

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 95

Das Rechtsprinzip des Verwässerungsschutzes

Eine rechtsökonomische Analyse der Verwässerungsschutzklauseln
von Wandelschuldverschreibungen

Von

Patrick Reiswich



Duncker & Humblot · Berlin

PATRICK REISWICH

Das Rechtsprinzip des Verwässerungsschutzes

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 95

Das Rechtsprinzip des Verwässerungsschutzes

Eine rechtsökonomische Analyse der Verwässerungsschutzklauseln
von Wandelschuldverschreibungen

Von

Patrick Reiswich



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristenfakultät der Universität Leipzig hat diese Arbeit
im Jahre 2015 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten

© 2016 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-14874-5 (Print)

ISBN 978-3-428-54874-3 (E-Book)

ISBN 978-3-428-84874-4 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern und Maria

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Juristischen Fakultät der Universität Leipzig im Wintersemester 2014/2015 als Dissertationsschrift angenommen.

Vorweg erwähnt sei, dass die gewonnenen Thesen und Kenntnisse in dieser Arbeit stets anhand von Beispielen überprüft und dargestellt wurden. Für einen leichteren Lesefluss und ein besseres Verständnis wird daher darauf hingewiesen, dass die Beispielsberechnungen in dieser Arbeit leicht eingerückt und in kleinerer Schrift dargestellt werden.

Den zahlreichen Personen, die mich in vielfältiger Art und Weise vor und während der Promotionsphase unterstützt haben, möchte ich an dieser Stelle ganz herzlich danken.

Mein besonderer Dank gilt insbesondere meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Tim Drygala, der mir erst die Anregung zu diesem Promotionsthema gegeben hat und mich stets unkompliziert und hervorragend während der gesamten Ausarbeitung betreut und unterstützt hat. Ebenfalls bedanken möchte ich mich bei Herrn Prof. Dr. Harry Schmidt für die freundliche und rasche Übernahme des Zweitgutachtens.

Gedankt sei auch meinen Kollegen der Kanzlei Heinichen Laudien, die einen großen Teil des Druckkostenzuschusses zu dieser Arbeit beisteuerten.

Weiterhin danke ich von ganzem Herzen meiner langjährigen Freundin und Wegbegleiterin Maria Irini Tarassidis, die mich all die Jahre und insbesondere während der Erstellung dieser Arbeit stets mit großer Geduld sowie mit Rat und Tat unterstützte und mir beistand.

Zuletzt danke ich meinen Eltern von Herzen, dass sie mich während meiner Ausbildung und auf meinem bisherigen Lebensweg vorbehaltlos unterstützt und gefördert haben.

Berlin, im November 2015

Patrick Reischwich

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung, Problemaufriss und Gang der Untersuchung	23
B. Grundsätzliches zu den Wandelschuldverschreibungen i. w. S.	31
I. Allgemeines	31
II. Begriffsbestimmung	32
III. Gründe für die Emission von Wandelschuldverschreibungen	33
IV. Wertpapierrechtliche Aspekte der Wandelschuldverschreibungen	35
V. Ausgestaltung der Wandelschuldverschreibungsbedingungen	36
1. Ausgestaltungsmöglichkeiten der Anleihekompone	37
a) Laufzeit bzw. Fälligkeitstermin	38
b) Nennbetrag und Stückelung der Schuldverschreibung	38
c) Verzinsung	38
d) Tilgungsarten einschließlich Rückzahlungsverfahren (Tilgungsbedingungen)	39
e) Sicherung der Pflichten der Gesellschaft aus der Anleihe	39
f) Sonstige Ausstattungselemente	40
2. Ausgestaltungsmöglichkeiten der Aktienerwerb	41
a) Wandlungsrecht i. e. S.	41
b) Wandlungsberechtigung	42
c) Wandlungsobjekt	42
d) Wandlungsfrist bzw. Wandlungstermin	43
e) Wandlungsverhältnis	44
f) Wandlungspreis	45
VI. Rechtsnatur der Wandelschuldverschreibung und des Wandlungsrechts	47
VII. Wirtschaftliche Natur	49
1. Wesentliche Merkmale des Fremdkapitals	50
2. Wesentliche Merkmale des Eigenkapitals	50
3. Wesentliche Merkmale der meisten Mezzanine-Finanzierungs- instrumente	50
C. Entstehung und Übertragung	52
I. Verbriefung	53
II. Übertragung und Belastung	54
III. Börsenzulassung und Handel mit Wandelschuldverschreibungen	55
D. Verbandsinterne aktienrechtliche Erfordernisse	57
I. Hauptversammlungsbeschluss	58
1. Inhalt des Beschlusses	59

