

“WANDELANLEIHE MIT WANDLUNGSPFLICHT”

- EINE DEUTSCHE *EQUITY NOTE*?

*Michael Rozijn**)

Inhaltsübersicht

Inhalt	II
I. Grundlagen	2
II. Veranlaßte oder zwingende Wandlung	5
III. Vereinbarung und Bedeutung einer Wandlungspflicht	8
IV. Aktienrechtliche Zulässigkeit einer Wandlungspflicht	16
V. Inhaltskontrolle nach dem AGBG	33
VI. Wandelanleihe mit Wandlungspflicht als Börsentermingeschäft, § 50 BörsG	43
VII. Spiel- und Differenzeinwand, §§ 762, 764 BGB	50
VIII. Konsequenzen für die Anlageberatung	51
IX. Ergebnisse	53

Inhalt

I. Grundlagen	2
1. Inhalt des Leistungsversprechens einer Wandelanleihe	3
2. Umtauschrecht im Sinne des § 221 Abs. 1 S. 1 AktG	4
II. Veranlaßte oder zwingende Wandlung	5
1. Leistungsversprechen der Aktienlieferung	5
2. Bezugserklärung bei Erwerb der Wandelanleihe	6
3. Kündigungsrecht der Emittentin	6
4. Umtauschrecht der Emittentin	7
5. Schuldrechtliche Verpflichtung zur Wandlung am Ende der Laufzeit	7
III. Vereinbarung und Bedeutung einer Wandlungspflicht	8
1. Das Beispiel der Daimler Benz AG-Wandelanleihe mit Pflichtwandlung	8
2. Wandlungspflicht und Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Emittentin	8
3. Durchsetzbarkeit einer Wandlungspflicht	11
4. Anlehnung an die herkömmliche Wandelanleihe	12
5. Finanzökonomische Überlegungen	12
a) Risikokomponenten einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht	12
b) Vergleich mit einer Kaufoption	14
c) Konsequenzen aus der Risikoeinschätzung des Anlegers	15
IV. Aktienrechtliche Zulässigkeit einer Wandlungspflicht	16
1. § 57 AktG	16
a) Zinszahlungen	17
b) Zahlung an Aktionäre	17
aa) Gesellschafterstellung des Investors	17
bb) Zukünftige Aktionärsstellung des Wandelanleihegläubigers	20
cc) Verdeckte Leistungen	21
(1) Zweck des § 57 AktG	21

	3
(2) Umgehungsgeschäft	22
(3) Zinszahlungen bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht	23
2. Wertungsaspekte aus der Diskussion um <i>naked warrants</i>	25
a) Wandelanleihen mit Pflichtwandlung und <i>naked warrants</i>	25
b) Meinungsstand zur Frage der Zulässigkeit <i>naked warrants</i>	27
c) Folgerungen für die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht	27
aa) Anwendbarkeit des § 221 AktG auf die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht	28
bb) Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen § 187 AktG und §§ 192 Abs. 2, 221 AktG	28
cc) Zulässigkeit einer bedingten Kapitalerhöhung nach § 192 AktG	29
dd) Bedeutung eines normativen Leitbildes aus § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG	30
(1) Kombination von Fremd- und Eigenfinanzierung	31
(2) Hilfsfunktion des Umtauschrechts	32
(3) Verbesserung der Unternehmensfinanzierung	33
3. Zwischenergebnis	33
V. Inhaltskontrolle nach dem AGBG	33
1. Kein Ausschluß nach § 23 Abs. 1 AGBG	34
2. Wandelanleihebedingungen als AGB im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 AGBG	34
a) Eigenemission	34
b) Fremdemission	35
3. Überraschende Klauseln, § 3 AGBG	36
a) Ungewöhnlichkeit der Wandlungspflicht-Klausel	36
b) Überraschender Charakter der Wandlungspflicht-Klausel	37
4. Schranken der Inhaltsbestimmung, § 8 AGBG	38
a) Grundsätzliche Schranken der Inhaltsbestimmung nach § 8 AGBG	38
b) Schranken der Inhaltsbestimmung bei einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht	39
5. Transparenzgebot, § 9 AGBG	41

	4
VI. Wandelanleihe mit Wandlungspflicht als Börsentermingeschäft, § 50 BörsG	43
1. Einleitung	43
2. Börsentermingeschäft	43
a) Aufgeschobener Erfüllungszeitpunkt	44
b) Vergleich mit selbständigen oder abgetrennten Optionsscheinen	45
c) Termingeschäftsspezifisches Risiko	47
VII. Spiel- und Differenzeinwand, §§ 762, 764 BGB	50
VIII. Konsequenzen für die Anlageberatung	51
IX. Ergebnisse	53

Als “Wandelschuldverschreibung im eigentlichen und engeren Sinne”¹ ist die Wandelanleihe nach § 221 Abs. 1 AktG eine Schuldverschreibung, die dem Gläubiger ein Umtauschrecht in Aktien gewährt. Nach herkömmlichem Verständnis verbindet sie die Sicherheit der Kapitalrückzahlung mit einem “spekulativen” Element in Form des Umtauschrechts. Der Anleger kann am Zuwachs des Unternehmenswertes teilnehmen, ohne das aktionärstypische Risiko des Unternehmenswertverlustes tragen zu müssen. Eine solche Kombination von Sicherheit und aktionärstypischen Gewinnchancen bietet nicht nur für den Anleger, sondern auch für den Emittenten Vorteile. Für das Unternehmen ist zudem von Interesse, das Kapital des Anlegers möglichst langfristig zu binden. Auf der Suche nach neuen Finanzierungsquellen sind die Unternehmen allerdings darauf angewiesen, immer differenziertere Finanztitel zu emittieren und sich dadurch verstärkt den unterschiedlichen Anlegerinteressen anzupassen. Hierbei auf ein eher konservatives, auf Sicherheit bedachtes Instrument wie die Wandelanleihe zurückzugreifen, mag zunächst erstaunen. Mit der Einführung einer Wandlungspflicht verschiebt sich allerdings das Verhältnis von Sicherheit und Teilnahme an der Unternehmenswertentwicklung. Damit entsteht ein äußerst spekulatives Instrument, das sich mit dem herkömmlichen Verständnis einer Wandelanleihe kaum mehr deckt. Die Praxis setzt dieses Instrument bereits ein. So emittierte die Daimler Benz AG am 23. März 1997 eine “Daimler Benz AG Wandelanleihe von 1997/2002 mit Pflichtwandlung am Ende der Laufzeit”. Hiermit betrat die Daimler Benz AG Neuland auf den europäischen Finanzmärkten.² Weitere Gesellschaften ziehen die Begebung einer Wandelschuldverschreibung mit Wandlungspflicht ebenfalls in Betracht.³

Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, die rechtlichen Rahmenbedingungen der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht zu beleuchten und die Bedeutung und rechtlichen Konsequenzen der Wandlungspflicht für die Beteiligten zu bestimmen. Ausgangspunkt ist die Wandelanlei-

*) Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück.

¹ Vgl. *Kallrath*, Die Inhaltskontrolle der Wertpapierbedingungen von Wandel- und Optionsanleihen, Gewinnschuldverschreibungen und Genußscheinen, 1994, S. 4; Geßler/Hefermehl/*Karollus*, Aktiengesetz, Band IV §§ 179-240, 1994, § 221 Rn. 19; Kölner Kommentar/*Lutter*, Aktiengesetz, Band 5/1 §§ 179-240 AktG, 2. Auflage, 1993, § 221 Rn. 2; *Schumann*, Optionsanleihen, 1990, S. 15.

² *O. V.*, Daimler-Wandel mit Zwangsumtausch, Börsenzeitung vom 17.04.1997, S. 4.

³ Vgl. die Einladung zur Hauptversammlung der Thyssen Aktiengesellschaft, Bundesanzeiger Nr. 24 vom 5. Februar 1997, S. 1183, unter Tagesordnungspunkt 6 a) Ermächtigung zur Ausgabe von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen: “... Schließlich können die Umtauschbedingungen auch eine Wandlungspflicht begründen.”

he nach herkömmlichem Verständnis. Hier sind kurz die Grundlagen des Leistungsversprechens und des Umtauschrechts zu rekapitulieren (I.). Für die Erörterung der Wandlungspflicht (II.-III.) ist es hilfreich, die einzelnen Risikopositionen dieses Finanztitels aufzuzeigen (dazu unten III. 5). Aktienrechtliche Fragen (dazu unten IV.) betreffen zunächst das Zinszahlungsverbot gemäß § 57 AktG. Ferner sind die Vereinbarkeit mit § 221 AktG und die Zulässigkeit der Unterlegung mit bedingtem Kapital nach § 192 AktG zu klären. Vergleichsweise wird die Diskussion um *naked warrants* (sog. nackte Optionsscheine) herangezogen. Weitere Überlegungen betreffen die Inhaltskontrolle nach dem AGBG (V.) und die Frage, ob ein Börsentermingeschäft (VI.) sowie ein Differenzgeschäft oder Spiel (VII.) vorliegt. Folgerungen aus diesen Überlegungen betreffen schließlich die Anlageberatung der Banken (dazu unten VIII.).

I. Grundlagen

Wandelschuldverschreibungen sind in Urkunden verbrieftete Leistungsversprechen (Schuldverschreibungen), die auf eine bestimmte, in der Regel festverzinsliche Geldsumme lauten. Im Vergleich zu einer gewöhnlichen Obligation nach §§ 793 ff. BGB gewährt die Wandelschuldverschreibung dem Berechtigten zusätzlich ein Umtauschrecht auf Aktien der schulden AG, § 221 Abs. 1 S. 1 AktG.⁴ Demnach begründen die Wandelschuldverschreibungen für den Gläubiger ein Recht auf Rückzahlung des Nennbetrages sowie das Recht, diesen Anspruch gegen eine bestimmte Anzahl Aktien einzutauschen.⁵ Der Gläubiger kann zum Umtausch in Aktien erst bei Ablauf der Laufzeit oder auch bereits während der Laufzeit berechtigt sein.⁶

⁴ Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts/*Krieger*, Band 3, Aktiengesellschaft, 1988, § 63 Rn. 4; KölnKomm/*Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 22.

⁵ *Hüffer*, Aktiengesetz, 3. Auflage 1997, § 221 Rn. 4.

⁶ MünchHdB/*Krieger* (Fußn. 4), § 63 Rn. 4.

1. Inhalt des Leistungsversprechens einer Wandelanleihe

Als Schuldverschreibung im allgemeinen zivilrechtlichen Sinn der §§ 793 ff. BGB⁷ beinhaltet die Wandelanleihe nach § 793 Abs. 1 BGB das Versprechen einer Leistung. Als Gegenstand eines solchen Leistungsversprechens kommen insbesondere Geldleistungen in Betracht, aber auch Leistungen sonstiger Art, wie Waren oder Wertpapiere.⁸ Zumeist geht die Literatur davon aus, daß das Leistungsversprechen der Wandelanleihe - abgesehen vom Umtauschrecht - auf die Rückzahlung des Nennbetrages gerichtet ist.⁹ Dies ist regelmäßig wohl auch der Fall.¹⁰ Ob darüber hinaus Gestaltungen denkbar sind, die *anstelle* der Rückzahlung des Nennbetrages den Umtausch in Aktien vorsehen, wird nicht erörtert. Im Zusammenhang mit der Zweckbestimmung für den Beschluß der Hauptversammlung zur bedingten Kapitalerhöhung (§ 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG) geht *Lutter* von einer Wandelschuldverschreibung aus, der ein "Zahlungsversprechen" gemäß §§ 793 ff. BGB zugrunde liegt.¹¹ Legt man jedoch das zivilrechtliche Verständnis der Schuldverschreibung nach § 793 BGB zugrunde, so ergeben sich grundsätzlich keine Bedenken, als Gegenstand des Leistungsversprechens einer Wandelschuldverschreibung auch z. B. die Lieferung von Aktien anstelle der Rückzahlung des Nennbetrages vorzusehen. Hierbei würde also der schuldverschreibungsrechtliche Teil einer solchen Wandelschuldverschreibung das Leistungsversprechen beinhalten, in Höhe des investierten Kapitals Aktien der Gesellschaft an den Berechtigten auszugeben.

⁷ *Henn*, Handbuch des Aktienrechts, 5. Auflage 1994, Rn. 1292; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1) § 221 Rn. 7.

⁸ *Staudinger/Marburger*, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Zweites Buch, §§ 741-822, 12. Auflage 1986, § 793 Rn. 6; *Richardi*, Wertpapierrecht, 1987, S. 70; *MünchKomm/Hüffer*, Bürgerliches Gesetzbuch, Band 5, Schuldrecht-Besonderer Teil III, §§ 705-853, 3. Auflage 1997, § 793 Rn. 7; *Palandt/Thomas*, Bürgerliches Gesetzbuch, 56. Auflage 1997, § 793 Rn. 2.

⁹ Vgl. *Hüffer*, AktG (Fußn. 5), § 221 Rn. 4; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 7; *MünchHdB/Krieger* (Fußn. 4), § 63 Rn. 4; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 6, 92, 103; *Großkommentar/Schilling*, Aktiengesetz, 3. Band, §§ 179-290, 3. Auflage 1973, § 221 Anm. 1.

¹⁰ So: *Kallrath* (Fußn. 1) S. 4; *Schumann* (Fußn. 1), S. 16 f.

¹¹ *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 192 Rn. 4, § 221 Rn. 103 (Zahlung einer bestimmten Geldsumme und der vereinbarten Zinsen); vgl. auch *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 1995, § 9 Rn. 158: Kapitalrückzahlung; *Rusch*, Die Wandelschuldverschreibung, 1956, S. 38 ff.: Nach dem in der Wirtschaft verwendeten Begriff beinhaltet die Schuldverschreibung ein verbrieftes Leistungsversprechen, das einem Kreditverhältnis entspringen muß und eine Verpflichtung zur Rückzahlung begründet.

2. Umtauschrecht im Sinne des § 221 Abs. 1 S. 1 AktG

Typischerweise hat der Gläubiger einer Wandelanleihe die Wahl, die Schuldverschreibung zu behalten oder diese zugunsten des Aktienbezuges aufzugeben, d.h. auf die in der Schuldverschreibung verbrieften Rechte, wie beispielsweise die Rückzahlung des für den Erwerb der Anleihe eingesetzten Kapitals und die Festverzinsung, zu verzichten.¹²

Für die Einordnung als Wandelanleihe ist erforderlich, daß dem Wandelanleihegläubiger ein Recht auf den Bezug von Aktien gewährt wird, wobei der Umstand, daß dieses Bezugsrecht noch unter weiteren, wenn auch vom Willen der AG abhängigen Bedingungen steht, nicht schadet. Eine Wandelschuldverschreibung im Sinne des § 221 AktG liegt jedoch dann nicht vor, wenn der Umtausch lediglich auf eine Erklärung der AG hin erfolgen kann.¹³ Hier wäre eben kein Gestaltungsrecht des Gläubigers gegeben, so daß zumindest nach dem Wortlaut des § 221 Abs. 1 AktG eine Wandelanleihe nicht gegeben ist. Im Hinblick auf den Schutzzweck des § 221 AktG, die Interessen der Aktionäre durch besondere Anforderungen an die Begebung der in § 221 AktG geregelten Finanztitel zu sichern¹⁴, erscheint es aber vertretbar, auch der Emittentin ein Umtauschrecht einzuräumen, über das sie frei verfügen kann, sofern nur auch dem Gläubiger der Anleihe ein eigenes Umtauschrecht zusteht¹⁵.

Die Wandlungserklärung des Anleiheberechtigten enthält - aufgrund §§ 192 Abs. 5, 198 AktG vergleichbar mit der Bezugserklärung - die zwei Elemente "Ausübung einer Gestaltungsbefugnis" und "Abgabe einer Willenserklärung auf Abschluß eines Zeichnungsvertrages". Mit der Gestaltungserklärung übt der Anleger das Wahlrecht aus, statt der Schuldverschreibung den Bezug von Aktien zu wählen, und bewirkt damit den Untergang der Anleiheforderung.¹⁶ Mit der Ausübung der Gestaltungsbefugnis ändert sich das Schuldverhältnis

¹² Geßler/Hefermehl/Karollus, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 19; KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 6.

¹³ Georgakopoulos, Zur Problematik der Wandelschuldverschreibungen, ZHR 120 (1957), 84, 87; Geßler/Hefermehl/Karollus, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 8; Rusch (Fußn. 11), S. 42; offensichtlich enger: Meyer, Wandelschuldverschreibungen, BB 1955, 549, der die Umwandlung in das ausschließliche Ermessen des Wandelanleihegläubigers stellt und jegliche Abhängigkeit von der Anleiheschuldnerin ablehnt.

¹⁴ Hüffer, AktG (Fußn. 5), § 221 Rn. 1; Geßler/Hefermehl/Karollus, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 5.

¹⁵ Im Ergebnis ebenso: Rusch (Fußn. 11), S. 42, 59; a.A. Georgakopoulos, ZHR 120 (1957), 84, 87.

¹⁶ Geßler/Hefermehl/Karollus, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 145.

derart, daß von einer Schuldverschreibung überhaupt nicht mehr die Rede ist; das Schuldverhältnis zwischen AG und Anleiheberechtigten beschränkt sich nunmehr auf das Recht und die Pflicht zum Abschluß eines Barzeichnungsvertrages.¹⁷ Die Gestaltungsbefugnis ist als Ersetzungsbefugnis anzusehen, die dem Anleger das Wahl- und Gestaltungsrecht gibt, unter Aufgabe seines Gläubigerrechts Aktionär zu werden (*facultas alternativa*).¹⁸ Die für die Geltendmachung der Gestaltungsbefugnis notwendige, einseitige empfangsbedürftige Willenserklärung des Berechtigten gegenüber der AG kann mit der Willenserklärung zum Abschluß des entsprechenden Zeichnungsvertrages in einer Erklärung verbunden sein.¹⁹

II. Veranlaßte oder zwingende Wandlung

Ausgehend von einer Wandelanleihe, bei der nach herkömmlichen Verständnis die Emittentin nicht die Aktienlieferung, sondern die Rückzahlung des Nominalbetrages als Leistung verspricht, lassen sich verschiedene Möglichkeiten bedenken, die den Anleger zu einer Wandlung der Anleihe spätestens zum Ende der Laufzeit veranlassen. Im wesentlichen geht es von Seiten der Emittentin darum, bereits im Zeitpunkt der Emission der Anleihe die Abnahme junger Aktien durch die Inhaber der Anleihe weitgehend sicherzustellen.

1. Leistungsversprechen der Aktienlieferung

Die Möglichkeit, als Leistung des schuldverschreibungsrechtlichen Teils der Wandelschuldverschreibung die Lieferung von Aktien zu versprechen, wurde bereits erwähnt (s. dazu oben I. 1.). Gleichwohl würde sich eine solche Schuldverschreibung allein auf den Abschluß eines Barzeichnungsvertrages über junge Aktien beschränken. Ein Umtauschrecht in Form der Ersetzungsbefugnis kann dabei nicht bestehen, da der Anleger keine Wahl zwischen Gläubiger- und Aktionärsstellung hat. Auch findet keine Wandlung der Anleihe in Aktien statt, da die Lieferung junger Aktien die Erfüllung des Leistungsversprechens darstellt. Das

¹⁷ *Kallrath* (Fußn. 1), S. 4; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 146; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 94; hierbei ist streitig, ob diese Rechtsänderung mit Wirkung ex tunc (so: *Lutter*, a.a.O.) oder ex nunc (so: *Karollus*, a.a.O.) erfolgt.

¹⁸ *Hüffer*, AktG (Fußn. 5), § 221 Rn. 4 f.; *MünchKomm/Hüffer*, BGB (Fußn. 8), § 793 Rn. 27; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 146; *Rusch* (Fußn. 11), S. 44; *Schumann* (Fußn. 1), S. 31; *Claussen* (Fußn. 11), § 9 Rn. 158.

¹⁹ *Hüffer*, AktG (Fußn. 5), § 221 Rn. 5; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 145, 147; *MünchHdB/Krieger* (Fußn. 4), § 63 Rn. 14; ähnlich: *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 94.

Leistungsversprechen der Lieferung junger Aktien kann folglich einer Wandelanleihe nicht zugrunde liegen.

2. Bezugserklärung bei Erwerb der Wandelanleihe

Weiter ist zu überlegen, ob dem Anleger die Ausübung seiner Gestaltungsbefugnis bereits mit Erwerb der Wandelanleihe abgefordert werden könnte. Da mit Ausübung der Gestaltungsbefugnis die Forderung aus der Schuldverschreibung erlischt²⁰, würde der Anleihegläubiger hiermit von vornherein keine Wandelanleihe, sondern lediglich das Recht erwerben, von der Emittentin den Abschluß eines Zeichnungsvertrages über Aktien der Emittentin verlangen zu können. Hierbei handelte es sich lediglich um ein verbrieftes Bezugsrecht, während eine Wandelanleihe gar nicht erst entstände. Zudem kommt die getrennte Ausübung der Wandlungs- und Bezugserklärungen für das Umtauschrecht nicht in Betracht, da diese Erklärungen zumindest bei Unterlegung mit bedingtem Kapital gemäß §§ 192 Abs. 5, 198 AktG in einer einheitlichen Erklärung abzugeben sind²¹.

