unterstellte, also auch soweit nicht eine bestimmte Geldsumme versprochen wurde.

40 Zu den Zielen der früheren Regelung SCHLEDE/KLEY, in: Busse von Colbe u. a. (Hrsg.), Bilanzierung von Optionsanleihen im Handelsrecht, 1987, S. 1, 12f.

41 BGBl. I/1954, S. 147.

42 BGBl. I/1968, S. 503, 542.

43 NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 196ff.

44 KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 281ff.

45 PERRICK, in diesem Band, S. 155, 168ff.

46 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 302ff.

III. Emission

1. Verbriefung

Das belgische Recht verzichtet ausdrücklich auf das Erfordernis einer Verbriefung von Wandel- und Optionsanleihen.⁴⁷ Im schweizerischen Recht tendiert das jüngere Schrifttum in dieselbe Richtung.⁴⁸ Das dürfte entsprechenden Forderungen für das deutsche Recht Vorschub leisten.

2. Gläubigerschutz

In mehreren Staaten ist die Möglichkeit zur Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen *qua Gesetz* ausdrücklich der Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaft auf Aktien und anderen vergleichbaren *Gesellschaftsformen vorbehalten*, das englische Gesellschaftsrecht verfolgt dagegen ausdrücklich den entgegengesetzten Ansatz.⁴⁹ In Deutschland wird demgegenüber die anders gelagerte Frage diskutiert, ob eine GmbH eine Going-Public-Anleihe begeben kann, bei der sie rechtsverbindlich Umtausch- oder Bezugsrechte zu Lasten der späteren Aktiengesellschaft begründet.⁵⁰

Das italienische Recht verbietet – was freilich kritisiert wird – die Ausgabe von Schuldverschreibungen (jeder Art), wenn die Anleihesumme „das *eingezahlte* und nach der letzten bestätigten Bilanz *vorhandene* Kapital übersteigt“. ⁵¹ Eine entsprechende Regelung kennen das spanische und das portugiesische Recht.⁵² Damit wird mittelbar eine höhere Eigenkapitalquote für die zur Emission von Anleihen allein berechtigten Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien erreicht, was insbesondere dem Schutz der Anleihegläubiger dienen soll. Zugleich wird dadurch mittelbar auf eine vollständige Einzahlung des vorhandenen Kapitals hingewirkt. Das belgische Recht hat aber die früher ausdrücklich statuierte Voraussetzung aufgegeben, daß vor Ausgabe einer Wandel- oder Optionsanleihe das Aktienkapital *voll eingezahlt* sein müsse;⁵³

47 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 34.

48 Dazu und zustimmend KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 270.

49 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 301 f (mit differenzierender Kritik an diesem Verbot); ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 217; CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 133; abw. für England GOULDING, in diesem Band, S. 86, 87; vgl. auch VAN OMMESLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 113 mit dem Hinweis, daß manche Staaten für sämtliche Schuldverschreibungsemissionen Bilanzanforderungen oder ein Mindestalter seit der Gründung der Gesellschaft statuieren.

50 Dazu SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 73 ff.

51 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 133.

52 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 305 f; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 219.

53 So aber noch das italienische und portugiesische Recht; dazu CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 134 mit Kritik; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 218 f.

auf der anderen Seite müssen aber ausgegebene Wandel- oder Optionsanleihen – ihrem Finanzierungszweck entsprechend – voll eingezahlt werden.⁵⁴ Umfangmäßige Begrenzungen für die Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen kennt allerdings auch das *Kapitalmarktrecht* des Vereinigten Königreichs.⁵⁵

Das italienische und das schwedische Recht verbieten die Ausgabe von Wandelanleihen selbst – nicht aber die der Bezugsaktien – *unter pari*.⁵⁶ Das englische, französische und das niederländische Recht beziehen das Verbot der *Unter-pari-Ausgabe* dagegen nur auf die Ausgabe der Bezugsaktien selbst,⁵⁷ das spanische Recht demgegenüber auf die Emission sowohl der Anleihe wie der Aktie.⁵⁸

Der *Erwerb eigener Wandelanleihen* wird im italienischen Recht für unbegrenzt zulässig gehalten. Die Ausübung des Wandelrechts wird demgegenüber als bedenklich angesehen, wobei freilich Uneinigkeit darüber besteht, ob man es als vollständig verbotene Zeichnung eigener Aktien ansehen sollte oder als begrenzt zulässigen Erwerb eigener Aktien.⁵⁹ Auch in den Niederlanden hält man den Erwerb eigener Wandelanleihen für zulässig, während man die Ausübung des Wandelrechts als unzulässige Zeichnung eigener Aktien betrachtet;⁶⁰ als unzulässig wird der Erwerb (auch) der Wandelanleihe (nur) dann angesehen, wenn nicht nur ein *Wandelrecht*, sondern eine Verpflichtung zum Umtausch besteht.⁶¹ In Frankreich erlöschen von der Gesellschaft erworbene Optionsrechte ebenso wie die zum Bezug von Aktien verwendeten, Art. 194–10 französisches GesellschaftsG. Das Kapitalmarktrecht des Vereinigten Königreichs fixiert interessanterweise Preis-Obergrenzen für den Erwerb eigener Wandelanleihen.⁶²

3. Hauptversammlungsbeschluss

Die Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen ist in allen hier untersuchten Ländern im Hinblick auf ihre potentiellen Rückwirkungen auf die Mitglied-

54 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 45; insoweit ebenso das portugiesische Recht, dazu ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 219.

55 KASOŁOWSKY, in diesem Band, S. 99, 102, 103.

56 Dazu CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 134 ff mit Kritik; SKOG, in diesem Band, S. 242, 252.

57 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 90; PERRICK, in diesem Band, S. 155, 163 f; zum Ausgabekurs von Bezugsaktien BAGEL, *Der Ausschluß des Bezugsrechts in Europa*, 1999, S. 147 (England), S. 191 (Niederlande), S. 192 ff (Frankreich).

58 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 310; zum Ausgabekurs von Bezugsaktien in Spanien BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 77 ff.

59 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 147.

60 PERRICK, in diesem Band, S. 155, 162 f; ebenso für Portugal ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 232.

61 PERRICK, in diesem Band, S. 155, 162 f; zu Anleihen mit Wandlungspflicht im deutschen Recht SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 65.

62 KASOŁOWSKY, in diesem Band, S. 99, 106.

schaftsstruktur hauptversammlungspflichtig.⁶³ Bemerkenswert aus deutscher Sicht ist aber, daß – etwa in Frankreich, Italien, Spanien und Portugal,⁶⁴ nicht aber in Belgien – auch die *Ausgabe gewöhnlicher Schuldverschreibungen der Hauptversammlungszuständigkeit* unterliegt, sofern es sich nicht nach dem Hauptzweck der Gesellschaft um ein Kreditinstitut handelt. Die Besonderheit einer Beschlußfassung zwecks Genehmigung der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen liegt dann teilweise – etwa in Frankreich oder Portugal⁶⁵ – lediglich im höheren Mehrheitserfordernis der „außerordentlichen Hauptversammlung“ (aus deutscher Perspektive: satzungsändernde Mehrheit statt schlichten Hauptversammlungsbeschlusses nach § 133 Abs. 1 AktG). Italienisches und Spanisches Gesellschaftsrecht ebenso wie Artt. 29 Abs. 3, 31 Abs. 2 des griechischen Aktiengesetzes verlangen aber sogar für die Ausgabe von Schuldverschreibungen jeder Art einen Hauptversammlungsbeschluß mit satzungsändernder Mehrheit.⁶⁶ Schuldverschreibungen (jeder Art!), die in Spanien ohne einen solchen Beschluß ausgegeben wurden, sind nichtig; zudem stellt die Verletzung der Beschlußkompetenz einen Straftatbestand für die Organmitglieder dar.⁶⁷ Nach französischem Recht muß eine Optionsanleihe sodann binnen fünf Jahren nach der Zustimmung der Hauptversammlung ausgegeben werden. Ist das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen, verkürzt sich diese Frist auf zwei Jahre, Art. 194–2 Abs. 3 französisches GesellschaftsG.