a)	Notwendiger und fakultativer Inhalt des Hauptversammlungsbeschlusses	60
aa)	Zustimmungsbeschluss gem. § 221 Abs. 1 S. 1 AktG	60
bb)	Ermächtigungsbeschluss gem. § 221 Abs. 2 S. 1 AktG	61
b)	Zeitliche Begrenzung des Beschlusses	61
aa)	Ermächtigungsbeschluss gem. § 221 Abs. 2 S. 1 AktG	61
bb)	Zustimmungsbeschluss gem. § 221 Abs. 1 S. 1 AktG	62
c)	Keine Entscheidung über das Bezugsrecht der Aktionäre und über die Sicherung des Aktienbezugs	63
d)	Verpflichtung zur Ausgabe	63
aa)	Ermächtigungsbeschluss gem. § 221 Abs. 2 S. 1 AktG	63
bb)	Zustimmungsbeschluss gem. § 221 Abs. 1 S. 1 AktG	64
2.	Einberufung der Hauptversammlung und Bekanntmachung	65
3.	Mehrheit	65
4.	Publizität	66
5.	Fehlende oder fehlerhafte Zustimmung der Hauptversammlung	67
6.	Zustimmung des Aufsichtsrats	68
II.	Bezugsrecht der Aktionäre auf die Wandelschuldverschreibung	68
1.	Zweck und Anwendungsbereich	70
2.	Schutz (§ 187 AktG analog)	70
III.	Bezugsrechtsausschluss	72
1.	Varianten des Bezugsrechtsausschlusses auf Wandelschuldverschreibungen	72
a)	Bezugsrechtsausschluss i. R. d. Zustimmungsbeschlusses	72
b)	Bezugsrechtsausschluss i. R. d. Ermächtigungsbeschlusses	73
2.	Materielle Erfordernisse	74
a)	Entstehung des Erfordernisses der sachlichen Rechtfertigung bei einem Bezugsrechtsausschluss	75
b)	Übertragbarkeit dieser Rechtsprechung auf den Bezugsrechtsausschluss von Wandelschuldverschreibungen	78
c)	Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss (§ 186 Abs. 3 S. 4 AktG)	80
d)	Gleichbehandlung	84
3.	Formelle Erfordernisse	84
a)	Bekanntmachung und Vorstandsbericht	84
b)	Inhalt des Berichts	85
aa)	Anforderungen des Berichts beim Zustimmungsbeschluss	85
bb)	Anforderungen des Berichts bei Ermächtigung des Vorstands	87
cc)	Anforderungen des Berichts beim erleichterten Bezugsrechtsausschluss	88
4.	Mehrheit	88
5.	Fehlerhafter Bezugsrechtsausschluss	89
a)	Beschlussanfechtung	89
b)	Schadensersatz gegen Vorstand oder Aufsichtsrat	90

IV. Absicherung der Wandlungsrechte	91
1. Absicherung mittels ordentlicher Kapitalerhöhung	93
2. Erwerb eigener Aktien	93
3. Absicherung durch Vereinbarungen mit Dritten	94
4. Bedingtes Kapital	95
a) Vorteile	95
b) Ablauf	96
c) Anwendbarkeit des § 187 AktG?	96
5. Genehmigtes Kapital	99
a) Ablauf	99
aa) Absicherung eines Ermächtigungsbeschlusses durch ein genehmigtes Kapital	99
bb) Absicherung eines Zustimmungsbeschlusses durch ein genehmigtes Kapital	100
b) Vorteile	100
c) Nachteile	102
d) Anwendbarkeit des § 187 AktG?	103
6. Zusammenfassung	104
E. Ausübung der Wandlungsrechte	105
I. Wandlungserklärung	105
1. Wesen der Wandlungserklärung	105
2. Erfordernisse der Wandlungserklärung	106
3. Auswirkungen der Wandlungserklärung auf die Schuldverschreibung	107
II. Einlagen auf die Aktien	108
1. Wandelanleihen	108
a) Bareinlage oder Sacheinlage?	108
b) Einlageleistung	110
aa) Volle Einlageleistung bei bedingtem Kapital	110
bb) Einlageleistung bei ordentlicher Kapitalerhöhung oder genehmigtem Kapital	111
2. Optionsanleihen	112
F. Schutz der Wandelobligationäre	113
I. Allgemeiner kapitalmarktrechtlicher Schutz	113
II. Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (SchVG)	114
III. Schutz der Wandelobligationäre durch das AGB-Recht	116
1. Anwendbarkeit der §§ 305 ff. BGB	117
2. Auslegung	119
3. Inhaltskontrolle	120
IV. Schutz der Wandelobligationäre vor unmittelbaren Beeinträchtigungen	121
1. Einseitiger Änderungsvorbehalt	123
2. Aufhebung des Rechts, Kündigung und vorzeitige Rückzahlung	124
3. Beseitigung des Sicherungskapitals	125

