

Finanzierungsinstrumente mit Aktienerwerbsrechten

Die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen
von Convertible Securities und wandelbaren
Wertpapieren in Deutschland
und den USA

Von

Torsten Wehrhahn



Duncker & Humblot · Berlin

Inhaltsverzeichnis

Einleitung.....	27
I. Wandelbare Wertpapiere und Convertible Securities.....	27
II. Ziel der Untersuchung	28
III. Methode und Gang der Untersuchung.....	28
A. Wirtschaftliche und historische Betrachtung.....	31
I. Begriffliche Einordnung.....	31
1. Finanzierungsinstrumente mit Aktienerwerbsrechten	31
2. Convertible Securities	32
3. Wandelbare Wertpapiere.....	32
II. Ökonomische Aspekte des Aktienerwerbsrechts.....	34
1. Senkung der Finanzierungskosten.....	34
a) Die Free Lunch Story, die Expensive Lunch Story und Opportunitätsverluste.....	35
b) Modigliani/Miller-Theorem.....	37
c) Reverse Modigliani/Miller-Theorem	38
aa) Steuerrechtliche Aspekte	38
bb) Reduktion der Agency Costs.....	39
cc) Asymmetrische Informationsverteilung.....	39
dd) Schonung des Cash Flow	40
2. Erhöhung der Eigenkapitalquote.....	40
a) Das Aktienerwerbsrecht als Notbehelf.....	41
b) Bessere Ausschöpfung vorhandener Finanzierungsquellen	41
c) Gestreckte Aufnahme von Eigenkapital.....	41
3. Komplexe Motive.....	42
4. Schlußfolgerung.....	42

III. Geschichte und Entwicklung	43
1. Convertible Securities in den USA	43
a) Entstehung und Entwicklung der Convertible Securities.....	43
b) Convertible Securities in der Gesetzgebung	44
2. Wandelbare Wertpapiere in Deutschland	44
a) Die Entstehung und Entwicklung der wandelbaren Wertpapiere.....	45
aa) Die Entstehungsphase.....	45
bb) Die Wiedereinführung.....	46
cc) Die Weiterentwicklung.....	47
b) Wandelbare Wertpapiere in der Gesetzgebung.....	48
3. Vergleichende Betrachtung	49
B. Convertible Securities im US-amerikanischen Recht.....	51
I. Das Recht der Business Corporation.....	51
1. Die Business Corporation Statutes und der R.M.B.C.A.....	51
2. Public und Close Corporations	52
3. Bundesrechtliche Regelungen und der Uniform Commercial Code.....	52
II. Die Rechtsnatur der Convertible Securities	54
1. Convertible Bonds.....	54
a) Der Bond Contract.....	54
b) Der Indenture.....	55
c) Das Conversion Privilege	56
d) Die Redemption Provision	58
2. Convertible Shares	59
a) Der Share Contract	59
b) Das Conversion Privilege und die Redemption Provision.....	59
3. Stock Purchase Warrants.....	60
a) Das Warrant Agreement.....	60
b) Abgrenzung zu anderen Formen des Aktienerwerbsrechts.....	61
aa) Convertible Bonds und Convertible Shares.....	61
bb) Rights.....	62
cc) Calls und LEAPS.....	62

4. Uniform Commercial Code (U.C.C.)	63
III. Die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen der Convertible Securities	64
1. Traditional Convertible Securities.....	64
a) Convertible Bonds	65
aa) Gesetzliche Grundlagen.....	65
bb) Interpretation der gesetzlichen Grundlagen.....	68
(1) Text of the Statute	68
(2) Systematische Aspekte	69
(3) Legislative History	70
(4) Policy Arguments	70
b) Convertible Shares	71
aa) Gesetzliche Grundlagen.....	71
bb) Interpretation der gesetzlichen Grundlagen.....	73
(1) Text of the Statute	73
(2) Systematische Aspekte	74
(3) Legislative History	74
(4) Policy Arguments	75
c) Stock Purchase Warrants	75
aa) Gesetzliche Grundlagen.....	75
bb) Interpretation der gesetzlichen Grundlagen.....	77
(1) Text of the Statute	77
(2) Systematische Aspekte	78
(3) Legislative History	79
(4) Policy Arguments	79
2. Nontraditional Convertible Securities (New Convertibles).....	80
a) Liquid Yield Option Notes (LYONs).....	80
b) Synthetic Convertible Securities	81
c) Mandatory Convertible Securities	82
IV. Die Rahmenbedingungen für die Ausgabe der Convertible Securities	85
1. Die Ausgestaltungs- und Ausgabekompetenz	85