4. Ermächtigung

Zur Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen kann auch die Verwaltung ermächtigt werden.⁶⁸ Soweit auch die Ausgabe gewöhnlicher Schuldverschreibungen hauptversammlungspflichtig ist,⁶⁹ kommt insoweit ebenfalls eine Ermächtigung in Betracht; in Frankreich und Spanien darf allerdings auch diese Ermächtigung nur für eine Laufzeit von fünf Jahren erteilt werden.⁷⁰ Keineswegs selbstverständlich ist es zudem, daß die Verwaltung auch zu einem Ausschluß

63 Zum deutschen Recht SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 67.

64 Dazu GUYON, in diesem Band, S. 109, 115; CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127 f, 130; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 301 f, 306 f; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 219 ff, 240; VAN OMMEFLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 113.

65 Dazu GUYON, in diesem Band, S. 109, 115; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 240.

66 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 301 f; VAN OMMEFLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 113.

67 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 306 f.

68 Zu den aus der Ermächtigung abzuleitenden Grenzen für die Ausgestaltung der Anleihebedingungen im deutschen Recht SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 68 f.

69 Dazu oben 3.

70 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 307; VAN OMMEFLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 113.

des Bezugsrechts auf Wandel- und Optionsanleihen ermächtigt werden darf. So ist etwa in Italien, Spanien und Portugal der Bezugsrechtsausschluß ausdrücklich der Hauptversammlung vorbehalten.⁷¹

Nach belgischem Recht ist der Umfang einer Ermächtigung zur Ausgabe von Aktien („genehmigtes Kapital“) auf die Ermächtigung zur Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen – bezogen auf den Umfang der auf diesem Weg erwerbbaaren Aktien – anzurechnen.⁷² Zwingend in die Zuständigkeit der Hauptversammlung gehört im belgischen Recht aber die Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen, deren Umwandlung oder Bezug von einem öffentlichen Übernahmeangebot oder von einem Wechsel der Aktienmehrheit abhängt („*golden share*“).⁷³ Daß auch die Wandel- oder Optionsanleihegläubiger seitens eines Übernehmers „fair“ behandelt werden müssen, betont das englische Recht.⁷⁴

Das englische Recht hat – obwohl sein *authorised capital* Vorbild für das deutsche genehmigte Kapital war⁷⁵ – im Zuge der Umsetzung der Zweiten gesellschaftsrechtliche (Kapitalschutz-)Richtlinie der EG⁷⁶ eine weitere Zwischengruppe zwischen dem *issued capital* und dem *authorised capital* eingeführt bzw. einführen müssen.⁷⁷ Das gilt entsprechend für die Ausgabe von in Aktien umwandelbaren Papieren. Interessant ist, daß das englische Recht für die Ausgabe von Aktien ohne entsprechende Ermächtigung buß- bzw. strafrechtliche Sanktionen vorsieht.⁷⁸ Bemerkenswert ist auf der anderen Seite, daß diese Bestimmungen in einer *private company* durch Beschluß einer Universalversammlung vollständig abbedungen werden können.⁷⁹

5. Bezugsrechtsausschluß

In allen hier vorgestellten Rechtsordnungen wird es als selbstverständlich angesehen, daß den Aktionären kein Bezugsrecht auf die zur Bedienung von Wandel- oder Optionsanleihen ausgegebenen Aktien zusteht,⁸⁰ daß sie aber

71 ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 229 (zum portugiesischen Recht); BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 94f (Italien), S. 98f (Spanien), S. 100ff (Portugal). Vgl. auch die Regelung in Art. 180 Abs. 3 Unterabs. 3 französisches GesellschaftsG; dazu BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 216ff.

72 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 36; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 223 f.

73 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 39; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 241 ff.

74 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 98.

75 Dazu HIRTE, Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung, 1986, S. 101 ff.

76 Nr. 77/91/EWG vom 13. 12. 1976, ABl. EG 1977 L 26/1 vom 31. 1. 1977 = LUTTER, Europäisches Unternehmensrecht, 4. Aufl., 1996, S. 114 ff.

77 Dazu auch BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 113, 115.

78 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 91 ff; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 153.

79 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 93 f.

80 Zum früheren Streit über diese Frage in Spanien ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 319.

stattdessen ein Bezugsrecht auf die umwandelbaren Papiere haben.⁸¹ In Frankreich wird die Zustimmung zur Ausgabe einer Optionsanleihe dabei *ex lege* als Verzicht auf das Bezugsrecht bezüglich der zur Bedienung der Optionen zu verwendenden Aktien angesehen, Art. 194–2 Abs. 2 französisches GesellschaftsG.

Die Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses *auf* die Wandel- und Optionsanleihen, insbesondere die Frage, wann das erforderliche Gesellschaftsinteresse vorliegt, gehört im belgischen Recht zu den am heftigsten diskutierten Fragen.⁸² In der Schweiz wurde das Vorliegen des erforderlichen wichtigen Grundes – der als „strenger“ als ein bloßer „wichtiger Grund“ angesehen wird⁸³ – beim Ausschluß des Vorwegzeichnungsrechts auf Wandel- und Optionsanleihen in einem Grundsatzentscheid betreffend die Schweizerische Bankgesellschaft (SBG) seitens des Bundesgerichts verneint.⁸⁴ Dabei wurde insbesondere darauf verwiesen, daß in Fällen des Bezugsrechtsausschlusses auf Wandel- oder Optionsanleihen der Umfang der Beeinträchtigung der Altaktionäre noch gar nicht feststehe, solange nicht sicher ist, in welchem Umfang die Anleihegläubiger von ihren Umtausch- oder Optionsrechten Gebrauch machen.⁸⁵ Tatsächlich ging es hier um einen bloßen Ermächtigungsbeschluß, so daß die Frage naheliegt, ob das Schweizerische Bundesgericht diesen Ansatz auch noch nach Aufgabe der „Holzmann-Doktrin“⁸⁶ durch den deutschen Bundesgerichtshof im Siemens/Nold-Urteil⁸⁷ aufrechterhalten wird. In Deutschland ist freilich ungesichert, ob die Regelung über den „vereinfachten Bezugsrechtsausschluß“ (§ 186 Abs. 3

81 Das in der Schweiz zwecks Unterscheidung vom „echten“ Bezugsrecht bewußt als „Vorwegzeichnungsrecht“ bezeichnet wird; dazu KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 290.

82 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 36; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 180 ff, 190.

83 KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 293; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 254 ff.

84 BGE 121 III 219 ff; dazu KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 291 f; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 275 ff; ZOBL, SZW/RSDA 1996, 139 ff.

85 KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 291 ff, 293; kritisch zur Begründung eines Bezugsrechtsausschlusses unter Hinweis auf eine beabsichtigte Auslandsplatzierung auch KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 293 f.

86 BGHZ 83, 319, 320 ff = ZIP 1982, 689 = NJW 1982, 2444 – Holzmann.

87 BGHZ 136, 133 = NJW 1997, 2815 = ZIP 1997, 1499 = EWIR § 203 AktG 1/97, 1013 (HİRTE) = JZ 1998, 47 (LUTTER) = DStR 1997, 1460 (GOETTE) = LM H. 1/1998 § 186 AktG 1965 Nr. 9 (SCHWARK) – Siemens (dazu KINDLER, ZGR 1998, 35) im Anschluß an die Vorlageentscheidung des EuGH Rs. C-42/95, Slg. 1996, I-6017 = NJW 1997, 721 = EuZW 1997, 52 = ZIP 1996, 2015 = DStR 1997, 37 (SCHÜPPEN) (dazu DRINKUTH, IStR 1997, 312; Schlußanträge von Generalanwalt TESAURO, ZIP 1996, 1825); die Entscheidung geht ihrerseits zurück auf den Vorlagebeschluß des BGH NJW 1995, 2656 = ZIP 1995, 372 mit Anm. LUTTER, ZIP 1995, 648 = EuZW 1995, 351 = DB 1995, 465 = EWIR Art. 29 RL 77/91/EWG 1/95, 360 (HİRTE); in der Sache gehen die eine Vorlage auslösenden Zweifel des BGH vor allem auf KINDLER, ZHR 158 (1994), 339, 361 f zurück; abw. HİRTE, DB 1995, 1113, 1114; zum Ganzen zusammenfassend HİRTE, NJW 1998, 2943, 2947; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 27 f, 336 ff.

