

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS

UMWANDLUNG UND UMTAUSCH VON FINANZINSTRUMENTEN  
IM AKTIEN- UND KAPITALMARKTRECHT



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 52



**PROF. DR. THEODOR BAUMS**  
**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT**

**SENCKENBERGANLAGE 31**

**D-60054 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-28941**

**FAX: +49 (0)69 / 798-29018**

**(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))**

Theodor Baums

**Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten  
im Aktien- und Kapitalmarktrecht**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 52**

**10/ 2006**

# Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht

Theodor Baums

- I. Einführung
- II. Terminologie und Gang der Untersuchung
  1. Der Begriff „Finanzinstrument“
  2. „Konversion“ als Oberbegriff für Umwandlung und Umtausch
  3. „Umwandlung“ als Inhaltsänderung von Finanzinstrumenten
  4. Die beiden Fälle des „Umtauschs“ von Finanzinstrumenten
  5. Gang der Untersuchung
- III. Mitwirkung der betroffenen Investoren
  1. Konvertierbarkeit als Ausstattungsmerkmal
    - a) Aktien
    - b) Fremdkapitalinstrumente
  2. Nachträgliche Konversionen
    - a) Das Kollektivhandlungsproblem bei Mitwirkung aller Investoren
    - b) Aktien
    - c) Fremdkapitalinstrumente
- IV. Gleichbehandlung von Finanzinstrumenten bei Umwandlung und Umtausch
  1. Das Gebot der Gleichbehandlung der Anleger
  2. Voraussetzungen des Gleichbehandlungsgebots
  3. Zustimmung ungleich behandelter Anleger

- V. Beeinträchtigung der Rechte Dritter
  - 1. Gläubigerschutz bei Umwandlung und Umtausch
    - a) Keine Umwandlung von Aktien in Fremdkapitalinstrumente
    - b) Keine Umwandlung von Fremdkapitalinstrumenten in Aktien
  - 2. Schutz anderer Anleger vor der Schaffung vor – und gleichrangiger Finanzinstrumente
    - a) Allgemeines
    - b) Stimmberechtigte Aktien
    - c) Stimmrechtslose Aktien
    - d) Fremdkapitalinstrumente
  
- VI. Kapitalmarktrechtliche Anforderungen bei Umwandlung und Umtausch
  - 1. Wertpapierhandelsgesetz
  - 2. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
  - 3. Wertpapierprospektgesetz und Börsenrecht
  
- VII. Zusammenfassung

## I. Einführung

Die Vielfalt der Instrumente der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft einschließlich aller Mischformen erklärt sich aus den verschiedenen Bedürfnissen von Emittenten und Investoren und aus den Beschränkungen, denen ihr Finanzierungs- und Investitionsverhalten unterliegt. Auf der Seite der Kapitalgeber beeinflussen vor allem die jeweilige Risikoneigung, das bestehende oder fehlende Interesse an einer Kontrolle des Emittenten, die geplante Dauer der Investition sowie steuerliche Erwägungen die Wahl eines Finanzierungsinstruments. Auf Seiten des Emittenten und seines Managements gibt es andere, u.U. gegenläufige, Interessen,<sup>1</sup> vor allem aber auch objektive Zwänge, die die Wahl der Finanzierungsinstrumente und ihre Ausgestaltung bestimmen.<sup>2</sup>

Diese Bedürfnisse und Gegebenheiten können sich im Zeitablauf ändern. Zum Beispiel benötigt der Anleger das von ihm eingesetzte Kapital für andere Zwecke. Will sich der Kapitalgeber von seinem Investment völlig trennen, dann stehen ihm dafür im Prinzip zwei Wege offen: Die Rückgabe des Finanzinstruments an den Emittenten, soweit dies rechtlich möglich<sup>3</sup> und der Emittent zur Rücknahme bereit oder verpflichtet ist, oder die Veräußerung an einem Sekundärmarkt. Auch dem Emittenten kann an einer Ablösung von Finanzinstrumenten gelegen sein. Zum Beispiel möchte er stimmberechtigte Aktien einer Minderheit gegen eine Abfindung beseitigen oder eine hochverzinsliche Anleihe vorzeitig zurückzahlen. Eine solche Ablösung seitens des Emittenten kommt wiederum nur in Betracht, soweit ihm dies rechtlich möglich, und entweder der Investor hiermit einverstanden ist oder dem Emittenten ein einseitiges Ablösungsrecht zusteht.

Die Veräußerung eines Finanzinstruments am Sekundärmarkt und seine Einlösung durch den Emittenten gegen eine Geldzahlung sollen hier aber nicht betrachtet werden. Vielmehr geht es im Folgenden um die Umwandlung eines Finanzinstruments in ein Finanzinstrument mit anderen Ausstattungsmerkmalen und um den Tausch eines Finanzinstruments gegen ein andersartiges Eigen- oder Fremdkapitalinstrument. Auch daran kann sowohl dem Emittenten wie den Investoren gelegen sein. Nehmen wir zunächst wieder das Beispiel des

---

<sup>1</sup> Berühmt geworden ist die erstmals von Myers 1984 formulierte „pecking order of finance“ (*Myers*, The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39, 1984, S. 573 ff.; vgl. auch *Myers/Majluf*, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 1984, S. 187 ff.); Diskussion etwa bei *J. Tirole*, The Theory of Corporate Finance, 2006, S. 238 m. Nachw.

<sup>2</sup> Vergleichende empirische Angaben zur Wahl der verschiedenen Finanzierungsinstrumente bei *Tirole*, a.a.O., S. 95 ff.