3. Kündigungsrecht der Emittentin

Vertragsbestandteil einer Wandelschuldverschreibung kann das Recht der AG sein, die Anleihe vorzeitig unter Einhaltung einer bestimmten Frist zu kündigen.²² Mit Wirksamwerden der Kündigung erlöschen nicht nur die Ansprüche auf Rückzahlung und Verzinsung, sondern auch das Umtauschrecht des Anleihegläubigers. Die Emittentin kann nun die Wandlung erzwingen, indem sie den Zeitpunkt der Kündigung danach aussucht, daß der Anleger den Umtausch der Anleihe einer Auszahlung des Nominalbetrages vorzieht. Damit hängt die Möglichkeit der Teilnahme des Wandelgläubigers an der positiven Entwicklung des Aktienkurses von der Entscheidung des Anleiheschuldners über eine Kündigung ab, soweit letzterem ein unbeschränktes ordentliches Kündigungsrecht zusteht.²³ Sofern der Wandelgläubi-

²⁰ Vgl. hierzu oben bei Fußn. 16 und 17.

²¹ Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 1), § 198 Rn. 4; Geßler/Hefermehl/Karollus, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 147.

²² KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 104; Rusch (Fußn. 11), S. 53, 58; Großkomm/Schilling, AktG (Fußn. 9), § 221 Anm. 4.

²³ Kallrath (Fußn. 1), S. 148, der allerdings in der Einräumung eines unbeschränkten Kündigungsrechts der Anleiheschuldnerin, dessen Geltendmachung nicht vom Erreichen einer bestimmten Kurshöhe abhängig ist, eine unangemessene Benachteiligung des Anleihegläubigers sieht. Danach ist eine solche

ger innerhalb der Kündigungsfrist von seinem Umtauschrecht Gebrauch machen kann, führt der Einsatz eines Kündigungsrechts des Anleiheschuldners dazu, daß der Anleger zur Ausübung seines Umtauschrechts veranlaßt wird.²⁴ Gleichwohl ist hiermit noch nicht garantiert, daß der Gläubiger auch tatsächlich sein Umtauschrecht ausübt. Insbesondere im Hinblick auf die unbestimmte Kursentwicklung der Aktie ist bei Begebung der Wandelanleihe nicht erkennbar, wann und ob das Kündigungsrecht ausgeübt werden soll.

4. Umtauschrecht der Emittentin

Die Möglichkeit, auch der Emittentin ein Umtauschrecht einzuräumen, wurde bereits erwähnt.²⁵ Wenn der Emittentin ein solches Umtauschrecht zusteht, kann der Anleger grundsätzlich nicht mehr sicher mit der Kapitalrückzahlung rechnen. Bereits die Einräumung eines Umtauschrechts der Emittentin bewirkt - vergleichbar mit einem ordentlichen Kündigungsrecht - eine deutliche Einflußnahme auf die Entscheidungsfindung der Anleger darüber, ob und wann sie ihr eigenes Umtauschrecht ausüben. Von einer Ausübung wird die Emittentin bei hohen Aktienkursen Abstand nehmen, da statt der Wandlung die Auszahlung des Nennbetrages und eine ordentliche Kapitalerhöhung einen höheren Eigenkapitalzufluß erwarten lassen. Die Attraktivität eines Umtauschrechts der Emittentin findet zudem eine Beschränkung in § 10 Nr. 4 AGBG, wonach die formularmäßige Vereinbarung einer solchen Ersetzungsbefugnis an dieser Regelung zu messen ist²⁶.

5. Schuldrechtliche Verpflichtung zur Wandlung am Ende der Laufzeit

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, den Anleihehaber schuldrechtlich zur Wandlung zu verpflichten. Hiermit entsteht eine weitgehende Sicherheit für die Emittentin, daß sie den Nominalbetrag nicht auszahlen muß und statt dessen junge Aktien liefern kann. Diese Gestaltung ist im wesentlichen Gegenstand der weiteren Ausführungen.

Regelung in den Anleihebedingungen nach § 242 BGB oder nach § 9 AGBG unwirksam. Zur Anwendbarkeit des AGBG vgl. unten V. 2. Bedenken aufgrund der Erwartungshaltung der Anleger werden auch gegenüber dem Recht der Emittentin geäußert, das Optionsrecht eines Optionscheins bei Erreichen eines bestimmten Aktienkurses aufzuheben, vgl. *Schumann* (Fußn. 1), S. 58, Fußn. 31.

²⁴ *Rusch* (Fußn. 11), S. 59; vgl. hierzu auch *Brealy/Myers*, Principles of Corporate Finance, 4th edition 1991, S. 544 ff.

²⁵ Vgl. hierzu oben bei Fn. 15.

²⁶ *Palandt/Heinrichs*, BGB (Fußn. 8), § 262 Rn. 8; zur Anwendbarkeit des AGBG auf Anleihebedingun-

III. Vereinbarung und Bedeutung einer Wandlungspflicht

1. Das Beispiel der Daimler Benz AG-Wandelanleihe mit Pflichtwandlung

Am 26.3.1997 beschloß der Vorstand der Daimler-Benz AG die Begebung von nachrangigen Inhaber-Teilschuldverschreibungen der “Deutsche Mark Wandelanleihe von 1997/2002 mit Pflichtwandlung am Ende der Laufzeit in Inhaber-Stammaktien der Daimler-Benz Aktiengesellschaft”²⁷. Am Ende der Laufzeit wird grundsätzlich kein Geld gezahlt; statt dessen werden DB-Aktien geliefert.²⁸ Die Besonderheit der Pflichtwandlung wird bereits im Titel der Wandelanleihe deutlich hervorgehoben. Die Pflichtwandlung und ihre Durchführung sind im einzelnen in § 9 DB-Wandelanleihebedingungen²⁹ geregelt. Übt der Anleihegläubiger sein Wandlungsrecht in der Zeit vom 16.5.1997 bis zum 4.6.2002 nicht aus, findet gemäß § 9 (1) DB-WAB die Pflichtwandlung statt. Nach § 9 (2) DB-WAB erfolgt die Lieferung der Aktien nach der Pflichtwandlung “anstatt der Leistung irgendeiner Kapitalrückzahlung auf die Teilschuldverschreibungen”. Ab dem 14.6.2002 hat “ein Anleihegläubiger keine weiteren Rechte und Ansprüche aus den Teilschuldverschreibungen mit Ausnahme des Anspruchs auf Lieferung der Aktien...”, § 9 (2) DB-WAB. Eine Rückzahlung des Nennbetrages ist nur für Ausnahmefälle vorgesehen.

2. Wandlungspflicht und Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Emittentin

Trotz der Wandlungspflicht behält der Anleger die Möglichkeit, während der Laufzeit die Wandelanleihe in Aktien umzutauschen. Bis zum Umtausch hat er einen Anspruch auf Auszahlung der vereinbarten Zinsen. Am Ende der Laufzeit steht ihm dagegen kein Wahlrecht zwischen Aktienbezug und Kapitalrückzahlung mehr zu, sondern er wird zur Abnahme der Aktien verpflichtet und kann insbesondere keine Rückzahlung des Nennbetrages verlangen.

Das durch die herkömmliche Wandelanleihe eingeräumte Umtauschrecht gewährt dem

²⁷ Unterstreichung im Original; im folgenden genannt: DB-Wandelanleihe.

²⁸ Vgl. *Daimler-Benz Aktiengesellschaft*, Prospekt für die Zulassung zum Börsenhandel mit amtlicher Notierung der bis zu DM 1.000.000.000,- 5 ¾ % nachrangigen Inhaber-Teilschuldverschreibungen der Deutsche Mark Wandelanleihe von 1997/2002 mit Pflichtwandlung ..., S. 3.

²⁹ Im folgenden genannt: DB-WAB, abgedruckt in *Daimler-Benz Aktiengesellschaft*, Prospekt (Fußn.

Wandelgläubiger eine Ersetzungsbefugnis. Diese berechtigt ihn, anstelle der ursprünglich bestimmten Leistung eine andere zu fordern. Die dem entsprechende Gestaltungserklärung bewirkt dabei nicht die Bestimmung der Leistung, sondern hat rechtsgestaltende Bedeutung, da durch sie an die Stelle der ursprünglich geschuldeten eine andere Leistung tritt.³⁰ Solange der ersetzungsberechtigte Gläubiger keine Erklärung abgibt, hat der Schuldner die ursprüngliche Leistung zu erfüllen, und muß nicht, wie bei der Wahlschuld nach § 262 BGB, die Erklärung des wahlberechtigten Gläubigers abwarten.³¹ Ein Gestaltungsrecht gewährt dem Berechtigten die rechtliche "Macht", allein nach seinem Willen Rechtsfolgen herbeizuführen, zu deren Herbeiführung es normalerweise der Zustimmung eines anderen bedarf, da auch dessen Rechtskreis betroffen wird.³² Bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht liegen die Dinge anders. Zwar muß auch hier der Gläubiger trotz der Wandlungspflicht eine Gestaltungserklärung abgeben, damit die Wandlung erfolgt. Die Wandlungspflicht beläßt ihm aber nicht mehr das Recht, nach seinem Willen zwischen Aktienlieferung und Nennwertrückzahlung zu wählen. Damit steht die eigentliche Leistung (Aktienlieferung) von Anfang an fest, so daß von einem Gestaltungsrecht und einer Ersetzungsbefugnis hinsichtlich der Aktienlieferung keine Rede mehr sein kann.

Statt dessen liegt es näher, hinsichtlich der Wandlungspflicht das Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Emittentin als Vorvertrag über die Zeichnung von Aktien am Ende der Laufzeit zu bezeichnen³³. In einem Vorvertrag verpflichten sich die Vorvertragsparteien, einen anderen Vertrag (den Hauptvertrag) zu schließen.³⁴ Mit dem Abschluß des Vorvertrages erlangt der Berechtigte einen klagbaren Anspruch auf Abschluß des Hauptvertrages, während durch die Ausübung eines Optionsrechts als Gestaltungsrecht der Hauptvertrag bereits zustande

28), S. 11 ff.

³⁰ MünchKomm/Keller, Bürgerliches Gesetzbuch, Band 2 Schuldrecht - Allgemeiner Teil, §§ 241-432, 3. Auflage 1994, § 262 Rn. 12; Soergel/Wolf, Bürgerliches Gesetzbuch mit Einführungsgesetz..., Band 2 Schuldrecht I, §§ 241-432, 12. Auflage 1990, § 262 Rn. 20; Ziegler, Die Wertlosigkeit der allgemeinen Regeln des BGB über die sog. Wahlschuld (§§ 262-265 BGB), AcP 171 (1971), 193, 204.

³¹ Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, Erster Band Allgemeiner Teil, 14. Auflage 1987, S. 161; Soergel/Wolf, BGB (Fußn. 30), § 262 Rn. 20.

³² Larenz, Allgemeiner Teil des deutschen Bürgerlichen Rechts, 7. Auflage 1989, S. 220.

³³ Vgl. Georgakopoulos, ZHR 120 (1957), 84, 115: Der Unterschied zum Vorvertrag bestehe darin, daß der Bezugsberechtigte nicht zur Ausübung seines Bezugsrechts gezwungen werde; s. auch Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 1), § 198 Rn. 23.

³⁴ Fikentscher, Schuldrecht, 9. Auflage 1997, Rn. 102; Jauernig, Bürgerliches Gesetzbuch, 7. Auflage 1994, Vor § 145 Anm. 3 b aa; Larenz (Fußn. 31), S. 85.

kommt.³⁵ Gegen die Auslegung als Vorvertrag über die Zeichnung von Aktien könnte hier sprechen, daß der Wandelgläubiger lediglich zur Abgabe einer einseitigen Willenserklärung (Ausübung der Gestaltungsbefugnis) und damit nicht unmittelbar zum Abschluß eines Vertrages verpflichtet wird. Für die Einordnung als Vorvertrag spricht jedoch, daß als Folge der Pflichtwandlung der Abschluß eines Zeichnungsvertrages angestrebt wird. Zudem wird die hierfür erforderliche Zeichnungserklärung des Erwerbers zugleich mit der - hier zwingenden - Wandlungserklärung abgegeben. Typischerweise ist ein Vorvertrag lückenhaft, doch kann er ausnahmsweise bereits lückenlos sein. Besondere Gründe können es in letzterem Fall rechtfertigen, den Abschluß des Hauptvertrages auf einen späteren Zeitpunkt zu verlegen und durch die schuldrechtliche Bindung eines Vorvertrages sicherzustellen.³⁶ Die Bedingungen für den Bezug der Aktien stehen bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht bereits lückenlos fest. Für eine zeitliche Aufschiebung des Hauptvertragsabschlusses sprechen aber wirtschaftliche Gründe, so daß trotz bereits anfänglicher lückenloser Regelung des Hauptvertrages der Abschluß eines Vorvertrages zweckdienlich ist. Als Berechtigte aus der Wandlungspflicht des Gläubigers kann die Emittentin die Wandlung nicht durch eine eigene Erklärung durchführen. Vielmehr hat sie lediglich einen Anspruch auf die Wandlungserklärung des Gläubigers. Durch die Vereinbarung von Wandlungsrecht und Wandlungspflicht entsteht für beide Vertragspartner ein Kontrahierungszwang. Damit liegt ein Vorvertrag zum Zeichnungsvertrag über junge Aktien am Ende der Laufzeit vor.

Anstelle eines Vorvertrages könnte das Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Emittentin auch bereits als kaufvertragsähnlicher Vertrag über den Erwerb junger Aktien mit aufgeschobenen Erfüllungszeitpunkt angesehen werden. Zum Zwecke der Kaufpreiszahlung hätte dann der Anleger die Wandelanleihe zu übergeben, um von der Emittentin junge Aktien zu erhalten. Dem steht jedoch der erklärte Wille der Parteien entgegen, daß bei dem freiwilligen oder auch zwingenden Umtausch neben der Erklärung des Anlegers zum Zeichnungsvertrag noch eine Wandlungserklärung abgegeben werden muß. Es ist daher weiterhin von einem Vorvertrag zum Zeichnungsvertrag auszugehen. Das vorvertragliche Verhältnis besteht neben den Forderungen des Anlegers aus der Schuldverschreibung und dem Umtauschrecht während der Laufzeit der Anleihe.

³⁵ *Larenz* (Fußn. 32), S. 87; *Weber*, Der Optionsvertrag, JuS 1990, 249, 252.

³⁶ *Ritzinger*, Der Vorvertrag in der notariellen Praxis, NJW 1990, 1201, 1204.

3. Durchsetzbarkeit einer Wandlungspflicht

Als problematisch erweist sich die Durchsetzbarkeit der Wandlungspflicht. Die Durchführung der Wandlung ist allein aufgrund der schuldrechtlichen Verpflichtung der Anleihegläubiger nicht gewährleistet. Die zivilprozessuale Durchsetzung der Wandlungspflicht scheitert daran, daß die Emittentin bei börsengehandelten Wandelanleihen die Inhaber der Schuldverschreibungen nicht kennt.

Für die Durchführung der Wandlung ist die Ausübung der Gestaltungsbefugnis durch Abgabe der Gestaltungserklärung seitens des Wandelanleihegläubigers erforderlich. Daß die Wandlungspflicht befolgt wird, kann nicht dadurch gewährleistet werden, daß der Anleger bereits mit Erwerb der Anleihe zur Ausübung seiner Gestaltungsbefugnis veranlaßt wird. Dies würde - wie bereits dargestellt³⁷ - aus rechtstechnischen Gründen dazu führen, daß eine Wandelanleihe gar nicht erst entsteht.

Eine Lösung könnte darin bestehen, daß ein Dritter, beispielsweise die Depotbank, die Wandlungserklärung abgibt. Einen solchen Weg beschreitet die DB-Wandelanleihe von 1997/2002 mit Pflichtwandlung: Nach § 9 (3) DB-WAB ermächtigt und beauftragt der Anleihegläubiger die Umtauschstelle u.a. zur Durchführung der Pflichtwandlung und zur Abgabe der Bezugserklärung. Des weiteren wird die Depotbank zu Handlungen ermächtigt, die eine Durchführung der Pflichtwandlung ermöglichen sollen. Diese Ermächtigungen werden "mit dem Erwerb der Teilschuldverschreibungen" erteilt. Durch die Einschaltung eines Dritten zwecks Durchführung der Pflichtwandlung wird das Anleiheverhältnis zwischen Anleihegläubiger und -schuldner sowie das Umtauschrecht des Anleihegläubigers während der Laufzeit nicht berührt. Die Ermächtigung eines Dritten zur Abgabe der Wandlungserklärung am Ende der Laufzeit ermöglicht somit die praktische Durchsetzbarkeit der Wandlungspflicht und die Durchführung der Pflichtwandlung am Ende der Laufzeit.³⁸

³⁷ Vgl. hierzu oben II. 2.

³⁸ Gegenüber der Gefahr eines Widerrufs der Ermächtigung durch den Anleger besteht die Möglichkeit, die Ermächtigung unwiderruflich zu erklären. Eine entsprechende Regelung sieht die DB-Wandelanleihe mit Pflichtwandlung vor, vgl. *Daimler Benz Aktiengesellschaft*, Prospekt (Fußn. 28), DB-WAB § 9 (4).

4. Anlehnung an die herkömmliche Wandelanleihe

Parallelen zur herkömmlichen Wandelanleihe bestehen darin, daß dem Anleger während der Laufzeit bis zum Umtausch eine feste Verzinsung versprochen wird. Auch kann eine Rückzahlung des Kapitals für den Fall der außerordentlichen Kündigung vorgesehen werden. Des weiteren wird die Anleihe durch einen Nennwert beziffert, obwohl die Kapitalrückzahlung grundsätzlich ausgeschlossen wird. Bedeutung erlangt der Nennwert hierbei als Berechnungsgrundlage für die feste Verzinsung sowie für die Rückzahlung im Fall einer außerordentlichen Kündigung.

Für die Emittentin bedeutet die Wandlungspflicht, daß spätestens durch den Zwangsumtausch am Ende der Laufzeit das Grundkapital erhöht wird und die Begebung der Anleihe sich damit als Eigenkapitalbeschaffung auf Termin erweist. Eine Grundkapitalerhöhung findet demgegenüber bei einer herkömmlichen Wandelanleihe nur im Rahmen der freiwilligen Ausübung des Umtauschrechts durch den Wandelanleihegläubiger statt. Aufgrund der Bezugnahme auf die Wandelschuldverschreibung nach § 221 AktG wird im folgenden für die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht davon ausgegangen, daß das Umtauschrecht durch eine bedingte Kapitalerhöhung gemäß §§ 192 ff. AktG abgesichert wird. Da der Anleger bereits während der Laufzeit das Umtauschrecht ausüben kann, scheidet für die Begebung der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht eine ordentliche Kapitalerhöhung aus. So wurde bei der DB-Wandelanleihe von 1997/2002 mit Pflichtwandlung das Umtauschrecht durch eine bedingte Kapitalerhöhung abgesichert.³⁹ Ebenso soll die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht nach dem Hauptversammlungsbeschluß der Thyssen AG auf der Grundlage einer bedingten Kapitalerhöhung begeben werden.⁴⁰

5. Finanzökonomische Überlegungen

a) Risikokomponenten einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht

Die eigentliche Bedeutung der Wandlungspflicht für den Erwerber läßt sich am ehesten an-

³⁹ *Daimler Benz Aktiengesellschaft*, Prospekt (Fußn. 28), DB-WAB, § 11 (1), S. 16.

⁴⁰ Vgl. Einladung zur Hauptversammlung der Thyssen Aktiengesellschaft (Fußn. 3).

hand eines Vergleichs mit den Risikoprofilen einer gewöhnlichen Anleihe und einer herkömmlichen Wandelanleihe erkennen.

aa) Aus finanzökonomischer Sicht beinhaltet die gewöhnliche Anleihe für den Anleger die anleihetypische Zusage, die ihm die Rückzahlung des Nominalbetrages zum Fälligkeitstermin garantiert. Ein Risiko besteht bei dieser ansonsten risikolosen Position⁴¹ in der möglichen Liquidation der Emittentin. Hierbei ist ein Haftungsdurchgriff auf die Gesellschafter ausgeschlossen. Dem Anleger steht lediglich der Zugriff auf die Vermögenswerte der Gesellschaft zu. Bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise kann die Emittentin dem Anleger somit die Vermögenswerte des Unternehmens anstelle der Rückzahlung des Nominalbetrages anbieten. Hieraus ergibt sich für den Erwerber einer gewöhnlichen Anleihe - neben der risikolosen Anleihegläubigerstellung - die Risikoposition des Verkäufers einer Verkaufsoption auf die Vermögenswerte der emittierenden Gesellschaft.⁴²

bb) Diese Kombination von anleihetypischem Rückzahlungsanspruch und Verkäuferposition aus einer Verkaufsoption auf die Vermögenswerte des Unternehmens (zum Ausübungspreis in Höhe des Nennwerts der Anleihe) bildet die untere Wertgrenze (sog. „*floor*“) der herkömmlichen Wandelanleihe.⁴³ Durch das Umtauschrecht erwirbt der Anleger zusätzlich die Position des Käufers einer Kaufoption auf Aktien, also für einen bestimmten Anteil am Unternehmenswert (ausgedrückt in einer von der Schuldnerin zu liefernden Anzahl von Aktien).⁴⁴

cc) Für den Erwerber einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht lassen sich demgegenüber folgende Risikopositionen feststellen:⁴⁵

- Er wird Käufer einer Kaufoption auf einen bestimmten Anteil am Unternehmenswert: Er kann während der Laufzeit durch Ausübung seines Umtauschrechts gegenüber der Emittentin einen Anspruch auf Lieferung einer bestimmten Anzahl von Aktien begründen. Der Aus-

⁴¹ Das Inflationsrisiko soll für die hier anzustellenden Überlegungen zunächst außer Acht bleiben.