Satz 4 AktG) bei der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen anwendbar ist.⁸⁸

Auch für das österreichische Recht wird auf die umstrittenen materiellen Voraussetzungen zur Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses, zugleich aber darauf verwiesen, daß für seine Zulässigkeit bei reinen Finanztiteln ein geringerer Maßstab anzulegen sei.⁸⁹ Wann ein Ausschluß des Bezugsrechts im gesetzlich erforderlichen „Gesellschaftsinteresse“ liegt, ist auch in Spanien und Portugal Gegenstand intensiver Diskussion; allein das Finanzierungsinteresse der Gesellschaft soll in Portugal einen Ausschluß des Bezugsrechts gerade noch nicht rechtfertigen können.⁹⁰ Aus schwedischer Sicht wird allerdings betont, daß eine Anknüpfung an das „Gesellschaftsinteresse“ gerade nicht erforderlich ist; gleichwohl sei keine einseitige Bevorzugung einzelner Gesellschafter gestattet.⁹¹ Interessanterweise wird aber lediglich in bezug auf die Schweiz betont, daß die Strenge der Kontrolle des Bezugsrechtsausschlusses das Anfechtungsrisiko der entsprechenden Beschlüsse erhöht;⁹² das wirft die Frage auf, ob bzw. warum in den anderen vorgestellten Ländern ähnliche (prozessuale) Risiken nicht bestehen.

Das französische Recht erwägt als Alternative zu einem (vollständigen) Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre auf Wandel- oder Optionsanleihen, eine kürzere Bezugsrechtsfrist einzuräumen, um den Aktionären ein Investieren in ihrem Unternehmen zu ermöglichen.⁹³ Interessant im französischen ebenso wie im italienischen und belgischen Recht ist aus deutscher Sicht, daß ein Bezugsrechtsausschluß auch eine Stellungnahme des Wirtschaftsprüfers zur Angemessenheit des Ausgabekurses erfordert.⁹⁴ Das Erfordernis eines angemessenen Ausgabekurses soll sich dabei auf die Wandelanleihe, nicht die später zu emittierende Aktie beziehen.⁹⁵

Bemerkenswert ist im belgischen Recht weiter, daß es für den Ausschluß des Bezugsrechts *auf Optionsanleihen qua Gesetz* einen strengeren Standard fest-

88 Zum Stand der aktuellen Diskussion (die dies eher verneint) SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 70 f.

89 NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 195.

90 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 320; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 230; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 42 ff, 70 ff (Spanien), S. 74 ff (Portugal).

91 SKOG, in diesem Band, S. 242, 251.

92 KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 291 f; differenzierend in Bezug auf das Kostenrisiko BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 270 f.

93 GUYON, in diesem Band, S. 109, 116 f; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 207 f (zu Belgien S. 209 f); zu ähnlichen Ansätzen in Deutschland FREY/HIRTE, ZIP 1991, 697, 702 ff; WIEDEMANN, Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1995, § 186 Rdn. 42.

94 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 36; zu diesem Erfordernis auch HIRTE, WM 1994, 321, 324, Fn. 37; DERS., ZIP 1994, 356, 359; DERS., WM 1997, 1001, 1004; vgl. auch BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 201 ff; EKKENGA, AG 1994, 59, 60 ff (dazu SEIBERT/KÖSTER/KIEM, Die kleine AG. Gesellschaftsrechtliche, umwandlungsrechtliche und steuerrechtliche Aspekte, 3. Aufl., 1996, S. 117 ff.

95 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 38.

schreibt.⁹⁶ Ein solcher Bezugsrechtsausschluß darf nur von der Hauptversammlung vorgenommen werden. Die Laufzeit des Bezugsrechts ist auf fünf – statt sonst zehn – Jahre ab seiner Entstehung begrenzt. Klauseln in den Optionsbedingungen, die den Inhaber der Optionsrechte zur Rechtsausübung zwingen sollen, sind nichtig. Und wenn solche Titel während der Laufzeit eines Übernahmeangebots erworben wurden, müssen sie auf Namen lauten und dürfen für mindestens zwölf Monate nicht übertragen werden.

Für das englische *Gesellschaftsrecht* wird für die Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses auf die *proper-purposes*-Doktrin verwiesen;⁹⁷ spezifisches Fallmaterial zu Wandel- oder Optionsanleihen liegt aber insoweit nicht vor.⁹⁸ Verstöße gegen diese Vorgabe führen allerdings nur zu Schadenersatzpflichten gegen die das Bezugsrecht verletzenden Organmitglieder.⁹⁹ Im übrigen gestattet das englische Recht in der *private company* den vollständigen Ausschluß des Bezugsrechts durch die Satzung.¹⁰⁰ Das *Kapitalmarktrecht* des Vereinigten Königreichs enthält demgegenüber erstaunlich detaillierte Vorgaben zur Zulässigkeit von Bezugsrechtsausschlüssen. So wird einerseits ein Ausschluß des Bezugsrechts zur Vermeidung von Spitzenbildungen ausdrücklich gestattet, und auch ein Bezugsrechtsausschluß zur Plazierung einer Emission in solchen Ländern, in denen Bezugsrechte unüblich sind (aber nur in solchen!), wird ausdrücklich zugelassen.¹⁰¹ Im übrigen wird ein genereller Ausschluß des Bezugsrechts zwar zugelassen, aber im Umfang begrenzt. Vor allem aber wird dabei betont, daß es sich nur um ein Hilfsmittel handle, um eine bis ins einzelne gehende Beachtung des Gleichbehandlungsgrundsatzes zu vermeiden; denn „schwerwiegende“ oder absichtliche Verstöße gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz bleiben auch hier unzulässig.¹⁰² Bemerkenswert ist im englischen Recht auch die organisierte Einflußnahme institutioneller Anleger mit dem Ziel, eine zu weitgehende Ausnutzung der Möglichkeit des Bezugsrechtsausschlusses zu verhindern. Hochinteressant sind auch die kapitalmarktrechtlichen Regelungen für konzernbezogene Bezugsrechtsfragen. So wird einerseits ein Stimmrechtsausschluß angeordnet, wenn in einer börsennotierten Gesellschaft das Bezugsrecht der anderen Aktionäre zugunsten der Muttergesellschaft ausgeschlossen oder beschränkt werden soll. Und andererseits wird – ganz im Sinne der deutschen „Holzmüller-Recht-

96 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 38 f.

97 Ausführlich zur materiellen Beschlußkontrolle in England BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 119 ff.

98 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 91 f.

99 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 96; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 152 f.

100 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 95.

101 KASOLOWSKY, in diesem Band, S. 99, 104 mit Nachweis der gegen diese Differenzierung gerichteten Angriffe. Vgl. zum englischen Kapitalmarktrecht auch den Überblick bei BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 148 ff, 157.