<sup>3</sup> Einschränkungen ergeben sich hier vor allem bei Eigenkapitalinstrumenten; vgl. §§ 222 ff, 71 ff AktG; zur Unzulässigkeit rückerwerbbarer Aktien (redeemable shares) nach geltendem deutschem Aktienrecht (mit Ausnahme des § 105 Abs. 2 InvestmentG) *Habersack*, Rückerwerbbarer Aktien auch für deutsche Gesellschaften! in: Festschrift für Lutter, 2000, S. 1329 ff.; Empfehlung dazu bei Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 235 f.- Gesetzliche Beschränkungen der vorzeitigen Ablösung eigenkapitalersetzender Genußrechtsverbindlichkeiten finden sich in den §§ 10 Abs. 5 S. 4 KWG, 53c Abs. 3a S. 3 VAG.

Emittenten, der stimmberechtigte Aktien einer Minderheit beseitigen will. Der Erwerb eigener Aktien durch den Emittenten selbst ist eng limitiert (§ 71 AktG), hängt vom Einverständnis der betreffenden Angebotsempfänger ab und würde zu einem Liquiditätsabfluß bei der Gesellschaft führen. Eine zwangsweise Einziehung der Aktien setzt voraus, daß eine solche Einziehung von vorneherein vorgesehen war (§ 237 AktG), ist häufig außerordentlich langwierig und führt in der Regel gleichfalls zu einem Liquiditätsabfluß bei der Gesellschaft.<sup>4</sup> Ginge es dem Emittenten darum, den Liquiditätsabfluß zu verhindern, dann müßte er entweder die stimmberechtigte Aktie, notfalls gegen eine geringe Zuzahlung, in eine stimmrechtslose (Vorzugs-) Aktie umwandeln oder sie zum Beispiel gegen einen Genußschein eintauschen können. Dem Emittenten kann aber auch aus anderen als aus Liquiditätsgründen an der Konversion eines Finanzinstruments gelegen sein. Zum Beispiel mag ein Kreditinstitut vor der Kreditvergabe an den Emittenten darauf bestehen, daß die von ihm ausgegebenen Genußrechte zuvor in Aktien umgetauscht werden, um sicherzustellen, daß die Genußrechte nicht nachträglich zum Nachteil der Gläubiger des Emittenten geändert werden, etwa der Nachrang der Genußrechtsverbindlichkeiten beschränkt, oder die Genußrechte vorzeitig durch Vereinbarung zwischen der Gesellschaft und den Genußrechtsgläubigern abgelöst werden.

Auch den Investoren kann aus vielfältigen Gründen an einer Umwandlung oder an einem Umtausch der von ihnen gehaltenen Finanzinstrumente gelegen sein. Die gesetzliche Anerkennung von Wandelschuldverschreibungen (§ 221 AktG) belegt dies. Stammaktionäre mögen gegen eine Zuzahlung an einer Umwandlung ihrer Aktien in Vorzugsaktien, Vorzugsaktionäre dagegen an einer Umwandlung ihrer Aktien in Stammaktien interessiert sein<sup>5</sup> usw.

Die folgende Untersuchung soll prüfen, wieweit das deutsche Aktien- und Kapitalmarktrecht den Beteiligten gestattet, ihren Gestaltungswünschen und Interessen an einer Umwandlung oder einem Umtausch der von ihnen emittierten bzw. gehaltenen Finanzinstrumente Rechnung zu tragen.<sup>6</sup> Auf einem globalisierten Kapitalmarkt, der von zunehmendem Wettbewerb der Rechtssysteme geprägt sein wird,<sup>7</sup> wird die Qualität und Überlebenskraft

---

<sup>4</sup> Zur Unzulässigkeit rückerwerbbarer Aktien nach geltendem Recht vgl. bereits Fn. 3. - Ein freiwilliges Barangebot des Mehrheitsaktionärs als Alternative zum Erwerb durch die Gesellschaft setzt voraus, daß es einen solchen übernahmebereiten Aktionär gibt, der über die entsprechende Liquidität verfügt; und ein Zwangsausschluß gemäß §§ 327a ff AktG kommt nur unter engen Voraussetzungen und gleichfalls nur gegen eine entsprechende Barzahlung in Betracht.

<sup>5</sup> Letzteres begegnet insbesondere bei Wagniskapitalfinanzierungen; dazu m. Nachw. *Baums/Möller*, Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht, in: Baums u.a. (Hrsg.), *Corporations, Capital Markets and Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum*, 2000, S. 33, 53 ff.

<sup>6</sup> Zu Konversionen *staatlicher* Anleihen, die hier nicht behandelt werden, eingehend mit Nachweisen *Siebel*, Rechtsfragen internationaler Anleihen, 1997, S. 214 ff; *Keller*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), *Die Reform des Schuldverschreibungsrechts*, 2004, S. 187 ff; *Hartwig-Jacob*, in: *Festschrift für Horn*, 2006, S. 717, 730.

<sup>7</sup> Unser Thema kann an dieser Stelle nicht rechtsvergleichend behandelt werden. Hingewiesen sei nur auf Folgendes: Im U.S.-amerikanischen Gesellschaftsrecht findet sich ebenfalls die Unterscheidung zwischen Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten; vgl. etwa für die Umwandlung und den Umtausch von Aktien § 151 (e) Delaware General Corporation Law: „Any stock of any class or of any series thereof may be made convertible into, or exchangeable for, at the option of either the holder or the corporation or upon the happening of a specified event, shares of any other class or any other series of the same or any other class or

unseres nationalen Aktien- und Kapitalmarktrechts maßgeblich auch von der Flexibilität abhängen, die es den Beteiligten bei der Gestaltung ihrer Verhältnisse einräumt, ohne dabei berechnigte Schutzinteressen außer Acht zu lassen.