⁴² Vgl. *Courtadon/Merrick*, *The Option Pricing Model and the Valuation of Corporate Securities*, in: *Stern/Chew*, *The Revolution in Corporate Finance*, 2nd edition 1992, S. 270 f.; *Brealy/Myers* (Fußn. 24), S. 544, Fußn. 16.

⁴³ *Brealy/Myers* (Fußn. 24), S. 542 f., Fußn. 14.

⁴⁴ *Brealy/Myers* (Fußn. 24), S. 542; *Courtadon/Merrick* (Fußn. 42), S. 271 f.

⁴⁵ Vgl. zu den identischen Risikopositionen einer *equity note*: *Courtadon/Merrick* (Fußn. 42), S. 275 ff.

übungspreis für diese Option entspricht dem Nennwert der Anleihe. Der Anteil am Unternehmenswert ergibt sich aus dem Umtauschverhältnis bei freiwilliger Ausübung des Umtauschs.

- Er wird Käufer der risikolosen Anleiheposition, wie sie bei einer gewöhnlichen Anleihe ohne Wandlungsrecht besteht. Diese bezieht sich allerdings nur auf Nennwert und Fälligkeitstermin der Anleihe. Ein "*floor*" ist infolge der Wandlungspflicht nicht gegeben.

- Er wird Verkäufer einer Verkaufsoption hinsichtlich eines bestimmten Anteils am Unternehmenswert. Auch hier entspricht der Ausübungspreis der Option dem Nennwert der Anleihe. Die Position als Verkäufer einer Verkaufsoption ist auf den Anteil am Unternehmenswert beschränkt, der dem Zwangsumtauschverhältnis in Aktien entspricht. Die herkömmliche Wandelanleihe beinhaltet demgegenüber die Verkäuferposition einer Verkaufsoption auf die Vermögenswerte des Unternehmens; diese Position entspricht wertmäßig dem Nennwert der Anleihe und ist somit nicht auf einen proportionalen Anteil am Unternehmenswert beschränkt.

b) Vergleich mit einer Kaufoption

Die "echte" Kaufoption bietet dem Käufer eine Sicherheit gegenüber solchen Wertverlusten, die dadurch entstehen, daß der Wert der Aktie unter den Bezugskurs der Aktie sinkt. Diese Sicherheit ergibt sich daraus, daß der Optionsinhaber die Option nicht ausüben muß.⁴⁶ Wird eine Kaufoption in jedem Fall ausgeübt, weil auf das Wahlrecht verzichtet wurde, so ist der Wert einer Option genau gleich dem Aktienkurs, gegebenenfalls vermindert um den abgezinsten Basiskurs, der für den Aktienbezug zu zahlen ist.⁴⁷ Der Erwerber einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht ist zur Ausübung seines Umtauschrechts, also seiner Kaufoption, verpflichtet, so daß keine Sicherheit vor Wertverlusten der Aktien besteht. Andererseits wird ihm eine feste Verzinsung zugesagt. Der Wert dieser Verzinsung ist zu berücksichtigen, so daß sich der Wert der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht grundsätzlich aus der Differenz zwischen Aktienkurs (nach Wandlung) und Verzinsung für die Restlaufzeit ergibt. Da die zu zahlenden Zinsen festgelegt und im Gegensatz zur Dividende nicht von anderen

⁴⁶ Vgl. *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 3. Auflage 1994, S. 47, im Zusammenhang mit dem Optionsschein einer Optionsanleihe.

Bedingungen als dem Fälligkeitstermin abhängig sind, nehmen sie auf die weitere *Kursentwicklung* der Anleihe keinen Einfluß.

c) Konsequenzen aus der Risikoeinschätzung des Anlegers

Eine untere Wertgrenze (*“floor”*) in Form der Anleiheposition (in Kombination mit der Verkäuferposition einer Verkaufsoption) fehlt der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht, da der Nominalbetrag nicht ausgezahlt wird. An die Stelle eines *floor* tritt die Lieferung von Aktien, die damit auch den Wert der *“Rückzahlung”* bestimmt. Folglich ist der Wert der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht unmittelbar abhängig vom Wert der Emittentenaktie, so daß die Kursrisiken für den Gläubiger der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht identisch sind mit denen eines Aktionärs.

Ein vorzeitiger Umtausch wird aus Anlegersicht nur selten sinnvoll sein. Der aktuelle Aktienkurs muß hierfür den Nominalwert der Anleihe derart übersteigen, daß der Gegenwert der erworbenen jungen Aktien den Nennwert der Anleihe übersteigt⁴⁸. Allein unter dieser Voraussetzung verspricht der vorzeitige Umtausch gleichwohl keinen höheren Gewinn als der Verkauf der Anleihe selber. Vielmehr müssen zusätzlich die zu erwartenden Dividenden die Festverzinsung wertmäßig übersteigen. Der Anleger muß berücksichtigen, daß er für die Laufzeit der Anleihe auf die vereinbarte, bilanzgewinnunabhängige Festverzinsung zugunsten einer bilanzgewinnabhängigen, in Höhe und Entstehung ungewissen Dividendenzahlung verzichtet, während die Kursentwicklungen von Emittentenaktie und Wandelanleihe mit Wandlungspflicht identisch sind. Der Erwerb mitgliederschaftlicher Rechte kommt für den finanzanlageorientierten Investor kaum als Motiv für den Umtausch in Betracht. Letztlich ist im wesentlichen die Dividendenerwartung bis zum Ende der Anleihelaufzeit für die Umtauschentscheidung des Anlegers ausschlaggebend. In der Praxis wird sich der Umtausch kaum wirklich lohnen, insbesondere nicht bei einer langen Restlaufzeit der Anleihe.

Eine außerordentliche Kündigung beispielsweise im Falle der Zahlungsunfähigkeit oder ei-

⁴⁷ Franke/Hax (Fußn. 46), S. 370.

⁴⁸ Hierbei wird unterstellt, daß der Nennwert der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht dem Betrag entspricht, den der Anleger zum Erwerb der Anleihe aufgebracht hat. Ferner muß der Gläubiger bei einem Umtausch berücksichtigen, daß der Wert der Aktien durch seinen Umtausch infolge steigenden Aktienbestandes beeinflußt wird und folglich vom Wert *vor* Wandlung abweicht, vgl. hierzu *Brealy/Myers* (Fußn. 24), S. 544.

nes Konkurses der Emittentin stellt gegenüber einer Aktionärsstellung eine größere Sicherheit dar, da ein Anspruch auf Auszahlung des Nominalbetrages fällig wird und vor Verteilung des Liquidationsergebnisses zu befriedigen ist.

Trotz der rechtlichen Unterschiede zwischen der Gläubigerstellung aus der Wandelanleihe und der Aktionärsstellung erscheint es vor dem Hintergrund der dargestellten Risikopositionen zweifelhaft, ob die Bezeichnung als "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" die eigentliche Bedeutung dieses Finanztitels richtig erfaßt. Ein vergleichbares Finanzierungsinstrument in den Vereinigten Staaten wird als "*equity note*" bezeichnet. Zwar wird auch hier von einem "*mandatory convertible instrument*" gesprochen⁴⁹, doch enthält die Bezeichnung als "*equity note*" den entscheidenden Hinweis auf die besonderen, aktionärsgleichen Risiken des Investors. Die Beantwortung der Frage nach einer Bezeichnung dieses Finanztitels soll jedoch der Praxis überlassen bleiben, die auch die Frage nach der Akzeptanz am Markt zu beachten hat. Außerdem soll damit der Begriff "*equity note*" als möglicher Oberbegriff für alle wandelbaren Schuldverschreibungen freigehalten werden, die anstelle einer Rückzahlung des Nominalbetrages die Lieferung von Aktien vorsehen.⁵⁰ Im folgenden wird somit weiterhin der Begriff der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht verwendet.

IV. Aktienrechtliche Zulässigkeit eines Zwangsumtauschs

1. § 57 AktG

Die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht könnte gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 Abs. 1 AktG oder gegen das Verzinsungsverbot aus § 57 Abs. 2 AktG verstoßen. Immerhin wird der Anleihegläubiger stets Aktionär der Emittentin. Zum anderen trägt der Anleihegläubiger dieselben Kursrisiken wie der Aktionär der Emittentin. Dies könnte bedeuten, daß der Investor bereits mit Erwerb der Wandelanleihe eine aktionärsähnliche Stel-

⁴⁹ Vgl. *Courtadon/Merrick* (Fußn. 42), S. 272; vgl. auch *o.V.*, Börsenzeitung vom 17.4.1997, S. 4.

⁵⁰ Die Notwendigkeit eines solchen Oberbegriffs läßt sich vor dem Hintergrund erklären, daß die hier vorgestellte Unterform einer "*equity note*" nicht die einzig denkbare Rechtsgestaltung beinhaltet, mit deren Hilfe eine Tilgung durch eigene Aktien anstelle der Nennwertrückzahlung bedingt wird. Weiter könnten vergleichbare Risiken bei einer Anleihe bestehen, die in fremde Aktien umgewandelt werden kann. Vgl. die insoweit schon engere Begriffsbestimmung bei *Caytas*, *Moderne Finanzinstrumente*, Band 1 Theoretische und anwendungsorientierte Grundlagen, 1992, S. 158: "*equity note*: Note, deren Rückzahlung in Aktien einer Tochtergesellschaft erfolgt".

lung erwirbt, aufgrund derer sich die Festverzinsung der Anleihe als ein Verstoß gegen das Verbot von Zahlung oder Gewährung von Zinsen an Aktionäre gemäß § 57 Abs. 2 AktG erweisen könnte.

a) Zinszahlungen

Zinsen im Sinne des § 57 Abs. 2 AktG sind alle wiederkehrenden, in ihrer Höhe bestimmten oder bestimmaren Zahlungen, die ohne Rücksicht auf einen verteilbaren Bilanzgewinn geleistet werden sollen.⁵¹ Wird wie bei einer herkömmlichen Wandelanleihe auch bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht eine feste Verzinsung vereinbart, so steht diese in keiner Abhängigkeit zu einem festgestellten oder verteilbaren Bilanzgewinn. Es handelt es sich dabei um das Versprechen zur Zahlung von Zinsen im Sinne von § 57 Abs. 2 AktG. Die Zahlungen der Zinsen und ihre Zusage sind nach § 57 Abs. 2 AktG dann unzulässig, wenn sie an Aktionäre auf Einlagen erfolgen.

b) Zahlung an Aktionäre

Für die Anwendbarkeit des § 57 AktG müßte es sich um Zahlungen an Aktionäre handeln.

aa) Gesellschafterstellung des Investors

Das Zinszahlungsverbot des § 57 Abs. 2 AktG könnte dann zur Anwendung kommen, wenn der Inhaber einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht aufgrund seines Umtauschrechts als Gesellschafter der Schuldner-AG anzusehen wäre. Verschiedentlich wird die Wandelschuldverschreibung als rechtliche Mischform zwischen Anleihe und Aktie bezeichnet, bei deren Erwerb der Wandelanleihegläubiger ein Anwartschaftsrecht auf Aktien erhält.⁵² Ein Anwart-

⁵¹ Hüffer, AktG (Fußn. 5), § 57 Rn. 21; Geßler/Hefermehl/Bungeroth, Aktiengesetz, Band I §§ 1-75, 1983, § 57 Rn. 44; Kölner Kommentar/Lutter, Aktiengesetz, Band 1, §§ 1-75, 2. Auflage 1988, § 57 Rn. 49.

⁵² So: Busse von Colbe, Handelsrechtliche Bilanzierung von Optionsanleihen und Optionsentgelten aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Busse von Colbe/Großfeld/Kley/Martens/Schlede, Bilanzierung von Optionsanleihen im Handelsrecht, 1987, S. 47, 50; Holzheimer, Die steuerliche Behandlung von Optionsanleihen, insbesondere beim Erwerber, WM 1986, 1169; Koch/Vogel, Zur handels- und steuerrechtlichen Behandlung von Optionsanleihen, BB-Beilage 10/1986, S. 3 f.; Martens, Kapitalrücklage und niedrigverzinsliche Optionsanleihe, in: Busse von Colbe/Großfeld/Kley/Martens/Schlede, Bilanzierung von Optionsanleihen im Handelsrecht, 1987, S. 119, 124 (für das Optionsrecht einer Optionsanleihe); Muhler, Optionsanleihen im Ertragssteuerrecht, Diss. iur., Universität Mannheim, 1988, S.

schaftsrecht liegt dann vor, wenn von dem mehraktigen Entstehungstatbestand eines Rechts bereits so viele Erfordernisse erfüllt sind, daß von einer gesicherten Rechtsposition des Erwerbers gesprochen werden kann, die der Veräußerer der Rechtsposition nicht mehr durch einseitige Erklärung zerstören kann.⁵³ Als ausreichend wird die Sicherung der Rechtsposition gelegentlich dann angesehen, wenn die Beeinträchtigung der Rechtsposition nach dem normalen Verlauf der Dinge ausgeschlossen ist⁵⁴ und der Erwerb des Vollrechts mit einiger Wahrscheinlichkeit erwartet werden kann⁵⁵.

Gegen die Einordnung des Wandelgläubigers als Anwartschaftsberechtigten wird der Umstand angeführt, daß zum Erwerb der Aktionärsstellung auch die Mitwirkung der Schuldner-AG erforderlich ist, wie beispielsweise die Erklärung zum Abschluß des Zeichnungsvertrages über die jungen Aktien.⁵⁶ Da erst mit Ausgabe der Bezugsaktien die Mitgliedschaft entsteht, kann die Rechtsposition des Wandelgläubigers dadurch beeinträchtigt werden, daß der zweckwidrige Gebrauch des bedingten Kapitals den Erwerb der jungen Aktien vereitelt.⁵⁷ Die Absicherung durch bedingtes Kapital ändert nichts an dem nur schuldrechtlichen Charakter des Rechtsverhältnisses zwischen Emittentin und Anleger, zumal ein Vertrag und nicht der Beschluß über die bedingte Kapitalerhöhung Rechtsgrundlage für das Umtauschrecht des Inhabers einer Wandelanleihe ist.⁵⁸ Möglicherweise kann ein Kündigungsrecht des Anleiheschuldners die Rechtsposition des Gläubigers hinsichtlich des Aktienerwerbs schwächen. Schließlich kann ein Umtauschrecht unter weiteren, vom Willen der AG abhängigen Bedingungen stehen⁵⁹, so daß die Einordnung des Wandelgläubigers als Anwartschaftsberechtigten zu Recht abgelehnt wird.

12.

⁵³ BGHZ 45, 186, 188 f.; BGHZ 49, 197, 201; BGHZ 83, 395, 399; vgl. auch *Medicus*, Bürgerliches Recht, 17. Auflage, 1996, Rn. 456; *Westermann*, Sachenrecht Band I, 6. Auflage, 1990, S. 43 f.

⁵⁴ BGHZ 49, 197, 202.

⁵⁵ *Martens*, in: Busse von Colbe u.a. (Fußn. 52), S. 119, 124 m.w.N.; vgl. auch *Westermann* (Fußn. 53), S. 43; *Wilhelm*, Sachenrecht, 1993, Rn. 1225 ("wesensgleiche Rechtserwartungsposition").

⁵⁶ Geßler/Hefermehl/*Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 12; *Schumann*, (Fußn. 1), S. 27 f.; vgl. zu diesen Bedenken auch *Martens*, in: Busse von Colbe u.a. (Fußn. 52), S. 119, 124, der in dieser Mitwirkung allerdings lediglich einen Formalakt sieht, der die Einordnung als Anwartschaftsrecht nicht hindere.

⁵⁷ Geßler/Hefermehl/*Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 12; KölnKomm/*Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 148, § 189 Rn. 5.

⁵⁸ Vgl. *Fuchs*, Selbständige Optionsscheine als Finanzierungsinstrument der Aktiengesellschaft, AG 1995, 433, 441 zur insoweit vergleichbaren Diskussion über die Rechtsnatur des Optionsrechts.

⁵⁹ S. oben I. 2 und die Nachweise in Fußn. 13.

Entsprechende Bedenken ergeben sich gegenüber der Ansicht, daß der Wandelgläubiger - aufgrund eines unterstellten Anwartschaftsrechts - eine (aufschiebend bedingte) Gesellschafterstellung bereits vor Ausübung des Wandlungsrechts einnehme⁶⁰. Erst nach Ausübung der Gestaltungsbefugnis hat der Anleihegläubiger das Recht, den Abschluß eines Zeichnungsvertrages und damit die Lieferung von Aktien zu verlangen. Dieser Anspruch sowie das Recht zur Wandlung sind aber rein schuldrechtlicher und eben nicht mitgliedschaftsrechtlicher Natur.⁶¹ Ebenso stehen dem Wandelanleihegläubiger keine Mitgliedschaftsrechte zu und können ihm auch nicht vertraglich eingeräumt werden.⁶²

Durch die Vereinbarung einer Wandlungspflicht ist nach dem normalen Lauf der Dinge mit dem Erwerb der Aktionärsstellung spätestens am Ende der Laufzeit zu rechnen. Die Wandlungspflicht begründet für die Schuldner-AG einen Anspruch gegenüber dem Gläubiger und sichert nicht die Rechtsposition des Gläubigers gegenüber einseitigen Beeinträchtigungen seines Umtauschrechts durch die Schuldner-AG. Vielmehr wird der Sicherungsgrad seines Bezugsrechts durch die Wandlungspflicht nicht berührt, so daß die Rechtsstellung des Gläubigers bei einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht ebensowenig eine Anwartschaftsberechtigung beinhaltet wie bei einer herkömmlichen Wandelanleihe. Der Pflichtumtausch tritt nicht eo ipso ein, sondern muß in gleicher Weise erklärt und durchgeführt werden wie der freiwillige Umtausch. Wandlungsrecht und Wandlungspflicht begründen somit keine Anwartschaftsberechtigung des Gläubigers.

Eine aktionärsähnliche Stellung ergibt sich - wie bereits angesprochen - für den Anleger hinsichtlich der Wertentwicklung der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht. Dies macht ihn aber noch nicht zum Aktionär, da er insbesondere keine Mitgliedschaftsrechte erhält. Diese entstehen erst mit Begebung der Aktien (§ 200 AktG). Die wirtschaftliche Wertentwicklung seines Finanztitels hat insoweit keinen Einfluß auf die Einordnung der rechtlichen Beziehung zwischen Anleger und Schuldner-AG. Vor diesem Hintergrund wäre auch die Bezeichnung

⁶⁰ So aber: *Busse von Colbe*, in: *Busse von Colbe u.a. (Fußn. 52)*, S. 47, 50; *Koch/Vogel*, BB-Beilage 10/1986, S. 4 ("Gesellschafter auf Termin, gewissermaßen in Wartestellung."); *Meilicke*, Wandelschuldverschreibungen bei Kapitalherabsetzung, BB 1963, 500, 501 ("aufschiebend bedingter Aktionär").

⁶¹ *Georgakopoulos*, ZHR 120 (1957), 84, 87; *Hueck*, Die Behandlung von Wandelschuldverschreibungen bei Änderung des Grundkapitals, DB 1963, 1347; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 11; *Schumann* (Fußn. 1), S. 27 f.

⁶² *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 11; *Muhler* (Fußn. 52), S. 13.

als stimmrechtsloser Vorzugsaktionär nicht zutreffend, da diesem gemäß § 140 Abs. 1 AktG mit Ausnahme des Stimmrechts “die jedem Aktionär aus der Aktie zustehenden Rechte” gewährt wird. Durch die Wandlungspflicht wird der Inhaber der Wandelanleihe nicht zum (aufschiebend bedingten) Aktionär.

bb) Zukünftige Aktionärsstellung des Wandelanleihegläubigers

In besonderen Fällen sind Leistungen auch an Nichtaktionäre als Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG und als Verstoß gegen das Zinszahlungsverbot aus § 57 Abs. 2 AktG anzusehen. Ein solcher Verstoß liegt vor, wenn die Leistung vom wirtschaftlichen Erfolg her gesehen einem Aktionär zugute kommt.⁶³ Dies ist dann der Fall, wenn ein Dritter als Vertreter des Aktionärs auftritt oder die Leistung auf Veranlassung des Aktionärs an eine ihm nahestehende Person erfolgt und ihm mittelbar zugute kommt.⁶⁴ Aber auch durch eine zeitliche Aufspaltung kann gegen das Verbot aus § 57 AktG verstoßen werden. Der Schutzbereich des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG erfaßt Leistungen an einen ehemaligen Aktionär, wenn sie im nachgewiesenen sachlichen oder nahen zeitlichen Zusammenhang mit der früheren mitgliedschaftlichen Stellung des Empfängers stehen.⁶⁵ Es kommt auf den Zusammenhang mit Vorgängen aus der Zeit seiner Mitgliedschaft an.⁶⁶ Dementsprechend kann eine Zuwendung der AG an den Aktionär unzulässig sein, wenn sie vor der Leistung seiner Einlage erbracht wird.⁶⁷ Dies ist der Fall, wenn die Leistungen im Hinblick auf die zukünftige Aktionärserschaft erbracht werden oder die AG sich im Hinblick auf den geplanten Aktienerwerb zu bestimmten Leistungen verpflichtet.⁶⁸ Das Versprechen der AG gegenüber potentiellen Aktienerwerbern, den Kaufpreis zu zahlen, sowie die Erfüllung des Versprechens verstoßen gegen § 57 AktG, wenn und soweit der erforderliche enge Zusammenhang zwischen der Gesellschaftereigenschaft und der Zuwendung ge-

⁶³ KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 39.