V.	Verwässerungsschutz der Wandelobligationäre bei Kapitalmaßnahmen	125
1.	Einführung und Problemaufriss	125
2.	Grundlage und Reichweite des gesetzlichen Verwässerungsschutzes	128
a)	Gesetzliche Ableitung des Verwässerungsschutzes	128
b)	Umsetzung des allgemeinen Verwässerungsschutzes	132
3.	Exkurs: Wichtige Begriffe/Kennzahlen und deren Bestimmung/ Berechnung	134
a)	Bezugsverhältnis für Wandelschuldverschreibungen	134
aa)	Nominelles Bezugsverhältnis für die Wandelschuldverschreibungen	134
bb)	Stückmäßiges Bezugsverhältnis für die Wandelschuldverschreibungen	135
b)	Wandlungsverhältnis	136
aa)	Nominelles Wandlungsverhältnis	136
bb)	Stückmäßiges Wandlungsverhältnis	137
c)	Börsenkurs und Bilanzkurs	138
aa)	Börsenkurs	139
bb)	Bilanzkurs	139
d)	Bezugsrechtswert	140
e)	Wertbestimmung der Wandelschuldverschreibungen	141
aa)	Bewertung einer Schuldverschreibung	143
bb)	Wandlungswert	143
cc)	Wandlungsrechtswert (Optionswert)	143
dd)	Einfluss der Komponenten bei Wandelanleihe und Optionsanleihe	144
f)	Relativer Kursabstand zwischen Wandlungspreis und Bilanzkurs (Zeitwert)	145
4.	Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln (nominelle Kapitalerhöhung)	147
a)	Die Verwässerung bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	147
b)	Zulässigkeit einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nach Ausgabe einer Wandelschuldverschreibung	150
c)	Effektivität des Verwässerungsschutzes bei Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln	151
aa)	Verwässerungsschutz bei der Absicherung durch ein bedingtes Kapital	154
(1)	Verhältnismäßige Reduzierung einer eventuellen Zuzahlung	158
(2)	Teleologische Reduktion von § 218 S. 1 AktG	161
bb)	Verwässerungsschutz bei der Absicherung durch ein genehmigtes Kapital	162
(1)	Nicht ausgenutztes genehmigtes Kapital	163

(a) Begründung	163
(b) Konstellationen	165
(2) Ausgenutztes genehmigtes Kapital	165
cc) Verwässerungsschutz für den seltenen Fall einer Absicherung mittels ordentlicher Kapitalerhöhung	167
dd) Sonderfall: Nominelle Kapitalerhöhung bei Stückaktien durch Erhöhung des Grundkapitals gem. § 207 Abs. 2 S. 2 AktG	168
d) Empirische Auswertung einzelner Wandelschuldverschrei- bungsbedingungen bei einer Kapitalerhöhung aus Gesell- schaftsmitteln	170
5. Kapitalerhöhungen gegen Einlagen	171
a) Die Verwässerung bei der effektiven Kapitalerhöhung	172
b) Zulässigkeit einer effektiven Kapitalerhöhung nach Ausgabe einer Wandelobligation	175
c) Wirksamkeit und Effektivität einzelner Verwässerungsschutz- varianten	178
aa) Erhöhung der Anzahl der Bezugsaktien analog §§ 216 Abs. 3, 218 S. 1 AktG	178
bb) Einräumung eines Bezugsrechts	180
(1) Stellungnahme	183
(a) Praktische Stellungnahme	183
(b) Vereinbarkeit der vertraglichen Bezugsrechts- zusage mit § 187 AktG	185
(c) Wirksamkeit des Bezugsrechtsausschlusses (sachliche Rechtfertigung)	187
(d) Zusammenfassung	190
(2) „Als-Ob-Aktionär“	191
(a) Antizipiertes Wandlungsrecht	191
(b) Zuerkennung bestimmter Mitgliedschaftsrechte	193
(c) Ermöglichung des Bezugsrechts mittels Gesetzes- änderung	194
cc) Anpassung des Wandlungsverhältnisses/Wandlungspreises	194
(1) Anpassung mit Hilfe des durchschnittlichen Bezugs- rechtswerts	194
(2) Formelmäßige Anpassung des Wandlungspreises (veraltet)	198
(3) Formelmäßige Anpassung des Wandlungspreises (aktuell)	201
(4) Weitere Anpassungsformeln	204
(a) Ludwigs Formel	204
(b) Janssens Lösungsvorschlag	205
dd) Sonstige Verwässerungsschutzklauseln	206
ee) Lösungsvorschlag	208