## II. Terminologie und Gang der Untersuchung

### 1. Der Begriff „Finanzinstrument“

Das Kapitalmarktrecht versteht unter „*Finanzinstrumenten*“, seiner Zielsetzung entsprechend, nicht nur Wertpapiere, sondern auch Geldmarktinstrumente, Derivate und Bezugsrechte.<sup>8</sup> Im betriebswirtschaftlichen Sinne könnte man unter „Finanzinstrumente“ weitergehend sogar jeden Betriebsmittelkredit fassen. Demgegenüber soll die folgende Untersuchung schon aus Platzgründen auf einige ausgewählte, typische Finanzierungsinstrumente beschränkt werden, die in Wertpapieren (Einzel- oder Globalurkunden) verbrieft sind, nämlich Stammaktien und stimmrechtslose Vorzugsaktien sowie ausgewählte Schuldverschreibungsformen (verbrieft Finanzierungsgenußrechte; Wandelschuldverschreibungen; einfache Schuldverschreibungen).

### 2. „Konversion“ als Oberbegriff für Umwandlung und Umtausch

Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten sind Verfügungsgeschäfte.<sup>9</sup> Sie werden im Folgenden auch zusammenfassend als „*Konversion*“ von Finanzinstrumenten bezeichnet.<sup>10</sup>

### 3. „Umwandlung“ als Inhaltsänderung von Finanzinstrumenten

Durch die *Umwandlung* wird das Finanzinstrument, ein Gegenstand im Rechtssinne (§ 90 BGB), in seinem Inhalt verändert; es werden einzelne Ausstattungsmerkmale des im übrigen fortbestehenden Finanzinstruments, also einzelne Rechte oder Pflichten des Investors bzw. des Emittenten, abgeändert. Eine „Umwandlung“ ist zum Beispiel gegeben, wenn der mit einer Vorzugsaktie verbundene Vorzug aufgehoben (vgl. § 141 Abs. 1 AktG), und die durch die

---

classes of stock of the corporation...”. S. auch § 6.01 Rev. Model Business Corporation Act, der sogar weitergehend “upstream conversions”, d.h. nicht nur den Tausch von Aktien gegen Obligationen oder andere Sachleistungen, sondern auch Umwandlungen von Eigen- in Fremdkapitalinstrumente zuläßt: “The articles of incorporation may authorize one or more classes of shares that...are redeemable or convertible as specified in the articles of incorporation (i) at the option of the corporation, the shareholders, or another person or upon the occurrence of a designated event; (ii) for cash, indebtedness, securities, or other property;...”. Zur Unzulässigkeit von “upstream conversions” nach deutschem Recht unten V. 1. a).

<sup>8</sup> § 2 Abs. 2a WpHG; z.T. abweichende Abgrenzung der Finanzinstrumente in § 1 Abs. 11 KWG.

<sup>9</sup> Vgl. die klassische Definition des Verfügungsgeschäfts etwa bei *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 3. Aufl., 1979, S. 140: „Durch ein Verfügungsgeschäft wird unmittelbar ein Recht übertragen, aufgehoben, belastet oder in seinem Inhalt verändert.“

<sup>10</sup> Die hier verwendete Terminologie weicht also vom englischen Sprachgebrauch ab, der unter „conversion“ nur den Fall der Umwandlung, nicht dagegen auch den Fall des Umtauschs („exchange“) faßt; vgl. oben Fn. 7.



Vorzugsaktie bisher vermittelte Rechtsstellung des Vorzugsaktionärs der eines Stammaktionärs angeglichen wird. Bei der Umwandlung eines Finanzinstruments erfolgt, anders als im Fall des Umtauschs, kein Rechtsträgerwechsel; der bisherige Investor bleibt auch nach der Umwandlung Inhaber des betreffenden Rechts. Das Aktiengesetz bedient sich ebenfalls dieses Begriffs der „Umwandlung“, wo es um die Änderung von Ausstattungsmerkmalen einer Aktie ohne Rechtsträgerwechsel geht (vgl. § 24 AktG).<sup>11</sup> Wie das Beispiel des § 24 AktG (Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien und umgekehrt) zeigt, ist die Umwandlung nicht auf den besonderen Fall der Änderung der finanziellen Ausstattungsmerkmale eines Finanzinstruments beschränkt, sondern umfaßt auch sonstige Inhaltsänderungen, die an dieser Stelle aber nicht weiter interessieren.

Da die Inhaltsänderung des vom Investor gehaltenen Rechts sowohl den Investor als auch den Emittenten betrifft, bedarf die Umwandlung grundsätzlich der Mitwirkung sowohl des Investors als auch des Emittenten. Es mag im Einzelfall eine schuldrechtliche Pflicht zur Mitwirkung bei der Umgestaltung des Finanzinstruments bestehen. Eine Umwandlung eines Finanzinstruments kann aber auch in Ausübung eines einer Seite vorbehaltenen Gestaltungsrechts erfolgen; darauf ist noch zurückzukommen.<sup>12</sup>