102 KASOLOWSKY, in diesem Band, S. 99, 104 f; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 139 ff.

sprechung¹⁰³ – ein verlängertes Stimmrecht der Aktionäre der Muttergesellschaft statuiert, wenn in einer Tochtergesellschaft das Bezugsrecht der Muttergesellschaft verkürzt wird.¹⁰⁴

6. Berichtspflicht

Das französische und das belgische Recht verlangen vor jeder Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen – unabhängig vom Bestand des Bezugsrechts – einen Bericht der Verwaltung.¹⁰⁵ Gleiches gilt für Spanien und Portugal.¹⁰⁶ Das entspricht der auch sonst deutlich weitergehenden Berichtsverpflichtung der romanischen Gesellschaftsrechte, die insbesondere auch sämtliche Kapitalerhöhungen erfaßt.¹⁰⁷ Daß diese Berichtspflichten dort offensichtlich kaum auf Widerstand stoßen, dürfte auf die wohl zu weitgehenden Rechtsfolgen zurückzuführen sein, die das deutsche Recht für den Fall ihrer Verletzung annimmt; das gilt insbesondere für die Anfechtbarkeit von Gesellschafterbeschlüssen bei Verletzung von Informationspflichten.¹⁰⁸

Dabei ist in Frankreich insbesondere Stellung zu nehmen zu den Grundlagen der Berechnung des Optionspreises oder zu diesem Preis selbst sowie zum Maximalbetrag des den Schuldverschreibungsgläubigern zur Verfügung stehenden Kapitals. Interessant ist in Belgien, daß bei längerem zeitlichen Abstand zwischen Emissionsbeschluß und Ausgabe der Anleihe ein „Ergänzungsbericht“ verlangt wird.¹⁰⁹ Nicht ganz klar ist allerdings, wie im Falle einer echten Ermächtigung der Verwaltung zur Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen zu berichten ist.¹¹⁰ Im französischen und spanischen Recht bedarf es bei *jeder* Ausgabe einer Wandelanleihe einer Stellungnahme des Wirtschaftsprüfers.¹¹¹

103 BGHZ 83, 122, 142 ff = ZIP 1982, 568 = NJW 1982, 1703 – Holzmüller; dazu HIRTE, aaO (Fn. 75), S. 184 f.

104 KASOŁOWSKY, in diesem Band, S. 99, 106.

105 GUYON, in diesem Band, S. 109, 115; BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 34 f; dazu auch VAN OMMESLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 118.

106 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 318, zur ungeklärten Anwendbarkeit auf die Ausgabe von Optionsrechten S. 319; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 221 f.

107 Dazu bereits HIRTE, aaO (Fn. 18), § 207 Rdn. 75; HIRTE/BUTTERS, ZBB 1998, 287, 289 (zu Frankreich), 300 f (zur Schweiz); WIEDEMANN, aaO (Fn. 93), § 182 AktG Rdn. 17, 22, 28; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 83 ff (Spanien, Portugal, Italien), S. 197 ff (Frankreich, Belgien).

108 Dazu HIRTE, in: Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten der europäischen Harmonisierung, Ringvorlesung des wirtschaftsrechtlichen Studiengangs der Martin-Luther-Universität Halle/Wittenberg 1998/1999, 2000, sub III.2.b (im Erscheinen); BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 202 ff.

109 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 34 f.

110 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 35.

111 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 318.

Soll die Ermächtigung *auch zum Ausschluß des Bezugsrechts* berechtigen, wird für das englische Recht die Notwendigkeit eines Berichts vor Erteilung der Ermächtigung betont.¹¹² Nach schweizerischer Auffassung – wohl in Anlehnung an die frühere deutsche Judikatur¹¹³ – muß dieser Bericht auch schon die Gründe für einen möglichen späteren Bezugsrechtsausschluß in abstrakter Form enthalten.¹¹⁴ Dieser nach Art. 652e OR zu erstattende Bericht ist allerdings anders als in Deutschland und den übrigen EU-Staaten nicht an die Hauptversammlung, sondern an die Revisionsstelle gerichtet; eine gesetzliche Berichtspflicht gegenüber der Hauptversammlung gibt es daher im schweizerischen Recht nicht. Ein dem EU-Recht konformer Bericht wird aber auch im schweizerischen Schrifttum gefordert, von der Rechtsprechung vorausgesetzt und von der Praxis tatsächlich erstellt, schon um den „wichtigen Grund“ zu dokumentieren.¹¹⁵ Bemerkenswert ist schließlich, daß es offensichtlich keine Diskussion zu der Frage gibt, welche Informations- und Rechenschaftspflichten die Geschäftsleitung im Zeitpunkt der Ausnutzung einer eingeräumten Ermächtigung treffen.¹¹⁶

7. Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen auf Aktien anderer Gesellschaften

Nach französischem, belgischem und portugiesischem Recht ist es *gesetzlich* ausdrücklich zugelassen, daß eine Tochtergesellschaft Wandel- oder Optionsanleihen auf die von ihrer Muttergesellschaft zu emittierenden Aktien ausgibt.¹¹⁷ Für diesen Fall verlangt das Gesetz in Frankreich einen Hauptversammlungsbeschluß der die Anleihe begebenden Gesellschaft und der zur Bereitstellung der Aktien verpflichteten (Mutter-) Gesellschaft. Im französischen wie im portugiesischen Recht reicht dabei eine bloße Mehrheitsbeteiligung der Mutter- an der Tochtergesellschaft aus, um die entsprechenden gesetzlichen Regeln anzuwen-

112 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 96; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 147 f.

113 BGHZ 83, 319, 321 ff = ZIP 1982, 689 = NJW 1982, 2444 – Holzmann.

114 KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 294; BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 277 ff.

115 Dazu BAGEL, aaO (Fn. 57), S. 268 f.

116 Vgl. aber die Regelungen in Frankreich in Art. 155–2 des Dekrets über die Handelsgesellschaften von 1967 (dazu BAGEL, aaO [Fn. 57], S. 219 f) und die Anforderungen an den Jahresabschluß in Belgien in Art. 77 Abs. 4 LCS (dazu BAGEL, aaO [Fn. 57], S. 225).

117 GUYON, in diesem Band, S. 109, 117; BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 42; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 238 ff zur Parallelproblematik im deutschen Recht (insbesondere im Zusammenhang mit dem Bezugsrecht); HIRTE, in: Lutter/Scheffler/Schneider, Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, S. 1108, 1119 ff; DERS., aaO (Fn. 75), S. 60 f; HÜFFER, aaO (Fn. 23), § 221 AktG Rdn. 70 ff; KAROLLUS, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Komm. z. AktG, 1994, § 221 AktG Rdn. 39 a.E.; LUTTER, FS Kastner, 1972, S. 245, 261; SCHUMANN, aaO (Fn. 23), S. 193 ff; SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 69; i.E. MARTENS, in Busse von Colbe u. a. (Hrsg.), Bilanzierung von Optionsanleihen im Handelsrecht, 1987, S. 151, 158 f; zur zurückgehenden Bedeutung dieses Anleihetyps SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 64.

den; in beiden Ländern wird dabei auch die Frage aufgeworfen, ob nicht auch eine andere als gesellschaftsrechtlich vermittelte Einflußnahme – etwa im Verhältnis zu einer Finanzierungsbank – auf die die Anleihe begebende Gesellschaft ausreichen soll, um die Einräumung von Bezugsrechten zu gestatten.¹¹⁸ Das würde die Begebung „synthetischer“ Optionsanleihen ermöglichen bzw. erleichtern,¹¹⁹ zumal insgesamt ein Trend hin zu Anleihen zu beobachten ist, die mit Optionsscheinen auf nicht mit dem Emittenten verbundene Unternehmen ausgestattet sind (und daher keine „Optionsanleihen“ i.S.v. § 221 AktG sind).¹²⁰

Das italienische Recht erlaubt die Begebung von Wandel- oder Optionsanleihen durch Tochtergesellschaften im „*procedimento indiretto*“, das freilich begrifflich – wegen des anderen Ansatzes des italienischen Rechts¹²¹ – auch die Begebung von Wandel- und Optionsanleihen auf andere als die Muttergesellschaft erfaßt.¹²² Auch das niederländische, schweizerische und das österreichische Recht gestatten eine Begebung von Wandel- oder Optionsanleihen auf Aktien der Muttergesellschaft, letzteres unter ausdrücklicher Berufung auf die deutsche Diskussion.¹²³

IV. Ausübung des Wandel- und Optionsrechts

1. Optionsrechte auf Aktienerwerb gegen Sacheinlage

Nach belgischem Recht ist es ausdrücklich gesetzlich zugelassen, Optionsrechte (oder Optionsanleihen) mit der Möglichkeit zu schaffen, die jungen Aktien gegen Sacheinlagen zu erwerben. Umstritten ist für diesen Fall allerdings, wie und in welchem Zeitpunkt die im Interesse der Gläubiger erforderliche Prüfung über die Angemessenheit des Ausgabepreises der später auszugebenden Aktien vorzunehmen ist.¹²⁴

2. Bedienung der Wandel- oder Optionsrechte

Das Instrument eines „bedingten Kapitals“ als Sonderform der effektiven Kapitalerhöhung scheint auf den ersten Blick im Ausland kaum bekannt; Aus-

118 ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 238f; zum französischen Recht HIRTE, aaO (Fn. 117), S. 1108, 1122f.