(1) Vermögensrechtlicher Ausgleich auf erster Ebene	210
(2) Herrschaftsrechtlicher Ausgleich auf zweiter Ebene (Aufstockung)	212
(a) Berechnung der Gegenleistung	213
(b) Stellungnahme	214
(c) Endlösung	216
d) Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss	220
e) Empirische Aus- und Bewertung der üblichen Verwässerungs- schutzklauseln	222
aa) Verwässerungsklauseln bei Kapitalerhöhung mit Bezugs- recht der Aktionäre	222
(1) Große Aktiengesellschaften	222
(2) Kleine Aktiengesellschaften	224
bb) Verwässerungsschutz bei Kapitalerhöhung mit Bezugs- rechtsausschluss	225
6. Aktiensplit und umgekehrter Aktiensplit	226
a) Die Verwässerung bei einem Aktiensplit	226
b) Verwässerungsschutz beim (umgekehrten) Aktiensplit	227
c) Zusammenfassung	229
d) Empirische Auswertung	229
7. Kapitalherabsetzungen	230
a) Zulässigkeit einer Kapitalherabsetzung	231
b) Vereinfachte (nominelle) Kapitalherabsetzung	232
aa) Vereinfachte Kapitalherabsetzung durch Herabsetzung des Nenn-/Stückwertes	234
bb) Vereinfachte Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien	236
(1) Die Verstärkung bei der vereinfachten Kapitalherab- setzung durch Zusammenlegung von Aktien	236
(2) Verstärkungsausgleich bei der vereinfachten Kapital- herabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien	239
cc) Zusammenfassung	243
dd) Empirische Auswertung	244
(1) Große Aktiengesellschaften	244
(2) Kleine Aktiengesellschaften	245
c) Ordentliche Kapitalherabsetzung	246
aa) Nominelle ordentliche Kapitalherabsetzung	246
bb) Effektive ordentliche Kapitalherabsetzung durch Herab- setzung des Nenn-/Stückwertes einer Aktie	248
(1) Die Verwässerung bei der effektiven ordentlichen Kapitalherabsetzung durch Herabsetzung des Nenn-/ Stückwertes einer Aktie	248
(2) Der Verwässerungsschutz bei der effektiven ordentlichen Kapitalherabsetzung durch Herabsetzung des Nenn-/Stückwertes einer Aktie	250

(3) Ableitung eines vollkommenen Verwässerungsschutzes	252
(4) Zusammenfassung	259
(5) Empirische Auswertung	260
(a) Große Aktiengesellschaften	260
(b) Kleine Aktiengesellschaften	261
cc) Effektive ordentliche Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien	262
(1) Die Verwässerung bei der effektiven ordentlichen Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien	262
(2) Der Verwässerungsschutz bei der effektiven ordentlichen Kapitalherabsetzung durch Zusammen- legung von Aktien	264
(3) Zusammenfassung	269
(4) Empirische Auswertung	270
(a) Große Aktiengesellschaften	270
(b) Kleine Aktiengesellschaften	271
d) Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien (§§ 237 ff. AktG)	272
aa) Die Verwässerung bei der Kapitalherabsetzung durch Ein- ziehung von Aktien	275
bb) Der Verwässerungsschutz bei der Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien	277
(1) Anpassung mit Hilfe des Verhältnisses der veränderten Aktienanzahl	277
(2) Übliche formelmäßige Anpassung	279
(3) Ableitung eines vollkommenen Verwässerungsschutzes bei einer Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien	281
(a) Berechnung der Gegenleistung mit Hilfe des angepassten Wandlungspreises	285
(b) Zusammenfassung	287
cc) Empirische Auswertung	289
(1) Große Aktiengesellschaften	289
(2) Kleine Aktiengesellschaften	290
8. Dividenden und sonstige Ausschüttungen	290
a) Die Verwässerung bei Dividendenzahlungen und sonstigen Ausschüttungen	294
b) Der übliche Verwässerungsschutz bei Dividenden und sonstigen Ausschüttungen	296
c) Ableitung eines vollkommenen Verwässerungsschutzes bei Ausschüttungen	298
d) Zusammenfassung	307
e) Empirische Auswertung	308