#### 4. Die beiden Fälle des „Umtauschs“ von Finanzinstrumenten

Unter den *Umtausch* von Finanzinstrumenten sind zwei verschiedene Gestaltungen zu fassen: Erstens, die *Übertragung des bisherigen Rechts* des Investors auf den Emittenten gegen Erwerb eines anderen Rechts. Um einen „Umtausch“ in diesem Sinne würde es sich etwa handeln, wenn der Emittent einer Schuldverschreibung seinen Anleihegläubigern anbieten würde, die von diesen gehaltenen Papiere gegen Aktien an seiner Tochtergesellschaft einzutauschen. Der „Umtausch“ besteht hier aus zwei verschiedenen Verfügungsgeschäften, der Übereignung der Schuldverschreibung und der Übereignung der Aktien; hiervon ist die dem zugrundeliegende schuldrechtliche Abrede hierüber zu trennen. Zweitens ist unter Umtausch auch die *Aufhebung des bisherigen Rechts* des Investors gegen Erwerb eines anderen Rechts zu verstehen. Ein Umtausch in diesem zweiten Sinne liegt etwa vor, wenn eine Aktiengesellschaft das Recht des Gläubigers einer Wandelschuldverschreibung auf den Erwerb von Aktien durch Ausnutzen eines bedingten Kapitals erfüllt: Dem Gläubiger einer Wandelschuldverschreibung ist in einem solchen Fall eine

---

<sup>11</sup> Hier sei darauf hingewiesen, daß die materielle Rechtsänderung, hier: die „Umwandlung“ des in der Aktienurkunde verbrieften Mitgliedschaftsrechts, einen „Umtausch“ der unrichtig gewordenen Aktienurkunde zur Folge haben kann. So werden nach einer Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien (vgl. § 141 Abs. 1 AktG) die Vorzugsaktionäre, sofern Aktienurkunden ausgegeben sind, aufgefordert, diese zum Zweck des „Umtauschs“ gegen neue Urkunden der Gesellschaft einzureichen (s. nur *Happ*, Aktienrecht, 2. Auflage 2004, S. 547, 567). Dieser „Umtausch“ unrichtig gewordener Urkunden als Folge einer Umwandlung von Aktien ist im Folgenden nicht von Interesse.

<sup>12</sup> Unten III.

Gestaltungsbefugnis eingeräumt, deren Ausübung einerseits die Verpflichtung des Emittenten zur Kapitalrückzahlung gegenüber dem Gläubiger aufhebt, andererseits aber eine Verpflichtung des Emittenten zum Abschluß eines Zeichnungsvertrages mit dem bisherigen Gläubiger begründet; der eingezahlte Ausgabebetrag der Wandelanleihe wird als Einlage auf die Aktie angerechnet (§ 199 Abs. 2 AktG). Hier handelt es sich zwar nicht um einen „Tausch“ einer fortbestehenden Schuldverschreibung gegen den derivativen Erwerb einer bereits bestehenden Aktie, wie er etwa zwischen einem Schuldverschreibungsgläubiger und einem Aktionär verabredet und vollzogen werden könnte. Gleichwohl bezeichnet das Aktiengesetz auch eine solche Aufgabe des bisherigen Finanzinstruments „Schuldverschreibung“ gegen den originären Erwerb einer jungen Aktie als „Umtausch“ (vgl. §§ 192 Abs. 2 Nr. 1, 199 Abs. 2 S. 1 AktG), und deshalb soll diese Terminologie auch hier beibehalten werden.

Das erwähnte Beispiel der Wandelschuldverschreibung belegt, daß auch beim Umtausch, wie bei der Umwandlung, eine schuldrechtliche Verpflichtung zur Mitwirkung beim Umtausch bestehen kann, oder daß einer der beiden Seiten, dem Investor oder dem Emittenten, ein einseitiges Gestaltungsrecht eingeräumt sein kann.<sup>13</sup> Ferner ist auch hier, wie in den Umwandlungsfällen,<sup>14</sup> zu beachten, daß es im vorliegenden Zusammenhang nur um den Umtausch des (in einem Wertpapier verbrieften) Rechts selbst geht; nicht gemeint ist der bloße Umtausch unrichtig gewordener Urkunden ohne materielle Rechtsänderung oder im Gefolge einer materiellen Rechtsänderung.<sup>15</sup>

„Umwandlung“ und „Umtausch“ stehen zum Teil nebeneinander als Gestaltungsformen zur Verfügung; zum Teil kommt nur eine Umwandlung oder nur ein Umtausch in Betracht. So kann die Aktiengesellschaft, statt eine Umwandlung der ausstehenden Vorzugsaktien zu beschließen, ihren Vorzugsaktionären auch den Umtausch in von ihr gehaltene eigene Stammaktien anbieten, freilich nur in dem Umfang, in dem der Gesellschaft überhaupt das Halten eigener Aktien gestattet ist (§ 71 AktG). Die Umwandlung steht als Gestaltungsform nicht zur Verfügung, wenn es um die Konversion von Finanzierungsinstrumenten über die „Artengrenze“ hinweg geht. So sind Umwandlungen von Fremdkapitalinstrumenten in Aktien und umgekehrt nach deutschem Recht grundsätzlich ausgeschlossen.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Eingehender hierzu unten unter III.

<sup>14</sup> Vgl. Fn. 11.

<sup>15</sup> So kann z.B. eine Aktienurkunde unrichtig werden, weil sich die in ihr beurkundeten rechtlichen Verhältnisse geändert haben, und die Gesellschaft kann die Aktionäre auffordern, die unrichtig gewordenen Urkunden zum Umtausch einzureichen, und nicht eingereichte Urkunden für kraftlos erklären lassen (vgl. § 73 AktG). Dieser Fall des Umtauschs einer unrichtig gewordenen Urkunde ist hier nicht von Interesse.

<sup>16</sup> Dazu unten V. 1.