⁶⁴ BGH, WM 1957, 61; Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 24, 27; Hüffer, AktG (Fußn. 5), § 57 Rn. 14 f.

⁶⁵ KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 40.

⁶⁶ Canaris, Die Rückgewähr von Gesellschaftereinlagen durch Zuwendungen an Dritte, in: Festschrift für Robert Fischer, 1979, S. 31, 32 f.; Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 23.

⁶⁷ Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 5.

⁶⁸ Canaris, FS Fischer (Fußn. 66), S. 31, 32 f.; Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 23; Hüffer, AktG (Fußn. 5), § 57 Rn. 14; KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 40; MünchHdB/Wiesner (Fußn. 4), § 16 Rn. 50.

geben ist.⁶⁹

Insofern könnte das Zinszahlungsverbot aus § 57 Abs. 2 AktG unter dem Aspekt der zukünftigen Aktionärserschaft hier einschlägig sein. Bei der herkömmlichen Wandelanleihe kann der Gläubiger ebenfalls Aktionär werden. Dieser Umstand wird aber nicht zum Anlaß genommen, die vorherigen Zinszahlungen als Verstoß gegen § 57 Abs. 2 AktG anzusehen. Eine andere Beurteilung könnte sich hier daraus ergeben, daß der Wandelgläubiger in jedem Fall und zwar spätestens bei einem Pflichtumtausch Aktionär wird. Hierfür ist entscheidend, ob die Zinszahlung gerade im Hinblick auf die spätere Aktionärsstellung erbracht wird. Insofern könnte sich die Verzinsung des Nennbetrags der Wandelanleihe als Zinszahlung auf den Kaufpreis der Aktien, die erst in der Zukunft bezogen werden, darstellen.

cc) Verdeckte Leistungen

Da die Zinszahlung nicht ausdrücklich als Zahlung auf die Einlage oder als Vorfinanzierung des Aktienkaufs bezeichnet wird, kommt ein Verstoß gegen § 57 AktG gegebenenfalls unter dem Gesichtspunkt der verdeckten Einlagenrückgewähr in Betracht. Die weitere Erörterung wird vornehmlich auf den Zweck des § 57 AktG abzustellen haben, der zur Beurteilung möglicher Umgehungsversuche heranzuziehen ist.

(1) Zweck des § 57 AktG

Zweck des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG ist die Erhaltung des Wertes des Gesellschaftsvermögens (Grundsatz der Kapitalerhaltung).⁷⁰ § 57 AktG dient neben den Gläubigerinteressen auch den Interessen derjenigen Aktionäre, die an den Leistungen nicht partizipieren sollen; somit beugt § 57 AktG einer Verletzung des Grundsatzes der Gleichbehandlung der Aktionäre dadurch vor, daß eine Grenzverschiebung zwischen Gesellschafts- und Gesellschaftervermögen zugunsten einzelner Aktionäre verhindert werden soll.⁷¹ Zugleich wird hiermit die Kompetenzverteilung zwischen Hauptversammlung und Vorstand bezüglich der Ausschüt-

⁶⁹ *Canaris*, FS Fischer (Fußn. 66), S. 31, 32 f.

⁷⁰ *OLG Hamburg*, AG 1980, 275, 278; *Geßler/Hefermehl/Bungeroth*, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 2, 6.

⁷¹ *Geßler/Hefermehl/Bungeroth*, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 2; *Hüffer*, AktG (Fußn. 5), § 57 Rn. 1; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 2.

tung von Bilanzgewinn gewahrt.⁷² Schließlich wird in § 57 AktG ein Schutz des anlagesuchenden Publikums davor gesehen, daß durch die Verteilung einer bilanzunabhängigen Dividende der Kurs der Aktie künstlich in die Höhe getrieben wird.⁷³

Gegenüber der Vorschrift des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG wird dem Zinszahlungsverbot nach § 57 Abs. 2 AktG überwiegend eine eigenständige Bedeutung abgesprochen; § 57 Abs. 2 AktG konkretisiert lediglich die Regelung des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG.⁷⁴ Das Zinszahlungsverbot stellt einen Spezialfall des Verbots der Einlagenrückgewähr nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG dar. Als Konsequenz aus dieser Feststellung wird gefolgert, daß gegebenenfalls eine bestimmte Gestaltung, die nur mit Bedenken unter § 57 Abs. 2 AktG zu bringen ist, zumindest unter § 57 Abs. 1 S. 1 AktG fällt.⁷⁵

(2) Umgehungsgeschäft

Auf die Form der Vermögenszuwendung kommt es nicht an. Das Verbot aus § 57 Abs. 1 S. 1 AktG umfaßt sowohl offene als auch verdeckte Vermögensverschiebungen.⁷⁶ § 57 AktG enthält eine Äquivalenzkontrolle für jede Art der zwischen Aktionär und AG vereinbarten Leistungsbeziehungen.⁷⁷ Bei einer verdeckten Einlagenrückgewähr macht die AG dem Aktionär bei einem an sich neutralen Geschäft Zuwendungen. Ein Umsatzgeschäft zwischen AG und einem Aktionär ist als unzulässig zu erachten, wenn der Inhalt des Rechtsgeschäfts von der gesellschaftsrechtlichen Beziehung zwischen Aktionär und AG beeinflußt wird und infolgedessen ein objektives Mißverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung zulasten der AG besteht.⁷⁸ Es ist darauf abzustellen, ob ein gewissenhaft nach kaufmännischen Grundsätzen handelnder Geschäftsleiter das Geschäft unter sonst gleichen Umständen zu

⁷² Hüffer, AktG (Fußn. 5), § 57 Rn. 1; KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 2

⁷³ KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 2.

⁷⁴ Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 42; Hüffer, AktG (Fußn. 5), § 57 Rn. 21; KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 48; MünchHdB/Wiesner (Fußn. 4), § 16 Rn. 40.

⁷⁵ KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 48.

⁷⁶ Allg. Meinung: KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 8.

⁷⁷ Martens, Die bilanzrechtliche Behandlung internationaler Optionsanleihen, in: Busse von Colbe/Großfeld/Kley/Martens/Schlede, Bilanzierung von Optionsanleihen im Handelsrecht, 1987, S. 151, 165.

⁷⁸ Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 11 f; Hüffer, AktG (Fußn. 5), § 57 Rn. 8; KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 16; MünchHdB/Wiesner (Fußn. 4), § 16 Rn. 12.

gleichen Bedingungen auch mit einem Nichtgesellschafter abgeschlossen hätte.⁷⁹ Dieser Drittvergleich ist ausgeschlossen, wenn das betreffende Geschäft überhaupt nur mit einem Aktionär geschlossen werden kann, wie z.B. eine Kursgarantie oder die Verzinsung der Einlage.⁸⁰ In diesen Fällen ist entscheidend, ob die Leistungen an den Aktionär aus betrieblichen Gründen oder mit Rücksicht auf das Gesellschaftsverhältnis gewährt werden.⁸¹ Als verdeckte Einlagenrückgewähr kommen nicht nur Umsatzgeschäfte in Betracht, sondern jedwede Maßnahme, die einem Aktionär einen Vorteil einräumt.⁸²

(3) Zinszahlungen bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht

Die Zinszahlungen während der Laufzeit einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht könnten allenfalls eine *vorweggenommene* Einlagenrückgewähr sein. Hierfür müßten die Zinszahlungen an den derzeitigen Wandelanleihegläubiger eine Leistung von Seiten der Emittentin darstellen, die sich allein aufgrund des späteren Aktienerwerbs für den zukünftigen Aktionär als ein besonderer Vorteil erweist, der ohne den Aktienerwerb nicht gewährt würde.

Die Zinszahlungen sind dann nicht zu beanstanden, wenn sie wie bei einfachen Schuldverschreibungen und herkömmlichen Wandelanleihen als Vergütung für die Überlassung von Kapital anzusehen sind. Die Sicherheit der Rückzahlung des Nominalwertes hat der Erwerber einer herkömmlichen Wandelanleihe ebenso wie der Erwerber einer einfachen Schuldverschreibung. Die Wandelanleihe bietet ihm aber zudem die Möglichkeit, seine Ansprüche auf feste Verzinsung und Kapitalrückzahlung gegen Lieferung von Aktien einzutauschen. Dadurch erhält der Anleger eine zusätzliche Absicherung gegen Geldwertschwankungen sowie die Chance, auf eine günstige Entwicklung des Unternehmens zu spekulieren.⁸³ Im Hinblick auf die Kombination von Sicherheit und besonderer Gewinnerwartung wird die Wandelanleihe regelmäßig niedriger verzinst als eine gewöhnliche Schuldverschreibung oh-

⁷⁹ *Flume*, Der Gesellschafter und das Vermögen der Kapitalgesellschaft und die Problematik der verdeckten Gewinnausschüttung, ZHR 144 (1980), 18, 19; *Geßler/Hefermehl/Bungeroth*, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 13; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 21; *MünchHdB/Wiesner* (Fußn. 4), § 16 Rn. 35.

⁸⁰ *BFH*, WM 1985, 537, 539; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 51), § 57 Rn. 21.

⁸¹ *BFH*, WM 1985, 537, 539.

⁸² *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Erster Band, Zweiter Teil, 1983, S. 288; *Martens*, in: *Busse von Colbe u.a.* (Fußn. 77), S. 151, 165.

⁸³ *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 15.

ne Wandlungsrecht.⁸⁴ Letztlich ergibt sich bei der Wandelanleihe die tatsächliche Vergütung für die befristete Kapitalüberlassung aus der Verzinsung und der Gewinnerwartung, die dem Umtauschrecht zugrunde gelegt wird. Der Wert der Gewinnerwartung schlägt sich in einer Verringerung der Festverzinsung nieder.

Entsprechendes gilt für die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht, indem auch hier die Vergütung des Anlegers für die Kapitalüberlassung in der Kombination von Festverzinsung und Gewinnerwartung besteht. Demgegenüber ist die Kapitalrückzahlung und damit eine wesentliche Sicherheit des Anlegers gegenüber einem Aktienkursverfall bei einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht grundsätzlich ausgeschlossen. Durch den zwingenden Aktienerwerb - anstelle der Kapitalrückzahlung - entsteht dem Anleger ein besonderes Risiko, das er weder bei einer einfachen Schuldverschreibung noch bei einer herkömmlichen Wandelanleihe eingeht. Dieses durch den zwingenden Aktienerwerb bedingte Risiko wird ihm durch eine höhere Festverzinsung vergütet.

Gleichwohl ist hierin noch kein Verstoß gegen § 57 AktG anzunehmen, da nicht der zwingende Aktienerwerb vorfinanziert wird. Vielmehr wird damit das Risiko abgegolten, daß am Ende der Laufzeit der Aktienkurs niedriger ist als der Wert, den der Anleger bei Erwerb der Anleihe investiert hat. Damit stellt sich die Frage nach der Unangemessenheit von Leistung und Gegenleistung. Im Vergleich zu anderen Fremdkapitalgebern verzichtet der Investor mit dem Erwerb einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht auf die Rückzahlung des Nominalbetrages und geht damit das bezeichnete Risiko ein. Damit steht aber weniger der Aktienerwerb als vielmehr das besondere Risiko im Vordergrund, das Einfluß auf den Wert von Leistung und Gegenleistung bei Erwerb der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht hat. Die Leistung des zukünftigen Aktionärs besteht nicht nur darin, daß er der AG für die Laufzeit der Anleihe Kapital zur Verfügung stellt, sondern auch darin, daß er auf die Rückzahlung

⁸⁴ *Caytas* (Fußn. 50), S. 100; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 15 m.w.N.; *Köln-Komm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 10; *Muhler* (Fußn. 52), S. 17 und *Schumann* (Fußn. 1), S. 6 f., 44 f., jeweils bezogen auf Optionsanleihen; *Zöllner*, Wertpapierrecht, 14. Auflage 1987, S. 185; zweifelnd: *Schlede/Kley*, Praxis der Finanzierung deutscher Unternehmen durch Optionsanleihen, in: Busse von Colbe/Großfeld/Kley/Martens/Schlede, Bilanzierung von Optionsanleihen im Handelsrecht, 1987, S. 1, 5: Bei einem Vergleich der Effektivverzinsung von Optionsanleihen mit dem Kapitalmarktzins stellen *Schlede/Kley* nur einen unwesentlichen Zinsvorteil bei Optionsanleihen fest. Sie sehen die Funktion des Optionsrechts vielmehr darin, die Anleihe plazierbar zu machen und verweisen darauf, daß "erste Adressen unter den Emittenten" von Optionsanleihen fehlten. Insofern gleicht aber auch vor diesem Hintergrund das Optionsrecht eine solche, den Kapitalmarktzins übersteigende Verzinsung aus, die der Emittent aufgrund beispielsweise eines schlechten *Rating* aufwenden müßte, um

dieses Kapitals verzichtet. Somit wird seine besondere Risikoposition ausgeglichen, die der eines Verkäufers einer Verkaufsoption auf die jungen Aktien entspricht. Hiermit vergleichbar sind Anleihen mit Tilgungswahlrechten des Emittenten, die eine Tilgung durch Lieferung von Aktien einer anderen Gesellschaft vorsehen⁸⁵. Das Risiko der Rückzahlung durch Lieferung von Aktien ist auch hier entsprechend zu vergüten, doch kommt ein Verstoß gegen § 57 AktG nicht in Betracht, da die zu liefernden Aktien nicht solche der Emittentin sind. Dieser Vergleich macht deutlich, daß es bei der Verzinsung nicht auf den zwingenden Erwerb junger Aktien ankommt, sondern auf den Ausgleich eines vom Aktienkurs abhängigen Risikos. Nicht das zukünftige gesellschaftsrechtliche Verhältnis, sondern das besondere, vom Aktienkurs abhängige Risiko ist ausschlaggebend für die Zinsleistungen bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht. Insofern stellt die (höhere) Verzinsung, die dieses Risiko ausgleicht, keine Zinszahlung auf die Einlage in Form einer vorweggenommenen Einlagenrückgewähr dar, wie sie gemäß § 57 Abs. 2 AktG verboten wäre.

2. Wertungsaspekte aus der Diskussion um *naked warrants*

a) Wandelanleihen mit Wandlungspflicht und *naked warrants*

Für die Frage der aktienrechtlichen Zulässigkeit einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht sind die Regelungen über die bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG) sowie über das Bezugsrecht der Aktionäre (§§ 186 f., 221 Abs. 4 AktG) von Bedeutung. Diese Bestimmungen sind auch Gegenstand der Diskussion um die Zulässigkeit einer Begebung von sog. *naked warrants* (nackten Optionsscheinen). *Naked warrants* verbiefen lediglich ein Bezugsrecht auf - in aller Regel junge - Aktien der Emittentin, die eigenständig, also weder in Verbindung mit einer Schuldverschreibung noch in Kombination mit einem anderen Finanzierungstitel, wie Genußschein oder Aktie, ausgegeben werden.⁸⁶

seine Anleihe für den Markt attraktiv zu gestalten.

⁸⁵ Vgl. hierzu *Rümker*, Anleihen mit Tilgungswahlrechten des Emittenten unter besonderer Berücksichtigung der Tilgung durch Lieferung von Aktien, in: Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, 1993, S. 739 ff; *Schäfer*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Auflage 1997, § 17 Rn. 9.

⁸⁶ *Fuchs*, AG 1995, 433; vgl. auch *Wohlfarth/Brause*, Die Emission kursorientierter Wertpapiere auf eigene Aktien, WM 1997, 397, die auf andere Gestaltungen von *naked warrants* hinweisen, z.B. die Bedienung mit *alten* Aktien. Hierauf wird im folgenden aber nicht weiter eingegangen.

Das Optionsrecht ist seiner Rechtsnatur nach ein rechtsgeschäftliches Bezugsrecht im Sinne von § 187 Abs. 1 AktG.⁸⁷ Auf rechtsgeschäftlicher Grundlage beruht ein Optionsrecht, wenn sich die Gesellschaft in den Optionsbedingungen ohne ein bindendes Angebot verpflichtet, ein Angebot des Berechtigten auf Abschluß des Zeichnungsvertrages anzunehmen.⁸⁸ Hiermit ist eine solche Ausgestaltung einer "Wandelanleihe" vergleichbar, die anstelle einer Kapitalrückzahlung die Lieferung eigener Aktien vorsieht und während der Laufzeit dem Anleger ein Umtauschrecht einräumt. Während die Erfüllung am Ende der Laufzeit keiner Bezugserklärung, sondern lediglich der Erklärung zum Abschluß eines Zeichnungsvertrages bedarf, ist für das Umtauschrecht während der Laufzeit eine Bezugserklärung und eine Vertragserklärung erforderlich. Somit ist eine "Wandelanleihe", die anstelle einer Kapitalrückzahlung die Lieferung von Aktien vorsieht, lediglich ein nacktes Optionsrecht.

Bei *naked warrants* und bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht findet jeweils keine Kapitalrückzahlung statt. Beide Finanztitel sind grundsätzlich auf den Bezug von Aktien zu einem späteren Zeitpunkt ausgerichtet. In beiden Fällen kann der Inhaber des Finanztitels Einfluß auf den Zeitpunkt des Aktienbezugs nehmen. Während es allerdings dem Optionscheininhaber frei steht, die Option auszuüben⁸⁹, ist der Inhaber der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht infolge eines Vorvertrages zum Zeichnungsvertrag zur Ausübung des Umtauschrechts verpflichtet. Der Optionsschein beschränkt sich somit auf die Position des Käufers einer Kaufoption. Ein weiterer Unterschied besteht darin, daß dem *naked warrant* Anleiheelemente, wie beispielsweise eine feste Verzinsung während der Laufzeit, fehlen.

Der Erwerber eines *naked warrant* erlangt gegen einen bestimmten Optionspreis eine spekulative Gewinnchance, die sich bei Kurssteigerung der Aktie realisiert.⁹⁰ Hiermit ist die Situation des Erwerbers einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht vergleichbar. Allerdings ist er zur Wandlung auch dann verpflichtet, wenn die Kurse gefallen sind.

⁸⁷ *Fuchs*, AG 1995, 433, 440; *Geßler/Hefermehl/Bungeroth*, AktG (Fußn. 1), § 181 Rn. 7; *Köln-Komm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 151.

⁸⁸ *Fuchs*, AG 1995, 433, 441: Des weiteren können die Optionsbedingungen bereits ein bindendes Angebot auf Abschluß des Zeichnungsvertrages haben, so daß die Ausübung der Option ipso iure zum Abschluß des Zeichnungsvertrages mit der AG führt (sog. echtes Optionsrecht).

⁸⁹ *Claussen* (Fußn. 11), § 9 Rn. 181; *Franke/Hax* (Fußn. 46), S. 54.

⁹⁰ *Wolff*, Bedingtes Kapital für warrant-Anleihen, Huckepack-Emissionen und naked warrants?, *WiB* 1997, 505, 506.

Anlaß für die Diskussion über die *naked warrants* ist die Frage, ob diese zulässigerweise entgegen dem Wortlaut des § 221 Abs. 1 AktG ohne Verbindung zu einer Schuldverschreibung begeben und mit bedingtem Kapital unterlegt werden können. Vergleichbare Probleme sind für die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht erkennbar. Es wurde bereits festgestellt, daß der Begriff “Wandelanleihe” für das hier dargestellte Finanzinstrument kaum verwendbar ist,⁹¹ so daß zweifelhaft ist, ob hier der Wortlaut des § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG noch erfüllt ist. Durch die Wandlungspflicht ändert sich der Inhalt der Wandelanleihe derart, daß sich die Frage stellt, ob überhaupt noch von einer in § 221 Abs. 1 AktG vorausgesetzten Kombination von Schuldverschreibung und Umtauschrecht die Rede ist. Vielmehr scheint sich aufgrund des Vorvertrages der Inhalt der Anleihe allein auf die spätere Wandlung und damit auf den Aktienbezug zu konzentrieren. Die Wandlungspflicht übt nicht zuletzt auch erheblichen Einfluß auf die wirtschaftlichen Risiken der Wandelanleihe aus. Insofern soll im folgenden geklärt werden, ob die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht den Wertungen gerecht wird, die für die Regelungen zur Begebung einer Wandelschuldverschreibung im Sinne des § 221 AktG maßgebend sind.

b) Meinungsstand zur Frage der Zulässigkeit von *naked warrants*

aa) Die Zulässigkeit der Emission von *naked warrants* nach geltendem deutschen Aktienrecht wird vielfach abgelehnt.⁹² Teilweise wird auch nur die Zulässigkeit der Schaffung von bedingtem Kapital nach § 192 AktG für die Emission von *naked warrants* verneint.⁹³

bb) Einer anderen Ansicht zufolge ist die Emission von *naked warrants* zulässig.⁹⁴ Das Optionsrecht wird dabei als Genußrecht im Sinne des § 221 Abs. 3 AktG angesehen.⁹⁵ Materi-

⁹¹ Vgl. hierzu oben III. 5. c).

⁹² KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 185; Martens, in: Busse von Colbe u.a. (Fußn. 77), S. 151, 159; Martens, Die mit Optionsrechten gekoppelte Aktienemission, AG 1989, 69, 71; Martens, Die bilanzrechtliche Behandlung internationaler Optionsanleihen nach § 150 Abs. 2 AktG, in: Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. November 1985, 1985, S. 621, 629 f.; Schumann (Fußn. 1), S. 42.