aa)	Große Aktiengesellschaften	308
bb)	Kleine Aktiengesellschaften	309
9.	Wertpapiere mit Bezugsrechten	310
a)	Kein zusätzlicher Verwässerungsschutz für die Wandlungs- komponente	313
aa)	Übertragung des Verwässerungsschutzes der effektiven Kapitalerhöhung?	313
bb)	Kein Verwässerungsschutz für die Wandlungsrechts- komponente	314
b)	Verwässerungsschutz für Schuldverschreibungskomponente	318
c)	Verwässerungsschutz bei Bezugsrechtsausschluss	319
d)	Verwässerungsschutz durch Bezugsrechtseinräumung	321
e)	Zusammenfassung	322
f)	Empirische Auswertung	324
aa)	Große Aktiengesellschaften	324
bb)	Kleine Aktiengesellschaften	325
10.	Umwandlungen	326
a)	Formwechsel	331
aa)	Vermögens- und herrschaftsrechtlicher Verwässerungs- schutz beim Formwechsel	331
bb)	Zusätzlicher vermögens- und herrschaftsrechtlicher Verwässerungsschutz im Falle der Barabfindung einzelner Aktionäre	332
cc)	Rechtlicher bzw. qualitativer Verwässerungsschutz beim Formwechsel	333
(1)	Allgemeines außerordentliches Kündigungsrecht als Verwässerungsschutz	333
(2)	Formwechsel in eine KGaA, SE oder AG	334
(3)	Formwechsel in eine GmbH	336
(4)	Formwechsel in eine Personengesellschaft	338
dd)	Empirische Auswertung	340
b)	Verschmelzung	340
aa)	Verwässerung und Verwässerungsschutz der Aktionäre	341
bb)	Verwässerung bei den Wandelschuldverschreibungen	343
cc)	Vermögens- und herrschaftsrechtlicher Verwässerungs- schutz bei der Verschmelzung	344
(1)	Vermögens- und herrschaftsrechtlicher Verwässerungs- schutz durch die Verschmelzung	344
(2)	Zusätzlicher Verwässerungsschutz im Falle der Bar- abfindung einzelner Aktionäre	345
dd)	Rechtlicher bzw. qualitativer Verwässerungsschutz bei der Verschmelzung	346
(1)	Verschmelzung auf eine KGaA, SE oder AG	347
(2)	Verschmelzung auf eine GmbH	348
(3)	Verschmelzung auf eine Personengesellschaft	349

ee) Empirische Auswertung	349
(1) Große Aktiengesellschaften	349
(2) Kleine Aktiengesellschaften	351
c) Spaltung	352
aa) Aufspaltung	352
(1) Vermögens- und herrschaftsrechtlicher Verwässerungs- schutz bei der Aufspaltung	354
(2) Rechtlicher bzw. qualitativer Verwässerungsschutz bei der Aufspaltung	356
bb) Abspaltung	357
cc) Ausgliederung	360
dd) Empirische Auswertung	361
(1) Große Aktiengesellschaften	361
(2) Kleine Aktiengesellschaften	363
d) Vermögensübertragung	363
11. Auflösung, Liquidation und Vollbeendigung	364
a) Empirische Auswertung	368
b) Zusammenfassung	368
12. Insolvenzeröffnung	368
a) Empirische Auswertung	370
b) Zusammenfassung	370
G. Endergebnis und Schlussfolgerungen	371
I. Stellungnahme zur gesetzlichen Ableitung des Verwässerungsschutzes	373
1. Vorliegen einer Gesetzeslücke	373
2. Schließen der Gesetzeslücke durch Induktion	375
II. Konsequenzen der gewonnenen Erkenntnisse auf die hier unter- suchten Wandelschuldverschreibungsbedingungen	377
1. Transparenzgebot § 307 Abs. 1 S. 2 bzw. § 3 SchVG	378
2. Unwirksamkeit aufgrund einer Verbotsklausel i. S. d. §§ 307 ff.	380
Literaturverzeichnis	385
Sachwortregister	394

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Vereinfachte Funktionsweise des Wandlungsrechts (1)	25
Abbildung 2: Vereinfachte Funktionsweise der Wandelschuldverschreibung (2)	26
Abbildung 3: Verwässernde Auswirkungen von Kapitalmaßnahmen	27
Abbildung 4: Erforderlichkeit des Verwässerungsschutzes beim Zustimmungs- beschluss gem. § 221 Abs. 1 AktG	155
Abbildung 5: Erforderlichkeit des Verwässerungsschutzes beim Ermächti- gungsbeschluss gem. § 221 Abs. 2 AktG	156