## 5. Gang der Untersuchung

Von Umwandlung und Umtausch sind zunächst einmal die Parteien eines solchen Vorgangs betroffen, also der Emittent und der jeweilige Anleger. Daraus ergibt sich, daß eine Konversion von Finanzinstrumenten grundsätzlich der Mitwirkung beider Beteiligten bedarf. Dies wirft Probleme auf, wenn einzelne Investoren sich einer Umwandlung oder einem Umtausch widersetzen, obwohl diese Umgestaltung nicht nur im Interesse des Emittenten, sondern auch im Interesse aller Investoren läge. Darauf ist im Folgenden zunächst einzugehen (sogleich unter III.). Zum anderen können Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten nicht nur die unmittelbar an dieser Umgestaltung Beteiligten, sondern auch Dritte betreffen. Das ist anschließend zu erörtern (unten IV., V.). Sodann sollen die kapitalmarktrechtlichen Anforderungen in den Blick genommen werden, die bei Umwandlung und Umtausch börsengehandelter Wertpapiere zu beachten sind (VI.). Zum Schluß werden die wichtigsten Ergebnisse der Studie zusammengefaßt (VII.). Nicht behandelt werden im Folgenden die Gestaltungsmöglichkeiten und Gestaltungsfragen, die sich für die Emittenten und Inhaber von Finanzinstrumenten bei der Umstrukturierung (Umwandlung; Konzernierung usw.) des Emittenten selbst ergeben.<sup>17</sup>

### III. Mitwirkung der betroffenen Investoren

Die Umwandlung und der Umtausch von Finanzinstrumenten können grundsätzlich nur durch den Emittenten und den jeweiligen einzelnen Investor gemeinsam vorgenommen werden. Das gilt sowohl für die Umwandlung als auch für den Umtausch. So kann eine Gesellschaft die Umwandlung von Stammaktien in Vorzugsaktien mit Zustimmung jedes einzelnen von der Umwandlung betroffenen Stammaktionärs beschließen; sie kann unter den Voraussetzungen und in den Grenzen des § 71 AktG im Wege eines öffentlichen Tauschangebots ihren Vorzugsaktionären anbieten, ihre Aktien in von ihr gehaltene eigene oder zu schaffende Stammaktien<sup>18</sup> oder in Genußscheine umzutauschen usw. Im Folgenden geht es aber nicht um die Frage, ob Umwandlung und Umtausch mit Zustimmung des jeweils betroffenen Investors erfolgen können, sondern darum, ob es dieser Mitwirkung jedes einzelnen Investors bedarf. Denn die Notwendigkeit der Mitwirkung jedes betroffenen Investors wirft Probleme auf, wenn einzelne Investoren sich einer Umwandlung oder einem Umtausch widersetzen, obwohl diese Umgestaltung nicht nur im Interesse des Emittenten, sondern auch im Interesse aller Investoren läge. Zur

---

<sup>17</sup> S. dazu für Aktien *Lutter*, in: Festschrift für Mestmäcker, 1996, S. 943 ff; *Krieger*, in: Festschrift für Lutter, 2000, S. 497 ff; für die Finanzinstrumente des § 221 AktG *Habersack*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., Bd. 6, 2005, § 221 Rdz. 316 ff; je m. Nachweisen.

<sup>18</sup> Dazu aus der Literatur eingehend *Senger/Vogelmann*, Die AG 2002, S. 193 ff; *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, S. 859 ff; *Altmeyden*, NZG 2005, S. 771 ff.

Beantwortung dieser Frage ist danach zu unterscheiden, ob die Konversion von vorneherein, bereits bei Schaffung des Finanzinstruments, vorgesehen war (dazu unter 1.) oder erst im nachhinein ins Auge gefaßt und vorgenommen wird (dazu unten 2.).

### 1. *Konvertierbarkeit als Ausstattungsmerkmal*

Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten können *von vorneherein* vorgesehen sein, bei Aktien in der Satzung der Gesellschaft, bei den sonstigen hier betrachteten Finanzinstrumenten in den Emissionsbedingungen. Bei einer solchen Gestaltung wird die Wirkung der Umwandlung bzw. des Umtauschs selbst entweder von einem Termin oder vom Eintritt einer Bedingung abhängig gemacht, oder es wird in den praktisch wohl häufigeren Fällen einer Partei das Recht eingeräumt, später die Mitwirkung der anderen Seite bei Umwandlung oder Umtausch beanspruchen oder die Wirkungen dieser Rechtsgeschäfte selbst durch einseitige Gestaltung herbeiführen zu können. Welche Möglichkeiten der technischen Ausgestaltung insoweit bestehen, braucht an dieser Stelle nicht ausgebreitet zu werden.

Ist die Umwandlung oder der Umtausch von vorneherein vorgesehen, dann gehört dies zur „Ausstattung“ des jeweiligen Finanzinstruments und ist grundsätzlich von allen künftigen Erwerbern des betreffenden Finanzinstruments hinzunehmen. Das ist im Folgenden für die einzelnen Fallgruppen näher darzustellen.