119 Vgl. HIRTE, aaO (Fn. 117), S. 1108, 1122f m.w.N.; KAROLLUS, aaO (Fn. 117), § 221 AktG Rdn. 33, 40; dazu auch HÜFFER, aaO (Fn. 23), § 221 AktG Rdn. 71 sowie für die Schweiz KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 276f.

120 Dazu SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 64.

121 Dazu oben I.

122 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 148 ff, 150.

123 PERRICK, in diesem Band, S. 155, 158, 166; KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 271, 276, vgl. auch S. 273 (zur Lieferpflicht) und S. 297f (zum steuerrechtlichen Hintergrund); NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 190 ff.

124 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 41.

nahmen bilden Österreich¹²⁵ und die Schweiz¹²⁶. In der Schweiz ist das erst vor kurzem eingeführte bedingte Kapital dabei im Gegensatz zum deutschen Recht ausdrücklich auf die Bedienung von Umtausch- oder Optionsrechten beschränkt.¹²⁷ Auch erhöht sich das Kapital dort abweichend von § 200 AktG allein durch die Erklärung des Berechtigten über die Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts.¹²⁸

In den übrigen Ländern erfolgt die Bedienung der aufgrund eines Wandel- oder Optionsrechts auszugebenden Aktien in aller Regel auf der Grundlage eines „normalen“ Kapitalerhöhungsbeschlusses, der zeitgleich mit dem Hauptversammlungsbeschluß zur Ausgabe der Wandel-/Optionsanleihen gefaßt wird; die Durchführung der Kapitalerhöhung darf dazu über möglicherweise mehrere Jahre gestreckt werden.¹²⁹ Die in Deutschland im Rahmen des bedingten Kapitals gelösten Probleme tauchen hier im wesentlichen nur in anderem Gewande auf. So wird in Frankreich etwa diskutiert und (heute wohl) überwiegend bejaht, ob eine Gesellschaft bei Verletzung der aus dem Wandel-/Optionsrecht resultierenden Rechte nicht nur auf Schadenersatz (auf das Erfüllungsinteresse), sondern auch auf Erfüllung in Form eines Kapitalerhöhungsbeschlusses selbst in Anspruch genommen werden könne.¹³⁰ Noch weiter gehen das italienische und spanische Recht, indem sie ausdrücklich die Unwiderruflichkeit eines zur Bedienung von Wandelanleihen gefaßten Kapitalerhöhungsbeschlusses statuieren.¹³¹ Das deutsche Recht löst diese Frage durch § 192 Abs. 4 AktG, nach dem Beschlüsse, die dem bedingten Kapitalerhöhungsbeschluß zuwiderlaufen, nichtig sind. Schwedisches Recht löste das Problem der Absicherung der Wandel- und Optionsrechte demgegenüber zunächst über Schadenersatzansprüche;¹³² inzwischen erlaubt das „variable Grundkapital“ eine Absicherung auch *in natura*.¹³³ Nach § 41 Abs. 3 des dänischen Aktiengesetzes muß die Hauptversammlung gleichzeitig mit dem Beschluß über die Ausgabe der Schuldverschreibung die Verwaltung ermächtigen, die sich aus dem Umtausch ergebenden Aktien auszugeben. Interessant ist der Ansatz des portugiesischen Rechts, nach dem der (frei-

125 Dazu NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 185.

126 Dazu KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 272, 274f, 279f.

127 Dazu KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 289f.

128 KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 294.

129 Für Frankreich etwa GUYON, in diesem Band, S. 109, 111, 115; für Italien CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 131f, vgl. auch S. 146; für Spanien ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 313f.

130 GUYON, in diesem Band, S. 109, 122f.

131 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 131f, vgl. auch S. 129; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 318ff, wobei allerdings die Anwendbarkeit dieser Regeln auf (isolierte) Optionsrechte ungeklärt ist; dazu S. 327.

132 SKOG, in diesem Band, S. 242, 244.

133 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 91.

lich mit satzungsändernder Mehrheit zu fassende¹³⁴) Beschluß zur Ausgabe einer Wandelschuldverschreibung *ex lege* auch einen Beschluß zu einer Erhöhung des Kapitals in dem dafür erforderlichen Umfang enthält, die erst durch den Umtausch realisiert wird.¹³⁵

Soll eine Bedienung der Wandel- oder Optionsanleihen nicht durch *neu* auszugebende Aktien der Gesellschaft erfolgen,¹³⁶ kommt selbst bei Vorhandensein eines bedingten Kapitals auch eine Bedienung durch schon existierende Aktien in Betracht, wobei diese von der Gesellschaft selbst oder von Dritten (Kreditinstituten) vorgehalten werden können.¹³⁷ Möglich ist aber auch eine – dann aber nur befristet mögliche – Beschaffung auf der Grundlage genehmigten Kapitals.¹³⁸ Das ist für das englische Recht der Normalfall.¹³⁹

Interessant ist im übrigen der Ansatz des englischen Rechts, nach dem die Absicherung von Wandel- und Optionsrechten durch ausreichendes Kapital dort im Rahmen der Börsenzulassung überprüft wird.¹⁴⁰ Gleiches gilt für die Schweiz, wenn die Absicherung nicht über ein bedingtes Kapital erfolgt,¹⁴¹ und für Spanien im Fall der Ausgabe von Optionsrechten.¹⁴²

3. Rückzahlungswahlrecht der Gesellschaft

Das französische und das spanische Recht halten auch die Emission von Schuldverschreibungen für möglich, bei denen nicht der Gläubiger, sondern die Gesellschaft die Wahl hat, anstelle einer Barrückzahlung Aktien auszugeben.¹⁴³ Für das deutsche Recht wird hier die Zuständigkeit der Hauptversammlung für

134 ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 221.

135 ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 223.

136 Zur Abgrenzung etwa NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 183 ff; BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 31.

137 NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 183 ff; KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 273 f, 289; GUYON, in diesem Band, S. 109, 122; CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 147 f; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 319, für Optionsrechte S. 326; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 225; zu den verschiedenen Varianten für eine Bedienung der Optionsrechte im deutschen Recht SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 70 ff.

138 Dazu etwa NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 183 ff; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 225.

139 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 90 f.

140 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 91.

141 Die für den Umtausch vorgesehenen Aktien sind zu hinterlegen; dazu KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 280.

142 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 326, 328.