Beispielsverzeichnis

Beispiel 1: Einflussfaktoren des Wandlungspreises	45
Beispiel 2: Berechnung des nominellen Bezugsverhältnisses	135
Beispiel 3: Berechnung des stückmäßigen Bezugsverhältnisses	135
Beispiel 4: Berechnung des nominellen Wandlungsverhältnisses	136
Beispiel 5: Berechnung des stückmäßigen Wandlungsverhältnisses	138
Beispiel 6: Bedeutung des relativen Kursabstandes zwischen Aktienkurs und Wandlungspreis	146
Beispiel 7: Die Verwässerung bei der nominellen Kapitalerhöhung	148
Beispiel 8: Verwässerungsschutz bei nomineller Kapitalerhöhung gem. §§ 216 Abs. 3, 218 S. 1 AktG	154
Beispiel 9: Zusätzlicher Verwässerungsschutz bei vereinbarter Zuzahlung . . .	159
Beispiel 10: Verwässerungsschutz bei nomineller Kapitalerhöhung und genehmigtem Sicherungskapital	166
Beispiel 11: Keine Verwässerung bei Kapitalerhöhung gem. § 207 Abs. 2 S. 2 AktG	169
Beispiel 12: Verwässerung bei einer effektiven Kapitalerhöhung	173
Beispiel 13: Verwässerungsschutz bei einer effektiven Kapitalerhöhung ent- sprechend §§ 216 Abs. 3, 218 S. 1 AktG	179
Beispiel 14: Verwässerungsschutz bei einer effektiven Kapitalerhöhung durch Einräumung eines Bezugsrechts	181
Beispiel 15: Verwässerungsschutz durch Ermäßigung des Wandlungspreises i. H. d. Bezugsrechtswerts	195
Beispiel 16: Keine Absicherung aller Wandelaktien nach Anpassung der Wan- delbedingungen	198
Beispiel 17: Verwässerungsschutz bei einer effektiven Kapitalerhöhung mit Hilfe der veralteten Formel	199
Beispiel 18: Verwässerungsschutz bei einer effektiven Kapitalerhöhung mit Hilfe der aktuellen Formel	202
Beispiel 19: Vollkommener vermögensrechtlicher Verwässerungsschutz bei ei- ner effektiven Kapitalerhöhung (1. Ebene)	210
Beispiel 20: Erforderliches Wandlungsverhältnis für vollkommenen herr- schaftsrechtlichen Verwässerungsschutz	212
Beispiel 21: Berechnung des Aufstockungsbetrages anhand des angepassten Wandlungspreises	213

Beispiel 22: Berechnung des Aufstockungsbetrages anhand des ursprünglichen Wandlungspreises oder dem Emissionskurs der jungen Aktien . . .	214
Beispiel 23: Berechnung des Aufstockungsbetrages anhand des Aktienkurses nach der effektiven Kapitalerhöhung	216
Beispiel 24: Erhöhter Bedarf an Sicherungskapital i. R. e. Aufstockung	219
Beispiel 25: Verwässerung der Wandelschuldverschreibungen beim Aktiensplit	226
Beispiel 26: Keine Verwässerung bei der vereinfachten Kapitalherabsetzung durch Herabsetzung des Nenn-/Stückwertes	234
Beispiel 27: Verstärkung bei der vereinfachten Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien	237
Beispiel 28: Reduzierung des Sicherungskapitals nach einer nominellen Kapitalherabsetzung	242
Beispiel 29: Effektive ordentliche Kapitalherabsetzung durch Herabsetzung des Nenn-/Stückwertes	248
Beispiel 30: Effektive ordentliche Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien	262
Beispiel 31: Verwässerung bei der Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien	275
Beispiel 32: Verwässerung bei Ausschüttungen	294
Beispiel 33: Funktionsweise des vollkommenen Verwässerungsschutzes bei Ausschüttungen	305

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
AG	Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
BB	Betriebs-Berater
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BT-Drucks.	Bundestag-Drucksache
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
DStR	Deutsches Steuerrecht
f.	folgend
ff.	folgende
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GesR	Gesellschaftsrecht
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
Großkomm	Großkommentar
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
HK	Heidelberger Kommentar
h. M.	herrschende Meinung
HS	Halbsatz

i. H. v.	in Höhe von
InsO	Insolvenzordnung
i. R. d.	im Rahmen der/des
i. S. d.	im Sinne des/der
i. V. m.	in Verbindung mit
KölnKomm	Kölner Kommentar
Mio.	Millionen
m. M.	Mindermeinung
MüKo	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung
OLG	Oberlandesgericht
RegE.	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
sog.	sogenannte/er/es
u. a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
u. U.	unter Umständen
v. a.	vor allem
vgl.	vergleiche
Vorb.	Vorbemerkung
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Zif.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert

Im Übrigen wird auf *Kirchner/Pannier*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache verwiesen.