#### a) Aktien

(a) *Stammaktien* können ohne Zustimmung des betreffenden Aktionärs *in stimmrechtslose Vorzugsaktien umgewandelt* werden,<sup>19</sup> ohne daß der einzelne betroffene Aktionär dem zustimmen müßte, wenn diese Umwandlung in der ursprünglichen Satzung oder durch eine Satzungsänderung vor Übernahme oder Zeichnung der Aktie angeordnet oder gestattet war.<sup>20</sup> Auch ein Mehrheitsbeschluß der von der Umwandlung betroffenen Aktionäre entsprechend § 141 Abs. 1, 3 AktG oder § 179 Abs. 3 AktG scheidet aus, da diese Vorschriften nur den nachträglichen Eingriff in eine Rechtsposition der

---

<sup>19</sup> Vgl. für den umgekehrten Vorgang (*Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien*) § 141 Abs. 1, 3 AktG. Diese Vorschrift betrifft zunächst einmal den Fall der nachträglichen, nicht von vorneherein in der Satzung vorgesehenen Konversion. Es läßt sich aus ihr aber schließen, daß eine Einzelzustimmung jedes einzelnen Investors erst recht entbehrlich ist, wenn die Umwandlung in Stammaktien bei Schaffung der Vorzugsaktien in der Satzung ausdrücklich vorbehalten worden war. Aus dem Fehlen einer § 141 Abs. 2 S. 2 AktG entsprechenden Vorschrift soll sich allerdings nach h.M. ergeben, daß auch bei einem Satzungsvorbehalt nicht, ähnlich der Regelung des § 237 Abs. 6 AktG, auf einen zustimmenden Sonderbeschluß der davon betroffenen Vorzugsaktionäre verzichtet werden kann; s. hierzu die Nachweise bei *Hüffer*, AktG, 7. Aufl. 2006, § 141 Rdz. 11. Dagegen läßt die h.M. eine Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien bei Eintritt einer in der Satzung festgelegten, von Mehrheit oder Verwaltung aber nicht herbeiführbaren Bedingung oder eines Termins ohne Erfordernis eines (Zustimmungs-)Beschlusses zu; vgl. m. Nachw. *G. Bezzemberger*, in: AktG, Großkommentar, 4. Aufl., 13. Lieferung, 1999, § 141 Rdz. 19.

<sup>20</sup> *G. Bezzemberger*, a.a.O. (Fn. 19), § 139 Rdz. 40 m. Nachweisen.

Aktionäre im Blick haben.<sup>21</sup> Ein Eingriff in eine bereits bestehende Rechtsposition, der ohne Zustimmung des von der Umwandlung betroffenen Aktionärs nicht hinnehmbar wäre, liegt hier aber nicht vor, da der Aktionär von vorneherein eine „umwandlungsbelastete“ Aktie erworben hat. Ebenso wenig kommt eine Berufung auf Gleichbehandlung (§ 53a AktG) mit nicht umwandlungsbelasteten Aktien in Betracht. Die notwendige Information des Erwerbers über die „Umwandlungsbelastung“ wird durch die Satzungspublizität (§§ 37 Abs. 4 Nr. 1, 181 AktG), und, bei öffentlich angebotenen oder gehandelten Aktien, insbesondere durch den Wertpapierprospekt vermittelt. Daß der Investor in Bezug auf das Finanzinstrument, in das die Stammaktie umgewandelt werden soll, in unserem Beispiel also die stimmrechtslose Vorzugsaktie, keine überraschenden oder unvertretbaren Rechtsverkürzungen hinzunehmen hat, gewährleisten die einschlägigen zwingenden Anlegerschutzbestimmungen des Aktienrechts, insbesondere die §§ 139 ff AktG.

(b) Die *Umwandlung von Aktien in Fremdkapitalinstrumente* scheidet dagegen generell, aus noch zu erläuternden Gründen, aus<sup>22</sup>; sie kann daher auch nicht in der Satzung vorgesehen werden.

(c) Was den *Umtausch von Aktien in andere Finanzinstrumente* (Tausch gegen Aktien einer anderen Gattung; Umtausch in Fremdkapitalinstrumente) betrifft, gilt Folgendes.

Die Satzung der Gesellschaft kann die Einziehung der Aktie anordnen oder zulassen, ohne daß es für die Einziehung selbst noch der Zustimmung des hiervon betroffenen Aktionärs bedürfte (§ 237 AktG), und als Einziehungsentgelt statt einer Barzahlung zum Beispiel die Ausgabe einer Schuldverschreibung vorsehen<sup>23</sup> (*Umtausch von Aktien* in der Form der *Aufhebung* des bisherigen Rechts des Investors gegen den Erwerb anderer Finanzinstrumente).

In der Satzung einer Aktiengesellschaft kann ferner als Bestandteil der Mitgliedschaft (und nicht nur als schuldrechtliche, künftigen Erwerbem gegenüber nicht wirksame Abrede) festgelegt werden, daß der Aktionär verpflichtet sein soll, sein Recht unter bestimmten Umständen, z. B. nach einer Auslosung, auf einen Dritten oder auch auf die Aktiengesellschaft selbst zu übertragen<sup>24</sup>; als Gegenleistung können dem Aktionär dann im Tausch andere

---

<sup>21</sup> T. Bezenberger, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, 1991, S. 77 m. Nachw.

<sup>22</sup> Dazu unten V. 1. a).

<sup>23</sup> Zur Zulässigkeit von Sachleistungen bei (ordentlicher) Kapitalherabsetzung etwa Hüffer, a.a.O. (Fn. 19), § 222 Rdz. 20; vgl. auch die in BGHZ 28, 259, 260 mitgeteilte Gestaltung (ordentliche Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien und Ausgabe von Teilschuldverschreibungen). Einzelheiten zum Einziehungsentgelt bei Zwangseinziehung bei Hüffer, a.a.O., § 237 Rdz. 17 f; Busch, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, 2005, § 46 Rdz. 10, je m. Nachweisen.