a) Convertible Bonds	85
b) Convertible Shares	86
c) Stock Purchase Warrants	87
2. Die Entscheidungsfindung und Beschlüßerfordernisse	88
a) Entscheidungen des Board of Directors	88
b) Entscheidungen des Shareholders Meeting	89
V. Die Bereitstellung von Aktien zur Befriedigung der Aktienerwerbsrechte	91
1. Die Bereitstellung von Authorized but Unissued Shares	91
a) Das Authorized Capital im Rahmen der Gründungssatzung	92
b) Die Erhöhung des Authorized Capital mittels Satzungsänderung	92
2. Die Bereitstellung alter Aktien	93
3. Die Consideration	94
VI. Der Aktionärsschutz bei der Emission von Convertible Securities	96
1. Beeinträchtigung der Rechtspositionen	96
2. Das Preemptive Right	96
a) Die Doctrine of Preemptive Rights	96
b) Die normativen Grundlagen des Preemptive Right	97
aa) Opt-in Statutes	97
bb) Opt-out Statutes	98
c) Die Entstehung des Preemptive Right	98
d) Die materiellen Beschränkungen des Preemptive Right	99
aa) Ausnahmeregelungen des Common Law	100
bb) Normierte Ausnahmeregelungen	102
e) Preemptive Rights in der Praxis	103
3. Fiduciary Duties	103
a) Treuepflichten der Unternehmensleitung	103
b) Treuepflichtverletzungen	105
Zwischenergebnis	108
C. Wandelbare Wertpapiere im deutschen Recht	109
I. Europarechtliche Aspekte	109

1. Wandelbare Wertpapiere in der KapRL	109
2. Der Aktionärsschutz bei der Ausgabe wandelbarer Wertpapiere	110
II. Die Rechtsnatur der wandelbaren Wertpapiere.....	111
1. Die Wandelschuldverschreibung.....	111
a) Die Schuldverschreibung.....	111
b) Das Wandlungsrecht.....	114
aa) Die dogmatische Grundlage des Wandlungsrechts i.S.d. § 221 Abs. 1 AktG.....	114
bb) Die zivilrechtliche Begründung des Wandlungsrechts.....	114
cc) Die inhaltliche Ausgestaltung des Wandlungsrechts	115
c) Das Optionsrecht	117
aa) Die dogmatische Grundlage des Optionsrechts i.S.d. § 221 Abs. 1 AktG.....	117
bb) Die zivilrechtliche Begründung des Optionsrechts	118
cc) Die inhaltliche Ausgestaltung des Optionsrechts.....	120
dd) Die Abgrenzung des Optionsrechts aus § 221 Abs. 1 AktG zu anderen Aktienerwerbsrechten	122
(1) Nackte Aktienoptionsscheine	122
(2) Mitarbeiter-Aktienoptionen.....	122
(3) Gedeckte Optionsscheine	122
2. Die weiteren Finanzierungsinstrumente des § 221 AktG	123
a) Die Gewinnschuldverschreibung	123
b) Das Genußrecht	123
3. Die Wandel- und Optionsaktie.....	124
a) Die Aktie.....	125
b) Das Wandlungsrecht.....	126
c) Das Optionsrecht	127
III. Die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen der wandelbaren Wertpapiere	128
1. Numerus clausus zulässiger wandelbarer Wertpapiere.....	128
a) Grammatische Auslegung	128
b) Systematische Auslegung	128