A. Einleitung, Problemaufriss und Gang der Untersuchung

Wandelschuldverschreibungen i. S. v. § 221 AktG sind komplexe Finanzierungsinstrumente. Dies beruht v. a. darauf, dass sie sich aus zwei Komponenten zusammensetzen. So besteht eine Wandelschuldverschreibung zum einen aus einem Schuldverschreibungsbestandteil und zum anderen aus einer Wandlungskomponente, welche zum Bezug von jungen Aktien berechtigt. Letztere stellt die Verbindung zum Aktienrecht her, weswegen ein Teil der aktienrechtlichen Vorschriften Anwendung findet und eine Korrelation zwischen dem Wert der Wandelobligation und dem (Aktien-)Wert der Emittentin hergestellt wird.

Trotz ihrer Komplexität haben die Wandelschuldverschreibungen einen großen Vorteil. Sie sind Mezzaninekapital, also eine Kombination aus Eigen- und Fremdkapital. Durch diese wirtschaftliche Mischform können die Vor- und Nachteile der verschiedenen Finanzierungsformen mit Hilfe einer gezielten Ausgestaltung nach den Wünschen und Bedürfnissen der Emittentin eingesetzt werden. Letztlich kann eine Gesellschaft durch diese Instrumente ihren Finanzierungsbedarf optimieren. So wird etwa abgewirtschafteten Unternehmen die Möglichkeit eröffnet mit einer Wandelobligation Fremdkapital mit einem – im Vergleich zu normalen Industrieobligationen – günstigeren Zinssatz aufzunehmen. Weiterhin kann durch eine Wandelschuldverschreibung eine gegenwärtig ungünstige Emissionslage am Kapitalmarkt, beispielsweise eine Finanzkrise, einfacher überbrückt werden. Schließlich kann man unter Zuhilfenahme dieses Finanzinstruments eine künftig günstigere Emissionsbedingung vorwegnehmen.¹

Obwohl diese Finanzierungsformen beachtliche Vorteile, Gestaltungs- und Optimierungsmöglichkeiten eröffnen, macht die Praxis relativ selten von ihnen Gebrauch. Ein wesentlicher Grund hierfür ist offensichtlich die latente Verwässerungsgefahr aufgrund verschiedener Kapitalmaßnahmen der Emittentin. Wegen dieser schwer kalkulierbaren Risiken sind Wandelobligationen auf dem Kapitalmarkt aller Wahrscheinlichkeit nach nicht sehr beliebt und treten daher relativ selten in Erscheinung. Zwar gibt es mittlerweile einen gesetzlich anerkannten Verwässerungsschutz und darauf beruhend in

¹ Ausführlicher hierzu an späterer Stelle unter dem Punkt: Gründe für die Emission von Wandelschuldverschreibungen auf S. 33 f.

den Wandelschuldverschreibungsbedingungen verschiedene Verwässerungsschutzklauseln, die einen Ausgleich sicherstellen sollen, allerdings sind bis heute noch nicht alle Einzelheiten des Verwässerungsschutzes geklärt. In diesem Kontext soll die Arbeit einen Beitrag leisten, um den Verwässerungsschutz weiterzuentwickeln und dadurch idealerweise zu einer größeren Akzeptanz dieser vielfältigen und äußerst nützlichen Finanzierungsinstrumente beizutragen.

Im Folgenden wird ein kurzer Problemaufriss aufgezeigt, der anhand einer stark vereinfachten Darstellung vollzogen wird: Wandelschuldverschreibungen setzen sich – wie bereits eingangs erwähnt – aus einer Schuldverschreibungskomponente und einem Wandlungsrecht zusammen. Die Wandlungskomponente kann dabei verschieden ausgestaltet sein. Bei der Unterform als Wandelanleihe kann eine Schuldverschreibung zu im Voraus festgesetzten Bedingungen in eine bestimmte Anzahl an jungen Aktien getauscht werden. Die Folge ist, dass die Wandelschuldverschreibung erlischt. Die Schuldverschreibung und das Aktienbezugsrecht stehen in einem Alternativverhältnis. Bei einer Optionsanleihe hingegen ist das Bezugsrecht zusätzlich ausgestaltet. Sollte der Optionsinhaber von seinem Optionsrecht Gebrauch machen, kann er gleichfalls zu den festgesetzten Bedingungen eine bestimmte Anzahl an jungen Aktien beziehen. Auf die Schuldverschreibung hat die Ausübung des Bezugsrechts einer Optionsanleihe jedoch keine Auswirkungen, weil dieses Recht den Wandelobligationären kumulativ und nicht, wie bei der Wandelanleihe, alternativ eingeräumt wird. Da die Ausübung nicht zum Erlöschen der Schuldverschreibung führt, kann das Bezugsrecht einer Optionsanleihe von der Schuldverschreibung abgetrennt werden.