<sup>24</sup> Herrschende Meinung; vgl. RGZ 120, 177, 180 f.; Schilling, in: Großkommentar zum AktG, 3. Auflage, III. Band, 1973, § 237 Anm. 3; Grunewald, Der Ausschluß aus Gesellschaft und Verein, 1987, S. 199; Hüffer, a.a.O. (Fn. 19), § 237 Rdz. 2; a.A. (betr. Übertragung auf Dritte) Lutter, in: Kölner Kommentar zum AktG, 2. Auflage,

von der Gesellschaft gehaltene oder zu schaffende Finanzinstrumente angeboten werden (*Umtausch von Aktien* in der Form der *Übertragung* des bisherigen Rechts des Investors gegen den Erwerb anderer Finanzinstrumente). Allerdings ist für den Erwerb der Aktien durch die Gesellschaft § 71 AktG zu beachten.<sup>25</sup> Eine solche Klausel verstößt nicht gegen § 54 Abs. 1 AktG, weil die Umtauschpflicht die Beitragspflicht des Aktionärs nicht, auch nicht mittelbar, erhöht. Anders wäre dies nur dann zu beurteilen, wenn für den Fall des Umtauschs Zuzahlungen vorgesehen wären.

## b) Fremdkapitalinstrumente

Was den *Umtausch und die Umwandlung von Fremdkapitalinstrumenten* angeht, so gilt jedenfalls in den praktisch wichtigen Fällen dasselbe Prinzip: Ist die Umwandlung oder der Umtausch von vorneherein vorgesehen, dann gehört dies zur „Ausstattung“ des jeweiligen Finanzinstruments und ist grundsätzlich von allen künftigen Erwerbern des betreffenden Finanzinstruments hinzunehmen. Allerdings gilt dieses Prinzip nicht uneingeschränkt, und Einzelfragen sind umstritten oder ungeklärt.

(a) Vorab festzuhalten ist auch hier zunächst, daß eine Umwandlung von Finanzierungsinstrumenten über die „Artengrenze“ hinweg, im vorliegenden Falle also eine *Umwandlung von Fremdkapitalinstrumenten in Aktien*, generell ausscheidet.<sup>26</sup>

(b) Was die *Umwandlung von Fremdkapitalinstrumenten in Fremdkapitalinstrumente* mit anderer Ausstattung und den *Umtausch von Fremdkapitalinstrumenten in Aktien oder andere Fremdkapitalinstrumente* betrifft, so ist zunächst knapp auf die Anwendbarkeit des Schuldverschreibungsgesetzes und seine Bedeutung für die Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen einzugehen.<sup>27</sup>

Für Schuldverschreibungen enthält das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG), soweit sich dessen Anwendungsbereich erstreckt,<sup>28</sup> die Vorkehrung, daß eine

---

Bd. 5/1, 1995, § 237 Anm. 10; *Krieger*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, Aktiengesellschaft, 2. Aufl. 1999, § 62 Rdz.1.

<sup>25</sup> Zur Unzulässigkeit rückerwerbbarer Aktien („redeemable shares“) jenseits der Schranken der §§ 71 ff AktG s. bereits oben Fn. 3.

<sup>26</sup> Dazu eingehend unten V. 1. b).

<sup>27</sup> Emissionsbedingungen von Schuldverschreibungen einschließlich der Fremdkapitalinstrumente des § 221 AktG sind nach ganz herrschender Meinung Allgemeine Geschäftsbedingungen im Sinne des § 305 Abs. 1 S. 1 BGB; vgl. BGHZ 163, 311, 314 m. umfangreichen Nachweisen sowie für die Finanzierungsinstrumente des § 221 AktG *Habersack*, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 255 m. Nachweisen. Sie unterfallen aber nicht der Einbeziehungskontrolle des § 305 Abs. 2 BGB; BGHZ a.a.O.; *Habersack*, a.a.O., Rdz. 256 m. Nachweisen.

<sup>28</sup> Schuldverschreibungen, die von Schuldnern mit Sitz im Inland emittiert werden; § 1 des Gesetzes betr. die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen. Auslandsemissionen und staatliche Schuldverschreibungen sind nicht erfaßt; §§ 1, 24 Abs. 1 SchVG; die Anwendbarkeit des SchVG auf Genußscheine ist streitig; s. dazu m.w. Nachw. *Vogel*, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, 1999, S. 255 f; zu Genußscheinen auch *Habersack*, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 252 m. Nachweisen.

Aufgabe oder Beschränkung von Rechten der Gläubiger von der Gläubigerversammlung mit einer Mehrheit von drei Vierteln der abgegebenen Stimmen beschlossen werden kann, allerdings nur auf höchstens drei Jahre und nur zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder der Insolvenz des Emittenten (§ 11 Abs. 1, 2 SchVG). Gleiches gilt, wenn die Gläubigerversammlung einen Gläubigervertreter bestellt und ihn zum Verzicht auf Rechte der Gläubiger ermächtigt hat (§ 14 Abs. 3 SchVG). Ausdrücklich für unzulässig erklärt ist die Begründung einer Verpflichtung zu zusätzlichen Leistungen durch Beschluß der Gläubigerversammlung (§ 1 Abs. 3 SchVG) sowie ein Verzicht auf die dem Nennwert der Schuldverschreibungen entsprechenden Kapitalansprüche (§ 12 Abs. 3 SchVG). Eine Aufgabe oder Beschränkung von Rechten der Gläubiger durch Mehrheitsbeschluß kann sich also nur z.B. auf die Ermäßigung des Zinsfußes oder die Bewilligung einer Stundung beziehen (§ 11 Abs. 1 SchVG). Damit würde de lege lata etwa eine Umwandlung einer gewöhnlichen, dem SchVG unterfallenden Schuldverschreibung in ein Genußrecht mit eigenkapitaleretzendem Charakter oder ein Umtausch in Aktien durch Mehrheitsbeschluß wohl ausscheiden,<sup>29</sup> entweder aus praktischen Gründen, weil eine auf drei Jahre beschränkte Umwandlung (vgl. § 11 Abs. 1 SchVG) untunlich erscheint, oder sogar aus Rechtsgründen, nämlich wenn der Rangrücktritt einem Verzicht auf den Kapitalanspruch im Sinne des § 12 Abs. 3 SchVG gleichzusetzen ist<sup>30</sup>.