aa) Norminterne Systematik	128
bb) Das Verhältnis zu den §§ 179 bis 240 AktG	129
(1) Der Anwendungsbereich des § 187 AktG	129
(2) Die Schutzfunktion des § 187 AktG	130
(3) Das Verhältnis des § 187 AktG zu § 221 AktG	131
(4) Schlußfolgerung	131
c) Historische Auslegung	132
d) Teleologische Auslegung	133
e) Schlußfolgerung	134
2. Die normative Grundlage der klassischen Wandelschuldverschreibung	134
3. Die normativen Grundlagen innovativer Wandelschuldverschreibungen ..	136
a) Die Drittemission	136
aa) Die (analoge) Anwendung des § 221 AktG	136
bb) Die (analoge) Anwendung des § 221 AktG	137
b) Das Wandeldarlehen	138
c) Die Wandel- und Options-Gewinnschuldverschreibung	139
d) Der Wandel- und Options-Genußschein	139
e) Wandel- und Optionsanleihen, die durch Vorratsaktien bedient werden	141
aa) Grammatische Auslegung	141
bb) Systematische Auslegung	142
cc) Historische Auslegung	142
dd) Teleologische Auslegung	143
f) Die Wandel- und Optionsanleihe mit schuldrechtlichem Differenzausgleich	143
aa) Die (analoge) Anwendung des § 221 Abs. 1 AktG	144
bb) Die Anwendung des § 221 Abs. 3 AktG	145
g) Die umgekehrte Wandelanleihe	146
h) Die Going-Public-Anleihe	147
i) Die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht	147
4. Die normative Grundlage des nackten Aktienoptionsscheins	148
a) Nackte Aktienoptionsscheine nach § 187 AktG	149

b) Nackte Aktienoptionsscheine (analog) § 221 Abs. 1 AktG	150
aa) Planwidrige Regelungslücke	150
bb) Vergleichbarkeit der Interessenlage und des Normzwecks	151
(1) Systematische Auslegung	151
(2) Historische Auslegung	152
(3) Teleologische Auslegung	153
(a) Übersichtlichkeit der Eigenkapitalstruktur	153
(b) Einschränkung der Spekulationsgefahr	154
c) Nackte Aktienoptionsscheine als Genußrechte i.S.d.	
§ 221 Abs. 3 AktG	156
d) Nackte Aktienoptionsscheine nach Inkrafttreten des KonTraG	157
e) Nackte Aktienoptionsscheine in der Rechtsprechung	158
5. Die gesetzliche Grundlage der Wandel- und Optionsaktie	159
a) Die Optionsaktie	159
aa) Optionsaktien nach §§ 11, 12, 139 ff. AktG	159
bb) Optionsaktien analog § 221 AktG	159
b) Die Wandelaktie	161
aa) Wandelaktien nach §§ 11, 12, 139 ff. AktG	161
bb) Wandelaktien nach § 221 AktG	161
IV. Die Rahmenbedingungen für die Ausgabe	
der wandelbaren Wertpapiere	162
1. Wandelschuldverschreibungen	162
a) Die Beschlußkompetenz	162
b) Beschlußarten	163
c) Die Entscheidungsfindung und Beschlußerfordernisse	163
aa) Formelle Beschlußerfordernisse	163
bb) Materielle Beschlußerfordernisse	164
d) Die Grenzen des Ermächtigungsbeschlusses	164
2. Nackte Aktienoptionsscheine	165
3. Optionsaktien	165
4. Wandelaktien	166

V. Die Bereitstellung von Aktien zur Bedienung der Aktienerwerbsrechte.....	167
1. Die bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG).....	167
a) Der Anwendungsbereich der bedingten Kapitalerhöhung	167
aa) Grammatische Auslegung	168
bb) Systematische Auslegung.....	169
cc) Historische Auslegung.....	169
dd) Teleologische Auslegung	170
(1) Schutz vor einer nachteiligen Selbstbindung.....	170
(2) Der Grundsatz der Subsidiarität	170
(3) Das Leitbild des Gesetzgebers.....	171
(a) Kombination aus Fremd- und Eigenfinanzierung.....	171
(b) Hilfsfunktion des Aktienerwerbsrechts	172
(c) Verbesserung der Unternehmensfinanzierung.....	172
b) Die Bereitstellung eines bedingten Kapitals für (innovative) Wandelschuldverschreibungen	173
aa) Drittemissionen.....	173
bb) Wandeldarlehen	175
cc) Wandel- und Options-Gewinnschuldverschreibungen	175
dd) Wandel- und Options-Genußscheine	175
ee) Wandelschuldverschreibungen mit schuldrechtlichem Differenzausgleich.....	175
ff) Umgekehrte Wandelanleihen.....	175
gg) Going-Public-Wandelschuldverschreibungen.....	176
hh) Wandelanleihen mit Wandlungspflicht	176
c) Die Bereitstellung eines bedingten Kapitals für nackte Aktienoptionsscheine.....	177
d) Die Bereitstellung eines bedingten Kapitals für Optionsaktien	178
e) Die Bereitstellung eines bedingten Kapitals für Wandelaktien.....	178
f) Die Beschlußkompetenz.....	179
g) Formelle Beschlußerfordernisse	180
h) Materielle Beschlußerfordernisse	180