143 GUYON, in diesem Band, S. 109, 114; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 314; dazu für das deutsche Recht auch SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 65, 75.

deren Emission analog § 221 Abs. 1 AktG und ein Bezugsrecht der Aktionäre analog § 221 Abs. 4 AktG befürwortet.¹⁴⁴

4. Wandlungspflicht

Wenig geklärt ist bislang die Behandlung von Anleihen, die bei Nichtausübung des Optionsrechts am Ende der Laufzeit der Anleihe eine Wandlungspflicht vorsehen.¹⁴⁵ Offen ist hier im deutschen Recht insbesondere die Frage, ob es sich hierbei um Börsentermingeschäfte handelt.¹⁴⁶ Auf die Folgen, die im niederländischen Recht im Zusammenhang mit dem Verbot des Erwerbs eigener Aktien aus einer Wandlungspflicht abgeleitet werden, wurde bereits hingewiesen.¹⁴⁷

V. Stellung der Wandel- oder Optionsanleihegläubiger

1. Versammlung der Schuldverschreibungsgläubiger

Das belgische Recht erlaubt der Versammlung der Schuldverschreibungsgläubiger unter bestimmten Voraussetzungen eine Änderung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluß.¹⁴⁸ Gleiches gilt für das französische, spanische und italienische Recht, die eine Mitwirkung der Anleihegläubiger darüber hinaus auch bei unternehmerischen Umstrukturierungsmaßnahmen fordern.¹⁴⁹ Für Portugal regeln die Artt. 356ff des Gesetzes über die Handelsgesellschaften die gemeinsame Wahrnehmung der Rechte von Schuldverschreibungsinhabern und deren Versammlung.¹⁵⁰ Das niederländische und spanische Recht regeln über die Versammlung der Schuldverschreibungsgläubiger hinaus auch die Rechtsstellung eines besonderen Treuhänders für die Schuldverschreibungsgläubiger, der bestimmte Entscheidungen ohne Mitwirkung der Versammlung bzw. vor deren Einberufung treffen kann.¹⁵¹ Gänzlich der Vertragspraxis überlassen

144 Dazu SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 75ff, zur Frage der Charakterisierung solcher Anleihen als Börsentermingeschäft S. 82ff.

145 Dazu SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 65f.

146 Dazu SCHÄFER, in diesem Band, S. 62, 84f.

147 Oben III.2.

148 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 46.

149 GUYON, in diesem Band, S. 109, 119f sowie auch S. 110; CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 143, Fn. 38, S. 145; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 304, 308, 321; weitere Nachweise zur Rechtsvergleichung bei HOPT, FS Steindorff, 1990, S. 341, Fn. 3, S. 345, Fn. 25 = WM 1990, 1733, Fn. 3, 1735, Fn. 25; VAN OMMESLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 112; VOGEL, ZBB 1996, 321, 324ff; ZOBL, SZW/RSDA 1990, S. 129, 133, Fn. 18.

150 ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 215.

151 PERRICK, in diesem Band, S. 155, 174f; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 307f, 311.

wird die gemeinsame Wahrnehmung der Rechte von Wandel- und Optionsanleihegläubigern demgegenüber in Schweden.¹⁵²

Eine besonders detaillierte¹⁵³ Regelung über die Versammlung der Anleihegläubiger und den Anleihevertreter enthält das schweizerische Recht.¹⁵⁴ Hier ist die Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen in den Artt. 1157–1186 OR und der Verordnung des Bundesrats über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen vom 9. Dezember 1949 (VGG) geregelt.¹⁵⁵ Die Gläubigergemeinschaft hat nach Art. 1164 Abs. 1 OR die Befugnis, „die geeigneten Massnahmen zur Wahrung der gemeinsamen Interessen der Anleihegläubiger, insbesondere gegenüber einer Notlage des Schuldners zu treffen“. Dazu zählen Änderungen der Anleihebedingungen sowie alle Maßnahmen, die den gemeinsamen Interessen der Anleihegläubiger dienen und den Gleichbehandlungsgrundsatz wahren. Eine Notlage des Schuldners ist im Gegensatz zum deutschen Recht also nicht zwingend erforderlich.¹⁵⁶

Für einen Eingriff in die Anleihebedingungen ist eine Mehrheit von zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Kapitals erforderlich, wobei über die im Gesetz vorgesehenen Maßnahmen hinaus in den Anleihebedingungen auch die Zulässigkeit anderer Änderungen vorgesehen werden kann. Ein konzerninterner Schuldnerwechsel soll keinen Eingriff in diesem Sinne darstellen.¹⁵⁷ Durch die Anleihebedingungen oder durch (spätere) Wahl kann ein Anleihevertreter bestellt werden, dessen Rechtsstellung sich nach Artt. 1158 ff OR bestimmt. Er hat die Gläubigerversammlung einzuberufen, deren Beschlüsse zu vollziehen und die Gemeinschaft zu vertreten. Darüber hinaus stehen ihm nach Art. 1160 Abs. 1 OR gewisse Kontrollrechte zu.¹⁵⁸

In Deutschland können nach dem Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen vom 4. Dezember 1899 (SchVG)¹⁵⁹ Gläubiger von Schuldverschreibungen mit „im voraus bestimmten Nennwerthen“ Mehrheitsbeschlüsse zur Wahrung ihrer gemeinsamen Rechte fassen, wenn die Schuldverschreibung ein Emissionsvolumen von mehr als dreihunderttausend DM hat.¹⁶⁰ Praktisch bedeutsam ist vor

152 SKOG, in diesem Band, S. 242, 255 f.

153 So KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 268.

154 Dazu KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 287 f.

155 Dazu ZOBL, SZW/RSDA 1990, 129 ff, 130.

156 Vgl. ZOBL, SZW/RSDA 1990, 129, 133.

157 ZOBL, SZW/RSDA 1990, 129, 135.

158 Dazu ZOBL, SZW/RSDA 1990, 129, 136.

159 RGBl. I/1899, S. 691; geändert durch Gesetz vom 14. 5. 1914 (RGBl. I/1914, S. 121) bezüglich der Vertreterbestellung, VO vom 24. 9. 1932 (RGBl. I/1932, S. 447) bezüglich der Abwicklung der Versammlung und der Vertreterbestellung und Gesetz vom 20. 7. 1933 (RGBl. I/1933, S. 523) bezüglich der Anwendbarkeit auf Vergleiche = BGBl. III, Gliederungsziffer 4134–1 (Abkürzungsempfehlung nach HOPT, FS Steindorff, S. 341 = WM 1990, 1733).

160 Dazu ANSMANN, Schuldverschreibungsgesetz, 1933; BARELLA, BB 1952, 764 ff; BRUNS, WM 1954, 147 ff; HOPT, FS Steindorff, S. 341 ff = WM 1990, 1733 ff; KOENIGE, Gesetz betreffend die Gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen, 2. Aufl., 1922; QUASSOWSKI/SCHMÖLDER, Verordnung über die Rechte der Schuldverschreibungsgläubiger, 1932; SCHUMANN, aaO (Fn. 23), S. 18; VOGEL, ZBB 1996, 321, 328 ff; ZOBL, SZW/RSDA 1990, 129 ff.

allein die Möglichkeit einer Aufhebung oder Beschränkung der Gläubigerrechte, die allerdings nach § 11 SchVG nur mit einer Nennwertmehrheit von 3/4 des anwesenden und 1/2 des gesamten Schuldverschreibungskapitals beschlossen werden kann. Ein Verzicht auf Kapitalansprüche kann dabei jedoch nicht beschlossen werden. Schließlich kann die Versammlung einen gemeinsamen Vertreter der Gläubiger bestellen, der zur Geltendmachung von Gläubigerrechten unter Ausschluß der Gläubiger selbst ermächtigt werden kann, § 14 SchVG. Nach der gesetzlichen Vorstellung geht es dabei nur um Sanierungsmaßnahmen, so daß eine Analogie etwa auf Fälle der Prospekthaftung¹⁶¹ oder anderweitig bedingte Änderungen der Anleihebedingungen ausscheidet.¹⁶²