⁹³ Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 1), § 192 Rn. 29.

⁹⁴ Claussen (Fußn. 11), § 9 Rn. 183; Fuchs, AG 1995, 433, 445/448/451; Geßler/Hefermehl/Karollus, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 28 f.; Steiner, Zulässigkeit der Begebung von Optionsrechten auf Aktien ohne Optionsschuldverschreibung (*naked warrant*), WM 1990, 1776, 1776 ff.; Wohlfarth/Brause, WM 1997, 397, 398; für eine analoge Anwendung des § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG spricht sich Wolff, WiB 1997, 505, 510 f. aus.

⁹⁵ Fuchs, AG 1995, 433, 442; Geßler/Hefermehl/Karollus, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 28.

elle Erwägungen und die daraus resultierende Vergleichbarkeit mit den Optionsanleihen mit Optionsrechten rechtfertigten eine Anwendbarkeit des bedingten Kapitals auch für die *naked warrants*.⁹⁶ Bei der Beschränkung des bedingten Kapitals in § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG auf die Umtausch- und Bezugsrechte von Wandelschuldverschreibungen habe der Gesetzgeber ihre eigenständige Begebung nicht bedacht; hieraus lasse sich nicht zwangsläufig der Schluß gegen die Anwendbarkeit dieser Vorschriften ziehen.⁹⁷

c) Folgerungen für die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht

Vor dem Hintergrund der bereits dargestellten Parallelen zum *naked warrant* bietet es sich an, für die Frage der aktienrechtlichen Zulässigkeit einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht auf die einzelnen Wertungsgesichtspunkte einzugehen, die gegen die Zulässigkeit der Begebung von *naked warrants* angeführt werden.

aa) Anwendbarkeit des § 221 AktG auf die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht

Als *lex specialis* zu § 187 AktG⁹⁸ privilegiert § 221 Abs. 1 AktG die hier geregelten Finanzierungsmittel, indem sie diese von der Anwendung des § 187 AktG ausnimmt.⁹⁹ Wird somit der Schutz des § 187 AktG durch § 221 AktG verdrängt, stellt sich die Frage, ob dadurch die Interessen der Aktionäre und der AG gefährdet werden. Damit diese Verdrängungswirkung eintritt, muß die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht von der Reichweite des § 221 AktG erfaßt werden. Die in § 221 AktG geregelten Schuldverschreibungen gewähren ein solches Recht, das durch seinen mitgliedschaftlichen Bezug einen potentiellen Konflikt mit den Aktionärsinteressen verursacht.¹⁰⁰ Wie bei herkömmlichen Wandelanleihen besteht auch bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht dieser Konflikt in der Zusicherung eines späteren Aktienerwerbs, die mit dem Bezugsrecht der Aktionäre konkurriert. Als Ausdruck seiner Dispositionsbefugnis verpflichtet sich der Anleger im Vorvertrag mit der Emittentin

⁹⁶ Ausführlich: *Fuchs*, AG 1995, 433, 445 ff.; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 28 f.; *Steiner*, WM 1990, 1776, 1778.

⁹⁷ *Fuchs*, AG 1995, 433, 447; *Wolff*, WiB 1997, 505, 511.

⁹⁸ *Fuchs*, AG 1995, 433, 439 f./444; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 187 Rn. 21, § 221 Rn. 96, 213; *Schumann* (Fußn. 1), S. 172 ff.

⁹⁹ *Fuchs*, AG 1995, 433, 440.

¹⁰⁰ *Fuchs*, AG 1995, 433, 440; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 4.

zur Ausübung des Umtauschrechts. Der durch das Umtauschrecht erzeugte Konflikt mit den mitgliedschaftlichen Rechten der Aktionäre wird dadurch inhaltlich nicht berührt. Die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht wird folglich von § 221 Abs. 1 AktG erfaßt.

bb) Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen § 187 AktG und §§ 192 Abs. 2, 221 AktG

Gleichwohl könnte eine einschränkende Auslegung des § 221 Abs. 1 AktG im Hinblick auf § 187 AktG erforderlich sein und damit die Unzulässigkeit der Begebung einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht begründen. Die isolierten Aktienbezugsrechte sind nach einer Ansicht in der Literatur gemäß §§ 187, 192 Abs. 2 AktG restriktiv zu behandeln, um die Übersichtlichkeit der Eigenkapitalstruktur zu gewährleisten; das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen § 187 AktG und §§ 192 Abs. 2, 221 AktG werde mit der Zulassung der Begebung von *naked warrants* in sein Gegenteil verkehrt.¹⁰¹ § 187 AktG schützt das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre aus § 186 AktG gegenüber der Konkurrenz rechtsgeschäftlich eingeräumter Bezugsrechte sowie die Entscheidungsfreiheit der AG bei Kapitalerhöhungsbeschlüssen.¹⁰² Die Vorschriften über die bedingte Kapitalerhöhung sehen kein Bezugsrecht der Aktionäre vor. Durch das Bezugsrecht des § 221 Abs. 4 AktG auf die auszugebenden Finanztitel wird den Aktionären mittelbar der Zugriff auf die jungen Aktien gesichert.¹⁰³ Infolge der Anwendung des § 221 Abs. 4 AktG bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht erfährt der Aktionär einen hinreichenden Schutz seiner mitgliedschaftlichen und vermögensmäßigen Interessen. Hierdurch wird die Regelung des § 187 AktG nicht ausgehebelt. Im Gegensatz zum Optionsschein, der ausschließlich ein Bezugsrecht gewährt, beinhaltet die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht zumindest hinsichtlich der Verzinsung einen weiteren, über das bloße Bezugsrecht hinausgehenden Anspruch. Zudem besteht bis zur Wandlung ein eigenständiger Finanzierungseffekt der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht. Insofern ist sie mit der herkömmlichen Wandelanleihe vergleichbar und erscheint damit nicht als vagabundierendes rechtsgeschäftliches Bezugsrecht. Das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen § 187 und §§ 192 Abs. 2, 221 AktG wird nicht außer Kraft gesetzt.

cc) Zulässigkeit einer bedingten Kapitalerhöhung nach § 192 AktG

¹⁰¹ KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 185.

¹⁰² Vgl. hierzu: Fuchs, AG 1995, 433, 443; KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 1), § 187 Rn. 2 f.

Weiter ist zu klären, ob das Umtauschrecht einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung nach § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG zulässigerweise gesichert werden kann. Der Wortlaut dieser Norm erfaßt die Gewährung von Umtausch- und Bezugsrechten an Gläubiger von Wandelschuldverschreibungen. Formal weist die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht Merkmale einer Wandelschuldverschreibung in diesem Sinne auf.

Allerdings erhält das "Umtauschrecht" durch den Abschluß des Vorvertrages eine andere Bedeutung als bei herkömmlichen Wandelschuldverschreibungen. Die formale Betrachtungsweise wird der in § 192 Abs. 2 AktG enthaltenen Zweckbegrenzung der bedingten Kapitalerhöhung möglicherweise nicht gerecht. Die von Anfang an bestehende Pflicht des Gläubigers zur Wandlung könnte dieser Vorschrift widersprechen, zumal der Wortlaut des § 192 Abs. 2 AktG eine restriktive Haltung des Gesetzgebers gegenüber der bedingten Kapitalerhöhung erkennen läßt. Die ablehnende Haltung gegenüber *naked warrants* wird damit begründet, daß der Gesetzgeber einer Spekulation mit Bezugsrechten durch und gegen die AG Grenzen setzen wollte, da dieser ansonsten Finanzmittel und Finanzierungsmöglichkeiten verloren gehen könnten.¹⁰⁴ Die Vermögensinteressen der Aktionäre dürften nicht durch die freie, selbständige Plazierung von Optionsrechten gefährdet werden.¹⁰⁵

Gegenüber den *naked warrants* weist die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht den Vorteil auf, daß der Anleger bereits vor der Ausübung des Umtauschrechts einen Kapitalbetrag zur Unternehmensfinanzierung erbringt, der in aller Regel dem zur Wandlung erforderlichen Betrag entspricht; allenfalls könnten noch Umtauschprämien fällig werden. Der Optionspreis eines Optionsscheins dient demgegenüber lediglich als Risikoprämie für die Emittentin,¹⁰⁶ wobei der wesentliche Kapitalzufluß bei einem Optionsschein erst zum Zeitpunkt der Ausübung des Bezugsrechts erfolgt. Insofern leistet die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht bereits im Vorfeld des Umtauschs einen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung, der bei den *naked warrants* so nicht gegeben ist. Die Gefahr eines durch Spekulation bedingten Verlustes von Finanzierungsmöglichkeiten wird dadurch zumindest teilweise ausgeglichen.

¹⁰³ Fuchs, AG 1995, 433, 444; Martens, AG 1989, 69, 71.

¹⁰⁴ Geßler/Hefermehl/Bungeroth, AktG (Fußn. 1), § 192 Rn. 28; KölnKomm/Lutter, AktG (Fußn. 1), § 192 Rn. 9.

¹⁰⁵ Martens, AG 1989, 69, 73; Martens, in: Busse von Colbe u.a. (Fußn. 77), S. 151, 159.

Das Spekulationsrisiko bei einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht ist des weiteren auf Seiten der AG nicht größer als bei einer herkömmlichen Wandelanleihe. Während bei einem Kursverfall am Ende der Laufzeit die Wandlungspflicht einen Vorteil für die AG begründet, stellt sie bei einem hohen Aktienkurs insofern keinen, im Vergleich zur herkömmlichen Wandelanleihe größeren Nachteil dar, als in diesem Fall ein wirtschaftlich optimal handelnder Anleihegläubiger auch ohne Wandlungspflicht den Umtausch begehren wird. Im Vergleich zur herkömmlichen Wandelanleihe erhöht die Wandlungspflicht aus dem Vorvertrag zum Zeichnungsvertrag lediglich das Spekulationsrisiko des Anlegers, nicht aber das der AG. Das Spekulationsargument kann somit nicht dafür herangezogen werden, hinsichtlich der bedingten Kapitalerhöhung eine Differenzierung zwischen herkömmlichen Wandelanleihen und solchen mit Wandlungspflicht zu begründen.

dd) Bedeutung eines normativen Leitbildes aus § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG

Dem Wortlaut des § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG nach kommt es für den hier geregelten Verwendungszweck des bedingten Kapitals auf eine Kombination des Umtauschrechts mit einer Schuldverschreibung an. Dem könnte ein solches normatives Leitbild zugrunde liegen, das gegen die Verwendung des bedingten Kapitals für die Bedienung des Umtauschrechts aus einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht spricht.

(1) Kombination von Fremd- und Eigenfinanzierung

Teilweise wird als wesentliches Element einer Wandelschuldverschreibung im Sinne des § 221 Abs. 1 S. 1 AktG die Kombination von Fremd - und Eigenfinanzierung angesehen.¹⁰⁷

Eine Definition von Eigenkapital besteht nicht. Aus der Funktion des Eigenkapitals, primärer Risikoträger, Verlustauffangpolster und Schuldendeckungspotential zu bilden sowie dem Gläubigerschutz zu dienen¹⁰⁸, ergeben sich verschiedene Merkmale: Eigenkapital steht in aller Regel bei einer Liquidation dem Fremdkapital im Range nach; es steht der Gesellschaft

¹⁰⁶ Vgl. *BGH*, WM 1994, 2231, 2232.

¹⁰⁷ KölnKomm/*Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 187; *Schumann* (Fußn. 1), S. 42 f.

¹⁰⁸ *Bürger*, Genußrechte als Mittel zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung von Unternehmen, insbesondere von Kreditinstituten, 1987, S. 106 f.; *Schäfer*, Genußscheine mit Eigenkapitalcharakter, WM 1991, 1941; *Süchting*, Finanzmanagement, 5. Auflage, 1987, S. 64 f.

auf Dauer zur Verfügung und kann nicht willkürlich und ersatzlos entzogen werden.¹⁰⁹ Demgegenüber liegt Fremdkapital vor, wenn eine feste, gewinnunabhängige Verzinsung oder ein vom Liquidationserlös unabhängiger, unbedingter Rückzahlungsanspruch zum Nennwert besteht.¹¹⁰ Mit Begebung der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht steht das investierte Geld auf Dauer der Gesellschaft zur Verfügung. Dies ist vergleichbar mit der Optionsprämie eines Optionsrechts: Die Optionsprämie, die bei Erwerb einer Optionsanleihe für das Optionsrecht zu zahlen ist, ist in die Kapitalrücklage einzustellen und erhöht sofort das Eigenkapital der AG¹¹¹. Gegen die Einordnung als Eigenkapital sprechen die feste Verzinsung und die Kapitalrückzahlung im Falle einer außerordentlichen Kündigung. Die Wandlungspflicht bewirkt letztlich nur, daß das Kapital grundsätzlich dauerhaft zur Verfügung stehen kann. Dies ist aber auch nur dann der Fall, wenn die Pflichtwandlung durchgeführt wird und eine außerordentliche Kündigung ausbleibt. Weitere Merkmale sind von der Wandlungspflicht nicht betroffen und können durchaus den Fremdkapitalcharakter begründen. Demnach kann die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht eine Kombination von Fremd- und Eigenfinanzierung beinhalten und einem solchen Leitbild des § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG gerecht werden.

(2) Hilfsfunktion des Umtauschrechts

Nach anderer Ansicht ist für den Verwendungszweck nach § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG entscheidend, daß das Umtauschrecht als Hilfsmittel der besseren Platzierung eines anderen primären Finanzierungstitels, wie z.B. einer Anleihe, dient.¹¹² Dieser andere, primäre Finanzierungstitel darf somit nicht aufgrund seiner Ausstattung allein auf die Verwertung der Umtausch- oder Optionsrechte gerichtet sein, sondern muß eine darüber hinausgehende Finanzierungsfunktion erfüllen.¹¹³

¹⁰⁹ *Habersack*, Genußrechte und sorgfaltswidrige Geschäftsführung, ZHR 155 (1991), 378, 382; *Schäfer*, WM 1991, 1941, 1942.

¹¹⁰ *Bürger* (Fußn. 110), S. 118; *Hirte*, Genußscheine mit Eigenkapitalcharakter in der Aktiengesellschaft, ZIP 1988, 477, 478.

¹¹¹ *Fuchs*, AG 1995, 433, 435; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 191; *Steiner*, WM 1990, 1776, 1777.

¹¹² *Martens*, AG 1989, 69, 72; *Martens*, in: Busse von Colbe u.a. (Fußn. 77), S. 151, 159; vgl. auch *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 213.

¹¹³ Vgl. *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 213 im Zusammenhang mit Genußscheinen, die ein Umtausch- oder Optionsrecht gewähren.

Die Wandlungspflicht ändert nichts daran, daß das Wandlungsrecht einen Anreiz zur Platzierung der Anleihe ausübt. Hierbei spielt gerade auch die Anbindung an die Kursentwicklung der Aktie und eine dementsprechende Kursgewinnerwartung eine besondere Rolle. Eine über die Verwertung des Umtauschrechts hinausgehende Finanzierungsfunktion ist darin zu erkennen, daß eine Wandlung gerade aus Anlegersicht erst zu einem sehr späten Zeitpunkt wirtschaftlich sinnvoll ist. Bis dahin dient das Kapital des Investors als Fremdfinanzierung der Emittentin. Durch die Wandlungspflicht werden aber andere Akzente gesetzt, so daß das Verhältnis von primärem Finanztitel und Hilfsmittel im Vergleich zur herkömmlichen Wandelanleihe verschoben wird. Der primäre Finanztitel ist durch die Wandlungspflicht inhaltlich unmittelbar betroffen, während der Anleger lediglich über den Zeitpunkt der Wandlung entscheiden kann. Damit rückt die Lieferung von Aktien als eigentliche Leistung aus dem primären Finanztitel in den Vordergrund. Allerdings ist anerkannt, daß beispielsweise Optionsanleihen zu dem Zweck begeben werden können, eine vorteilhafte Platzierung von Aktien zu erreichen.¹¹⁴ Daß die Wandlungspflicht eine bessere Platzierung der jungen Aktien bewirkt, schadet somit auch dann nicht, wenn dies von der AG vornehmlich bezweckt wird. Durch die Wandlungspflicht wird zudem ein anderer Anlegerkreis als bei herkömmlichen Wandelanleihen angesprochen, so daß hiermit ein besonderer Anreiz zur Platzierung des Finanztitels bei diesen Anlegern ausgeübt wird. Insofern entspricht die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht dem normativen Leitbild der untergeordneten Hilfsfunktion des Umtauschrechts.

(3) Verbesserung der Unternehmensfinanzierung

Nach einer weiteren Ansicht erfaßt § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG alle Optionsrechte, die zur Verbesserung der Unternehmensfinanzierung begeben werden.¹¹⁵ Während ihrer Laufzeit stellt die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht ein Mittel zur Fremdfinanzierung des Unternehmens dar, das durch das Umtauschrecht einen besonderen Anreiz im Rahmen der Platzierung erhält. Gerade durch die Wandlungspflicht wird eine höhere Eigenkapitalzufuhr garantiert. Damit dient die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht der Verbesserung der Unternehmensfinanzierung.

¹¹⁴ *Hirte*, Bezugsrechtsfragen bei Optionsanleihen, WM 1994, 321, 322 f.; *Schumann* (Fußn. 1), S. 47 f.

¹¹⁵ *Fuchs*, AG 1995, 433, 450 f.

3. Zwischenergebnis

Die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht verstößt nicht gegen das Zinszahlungsverbot des § 57 Abs. 2 AktG. Die Bedenken, die gegen die Zulässigkeit von *naked warrants* aus den Regelungen der §§ 187, 192, 221 AktG abgeleitet werden, sind zwar bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht zu berücksichtigen. Gleichwohl begründen sie nicht die aktienrechtliche Unzulässigkeit einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht. Dies gilt trotz der Schwierigkeiten, den Finanzierungstitel der "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" unter den Begriff der Wandelanleihe im Sinne des §§ 221 Abs. 1, 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG zu subsumieren. Ausschlaggebend für die Zulässigkeit ist im wesentlichen die Tatsache, daß die Wandlungspflicht allein zu Lasten der Anleger und eben nicht der AG und ihren Aktionären geht. Da neben der Wandlung ein weiterer Fremdfinanzierungseffekt für die AG besteht, ist es gerechtfertigt, diesen Finanzierungstitel unter einer weiten Auslegung der §§ 221 Abs. 1, 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG als aktienrechtlich zulässig zu erachten.

V. Inhaltskontrolle nach dem AGBG

Für die Inhaltskontrolle nach dem AGBG müssen die Bedingungen der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht Allgemeine Geschäftsbedingungen im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 AGBG sein, die nicht gemäß § 23 Abs. 1 AGBG Gegenstand eines Vertrages auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts sind.

1. Kein Ausschluß nach § 23 Abs. 1 AGBG

Einer Inhaltskontrolle von Wandelanleihebedingungen nach dem AGBG steht die Vorschrift des § 23 Abs. 1 AGBG nicht entgegen, da es sich um rein schuldrechtliche Verträge handelt, die nicht durch einen gemeinsamen Zweck gekennzeichnet und somit keine Verträge "auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts" sind.¹¹⁶ Das Umtauschrecht stellt lediglich einen schuldrechtlichen Anspruch auf Verschaffung eines Mitgliedschaftsrecht dar, so daß auch

¹¹⁶ Vgl. *Claussen* (Fußn. 11), § 9 Rn. 160; *Kallrath* (Fußn. 1), S. 27; zur Inhaltskontrolle von Genußscheinbedingungen vgl. *BGHZ* 119, 305, 312 - "Klößner"; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 358; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 91, 221; *Luttermann*, Anlegerschutz und Bezugsrechtsausschluß bei Genußrechten, DB 1993, 1809, 1810.

hier die gesellschaftsrechtliche Ausnahme des § 23 AGBG nicht eingreift.¹¹⁷ Aus der Verpflichtung des Anlegers zur Wandlung ergibt sich keine andere Beurteilung. Ihm steht weiterhin nur ein schuldrechtlicher Anspruch auf Erhalt der Aktien zu, so daß die gesellschaftsrechtliche Ausnahme des § 23 Abs. 1 AGBG auch für die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht nicht eingreift.

2. Wandelanleihebedingungen als AGB im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 AGBG

a) Eigenemission

Bei einer Wandelanleihe sind gemäß § 793 Abs. 1 BGB in einer Urkunde die Ansprüche des Inhabers auf Erfüllung der versprochenen Leistung verbrieft. Die Urkunde einer Schuldverschreibung enthält Anleihebedingungen, die zum einen die Leistungskomponente (Verzinsung/Rückzahlung etc.) und zum anderen als Sicherheitskomponente Bestimmungen über den Gläubigerschutz (Kündigungsrechte etc.) enthalten.¹¹⁸ Nach § 1 Abs. 1 AGBG sind Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB) alle für eine Vielzahl von Verträgen vorformulierte Vertragsbedingungen. Auch bei Verbriefung in einer Sammel- oder Globalurkunde erfüllt eine Anleihe das Merkmal der "Vielzahl von Verträgen", da die Urkunde eine Vielzahl von wertpapierrechtlichen Forderungen begründet.¹¹⁹ Die Bedingungen für die Wertpapiere werden bei einer Selbstemission einseitig von Seiten der Emittentin festgesetzt und nicht individuell mit den Anlegern ausgehandelt.¹²⁰ Im Falle einer Selbstemission, bei der die Emittentin die Wandelanleihe ohne Einschaltung Dritter im Publikum plaziert, findet das AGBG auf die Wandelanleihebedingungen Anwendung.

b) Fremdemission

Bei einer Fremdemission wird die Anleihe von einer Emissionsbank (oder einem Konsortium) fest übernommen und im Publikum plaziert. Allerdings werden hierbei die Anleihebe-

¹¹⁷ *Horn*, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGB-Gesetz, 3. Auflage 1994, § 23 Rn. 75 c.