Vereinfacht ausgedrückt: Das Wandlungsrecht ist ein Recht, welches dem Inhaber die Möglichkeit eröffnet, mit einem bestimmten Vermögenseinsatz an einer bestimmten, variablen Vermögensmasse zu partizipieren. Der Vermögenseinsatz wird i. d. R. durch den Nennwert einer Wandelschuldverschreibung bestimmt. Der Vermögenseinsatz ist fix, da er ex ante vertraglich festgesetzt wird.

Die Vermögensmasse, an der partizipiert werden kann, ist hingegen der Wert der Emittentengesellschaft. Diese Masse ist variabel, da ihr Wert nicht zum künftigen Zeitpunkt der Wandlung vorhergesehen werden kann. Ihr Wert ist vielmehr überwiegend von einer Vielzahl an äußeren Einflussfaktoren (z. B. konjunkturelle Lage, Angebot und Nachfrage, Leitzins oder etwa politische, außenwirtschaftliche und psychologische Elemente) abhängig. Auf diese Aspekte kann die Gesellschaft nicht einwirken, so dass der Wert nicht im Voraus exakt ermittelt werden kann.

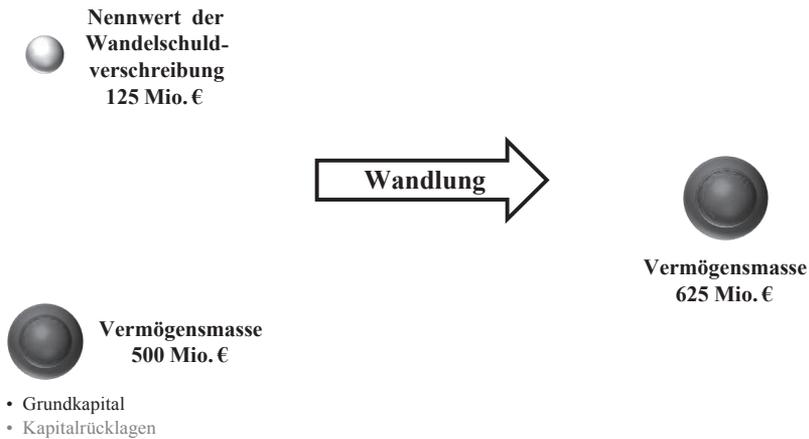


Abbildung 1: Vereinfachte Funktionsweise des Wandlungsrechts (1)

Bildlich veranschaulicht kann man Wandlungsrechte als vorläufigen Einsatz einer bestimmten Vermögenssumme darstellen, die das Recht beinhaltet, sich an einer anderen variablen Vermögensmasse zu beteiligen.²

Die Wandelobligationäre stellen der Emittentin eine bestimmte Höhe an Kapital zur Verfügung, wobei ihnen das Recht eingeräumt wird, dieses Kapital in Gesellschaftsanteile zu wandeln. Anfangs liegt es dabei i. d. R. so, dass der Vermögenseinsatz größer ist als der Wert der zu wandelnden Mitgliedschaftsanteile. Der Grund hierfür liegt darin, dass der festgesetzte Wandlungspreis je Aktie höher ist als der tatsächliche Aktienkurs. Zum Zeitpunkt der Emission sind die Wandlungsrechte regelmäßig wertlos.

Erst im Laufe der Zeit, wenn der Wert der Gesellschaft zunimmt, steigt auch der Wert der Wandlungsrechte. In der Abbildung würde dies durch eine verhältnismäßige Vergrößerung der Blase aufgrund einer Zunahme der Rücklagen in Erscheinung treten. Das eingesetzte Vermögen wäre bei einem

² Diese Übersicht dient nur der Veranschaulichung und ist deshalb stark vereinfacht. Nicht ersichtlich ist aus dieser Darstellung, dass der eigentliche Wert des Wandlungsrechts aus einer überproportionalen Beteiligung an der variablen Vermögensmasse bewirkt wird. Durch die Wandlung werden neue Gesellschaftsanteile ausgegeben. Der Wandlungspreis, der quasi als Einlage für die neuen Gesellschaftsanteile zu leisten ist, liegt bei einem werthaltigen Wandlungsrecht unter dem tatsächlichen Wert der Mitgliedschaft. Die Wandelobligationäre können in diesem Fall überproportional an der variablen Vermögensmasse partizipieren. Ist das Wandlungsrecht hingegen wertlos, liegt es genau umgekehrt. Diese Zusammenhänge sind zwar aus der Darstellung nicht ersichtlich, jedoch ist dies auch nicht zum Verständnis des Problemaufrisses erforderlich. Einzelheiten hierzu erfolgen an späterer Stelle.