i) Der Zeitpunkt der Kapitalerhöhung.....	181
2. Die genehmigte Kapitalerhöhung.....	181
3. Die ordentliche Kapitalerhöhung.....	183
4. Die Bereitstellung alter Aktien.....	184
a) Der Erwerb eigener Aktien.....	184
b) Weitere Möglichkeiten der Bereitstellung alter Aktien.....	185
VI. Der Aktionärsschutz bei der Emission	
von wandelbaren Wertpapieren.....	186
1. Beeinträchtigung der Rechtspositionen der Aktionäre.....	186
a) Die Verwässerung der Beteiligungsquote und des Stimmenanteils.....	186
b) Die Verwässerung des wirtschaftlichen Wertes der Aktien.....	186
c) Schutzmechanismen des AktG.....	187
2. Das Bezugsrecht auf Wandelschuldverschreibungen.....	187
3. Der Ausschluß des Bezugsrechts	
(§§ 221 Abs. 4 S. 2, 186 Abs. 3, 4 AktG).....	188
a) Formelle Voraussetzungen.....	188
b) Materielle Voraussetzungen.....	189
c) Der vereinfachte Ausschluß des Bezugsrechts	
(§ 186 Abs. 3 S. 4 AktG).....	190
d) Der vereinfachte Ausschluß des Bezugsrechts auf	
Wandelschuldverschreibungen	
(§§ 221 Abs. 4 S. 2, 186 Abs. 3 S. 4 AktG).....	190
e) Der vereinfachte Ausschluß des Bezugsrechts auf nackte	
Aktienoptionsscheine und innovative Wandelschuldverschreibungen ..	192
4. Der Schutz der Aktionäre durch fiduziarische Pflichten.....	193
Zwischenergebnis.....	194
D. Convertible Securities und wandelbare Wertpapiere im Vergleich.....	196
I. Die vertrags- bzw. zivilrechtlichen Grundlagen.....	196
1. Fremdfinanzierungsinstrumente mit unselbständigen	
Aktienenerwerbsrechten (Convertible Bonds und Wandelanleihen).....	196
2. Eigenfinanzierungsinstrumente mit unselbständigen	
Aktienenerwerbsrechten (Convertible Shares und Wandelaktien).....	197
3. Selbständige Aktienenerwerbsrechte (Stock Purchase Warrants und	
Aktienoptionsscheine).....	198

II. Die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen	199
1. Fremdfinanzierungsinstrumente mit unselbständigen Aktienerwerbsrechten.....	199
a) Text of the Statute / Grammatische Auslegung.....	199
b) Systematische Aspekte	201
c) Policy Arguments / Teleologische Auslegung	203
2. Eigenfinanzierungsinstrumente mit unselbständigen Aktienerwerbsrechten.....	204
a) Text of the Statute / Grammatische Auslegung.....	204
b) Systematische Aspekte	205
c) Policy Arguments / Teleologische Auslegung	205
d) Aufnahme einer speziellen Legitimationsgrundlage für Wandelaktien in das AktG	205
3. Selbständige Aktienerwerbsrechte	207
a) Text of the Statute / Grammatische Auslegung.....	207
b) Systematische Aspekte	208
c) Policy Arguments / Teleologische Auslegung	209
d) Aufnahme einer speziellen Legitimationsgrundlage für selbständige Aktienerwerbsrechte in das AktG?.....	210
aa) Ökonomische Aspekte	210
bb) Rechtspolitische Aspekte	210
(1) Die Übersichtlichkeit der Eigenkapitalstruktur	210
(2) Die Spekulationsgefahr	211
(3) Die Funktion der Gesellschaft.....	213
(4) Übernahme international üblicher Standards.....	214
cc) Rechtliche Aspekte	214
4. Schlußfolgerung	216
III. Beschlußkompetenz und Beschlußvoraussetzungen.....	217
1. Die Beschlußkompetenz.....	217
a) Fremdfinanzierungsinstrumente mit unselbständigen Aktienerwerbsrechten	217
aa) Vergleichende Betrachtung	217
bb) Übertragung der Beschlußkompetenz auf den Vorstand?	218