¹¹⁸ *Von Randow*, Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes, ZBB 1994, 23, 24.

¹¹⁹ *Bungert*, Wertpapierbedingungen und Inhaltskontrolle nach dem AGB-Gesetz, DZWIR 1996, 185, 187; *Kallrath* (Fußn. 1), S. 43.

¹²⁰ *Bungert*, DZWIR 1996, 185, 187.

dingungen zwischen Emittentin und Emissionsbank ausgehandelt und fallen somit mangels einseitiger Vorformulierung gemäß § 1 Abs. 2 AGBG nicht mehr unter das AGBG¹²¹.

Für die Anwendbarkeit des AGBG ist gemäß § 1 Abs. 1 AGBG ein Vertrag zwischen Verwender und AGB-Kunde erforderlich, der zwischen Anleger und Emittentin fehlt. Vielmehr sind die Anleihebedingungen dann bereits Bestandteil des übertragenen Rechts und somit nicht mehr Vertragsinhalt. Gleichwohl werden die Anleihebedingungen im Verhältnis zwischen Emittentin und Anlegern als Allgemeine Geschäftsbedingungen im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 AGBG angesehen; dieses Ergebnis wird teilweise über eine analoge Anwendung dieser Vorschrift, zum Teil aber auch unter Zuhilfenahme von § 7 AGBG (Umgehungsverbot) erreicht.¹²² Verstärkt wird neuerdings die Ansicht vertreten, im Falle einer Fremdemission komme als Grundlage einer Inhaltskontrolle von Wertpapierbedingungen nicht das AGBG, sondern § 242 BGB in Betracht.¹²³ Indes werden auch hierbei als Maßstab die Grundsätze des § 9 AGBG angewendet.¹²⁴

Die 1996 in Kraft getretene Neuregelung des § 24 a AGBG zu den sog. Verbraucherverträgen erfaßt - abgesehen von den Bereichsausnahmen des § 23 Abs. 1 AGBG - alle Verträge zwischen Unternehmer und Verbraucher und beschränkt sich nicht auf bestimmte Vertragstypen.¹²⁵ Da aber ein Vertrag zwischen den Parteien, also zwischen Unternehmer und Verbraucher erforderlich ist, bleibt der genannte Meinungsstreit zur Anwendbarkeit des AGBG auf fremdemittierte Anleihen trotz der Schutzzweckerweiterung des § 24 a AGBG weiterhin von Bedeutung. Für die vorliegende Problematik kann letztlich eine Inhaltskontrolle am Maßstab des § 9 AGBG vorgenommen werden. Der Einfachheit halber wird auf der Grundlage der herrschenden Meinung die Anwendbarkeit des AGBG unterstellt.

¹²¹ Von Randow, ZBB 1994, 23, 26; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rn. 11.61.

¹²² Letztere Ansicht: Von Randow, ZBB 1994, 23, 29; vgl. auch Kümpel (Fußn. 121), Rn. 11.60 ff.; gegen die Anwendung des § 7 AGBG: Jousen, Die Inhaltskontrolle von Wertpapierbedingungen nach dem AGBG, WM 1995, 1861, 1864; Bungert, DZWiR 1996, 185, 189 f.; AGBG ist grundsätzlich anwendbar nach: BGHZ 119, 305, 312 - "Klöckner"; OLG Frankfurt, ZIP 1994, 26, 27; Claussen (Fußn. 11), § 9 Rn. 160; Habersack, ZHR 155 (1991), 378, 386; Ulmer, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Gesetz, 7. Auflage 1993, § 1 Rn. 14, 19; Horn, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG (Fußn. 117), § 23 Rn. 75 b.

¹²³ Kallrath (Fußn. 1), S. 63 ff.; Bungert, DZWiR 1996, 185, 191; Jousen, WM 1995, 1861, 1869.

¹²⁴ Kallrath (Fußn. 1), S. 80.; Bungert, DZWiR 1996, 185, 191;

¹²⁵ Borges, Die Inhaltskontrolle von Verbraucherverträgen nach § 24a AGBG, WiB 1997, 402, 404; Heinrichs, Das Gesetz zur Änderung des AGB-Gesetzes, NJW 1996, 2190, 2191.

3. Überraschende Klauseln, § 3 AGBG

Die Regelungen über die Wandlungspflicht werden nach § 3 AGBG nicht Vertragsbestandteil, wenn es sich um eine ungewöhnliche und überraschende Klausel handelt.

a) Ungewöhnlichkeit der Wandlungspflicht-Klausel

Eine Vertragsklausel ist ungewöhnlich, wenn die Vereinbarung einer derartigen Bestimmung nach dem konkreten Vertragstyp nicht üblich ist.¹²⁶ Dies kann bei solchen Bedingungen der Fall sein, mit deren Verwendung im Rahmen des konkreten Vertragstyps die beteiligten und als Kunden angesprochenen Verkehrskreise aufgrund ihrer Art nicht rechnen oder die den Vertragscharakter entgegen dem äußeren Erscheinungsbild und den Werbeaussagen des Verwenders modifizieren.¹²⁷ Abstellend auf einen Vertragstypus der Wandelanleihe im herkömmlichen Sinne erweist sich die Wandlungspflicht als objektiv unüblich, da sie die an sich charakteristische Sicherheitskomponente einer Wandelanleihe, nämlich die garantierte Kapitalrückzahlung bei Nichtausübung des Umtauschrechts, ausschließt. Ungewöhnlich ist die Festlegung der Wandlungspflicht aber auch insofern, als hiermit der Erwerber der Anleihe zur Ausübung eines Rechts verpflichtet wird, das ihm durch die urkundliche Verbriefung im Sinne von § 793 Abs. 1 BGB gewährt wird. Bei neuen Vertragstypen und -gestaltungen müssen indes die neuartigen Klauseln nicht ungewöhnlich sein, da es an einer vertrauenstatbestandlichen Regelmäßigkeit fehlt.¹²⁸ Zweifel an der Unüblichkeit können sich ergeben, wenn die Schuldverschreibung als “Wandelanleihe mit Wandlungspflicht” bezeichnet wird¹²⁹. Dies könnte bereits einen anderen Vertragstypus andeuten und die Neuartigkeit dieser Anleihe den Vergleich mit der Üblichkeit einer herkömmlichen Wandelanleihe ausschließen. Gleichwohl bleibt die Anlehnung an den Vertragstypus der “Wandelanleihe” erkennbar, so daß trotz der genannten Zweifel von einer objektiv unüblichen Vertragsbedingung ausgegangen werden kann.

¹²⁶ *Ulmer*, in: *Ulmer/Brandner/Hensen*, AGBG (Fußn. 122), § 3 Rn. 14.

¹²⁷ *BGH*, NJW 1990, 576, 577; *Ulmer*, in: *Ulmer/Brandner/Hensen*, AGBG (Fußn. 122), § 3 Rn. 14 ff.

¹²⁸ *Lindacher*, in: *Wolf/Horn/Lindacher*, AGBG (Fußn. 117), § 3 Rn. 23.

¹²⁹ Vgl. beispielsweise die DB-Wandelanleihe, die als “Wandelanleihe von 1997/2002 mit Pflichtwandlung” bezeichnet wird: *Daimler-Benz Aktiengesellschaft*, Prospekt (Fußn. 28), S. 1 (Unterstreichung im Original).

b) Überraschender Charakter der Wandlungspflicht-Klausel

Für die Anwendung des § 3 AGBG muß die Klausel zudem überraschend sein, was der Fall ist, wenn zwischen ihrem Inhalt und den Erwartungen des Kunden eine *deutliche* Diskrepanz besteht.¹³⁰ Der Klausel muß ein Überraschungs- oder Übertölpelungseffekt innewohnen.¹³¹ Entscheidend sind hier die Erkenntnismöglichkeiten des für derartige Verträge typischerweise zu erwartenden Kundenkreises als Reaktion auf normale Geschäftserfahrung und drucktechnische Ausgestaltung der Allgemeinen Geschäftsbedingungen.¹³² Wird von einem vertraglichen Leitbild und den hieraus resultierenden Erwartungen des Vertragspartners über den Umfang der ihm gebührenden Leistungen abgewichen, so ist deutlich auf die Abweichung hinzuweisen, damit der durchschnittliche Vertragspartner sie regelmäßig zur Kenntnis nehmen wird.¹³³ Die Wandlungspflicht kann als überraschende Klausel gemäß § 3 AGBG angesehen werden, wenn sie lediglich im Rahmen der Anleihebedingungen in den Vertrag übernommen wird. Wird auf den typischerweise mit der Emission einer Wandelanleihe angesprochenen Anlegerkreis abgestellt, so ist dessen Risikobewußtsein zu berücksichtigen, das üblicherweise durch die Kombination einer besonderen Gewinnerwartung aufgrund des Umtauschrechts und der Absicherung des investierten Kapitals durch den Rückzahlungsanspruch am Ende der Laufzeit geprägt ist. Ohne ausdrücklichen Hinweis darauf, daß die Sicherheitskomponente durch eine Bestimmung in den Anleihebedingungen ausgeschlossen wird und infolgedessen andere Risikopositionen für den Investor entstehen, steht der Vertragsinhalt in einem deutlichen Mißverhältnis zur Risikoerwartung des Durchschnittsanlegers. Unter diesen Voraussetzungen ist die Wandlungspflicht als überraschende Klausel im Sinne des § 3 AGBG anzusehen.

Die Bezeichnung als “Wandelanleihe mit Wandlungspflicht” (oder auch als “Zwangswandelanleihe”, “Wandelanleihe mit Zwangsumtausch” etc.) weist den Anleger auf die Besonderheit der Wandlungspflicht und somit auf die von der herkömmlichen Wandelanleihe abwei-

¹³⁰ *Locher*, Das Recht der allgemeinen Geschäftsbedingungen, 3. Auflage 1997, S. 58; MünchKomm/Kötz, Bürgerliches Gesetzbuch, Band 1 Allgemeiner Teil, §§ 1-240/AGB-Gesetz, 3. Auflage 1993, § 3 AGBG Rn. 8; *Ulmer*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG (Fußn. 122), § 3 Rn. 22.

¹³¹ *BGH*, NJW 1990, 576, 577; Palandt/*Heinrichs*, BGB (Fußn. 8), § 3 AGBG Rn. 3; *Ulmer*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG (Fußn. 122), § 3 Rn. 22 m.w.N.

¹³² *Locher* (Fußn. 130), S. 58; *Ulmer*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG (Fußn. 122), § 3 Rn. 12.

¹³³ *BGHZ* 121, 107, 113.

chende Bestimmung hin, so daß der Durchschnittsanleger von dieser Abweichung Kenntnis nimmt. Seine Erwartungen können sich nicht mehr allein auf die Regelungen einer herkömmlichen Wandelanleihe richten. Entsprechendes gilt erst recht, wenn die Bezeichnung "equity note" gewählt wird, da hiermit ein anderer Anlegerkreis angesprochen wird. Unter diesen Voraussetzungen ist die Regelung der Wandlungspflicht nicht als überraschende Bestimmung im Sinne des § 3 AGBG aufzufassen.

4. Schranken der Inhaltsbestimmung, § 8 AGBG

a) Grundsätzliche Schranken der Inhaltsbestimmung nach § 8 AGBG

Gemäß § 8 AGBG unterliegen Klauseln, die Inhalt, Art und Umfang der Leistung und Gegenleistung festlegen und die für die Leistung geltenden gesetzlichen Bestimmungen unberührt lassen, keiner Inhaltskontrolle nach dem AGBG.¹³⁴ Eine Klausel kann der Inhaltskontrolle unterzogen werden, wenn auch ohne sie der wesentliche Vertragsinhalt nach seinem Hauptgegenstand bestimmbar ist.¹³⁵ Während die unmittelbare Bestimmung der Hauptleistung und des Preises sowie die Angemessenheit einer im Gegenseitigkeitsverhältnis stehenden Leistung nicht kontrollfähig sind, unterliegen alle im weiteren Sinne "leistungsbeschreibenden", nämlich das Hauptleistungsversprechen ausgestaltenden, modifizierenden und einschränkenden Regelungen in Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Inhaltskontrolle nach §§ 9 bis 11 AGBG.¹³⁶ Läßt sich der geschuldete Leistungsinhalt trotz Fehlens einer bestimmten Abrede aus ergänzenden Rechtsvorschriften und/oder im Wege der Auslegung feststellen, und beschränkt sich diese Abrede nicht darauf, einen gesetzlichen Leistungsinhalt deklaratorisch wiederzugeben, so ist sie grundsätzlich leistungsmodifizierend und damit kontrollfähig.¹³⁷

¹³⁴ *BGH*, ZIP 1987, 640, 646; *Hopt*, Änderungen von Anleihebedingungen, in: Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag, 1990, S. 342, 370; *Kallrath* (Fußn. 1), S. 69; *Wolf*, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG (Fußn. 117), § 8 Rn. 1, 10.

¹³⁵ *BGH*, ZIP 1987, 640, 646; *Frantzen*, Genußscheine, 1993, S. 32 f.; *Wolf*, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG (Fußn. 117), § 8 Rn. 10.

¹³⁶ *Brandner*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG, § 8 Rn. 10; Palandt/*Heinrichs*, BGB (Fußn. 8), § 8 AGBG Rn. 2; *Hopt*, FS Steindorff (Fußn. 134), S. 342, 370.

¹³⁷ *Brandner*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG (Fußn. 122), § 8 Rn. 27; *Frantzen* (Fußn. 135), S. 33 m.w.N.

b) Schranken der Inhaltsbestimmung bei einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht

Bei der Wandelanleihe sind Bestimmungen über die Höhe der Verzinsung und des Rückzahlungsbetrages sowie über das Umtauschverhältnis kontrollfrei.¹³⁸ Die Frage, ob der Ausschluß oder eine lange Befristung des Rückzahlungsanspruchs (bei Genußscheinen) nach § 8 AGBG der Inhaltskontrolle entzogen ist, wird in der Literatur nicht einheitlich beantwortet.¹³⁹ Ist das Leistungsversprechen auf die Lieferung von Aktien ausgerichtet, so stellt dieses Versprechen die wesentliche Hauptleistungspflicht sowie das vom Anleger erworbene Recht dar. Als Hauptleistung der vertraglichen Regelung ist dieses Versprechen der Inhaltskontrolle entzogen. Für die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht erweisen sich wie bei der herkömmlichen Wandelanleihe die Höhe der Verzinsung, das Umtauschverhältnis sowie eine eventuell zahlbare Umtauschprämie als kontrollfeste Leistungsbestimmungen.

Der Gläubiger der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht hat aufgrund des Vorvertrages zum Zeichnungsvertrag über junge Aktien bis zum Ende der Laufzeit die Anleihe in Aktien umzutauschen, so daß sich der Leistungsinhalt des Titels im Ergebnis auf die Lieferung von Aktien beschränkt. Insofern regeln die Bestimmungen der Wandlungspflicht den Leistungsinhalt der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht. Hiermit wird keine gesetzliche Regelung deklaratorisch wiedergegeben. Ebenso wenig wird hiermit die Aktienlieferung als eigentliche Leistung *beschrieben*. Vielmehr schließt die Wandlungspflicht den Anspruch auf Kapitalrückzahlung aus. Beschränkt sich somit die Leistung auf die Lieferung von Aktien, so scheint diese Leistung gemäß § 8 AGBG als Kern der Leistungsregelung einer Inhaltskontrolle nach §§ 9 ff. AGBG entzogen zu sein.

§ 8 AGBG schließt grundsätzlich die Inhaltskontrolle von Entgeltregelungen aus. Im Hinblick auf die Preisklarheit steht § 8 AGBG aber nicht der Transparenzkontrolle von primären Entgeltklauseln entgegen.¹⁴⁰ Preisberechnungsabreden und -faktoren sind hinsichtlich ih-

¹³⁸ *Kallrath* (Fußn. 1), S. 72, unter Anwendung der h.M. zum Begriff der Leistungsbestimmung; s. zu Genußscheinen: *BGHZ*, 119, 305, 314 f - "Klößner"; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 222.

¹³⁹ Von der Kontrollfestigkeit gehen aus: *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 361, 365; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 222; a.A.: *Hopt*, FS Steindorff (Fußn. 134), S. 342, 370.

¹⁴⁰ *Baums*, Zinsberechnungsklauseln in Darlehensverträgen, WM-Sonderbeilage 2/1987, 11; *Horn*, Die richterliche Kontrolle von Entgeltklauseln nach dem AGB-Gesetz am Beispiel der Kreditwirtschaft, WM-Sonderbeilage 1/1997, S. 18 f.

rer Transparenz einer Inhaltskontrolle nach § 9 AGBG zu unterziehen.¹⁴¹ Die Kontrolle einer Beschreibung, die das Preis-/Leistungsverhältnis betrifft, ist zwar grundsätzlich nicht für die Angemessenheit möglich; damit ist aber nicht die Verständlichkeits- und Transparenzprüfung ausgeschlossen.¹⁴² Nach Ansicht des *BGH* geht das Gesetz davon aus, daß der Kunde der Preisvereinbarung eine besondere Aufmerksamkeit widmet. Für einen Marktvergleich sei erforderlich, daß der Vertragsinhalt dem Kunden ein vollständiges und wahres Bild über den Preis vermittele.¹⁴³ Nichts anderes kann für Leistungsbeschreibungen gelten, zumal sie ebenfalls das Preis-/Leistungsverhältnis betreffen.¹⁴⁴ Ebenso wie sich der Anleger über den von ihm zu investierenden Geldbetrag informiert, muß er sich Klarheit über die wesentlichen Rechte, die er mit der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht erwirbt, verschaffen können. Die Angemessenheit dieser Rechte unterliegt nach § 8 AGBG nicht der Inhaltskontrolle nach §§ 9 ff. AGBG. Wohl aber muß es der Kontrolle nach § 9 AGBG unterliegen, ob dem Anleger hinreichend verständlich gemacht wird, daß er einen Vorvertrag abschließt und infolgedessen lediglich das Recht auf Bezug von Aktien erwirbt. Im Hinblick auf das Transparenzgebot sind somit die Regelungen der Wandlungspflicht sowie der hiermit bewirkte eigentliche Leistungsinhalt einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht der Inhaltskontrolle nach § 9 AGBG zugänglich.

¹⁴¹ *OLG Celle*, NJW-RR 1995, 1133.

¹⁴² *OLG Celle*, NJW-RR 1995, 1133; *Heinrichs*, Das Transparenzgebot und die EG-Richtlinie über mißbräuchliche Klauseln in Verbraucherverträgen, in: *Lebendiges Recht*, Festschrift für Reinhold Trinkner zum 65. Geburtstag, 1995, S. 157, 164; *Palandt/Heinrichs*, BGB (Fußn. 8), § 8 AGBG Rn. 1.

¹⁴³ *BGHZ* 112, 115, 117; vgl. auch *BGHZ* 106, 42, 46; *Köndgen*, Grund und Grenzen des Transparenzgebotes im AGB-Recht, NJW 1989, 943, 948/950.

¹⁴⁴ Vgl. *Heinrichs*, FS Trinkner (Fußn. 142), S. 157, 176.

5. Transparenzgebot, § 9 AGBG

Die Wandlungspflicht könnte gegen § 9 AGBG verstoßen und somit unwirksam sein. Die Unwirksamkeit einer Regelung in Allgemeinen Geschäftsbedingungen tritt nach § 9 AGBG ein, wenn die Benachteiligung des Vertragspartners gegen Treu und Glauben verstößt und unangemessen ist.¹⁴⁵ Nach dem Transparenzgebot aus § 9 AGBG hat der Verwender von Allgemeinen Geschäftsbedingungen die Rechte und Pflichten seiner Vertragspartner überschaubar und möglichst klar darzustellen.¹⁴⁶ Eine Intransparenz kann sich daraus ergeben, daß die nachteilige Wirkung zusammenhängender Bestimmungen durch eine schwer nachvollziehbare Aufteilung der Regelung auf verschiedene Textstellen verschleiert wird.¹⁴⁷ Es ist nicht auf die Erkenntnismöglichkeiten des konkreten Vertragspartners oder auf das Verständnis einer mit besonderen Fachkenntnissen ausgestatteten Person abzustellen, sondern auf die Verständnismöglichkeiten des typischerweise bei Verträgen der geregelten Art zu erwartenden Durchschnittskunden.¹⁴⁸ Dabei ist von Bedeutung, in welchem Maß die Regelung den Erwartungen des Vertragspartners widerspricht.