Das Gesetz gilt für Wandel- und Optionsanleihen heute nur noch insoweit, als es nicht durch das (spätere) Aktiengesetz verdrängt ist. Das heißt, daß es bezüglich der inhaltlichen Reichweite nur für die Schuldverschreibung einer Wandel- oder Optionsanleihe, nicht aber für das damit verbundene Umtausch-/Bezugsrecht gilt; dieses ist heute vor allem durch die Verwässerungsschutzbestimmungen geschützt, nach denen gewisse Beeinträchtigungen der Wandel- oder Optionsgläubiger zwar möglich, aber jedenfalls ausgleichspflichtig sind. Jedenfalls vertraglich kann aber auch über den Anwendungsbereich des Gesetzes hinaus in den Anleihebedingungen ein Gläubigerverband geschaffen werden. So kann ein solcher Verband auch bei Gläubigerrechten *ohne* bestimmten Nennwert,¹⁶³ für DM-Auslandsanleihen¹⁶⁴ oder schon mit der Emission gebildet werden. Für andere Papiere, bei denen die Interessenlage der Gläubiger denen der vom SchVG erfaßten gleicht, ist das Gesetz entsprechend anzuwenden. Dies gilt etwa für die Inhaber von Genußscheinen.¹⁶⁵ Ebenso kann schon bei der Emission ein gemeinsamer Vertreter- oder Gläubigerbeirat in Anlehnung an § 14 des Gesetzes bestellt werden.¹⁶⁶ Soweit zwingendes Aktienrecht vorgeht, also etwa bezüglich der Umtausch-/Bezugsrechte, ist eine vertragliche Regelung ausgeschlossen.

Daß die Versammlung der Schuldverschreibungsgläubiger als – der Hauptversammlung ähnliches – Organ kollektiver Interessenwahrnehmung im deutschen Recht kaum bekannt ist,¹⁶⁷ dürfte auch damit zusammenhängen, daß sich die entsprechenden ausländischen Regelungen in den jeweiligen allgemeinen Zivil- bzw. Gesellschaftsgesetzen finden.¹⁶⁸

161 Vgl. für die Schweiz BG SchweizAG 1988, 76 mit zust. Anm. WIDMER.

162 HOPT, FS Steindorff, S. 341, 349, Fn. 38 (insoweit nicht in WM 1990, 1733); VOGEL, ZBB 1996, 321, 330; abweichend für die Schweiz ZOBL, SZW/RSDA 1990, 129, 133.

163 Vgl. für DM-Auslandsanleihen (die nicht zwingend deutschem Recht unterstehen) HOPT, FS Steindorff, S. 341, 352 = WM 1990, 1733, 1736; für Genußscheine RGZ 132, 199, 204f.

164 Dazu VOGEL, ZBB 1996, 321, 333 ff (die Frage dürfte sich durch Einführung des Euro und Abschaffung des § 808a BGB allerdings weitgehend erledigt haben).

165 Dafür HIRTE, ZIP 1991, 1461, 1467 ff; abw. BGHZ 119, 305, 313 ff = ZIP 1992, 1542 = NJW 1993, 57 – Klöckner.

166 Dazu auch SCHUMANN, aaO (Fn. 23), S. 121 ff.

167 So VOGEL, ZBB 1996, 321 (der das sie regelnde Schuldverschreibungsgesetz als „heute weitestgehend in Vergessenheit geratenes Spezialgesetz“ bezeichnet); ähnlich VAN OMESLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 112; vgl. aber HIRTE, ZIP 1991, 1461, 1467 ff.

168 Für Belgien BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 46.

Nicht organisiert – da nicht Schuldverschreibungsgläubiger – sind allerdings die Inhaber von *naked warrants*, was dazu führt, daß sie unternehmerischen Maßnahmen, die sie beeinträchtigen, möglicherweise sogar individuell widersprechen können; daraus resultieren in Frankreich Forderungen nach Schaffung einer besonderen Vertretung dieses Personenkreises.¹⁶⁹ Spanien sieht dies allerdings offensichtlich jetzt schon anders.¹⁷⁰ Auch in Deutschland sollte das SchVG jedenfalls bezüglich der formellen Fragen (Notwendigkeit der Abhaltung einer Versammlung; Bestellung eines gemeinsamen Vertreters) auf die Umtausch-/Bezugsrechte entsprechend angewandt werden, und dies auch dann, wenn die Optionsscheine von der Anleihe getrennt oder – sofern man dies als zulässig ansieht – isoliert ausgegeben wurden. Eine Einbeziehung in den gesellschaftsrechtlichen Entscheidungsprozeß wird in Frankreich auch für die Gläubiger von Anleihen für richtig gehalten, bei denen die Gesellschaft ein Rückzahlungswahlrecht in Aktien hat.¹⁷¹

2. Verhältnis zu den Aktionären

Nach belgischem Recht haben Wandel- und Optionsanleihegläubiger ein eigenständiges Rederecht auf und Teilnahmerecht an der Hauptversammlung.¹⁷² Das französische Recht gewährt Optionsberechtigten ein den Aktionären angenähertes Informationsrecht, Art. 194–9 französisches GesellschaftsG.

Englisches Recht hat die Frage intensiv beleuchtet, inwieweit Gläubiger von Wandel- oder Optionsanleihen für die Frage, ob ein Mehrheitsgesellschafter die Minderheit ausschließen kann, den Gesellschaftern gleichzustellen sind.¹⁷³

3. Verwässerungsschutz

Französisches, belgisches, spanisches und portugiesisches Recht sehen für den Fall einer Barkapitalerhöhung einen zwingenden Verwässerungsschutz durch die Möglichkeit vor, das Wandel- oder Optionsrecht in diesem Fall auszuüben.¹⁷⁴ Jedenfalls in Frankreich, Spanien und Portugal gilt dies auch für den Fall einer Ausgabe weiterer Wandel- und Optionsanleihen (desselben Typs) oder bei Auf-

169 GUYON, in diesem Band, S. 109, 121.

170 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 326.

171 GUYON, in diesem Band, S. 109, 120f sowie auch S. 122.

172 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 47.

173 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 97f.

174 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 48; GUYON, in diesem Band, S. 109, 120; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 320f, 327; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 236.

lösung von Rücklagen, in Spanien und Portugal auch bei einer Änderung des Nennwerts existierender Aktien. Dieselbe Lösung verfolgt auch das italienische Recht, wobei dort intensiv diskutiert wird, ob ein solches vorgezogenes Umtauschrecht das ursprünglich eingeräumte vertragliche Umtauschrecht ersetzt (mit der Folge seines Wegfalls und anschließender Schutzlosigkeit der nicht vorzeitig Optierenden) oder neben dieses tritt.¹⁷⁵ Bemängelt wird freilich, daß die Entscheidung, das Bezugsrecht bei einer Barkapitalerhöhung oder bei Ausgabe neuer Wandelanleihen auszuschließen, ohne Mitwirkung der schon vorhandenen Wandelanleihegläubiger erfolgen kann.¹⁷⁶ Bestimmte besonders schwerwiegende Eingriffe werden in Frankreich und Portugal als absolut unzulässig angesehen; dazu zählen die Änderung der Gewinnverteilung, die Abgabe eigener Aktien an Aktionäre, die Rückgewähr von Einlagen, die (effektive) Kapitalherabsetzung und die Ausstattung bestehender Aktien mit neuen Rechten.¹⁷⁷ Stimmrechtslose Aktien mit Dividendenvorzug kann eine französische Gesellschaft jedoch nach Maßgabe von Art. 194–5 französisches GesellschaftsG schaffen. Italien und Spanien helfen in allen diesen Fällen (nur) mit einem vorgezogenen Umtauschrecht.¹⁷⁸

Ein solches vorgezogenes Umtausch- oder direktes Bezugsrecht wird als Verwässerungsschutzmaßnahme bei Kapitalerhöhungen oder Ausgabe neuer Wandel- oder Optionsanleihen auch in Österreich für möglich gehalten.¹⁷⁹ Die Praxis – so wird aber für die Niederlande betont – gewährt Wandel- oder Optionsanleihegläubigern nur gelegentlich ein effektives Bezugsrecht.¹⁸⁰ Und in England wird ein Bezugsrecht für die Inhaber von Wandel- oder Optionsanleihen sogar vollständig verneint.¹⁸¹ Die Durchführung bestimmter weiterer Umstrukturierungsmaßnahmen verbietet italienisches Recht während der Laufzeit einer Wandelanleihe vollständig.¹⁸² Für den Fall der Auflösung der Gesellschaft verlangt portugiesisches Recht ausdrücklich die vorzeitige Rückzahlung der Anleihe.¹⁸³ Bemerkenswert erscheint, daß das österreichische Recht einen Verwässerungsschutz nicht als zwingend ansieht und ihn in den wenigen normierten Fällen sogar als in den Anleihebedingungen abdingbar betrachtet.¹⁸⁴ Dem ent-

175 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 136, 144, 145.