(1) Ökonomische Aspekte.....	218
(2) Rechtliche Aspekte.....	219
(a) Sinn und Zweck des Beschlußerfordernisses	219
(b) Systematik des Beschlußerfordernisses.....	220
(c) Europarechtliche Aspekte.....	221
b) Eigenfinanzierungsinstrumente mit unselbständigen Aktienerwerbsrechten	224
c) Selbständige Aktienerwerbsrechte	225
aa) Vergleichende Betrachtung	225
bb) Übertragung der Beschlußkompetenz auf den Vorstand?	226
2. Die Beschlußvoraussetzungen.....	227
a) Die Beschlußkompetenz der Unternehmensleitung	227
b) Die Beschlußkompetenz der Aktionärsversammlung	227
3. Schlußfolgerung	228
IV. Die Bereitstellung von Aktien zur Befriedigung der Aktienerwerbsrechte	230
1. Die Ausgabe von Aktien im Rahmen der Gründungsverfassung	230
a) Vergleichende Betrachtung.....	230
b) Die Bereitstellung eines bedingten Kapitals im Rahmen der Gründungssatzung	231
2. Die Ausgabe von Aktien im Anschluß an eine Kapitalerhöhung	232
a) Vergleichende Betrachtung.....	232
b) Entfernung der Zweckbeschränkung aus dem bedingten Kapital	233
aa) Ökonomische Aspekte	233
bb) Rechtliche Aspekte.....	234
(1) Die Systematik der Zweckbeschränkung.....	234
(2) Der Sinn und Zweck der Zweckbeschränkung	235
3. Die erneute Ausgabe eigener Aktien	236
4. Schlußfolgerung	237
V. Der Aktionärsschutz	238
1. Das Voraberwerbsrecht.....	238
a) Ökonomische Betrachtung des Voraberwerbsrechts.....	238

b) Die dogmatische Grundlage des Voraberwerbsrechts	241
aa) Vergleichende Betrachtung	241
bb) Modifikation des Bezugsrechts im Rahmen der (Gründungs-) Satzung?	242
c) Der Anwendungsbereich des Voraberwerbsrechts.....	242
aa) Vergleichende Betrachtung	242
bb) Aufnahme eines Katalogs mit Ausnahmeregelungen in den § 186 AktG?	243
d) Der Ausschluß des Voraberwerbsrechts	244
aa) Vergleichende Betrachtung	244
bb) Vereinfachung des Bezugsrechtsausschlusses.....	245
cc) Der vereinfachte Bezugsrechtsausschluß für Wandelschuldverschreibungen und andere wandelbare Wertpapiere	246
(1) Klassische Wandelschuldverschreibungen	247
(2) Innovative Wandelschuldverschreibungen.....	247
(3) Selbständige Aktienoptionsscheine	248
(4) Optionsaktien	248
(5) Wandelaktien.....	249
2. Die fiduziarische Bindung der Mehrheits- und Verwaltungsmacht	249
a) Vergleichende Betrachtung.....	249
b) Die fiduziarische Bindung als alternativer Aktionärsschutzmechanismus?	251
3. Schlußfolgerung	252
Zwischenergebnis	253
E. Erkenntnisse der Untersuchung und Gesetzesänderungsvorschlag.....	254
I. Erkenntnisse der Untersuchung.....	254
II. Gesetzesänderungsvorschlag.....	256
§ 221 AktG-E.....	256
§ 192 AktG-E.....	256
§ 193 AktG-E.....	257
§ 186 Abs. 6 AktG-E.....	257
III. Erläuterung und Begründung des Gesetzesänderungsvorschlags	258

1. Deregulierung und Ergänzung des § 221 AktG.....	258
2. Deregulierung bzw. Ergänzung des § 192 AktG.....	260
3. Ergänzung des § 193 Abs. 1 AktG.....	260
4. Ergänzung des § 186 AktG.....	261
Rechtsprechungsübersicht USA.....	262
Rechtsprechungsübersicht Deutschland.....	264
Literaturverzeichnis.....	265
Stichwortverzeichnis.....	276