Die Bezeichnung als Wandelanleihe impliziert den herkömmlichen Typus einer Schuldverschreibung mit Umtauschrecht. Die im Widerspruch zu einer erwarteten Kapitalrückzahlung stehende Wandlungspflicht deutet bereits in der Bezeichnung der Anleihe als "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht", "Zwangswandelanleihe" o.ä. die entsprechende Atypik an. Ob damit für einen Durchschnittsanleger die wirtschaftlichen Folgen hinreichend erkennbar sind, ist zu bezweifeln. Die Unwirksamkeit als Folge eines Verstoßes gegen das Transparenzgebot des § 9 AGBG ergibt sich nur, wenn dieser die ernsthafte Gefahr einer inhaltlichen Benachteiligung begründet.¹⁴⁹ Als ausreichend für das Merkmal der unangemessenen Benachteiligung wird es erachtet, wenn der Verwendungsgegner infolge der Intransparenz über das Preis-/Leistungsverhältnis irreführt und daran gehindert wird, Verhandlungs-

¹⁴⁵ *BGHZ* 106, 42, 47.

¹⁴⁶ *BGHZ* 106, 42, 49; *BGHZ* 119, 305, 313 - "Klößner"; *Brandner*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG (Fußn. 122), § 9 Rn. 87.

¹⁴⁷ *Heinrichs*, FS Trinkner (Fußn. 142), S. 157, 167.

¹⁴⁸ *BGHZ* 106, 42, 49; *BGHZ* 119, 305, 313 - "Klößner"; *Brandner*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG (Fußn. 122), § 9 Rn. 106.

¹⁴⁹ *Brandner*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG (Fußn. 122), § 9 Rn. 89; *Heinrichs*, FS Trinkner (Fußn.

möglichkeiten oder Marktchancen wahrzunehmen.¹⁵⁰ Zum Teil wird auf eine marktbezogene Unangemessenheit abgestellt, die durch die Irreführung des angesprochenen Kundenkreises in der generellen Benachteiligung in Form der Verfälschung des Wettbewerbs gesehen wird.¹⁵¹ Die Verschleierung der wirtschaftlichen Vertragsfolgen ist der Grund für die Unwirksamkeit der intransparenten Klauseln.¹⁵² Der Investor hat infolge der Wandlungspflicht lediglich die Entscheidungsmöglichkeit über den *Zeitpunkt* der Wandlung. Der Abschluß des Vorvertrages entspricht nicht dem, was ein Anleger von dem Umtauschrecht einer Wandelanleihe erwartet: Während das Umtauschrecht einer herkömmlichen Wandelanleihe ein Wahlrecht zwischen Beibehaltung aller schuldverschreibungsrechtlichen Ansprüche, insbesondere des Rückzahlungsanspruchs, einerseits und Erwerb von Aktien andererseits darstellt, hat dies mit dem "Umtauschrecht" einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht nicht mehr viel gemeinsam, da der Vorvertrag die Beibehaltung *aller* schuldverschreibungsrechtlichen Ansprüche eben nicht zuläßt. Die Bezugnahme auf den Typus der Wandelanleihe begründet somit die Gefahr, daß der Abschluß des Vorvertrages zum Zeichnungsvertrag über junge Aktien verschleiert wird. Ebenso erscheint es bedenklich, die Anleihebedingungen in Anlehnung an die herkömmliche Wandelanleihe auszugestalten und beispielsweise neben einem Umtauschrecht als zusätzliche Bestimmung die Wandlungspflicht zu regeln. Die eigentliche Bedeutung, die aus dem Nebeneinander von Umtauschrecht und Wandlungspflicht entsteht, nämlich der Abschluß eines Vorvertrages über die Zeichnung von jungen Aktien, wird damit nicht hinreichend klar dargestellt. Für seine Anlageentscheidung müßte der Anleger weniger den Vergleich mit anderen Wandelanleihen als vielmehr mit Verkaufsoptionen oder Termingeschäften suchen. Die Vereinbarung einer Wandlungspflicht als solche stellt grundsätzlich noch keinen Verstoß gegen das Transparenzgebot dar. Eine Intransparenz kann durch entsprechende Hinweise vermieden werden. Letztlich ist eine Entscheidung hierüber anhand der konkreten Anleihebedingungen zu treffen, wobei aber die Bedenken hinsichtlich der Bezugnahme auf den Typus der Wandelanleihe zu berücksichtigen sind.

142), S. 157, 162; Wolf, in: Wolf/Horn/Lindacher, AGBG (Fußn. 117), § 9 Rn. 146.

¹⁵⁰ BGHZ 112, 115, 117; OLG Celle, NJW-RR 1995, 1133; Palandt/Heinrichs, BGB (Fußn. 8), § 9 AGBG Rn. 16; Heinrichs, FS Trinkner (Fußn. 142), S. 157, 163.

¹⁵¹ Köndgen, NJW 1989, 943, 950.

¹⁵² Brandner, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGBG (Fußn. 122), § 9 Rn. 103; v. Hoyningen-Huene, Die Inhaltskontrolle nach § 9 AGB-Gesetz, 1991, Rn. 209 a.

VI. Wandelanleihe mit Wandlungspflicht als Börsentermingeschäft, § 50 BörsG

1. Einleitung

Von erheblicher praktischer Bedeutung ist schließlich die Frage, ob der Erwerb einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht ein Börsentermingeschäft im Sinne von § 50 Abs. 1 BörsG ist. Der Termineinwand betrifft gemäß § 53 BörsG die Verbindlichkeit des Geschäfts. Auch knüpfen Verbotsregelungen (§§ 63 ff. BörsG) an den Begriff des Börsentermingeschäfts an. Ansatzpunkte für die folgenden Überlegungen sind darin zu erkennen, daß sich die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht aufgrund der Pflichtwandlung letztlich auf die Lieferung junger Aktien zu einem späteren Zeitpunkt konzentriert und damit wirtschaftlich einem aufgeschobenen Aktienkauf gleicht. Durch das bei Begebung feststehende Umtauschverhältnis ergibt sich für beide Parteien ein spekulatives Element. Schließlich ist die Preisbildung unmittelbar abhängig von der Kursentwicklung der Emittentenaktie als Objekt des Umtauschrechts.

2. Börsentermingeschäft

Eine Definition des Begriffs "Börsentermingeschäft" ist dem BörsG nicht zu entnehmen. Der Gesetzgeber hat die Ausfüllung des Begriffs zwecks Berücksichtigung neuer Geschäftsformen und -arten Wissenschaft und Rechtsprechung überlassen.¹⁵³ Nach der Rechtsprechung des *BGH*, die in der Literatur im Kern weitgehend gebilligt wird, sind Börsentermingeschäfte Verträge über Wertpapiere, vertretbare Sachen oder Devisen nach gleichartigen Bedingungen, die von beiden Seiten erst zu einem bestimmten späteren Zeitpunkt zu erfüllen sind und eine Beziehung zu einem Terminmarkt aufweisen, der es ermöglicht, jederzeit ein Gegengeschäft abzuschließen.¹⁵⁴

¹⁵³ BT-Drucksache 11/4177, S. 18; vgl. HdB Kapitalanlagerecht/*Häuser/Welter* (Fußn. 85), § 16 Rn. 52 ff., 62; *Kümpel* (Fußn. 121), Rn. 12.18.

¹⁵⁴ *BGH*, WM 1984, 1598, 1599; aus der Literatur vgl. *Kienle*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band III, 1997, § 106 Rn. 9; vgl. auch *Häuser*, Außerbörsliche Optionsgeschäfte (OTC-Optionen) aus der Sicht des novellierten Börsengesetzes, ZBB 1992, 249, 259; *Kümpel*, (Fußn. 121), Rn. 12.25 ff., 12.35 ff. und *Schwintowski/Schäfer*, Bankrecht, 1997, § 13 Rn. 28 f. jeweils mit einer Darstellung des Streitstandes zur Frage, ob das Börsentermingeschäft im Sinne eines Rechtsbegriffs definierbar ist oder es sich hierbei vielmehr um einen "Typus" handelt, bei dem allen-

a) Aufgeschobener Erfüllungszeitpunkt

Ein wesentliches Merkmal ist der hinausgeschobene Erfüllungszeitpunkt der rechtsgeschäftlichen Verbindlichkeit.¹⁵⁵ Diese Terminierung stellt den Unterschied zum Kassageschäft dar, das sofort - oder gemäß § 15 Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse innerhalb von zwei Tagen - durch Stücklieferung und Zahlung des Gegenwertes zu erfüllen ist.¹⁵⁶ Auch der Schutzzweck des Termineinwandes erfordert eine aufgeschobene Erfüllung: Für Kursgewinne aus Marktschwankungen bedarf es einer bestimmten Laufzeit des Vertragsverhältnisses, während bei Kassaspekulationen eine faktische Hürde bereits darin besteht, daß der Anleger infolge der sofortigen Kaufpreiserfüllung aktuell Barvermögen einsetzen muß.¹⁵⁷ Beim Kauf einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht verpflichtet sich der Verkäufer zur Lieferung der Anleihe, der Käufer zur Zahlung des Kaufpreises der Wandelanleihe.¹⁵⁸ Wie beim Erwerb von gewöhnlichen Schuldverschreibungen sind diese Vertragspflichten sofort zu erfüllen. Demgegenüber erfolgt die Erfüllung eines Börsentermingeschäfts erst zu einem späteren Zeitpunkt. Die spätere Aktienlieferung stellt indes nicht die Erfüllung einer Pflicht aus dem Kaufvertrag dar, sondern ist die Erfüllung der ausgeübten (Pflicht-)Wandlung der Anleihe, also die Erfüllung eines in der Anleihe verbrieften Rechts. Stellt man allein auf den Erwerb des Wertpapiers ab, so liegt hier ein Kassageschäft und kein Börsentermingeschäft vor.

Ein anderes Ergebnis kommt in Betracht, wenn das im Wertpapier verbrieftete Recht entscheidend ist. Der *BGH* spricht sich für eine einheitliche Betrachtung von Wertpapier und in

falls Kernelemente bestimmt werden können.

¹⁵⁵ *Häuser*, ZBB 1992, 249, 260; *Jaskulla*, Zur Rechtsnatur des Börsentermingeschäfts gemäß § 50 Abs. 1 BörsG, ZBB 1997, 171, 176; *Kümpel* (Fußn. 121), Rn. 12.36; *Schwark*, Börsengesetz, 2. Auflage 1994, Einl §§ 50-70 Rn. 2.

¹⁵⁶ *Jaskulla*, ZBB 1997, 171, 175.

¹⁵⁷ *Häuser*, ZBB 1992, 249, 260; HdB Kapitalanlagerecht/*Häuser/Welter* (Fußn. 85), § 16 Rn. 71 f., 105; *Kümpel* (Fußn. 121), Rn. 12.36 f.; *Winter*, Der Termin- und Differenzeinwand bei Zinsbegrenzungsvereinbarungen, WM 1994, 2143, 2147.

¹⁵⁸ Die Wertung als Kaufvertrag nach § 433 BGB gilt beim Erwerb der Anleihe durch den Anleger von einer Bank. Hier liegt ein Rechts- und kein Sachkauf vor. Zum anderen wird eine kaufvertragsähnliche Vereinbarung zwischen der Emittentin und der Emissionsbank angenommen, wenn letztere die Schuldverschreibung gegen Zahlung von Geld auszugeben hat. Die Emittentin begründet dabei eine Forderung gegen sich selbst und verschafft diese der Emissionsbank. Vgl. hierzu: *Kümpel* (Fußn. 121), Rn. 11.45; *Palandt/Putzo*, BGB (Fußn. 8), Einf v § 607 Rn. 23; *von Randow*, ZBB 1994, 23, 25; *Soergel/Huber*, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3, Schuldrecht II (§§ 433-515), 12. Auflage 1991, § 433 Rn. 41 f., 172, § 437 Rn. 32 ff.

ihm verbrieften Optionsrecht aus. Die Verbriefung eines Aktienoptionsscheins ist danach weder für den Erwerber noch für den Emittenten von nennenswerter Bedeutung und kann folglich nicht als entscheidendes Kriterium für die Frage nach dem Termineinwand angesehen werden.¹⁵⁹ Der Schutzzweck des § 53 BörsG könnte ansonsten leicht unterlaufen werden. Somit ist nicht allein auf den Kauf des Wertpapiers der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht abzustellen, sondern auch das im Papier verbrieft Umtauschrecht sowie die Umtauschpflicht sind zu berücksichtigen.

b) Vergleich mit selbständigen oder abgetrennten Optionsscheinen

Von maßgeblicher Bedeutung für die Einordnung als Börsentermingeschäft ist der wirtschaftliche Zweck des Geschäfts (vgl. § 50 Abs. 1 S. 2 BörsG). Nach Ansicht des *BGH* sind Geschäfte mit abgetrennten Aktienoptionsscheinen keine Börsentermingeschäfte im Sinne des § 50 Abs. 1 BörsG.¹⁶⁰ An diese Auffassung in der Rechtsprechung anschließend werden auch Geschäfte mit selbständigen Optionsscheinen vielfach als Kassageschäft angesehen.¹⁶¹ Geschäfte über Optionsscheine seien nicht zu einem späteren Zeitpunkt zu erfüllen, sondern auf sofortige Erfüllung gerichtet. Der Optionsschein habe als solcher einen Marktwert und börsentäglich werde ein Kassakurs für ihn ermittelt.¹⁶² Der wesentliche Unterschied zwischen dem börsenmäßigen Optionsgeschäft, das ein Börsentermingeschäft ist, und dem Aktienoptionsscheinhandel wird nicht darin gesehen, dass letzterer verbrieft Rechtspositionen betrifft. Vielmehr fehle bei Optionsscheinen das unbegrenzte Risiko des Emittenten, wie es der Stillhalter eines Optionsgeschäfts trage. Außerdem enthielten Optionsscheine aufgrund ihrer im Gegensatz zum Optionsgeschäft regelmäßig langen Laufzeit Vermögensanlagecharakter und dienten damit nicht der kurzfristigen Spekulation.¹⁶³

¹⁵⁹ *BGH*, WM 1994, 2231, 2232; vgl. auch *Drygala*, Termingeschäftsfähigkeit und Aufklärungspflicht beim Handel mit Optionsscheinen, ZHR 159 (1995), 686, 694; *Horn*, ZIP 1990, 2, 12.

¹⁶⁰ *BGH*, WM 1991, 982, 982 f.; *BGH*, WM 1994, 2231, 2232 (= ZIP 1994, 1924).

¹⁶¹ *OLG Frankfurt*, WM 1993, 684, 685; *OLG Oldenburg*, WM 1993, 1879, 1880; *OLG Schleswig*, WM 1993, 503, 504; *Joussen*, Der Erwerb von selbständigen Optionsscheinen als Börsentermingeschäft, BB 1997, 2117, 2123; *Kümpel* (Fußn. 121), Rn. 12.81 ff.; *KölnKomm/Lutter*, AktG (Fußn. 1), § 221 Rn. 195; *Schwark*, BörsG (Fußn. 155), Einl §§ 50-70 Rn. 23.

¹⁶² *OLG Schleswig*, WM 1993, 503, 504.

¹⁶³ Zu dieser Argumentation: *Schwark*, BörsG (Fußn. 155), Einl §§ 50-70 Rn. 23; vgl. auch *Joussen*, BB 1997, 2117, 2122 f.

Nach Ansicht des *BGH*¹⁶⁴ besteht indes auch ein Unterschied zwischen selbständigen und nur abgetrennten Optionsscheinen (im Sinne des § 221 AktG):

“Selbständige Aktienoptionsscheine dienen ähnlich wie unverbriefte Aktienoptionen wirtschaftlich in der Regel vor allem der Kursspekulation sowie der Kurssicherung. Für die Übernahme der risikobehafteten Verpflichtung, zu einem bestimmten Zeitpunkt oder während eines festgelegten Zeitraums in der Zukunft eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem im voraus vereinbarten Preis kaufen oder verkaufen zu müssen, erhält der Stillhalter als Risikoprämie den Optionspreis. Schuldverschreibungen mit abtrennbaren Optionsscheinen sind demgegenüber ein in § 221 AktG vorgesehenes Instrument von Aktiengesellschaften zur Beschaffung von Fremdmitteln zu einem besonders günstigen Zinssatz. Die Stellung der emittierenden Gesellschaft einer Wandelschuldverschreibung ist mit der eines Stillhalters wirtschaftlich und rechtlich nicht vergleichbar, da sie anders als dieser kein Kursrisiko trägt und keine Risikoprämie erhält ...”

Damit rechnet der *BGH* abgetrennte Aktienoptionsscheine dem Kassamarkt zu, während selbständige Optionsscheine sehr wohl auch als Börsentermingeschäfte gewertet werden können, sofern sie - abgesehen von der Verbriefung - einem Optionsgeschäft wirtschaftlich gleicht. Im Hinblick auf die Zielsetzung der Beteiligten werden ernstgemeinte Kassageschäfte auch dann nicht als Termingeschäft angesehen, wenn zusätzliche spekulative Absichten bestehen.¹⁶⁵ Obwohl die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht aufgrund ihrer Risikopositionen nicht mit der herkömmlichen Wandelanleihe vergleichbar ist, ließe sich dennoch mit dem *BGH* argumentieren, daß sie ein nach § 221 AktG anzuerkennendes¹⁶⁶ Instrument der Unternehmensfinanzierung und damit kein Börsentermingeschäft ist. Im Gegensatz zum Stillhalter eines Optionsgeschäfts trägt die Schuldnerin kein Risiko einer unbeschränkten Verlustmöglichkeit aufgrund der Beschaffungspflicht¹⁶⁷. Des weiteren ist sie aufgrund des durch die Wandlung entstehenden Finanzierungseffekts an einem Umtausch in Aktien interessiert, um ihr haftendes Eigenkapital erhöhen zu können. Der Stillhalter beim Optionsgeschäft ist demgegenüber nicht an einer Ausübung der Option interessiert, da diese regelmä-

¹⁶⁴ *BGH*, WM 1994, 2231, 2232 (= ZIP 1994, 1924, 1925); vgl. auch: *Claussen* (Fußn. 11), § 9 Rn. 177, 179, 184; *Horn*, Börsentermingeschäfte nach neuem Recht, ZIP 1990, 2, 13, der allerdings entgegen der h. M. die Optionsscheine und den Optionsscheinhandel generell als Börsentermingeschäfte ansieht und lediglich für Optionsscheine im Sinne des § 221 AktG eine Ausnahme annimmt. Ähnlich wie der *BGH* stellt auch *Schwark*, Der Börsentermin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, WM 1988, 921, 927 darauf ab, daß abgetrennte Aktienoptionsscheine als nach § 221 AktG anzuerkennende Finanzinstrumente dem Termineinwand entzogen sind.

¹⁶⁵ *BGH*, NJW 1988, 1086, 1087; *Rümker*, FS Beusch (Fußn. 85), S. 739, 744 m.w.N.

¹⁶⁶ Vgl. hierzu oben IV. 2.

¹⁶⁷ Vgl. hierzu sogleich VI. 2. c aa.

Big für ihn mit Verlusten verbunden ist.¹⁶⁸ Der Stillhalter einer Option erhält eine Optionsprämie, die sein Risiko eines Verlustes bei Ausübung der Option verringern soll. Der beim Erwerb der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht zu leistende Kaufpreis ist jedoch keine Vergütung für das Risiko der Emittentin. Vielmehr bezweckt die Emittentin für die Zeit vor der Wandlung die Aufnahme von Fremdkapital zur Unternehmensfinanzierung. Somit läßt sich für die Stellung der Gesellschaft eine Vergleichbarkeit mit selbständigen Optionscheinen oder auch Optionsgeschäften im Hinblick auf den Termineinwand nicht erkennen.

Der Anleger befindet sich bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht in einer im Vergleich zu Optionsscheinen anderen Situation. Es besteht für ihn die Pflicht, am Ende der Anleihelaufzeit die Wandlung zu erklären und den Zeichnungsvertrag über junge Aktien mit der Emittentin abzuschließen. Bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise ist dies vergleichbar mit einem Festgeschäft, das als klassisches Termingeschäft gewertet wird. Hierbei handelt es sich um einen Kaufvertrag über Waren, Wertpapiere oder Devisen zu einem vereinbarten Kurs mit hinausgeschobenem Erfüllungszeitpunkt, zu welchem beide Parteien die Erfüllung verlangen können.¹⁶⁹ Ist eine Partei berechtigt, den Erfüllungszeitpunkt zu wählen, so liegt ein Festgeschäft mit Terminoption vor.¹⁷⁰ Da vorliegend der Anleger den Zeitpunkt der Wandlung bestimmen kann, ist die Anleihe insoweit mit einem Festgeschäft mit Terminoption vergleichbar.

c) Termingeschäftsspezifisches Risiko

Für die Einordnung als Börsentermingeschäft wird letztlich das termingeschäftsspezifische Risiko als entscheidend angesehen.¹⁷¹ Worin dieses Risiko besteht, wird in Literatur und Rechtsprechung nicht einheitlich beantwortet. Für die Bestimmung dieses Risikos werden

¹⁶⁸ Vgl. zu diesem Argument im Zusammenhang mit Optionsscheinen nach § 221 AktG: *Drygala*, ZHR 159 (1995), 686, 702.

¹⁶⁹ Vgl. *Drygala*, ZHR 159 (1995), 686, 692; *Bankrechtshandbuch/Kienle* (Fußn. 154), § 106 Rn. 36; *Kleinschmitt*, Das Informationsmodell bei Börsentermingeschäften, 1992, S. 20; *Schwark*, BörsG (Fußn. 155), Einl §§ 50-70 Rn. 47. Der rechtstechnische Unterschied zwischen Terminkauf und Vorvertrag zum Zeichnungsvertrag wurde bereits dargestellt, s. oben III. 2.