176 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 142; abw. wohl in Spanien, dazu ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 321.

177 ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 235; zur insoweit deutlich abweichenden Lage in den Vereinigten Staaten (keine absoluten Verbote) VAN OMMESLAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 119.

178 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 323.

179 NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 180f.

180 PERRICK, in diesem Band, S. 155, 160.

181 GOULDING, in diesem Band, S. 86, 95.

182 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 144; zu Portugal ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 237.

183 ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 237.

184 NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 180.

spricht die Lage in den Vereinigten Staaten.¹⁸⁵ In Spanien ist dies nach teilweise vertretener Auffassung für die gesetzlich nicht ausdrücklich geregelten Optionsrechte der Fall.¹⁸⁶ In dieselbe Richtung tendiert offenbar auch das schwedische Recht (und auch das dänische Recht), das ebenfalls keine gesetzliche Regelung zum Verwässerungsschutz enthält und ihn deshalb als eine nur in den Anleihebedingungen zu regelnde Frage ansieht.¹⁸⁷ Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, daß das schweizerische Recht mangels AGB-Rechts keine effektive Kontrolle mißbräuchlicher Anleihebedingungen kennt.¹⁸⁸

Das französische Recht erlaubt für börsennotierte Gesellschaften – aber nur für diese – den Verwässerungsschutz statt durch Umtausch-, Bezugs- oder Mitwirkungsrechte durch eine Anpassung der Emissionsbedingungen vorzunehmen, für die die Zustimmung der C.O.B. erforderlich ist.¹⁸⁹ Insbesondere die Verwässerungsschutzbestimmungen werden in Frankreich durch Artt. 171 bis 174–6 des Dekrets über die Handelsgesellschaften konkretisiert und ergänzt. Französisches Recht sieht darüber hinaus eine kapitalmarktrechtliche *stand-still*-Regelung vor: bei einer bevorstehenden Kapitalerhöhung, Verschmelzung oder Spaltung der Gesellschaft, auf deren Aktien die Bezugsrechte lauten, darf die Verwaltung dieser Gesellschaft nämlich die Ausübung der Bezugsrechte für einen Zeitraum von bis zu höchstens drei Monaten untersagen, Art. 194–3 Abs. 1 französisches GesellschaftsG.

Ausdrücklich gesetzlich vorgesehen ist eine bloße Anpassung des Umtauschverhältnisses in Österreich für die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln¹⁹⁰ und im französischen, italienischen, spanischen und portugiesischen Recht sowohl für die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln wie für die vereinfachte Kapitalherabsetzung.¹⁹¹ In der Schweiz findet sich eine gesetzliche Verpflichtung zum Verwässerungsschutz, die aber die nähere Ausgestaltung – Anpassung der Bedingungen, Mitwirkung der Anleihegläubiger oder vorzeitiges Umtausch- oder Bezugsrecht – offenläßt.¹⁹²

Bei (noch) mit der Anleihe verbundenen Wandel- und Optionsrechten erlaubt belgisches Recht für den Fall einer (auch teilweisen) Rückzahlung der Anleihe eine Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts nur bis zu einem Monat vor der Rückzahlung; damit soll verhindert werden, daß die Gesellschaften die Aus-

185 Dazu VAN OMMESELAGHE/VAN RYN, aaO (Fn. 7), S. 119.

186 ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 328.

187 SKOG, in diesem Band, S. 242, 254, zu Dänemark S. 263.

188 Dazu mit überzeugender Kritik KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 285 f.

189 GUYON, in diesem Band, S. 109, 120; kritisch dazu ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 322.

190 NOWOTNY, in diesem Band, S. 176, 179, 181 f, für Optionsanleihen S. 189 f.

191 CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 143, 144; ALONSO ESPINOSA, in diesem Band, S. 300, 322; ANTUNES, in diesem Band, S. 212, 235, 236.

192 KÖNDGEN/DAENIKER, in diesem Band, S. 265, 295.

übung des Optionsrechts durch eine vorzeitige Rückzahlung der Anleihe vereiteln.¹⁹³ Ebenso entscheiden das niederländische und das italienische Recht.¹⁹⁴

VI. Zusammenfassung

Zusammenfassend lassen sich zahlreiche interessante Unterschiede zur Rechtslage in anderen europäischen Ländern hervorheben:

Zunächst variieren die Auffassungen zum Umfang der *Gestaltungsfreiheit* bei Wandel- und Optionsanleihen beträchtlich, wobei sich – jedenfalls im Gesellschaftsrecht – eine allgemeine Tendenz zu größerer Freiheit verzeichnen läßt. Das zeigt sich besonders an der Zulassung von *naked warrants*. Auf der anderen Seite sind gerade Wandel- und Optionsanleihen in besonderem Maße Objekt *kapitalmarktrechtlicher* Regulierung; in manchen Staaten – wie etwa in England – finden sich hier die einzig wesentlichen Vorgaben, die dann sogar über das deutsche Gesellschaftsrecht hinausgehen können.

Bei den *Emissionsvoraussetzungen* fällt einerseits ins Auge, daß manche Staaten hier keine Verbriefung mehr verlangen oder dies zumindest diskutieren. Andererseits sehen mehrere Rechtsordnungen umfangmäßige Grenzen für die Ausgabe von Schuldverschreibungen und zusätzlich rechtsformbezogene Beschränkungen für Wandel- und Optionsanleihen vor. In mehreren, vor allem romanischen Ländern ist bereits die Begebung gewöhnlicher Schuldverschreibungen (teilweise qualifiziert) hauptversammlungspflichtig; entsprechend bestehen teilweise auch Berichtspflichten schon für die Emission gewöhnlicher Schuldverschreibungen und erst recht für die Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen, selbst wenn das Bezugsrecht nicht ausgeschlossen wird. Große Unsicherheiten bestehen freilich beim Gläubigerschutz, insbesondere bezüglich des Zeitpunkts, zu dem das Verbot der *Unter-pari*-Emission greifen soll, und der Frage, inwieweit das Verbot der Zeichnung und das grundsätzliche Verbot des Erwerbs eigener Aktien auf Wandel- und Optionsanleihen entsprechend anzuwenden ist.

In praktisch allen vorgestellten Rechten ist die Ausgestaltung des *Bezugsrechts* umstritten. Mehrere Staaten erstrecken hier das Bezugsrecht ausdrücklich auch auf die von Tochtergesellschaften begebenen Wandel- oder Optionsanleihen. Kontrovers diskutiert wird vor allem die Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses. Unabhängig von den zum Teil unterschiedlichen sachlichen Voraussetzungen eines Bezugsrechtsausschlusses wird teilweise die Möglichkeit einer Delegation der Entscheidung auf den Vorstand insgesamt oder zumindest unter bestimmten Voraussetzungen für unzulässig gehalten. Bemerkenswert sind im englischen Recht die über das deutsche Gesetzesrecht hinausreichenden Vorgaben des Kapitalmarktrechts.

193 BENOÎT-MOURY/CROES, in diesem Band, S. 27, 49.

194 PERRICK, in diesem Band, S. 155, 167; CAMPOBASSO, in diesem Band, S. 127, 133.