¹⁷⁰ *Bankrechtshandbuch/Kienle* (Fußn. 154), § 106 Rn. 38.

¹⁷¹ *BGH*, WM 1994, 2231, 2232; vgl. auch *Kleinschmitt* (Fußn. 169), S. 35, 37 ff.; *Kümpel*, Zur Neugestaltung des Termin-, Differenz- und Spieleinwandes für den Bereich der Derivate, WM 1997, 49, 51 f.; *Müller-Deku/Schuster*, Anmerkung zu LG Stuttgart, Urteil vom 26. April 1996 - 23 O 248/95, WM 1996, 1448, 1450.

im Schrifttum unterschiedliche Ansätze gewählt.

aa) Teilweise wird es darin gesehen, daß sich eine bei Vertragsabschluß betragsmäßig nicht feststehende und regelmäßig unüberschaubare Verpflichtung ergeben und infolgedessen eine unbeabsichtigte Aufwendung zusätzlicher Geldmittel zur Erfüllung der Terminverbindlichkeit erforderlich werden kann.¹⁷² Das Risiko des Erwerbers einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht ist auf den eingezahlten Nennbetrag der Anleihe beschränkt, sofern eine Zahlung bei Wandlung nicht vorgesehen ist. Hiermit ist der mögliche Verlust begrenzt. Eine unüberschaubare Verpflichtung kann sich dabei nicht ergeben. Eine Umtauschprämie führt ebenfalls nicht zu einer unüberschaubaren Verpflichtung in diesem Sinne. Allerdings behandelt § 53 Abs. 2 BörsG unter dem ersten Spiegelstrich die Gefahr des Prämienverlustes und unter dem zweiten Spiegelstrich die Gefahr einer unbegrenzten Verbindlichkeit. Hieraus wird abgeleitet, daß gemäß dieser Regelung ein Risiko auch dann, wenn es auf den Prämienverlust begrenzt ist, ein termingeschäftstypisches Risiko ausmachen kann.¹⁷³ Insofern ist hier die Risikobegrenzung beim Anleger auf den eingezahlten Nennbetrag der Anleihe nicht ausreichend, um den Termineinwand abzulehnen.

Es ist anerkannt, daß ein Börsentermingeschäft auch dann vorliegen kann, wenn nur eine Partei, insbesondere der Stillhalter, ein unbegrenztes Risiko trägt.¹⁷⁴ Der Verkäufer einer Kaufoption als Stillhalter in Papieren trägt das Beschaffungsrisiko, aus dem sich die unbeschränkte Verlustmöglichkeit ergibt.¹⁷⁵ Demgegenüber erfüllt die Emittentin der Wandschuldverschreibung mit Wandlungspflicht ihre Lieferungspflicht durch die Schaffung junger Aktien im Wege der bedingten Kapitalerhöhung. Sie trägt dabei nicht die Gefahr, die zu liefernden Aktien am Markt zu ungünstigen Bedingungen beschaffen zu müssen. Lediglich läuft sie Gefahr, bei Begebung der Anleihe und Festlegung des Umtauschverhältnisses ein ungünstiges Kursniveau zugrunde gelegt zu haben. Möglicherweise hätte eine ordentliche Kapitalerhöhung im Zeitpunkt der Wandlung aufgrund des aktuellen Aktienkurses einen hö-

¹⁷² *Kümpel* (Fußn. 121), Rn. 12.43; *Kümpel*, Die neuen AGB für Börsentermingeschäfte, WM 1990, 449, 450; *Winter*, WM 1994, 2143, 2147 f.; ähnlich: MünchKomm/*Habersack*, BGB (Fußn. 8), § 764 Rn. 29; einschränkend jetzt: *Kümpel*, WM 1997, 49, 52.

¹⁷³ *Drygala*, ZHR 159 (1995), 686, 701; *Schwintowski/Schäfer* (Fußn. 154), § 13 Rn. 43.

¹⁷⁴ *Drygala*, ZHR 159 (1995), 686, 701; *Häuser*, ZBB 1992, 249, 261; vgl. auch *Kümpel*, WM 1997, 49, 52.

¹⁷⁵ *Drygala*, ZHR 159 (1995), 686, 702; *Schwark*, WM 1988, 921, 927; *Schwintowski/Schäfer* (Fußn. 154), § 13 Rn. 43.

heren Eigenkapitalzufluß bewirkt, so daß die Emittentin zwar Gewinnchancen einbüßt, aber hiermit eben nicht der Gefahr eines unbegrenzten Verlustes ausgesetzt ist.

bb) Überwiegend wird als spezifisches Risiko von Termingeschäften die Hebelwirkung angeführt, indem durch die Einzahlung nur eines Bruchteils der dem Geschäft zugrundeliegenden Basiswerte hohe Gewinne erzielt werden können und dies eine verführerische Anziehungskraft der Termispekulation im Vergleich zur Kassaspekulation ausübe.¹⁷⁶ Neben hohen Gewinnchancen berge dieser *leverage*-Effekt eben auch das für Terminkontrakte typische Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, während bei der Kassaspekulation der Totalverlust eine äußerst seltene Ausnahme darstelle.¹⁷⁷ Die Hebelwirkung hängt vom Verhältnis zwischen Kapitaleinsatz (bei Erwerb der Option) und Basiswert, der bei Ausübung der Option anfällt, ab. Je größer die Differenz zwischen Basiswert und Kapitaleinsatz ist, desto stärker beeinflussen Wertveränderungen des Basiswertes den Wert der mit dem Kapitaleinsatz verbundenen Rechtsposition. Beim Börsentermingeschäft ist demnach der Kapitaleinsatz im Verhältnis zum Basiswert gering.¹⁷⁸

Wie bei einem Optionsrecht konzentriert sich aber die Investition des Erwerbers einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht hauptsächlich auf die zukünftige Aktienlieferung und nicht - wie bei einer herkömmlichen Wandelanleihe - auf einen festen Rückzahlungsanspruch. Ein Totalverlust stellt sich für den Gläubiger einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht aber nur dann ein, wenn keine Aktien geliefert werden und eine Rückzahlung ausgeschlossen ist. Dies ist lediglich bei einem Konkurs der Emittentin denkbar und nicht abhängig von Kurschwankungen der Emittentenaktie. Letztlich fehlt der *leverage*-Effekt, da keine (nennenswerte) Differenz zwischen Kapitaleinsatz und Basiswert besteht. Eine Umtauschprämie, die bei Ausübung des Umtauschrechts oder auch im Rahmen der Pflichtwandlung zusätzlich zur Hingabe der Wandelanleihe zu zahlen ist¹⁷⁹, ändert hieran nichts, da diese regelmäßig einen bedeutend geringeren Betrag darstellt als die zuvor erbrachte Zahlung für den Erwerb der Anleihe. Eine Hebelwirkung kann dadurch nicht eintreten. Da der Anleger bei Einzahlung

¹⁷⁶ *Fischer/Klanten*, Bankrecht, 2. Auflage 1996, Rn. 7.52; *Häuser*, ZBB 1992, 249, 260; *Horn*, ZIP 1990, 2, 10/12; *Jaskulla*, ZBB 1997, 171, 176; *Kümpel*, WM 1997, 49, 53; *Müller-Deku/Schuster*, WM 1996, 1448, 1450.

¹⁷⁷ *Kümpel*, WM 1997, 49, 53.

¹⁷⁸ *Schwintowski/Schäfer* (Fußn. 154), § 13 Rn. 43.

¹⁷⁹ Vgl. zur Umtauschprämie: *Claussen* (Fußn. 11), § 9 Rn. 159; *Geßler/Hefermehl/Karollus*, AktG

des Wandelanleihe-Nennbetrages den Umfang seiner Verpflichtung erkennt, ist er bereits hinreichend durch die sofort erforderliche, vollständige Kapitalhingabe gewahrt. Eines weiteren Schutzes durch die Möglichkeit des Termineinwandes nach § 53 BörsG bedarf es dann aber nicht. Damit erweist sich das Risiko des Wandelanleihegläubigers nicht als termingeschäftsspezifisch, sondern entspricht dem Risiko, das regelmäßig auch bei einer Kassaspekulation mit Aktien der Emittentin besteht.

cc) Im Hinblick auf die wirtschaftliche Vergleichbarkeit mit einem Festgeschäft mit Terminoption sind ebenfalls beachtliche Unterschiede zu berücksichtigen. Während beim Kassageschäft sofort der volle Gegenwert zu erbringen ist, ist beim Termingeschäft zunächst keine oder nur eine sehr geringe Gegenleistung fällig. Das Preisveränderungsrisiko geht beim Kassa- und auch beim Festgeschäft auf den Käufer über. Da der Käufer beim Festgeschäft im Gegensatz zum Kassageschäft im wesentlichen seinen Kapitaleinsatz erspart, erlangt das Festgeschäft für ihn die besondere Bedeutung in dieser Kreditfunktion. Dadurch ergibt sich ebenfalls eine Hebelwirkung, indem der mögliche Gewinn bzw. Verlust durch eintretende Preisveränderungen im Verhältnis zum Kapitaleinsatz deutlich höher ist.¹⁸⁰ Im Vergleich zum Festgeschäft könnte bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht die Erfüllung der Kaufpreiszahlung für die Aktienlieferung durch den Anleger darin zu sehen sein, daß er seine Forderung aus der Anleihe gegen die Aktien "eintauscht". Gleichwohl fehlt es bei der Gesamtbetrachtung dieses Geschäfts an der Kreditfunktion für den Anleger, da er zum Erwerb der Anleihe bereits den vollen Kapitaleinsatz für den späteren Bezug der Aktien leisten muß. Insofern fehlt auch jegliche Hebelwirkung.

Nach alledem kommt mit Erwerb einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht kein Börsentermingeschäft im Sinne des § 50 Abs. 1 BörsG zustande.

VII. Spiel- und Differenzeinwand, §§ 762, 764 BGB

Fraglich ist, ob die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht als Spiel oder Wette im Sinne des § 762 BGB anzusehen ist. Spekulative Geschäfte sind dann nicht als Spiel anzusehen, wenn ihnen ein anzuerkennender Zweck wie Wertpapiergeschäfte, die nicht bloß eine Preisdiffe-

(Fußn. 1), § 221 Rn. 19.

¹⁸⁰ *Kleinschmitt* (Fußn. 169), S. 36.

renz im Sinne des § 764 BGB zum Gegenstand haben, zugrunde liegt.¹⁸¹ Verpflichtet das Geschäft vor dem Hintergrund eines realen und wirtschaftlich sinnvollen Geschäfts zur Lieferung von Waren oder Wertpapieren, so liegt kein Spiel im Sinne von § 762 BGB vor.¹⁸² Auch sind Optionsgeschäfte, die einen Lieferungsanspruch verbriefen, keine Differenzgeschäfte.¹⁸³ Bei Eintritt der Fälligkeit der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht hat die Emittentin infolge der Wandlung die versprochenen Aktien zu liefern. Der Gläubiger wird hierdurch zum Aktionär, während das haftende Eigenkapital der Gesellschaft erhöht wird. Damit liegt dem Geschäft ein wirtschaftlich sinnvoller und anzuerkennender Zweck zugrunde. Insbesondere beschränkt sich der Vertragsgegenstand nicht auf den Ausgleich einer Differenz im Sinne des § 764 BGB. Ein Spiel oder ein Differenzgeschäft nach §§ 762, 764 BGB liegt somit nicht vor.

VIII. Konsequenzen für die Anlageberatung

Für die Banken, die im Zusammenhang mit der Vermögensanlage ihrer Kunden eine Dienstleistung anbieten, können sich aus den dargestellten Problemen und Risikopositionen der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht besondere Aufklärungs- und Beratungspflichten ergeben. Für die Konkretisierung dieser Pflichten ist zunächst entscheidend, auf welcher Rechtsgrundlage diese Pflichten beruhen. Allgemein wird zwischen Anlageberatung, Anlagevermittlung und Auskunft unterschieden.¹⁸⁴ Der objektive Pflichteninhalt einer Anlageberatung, der grundsätzlich von den Umständen des Einzelfalls abhängt, ist die anleger- und objektgerechte Aufklärung und Beratung.¹⁸⁵

Für die produktbezogene Beratung müssen diejenigen Eigenschaften und Risiken der Anlageform hervorgehoben werden, die für die jeweilige Anlageentscheidung wesentliche Bedeutung haben oder haben können, so insbesondere das Kurs-, Zins- und Währungsrisiko

¹⁸¹ MünchKomm/Pecher, Bürgerliches Gesetzbuch, Band 3 Schuldrecht - Besonderer Teil, 2. Halbband, §§ 652-853, 2. Auflage 1986, § 762 Rn. 9; Palandt/Thomas, BGB (Fußn. 8), § 762 Rn. 4.

¹⁸² Schwark, BörsG (Fußn. 155), § 58 Rn. 3; Palandt/Thomas, BGB (Fußn. 8), § 762 Rn. 4; Rümker, FS Beusch (Fußn. 85), S. 739, 749.

¹⁸³ Schwark, BörsG (Fußn. 155), § 58 Rn. 9.

¹⁸⁴ Vgl. hierzu ausführlich: HdB Kapitalanlagerecht/v.Heymann (Fußn. 85), § 5 Rn. 2 ff.; Horn, Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, ZBB 1997, 139, 147 f.

¹⁸⁵ BGH, ZIP 1993, 1148, 1149 - "Bond-Anleihe"; Fischer/Klanten, Bankrecht, 2. Auflage 1996, Rn. 7.72; HdB Kapitalanlagerecht/v.Heymann (Fußn. 85), § 5 Rn. 19 ff.

und die Bonität des Emittenten.¹⁸⁶ Zu diesem Zweck ist erforderlich, daß die Bank das Anlageziel des Kunden sowie seine Risikobereitschaft und seinen Wissensstand über Anlagegeschäfte der vorgesehenen Art ermittelt.¹⁸⁷

Die Besonderheiten, die sich aus der Schutzbedürftigkeit des Anlegers ergeben und sich nach seinen persönlichen Verhältnissen richten, sind im jeweiligen Einzelfall zu berücksichtigen. Um die Anforderungen an eine anlegergerechte Beratung zu erfüllen, muß sich der Berater bei der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht bewußt sein, daß diese Anlageform mit der herkömmlichen Wandelanleihe nicht mehr viel gemeinsam hat und im Hinblick auf die fehlende Sicherheit einer Kapitalrückzahlung für einen Anleger, der eine sichere Geldanlage sucht, kaum geeignet sein wird. Da die Kursentwicklung der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht dem Kursverlauf der Emittentenaktien entspricht, ist die Anlage eher für einen risikofreudigen Anleger geeignet als für einen auf Sicherheit bedachten Anleger. Andererseits ist diese Anlageform kaum geeignet für einen Anleger, der typischerweise in Optionen und risikoreichen Spekulationsgeschäften handelt, die neben einem hohen Risiko eine entsprechende Gewinnerwartung begründen. Im Gegensatz beispielsweise zur *call option* fehlt der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht der *leverage effect*. Die Gewinnerwartung ist insofern niedriger als bei einer *call option* (oder einem Optionsschein). Letztlich muß die Bank den Anleger darauf hinweisen, daß die Gewinnerwartung bei einer Wandelanleihe mit Wandlungspflicht der Gewinnerwartung der Aktie entspricht. Das Risiko ist entsprechend darzustellen, wohingegen das Verlustrisiko bei Konkurs der Emittentin für den Erwerber der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht niedriger ist als für den Aktionär, da der Wandelgläubiger vor Verteilung des Liquidationserlöses zu befriedigen ist.

Bereits bei einer herkömmlichen Wandelschuldverschreibung wird eine Pflicht der Bank gesehen, aufgrund der im Vergleich zu einer Schuldverschreibung besonderen Ausgestaltung über mögliche Risiken aufzuklären.¹⁸⁸ Bei der Anlageberatung über Aktienoptionen muß die Bank den Kunden auch darauf hinweisen, daß die Optionen ausgeübt werden müssen, um

¹⁸⁶ HdB Kapitalanlagerecht/v.Heymann (Fußn. 85), § 5 Rn. 21, 63; Vortmann, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, 3. Auflage 1995, Rn. 336.

¹⁸⁷ BGH, ZIP 1993, 1148, 1149 - "Bond-Anleihe"; Arendts, Beratungs- und Aufklärungspflichten über das einem Wertpapier erteilte Rating, WM 1993, 229, 232; HdB Kapitalanlagerecht/v.Heymann (Fußn. 85), § 5 Rn. 64.

¹⁸⁸ Vortmann (Fußn. 186), Rn. 372.

einen Gewinn erzielen zu können und daß bei Nichtausübung der für den Erwerb der Option eingesetzte Kapitalbetrag verloren ist.¹⁸⁹ Für die Wandelanleihe mit Wandlungspflicht muß die Bank insbesondere darauf hinweisen, daß die Ausübung des Umtauschrechts während der Laufzeit der Anleihe in aller Regel keinen höheren Gewinn verspricht und sie letztlich die jährlich feste Verzinsung zugunsten einer in Höhe und Entstehung unsicheren Dividendenzahlung aufhebt. Für die Kursentwicklung hat die Bank die Abhängigkeit vom Aktienkurs deutlich zu machen. Schließlich sollte auf die Nichtauszahlung des Nominalbetrages hingewiesen werden, auch wenn die Bezeichnung beispielsweise als “Wandelanleihe mit Wandlungspflicht” bereits diese Besonderheit andeutet.

IX. Ergebnisse

Um den Anleger zu einer Wandlung zu veranlassen, stellt die schuldrechtliche Vereinbarung einer Wandlungspflicht in den Anleihebedingungen eine praktikable Möglichkeit dar, die durch eine Ermächtigung beispielsweise der Depotbank zwecks Ausübung der Pflichtwandlungserklärung auch einfach durchsetzbar ist. Die Vereinbarung einer Wandlungspflicht stellt im Ergebnis einen Vorvertrag zum Zeichnungsvertrag über junge Aktien dar.

Die Überlegungen haben gezeigt, daß durch die Vereinbarung einer Wandlungspflicht ein hybrides Finanzinstrument entsteht, das aufgrund der besonderen Risikoverteilung mit der herkömmlichen Wandelanleihe nicht zu vergleichen ist. In seiner Wertentwicklung und den Anlegerrisiken entspricht dieses Wertpapier nahezu vollständig der Emittentenaktie. Es handelt sich damit um ein aktienähnliches Instrument, doch wird der Anleger nicht zum Aktionär. Unterschiede zur Aktie bestehen hinsichtlich des Festzinses, für den Konkursfall und aufgrund der fehlenden Mitgliedschaftsrechte. Eine Anlehnung an die herkömmliche Wandelanleihe ist in der Rechtstechnik der Wandlung zu sehen. Ob diese rechtstechnische Parallele es jedoch rechtfertigt, die Anleihe als Wandelanleihe zu qualifizieren, ist zu bezweifeln. Treffendere Begriffe wie z.B. “*equity note*” bieten sich hier an. Hierbei geht es aber nicht nur um reine Begrifflichkeiten. Auch der Schutz des Rechtsverkehrs, insbesondere der Anleger, gebietet eine genaue Qualifizierung des Wertpapiers. Die aktienrechtliche Zulässigkeit des Wertpapiers wird dadurch nicht beeinträchtigt.

¹⁸⁹ Fischer/Klanten (Fußn. 185), Rn. 7.74; Vortmann (Fußn. 186), Rn. 374.

Aktienrechtliche Bedenken hinsichtlich des Zinszahlungsverbots und des Verbots der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 AktG haben sich letztlich nicht bestätigt. Insbesondere erweist sich der Anleihegläubiger trotz der Pflicht zum Erwerb junger Aktien nicht als (aufschiebend) bedingter Aktionär oder Vorzugsaktionär. Die Begebung dieses Finanztitels ist nach §§ 186 f., 221 AktG zulässig. Zur Absicherung der Aktienlieferung kann eine bedingte Kapitalerhöhung gemäß § 192 AktG vorgenommen werden.

Die Bezugnahme auf den Typus der Wandelanleihe birgt die Gefahr, daß der Anleger in der Erwartung eines wandelanleihetypischen Wertpapiers enttäuscht wird. Die eigentlichen Vertragsfolgen und wirtschaftlichen Auswirkungen der Wandlungspflicht werden hierdurch für einen Durchschnittsanleger kaum sichtbar. Die Bezugnahme entsteht nicht nur durch die Verwendung des Begriffs "Wandelanleihe", sondern auch durch die weitgehend wandelanleiheähnliche Ausstattung der Anleihe mit einer festen Verzinsung und der Gewährung eines Umtauschrechts während der Laufzeit, dem letztlich keine nennenswerte praktische Bedeutung zukommt. Im Rahmen der Inhaltskontrolle nach dem AGBG sind somit Bedenken hinsichtlich der Transparenz gegeben, sofern die Anleihebedingungen die tatsächlichen Vertragsfolgen nicht übersichtlich darstellen und den Unterschied zur Wandelanleihe nach herkömmlichem Verständnis nicht hinreichend deutlich hervorheben.

Mit dem Erwerb der Wandelanleihe mit Wandlungspflicht geht der Anleger weder ein Börsentermingeschäft noch ein Differenzgeschäft oder Spiel ein. Die besonderen Vertragsfolgen und Risiken aus der Wandlungspflicht sind bei der Anlageberatung durch die Bank zu berücksichtigen. Der Anleger muß auf die fehlende Sicherheit der Nennwertrückzahlung und die Aktienähnlichkeit der Anleihe hingewiesen werden.