Im vorliegenden Zusammenhang stellt sich nun zunächst die Frage, ob die Vorschriften des Schuldverschreibungsgesetzes nur eine ergänzende Regelung für den Fall anbieten, daß die Emissionsbedingungen einer Schuldverschreibung selbst keine einschlägigen Vorkehrungen enthalten, oder ob diese Vorschriften zwingend sind, also Abweichungen in Emissionsbedingungen nicht zulassen. § 20 SchVG sieht zur Frage des zwingenden Charakters der Normen des Schuldverschreibungsrechts ausdrücklich nur vor, daß „die in diesem Gesetz der Gläubigerversammlung und dem Vertreter der Gläubiger eingeräumten Befugnisse...durch Festsetzung in den Schuldverschreibungen nicht ausgeschlossen oder beschränkt werden“ können. Es mag hier offen bleiben, ob weitere Normen des Schuldverschreibungsgesetzes, wie zum Beispiel das Verbot der Verpflichtung zu Leistungen durch Beschluß der Gläubigerversammlung (§ 1 Abs. 3 SchVG) oder das Gleichbehandlungsgebot (§ 12 Abs. 1 SchVG), gleichfalls, auch ohne ausdrückliche Anordnung des Gesetzgebers, zwingend sind, so daß von ihnen in den Emissionsbedingungen nicht abgewichen werden könnte. Man wird aber, was die Befugnisse der Gläubigerversammlung betrifft, hinsichtlich deren § 20 SchVG ausdrücklich festlegt, daß sie nicht *beschränkt* werden dürfen, davon ausgehen können, daß

---

<sup>29</sup> H. Schneider, in: Baums/Cahn (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 69, 76.

<sup>30</sup> So jedenfalls Könige, Kommentar zum Gesetz, betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen vom 4. Dezember 1899, 1900, § 1 Anm. 37; Trendelenburg, in: Göppert, Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen, 2. Aufl. 1915, § 1 Anm. 4; weitere Nachweise bei Vogel, a.a.O. (Fn. 28), S. 137.

einer *Erweiterung* dieser Befugnisse durch die Emissionsbedingungen, also eine weitergehende Einschränkung von Rechten der Anleihegläubiger als in den §§ 11 Abs. 1 i.V.m. § 12 Abs. 3 SchVG zugelassen, nicht bereits zwingendes Recht im Wege steht. In der neueren Literatur wird denn auch lediglich erörtert, ob und welchen Normen des Schuldverschreibungsgesetzes Leitbildcharakter im Sinne des § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB zukommt.<sup>31</sup> Das ist mit der herrschenden Meinung jedenfalls für die §§ 11 Abs. 1, 12 Abs. 3 SchVG<sup>32</sup> zu bejahen, allerdings nur für die hier zunächst behandelten, praktisch aber kaum bedeutsamen Fälle, in denen eine Anleihe dem Schuldverschreibungsgesetz unterfällt. Denn es handelt sich bei den §§ 11 Abs. 1, 12 Abs. 3 SchVG nicht lediglich um Zweckmäßigekeitsregeln, sondern diese Vorschriften dienen dem Schutz der dem Mehrheitsprinzip unterworfenen Anleihegläubiger.<sup>33</sup>

Wegen des beschränkten Anwendungsbereichs des Schuldverschreibungsgesetzes sind nun praktisch diejenigen Schuldverschreibungen sehr viel bedeutsamer, die nicht diesem Gesetz unterfallen, wie zum Beispiel eine von einer ausländischen Finanzierungstochter begebene, dem deutschen Recht unterstellte Anleihe. Insoweit kommt es auf die Frage, ob die Vorschriften des – unanwendbaren – Schuldverschreibungsgesetzes zwingend sind oder ergänzenden Charakter haben, nicht an. Nach ganz h.M. können die Normen des Schuldverschreibungsgesetzes auch nicht entsprechend, und zwar weder insgesamt noch in Teilen, auf solche dem deutschen Recht im übrigen unterstehenden Auslandsanleihen angewandt werden.<sup>34</sup> Dies wird mit dem öffentlichrechtlichen Charakter einzelner Normen des Schuldverschreibungsrechts, der Verzahnung der Normen über die Beschlußfassung der Gläubigerversammlung mit diesen Normen und den praktischen Schwierigkeiten der Anwendung auf Auslandsanleihen begründet. Ob dies auch für die materiellrechtlichen Normen der §§ 1 Abs. 3, 11 Abs. 1, 12 Abs. 3 SchVG zutrifft, ist in der Sache nicht unzweifelhaft und auch im

---

<sup>31</sup> Bejahend die herrschende Meinung; vgl. die Nachweise bei *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, 1999, S. 230 Fn. 239 und *H. Schneider*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 69, 86 f.; kritisch zum Leitbildcharakter des SchVG demgegenüber *Eidenmüller*, a.a.O., S. 230 ff.

<sup>32</sup> § 11 Abs. 1 S. 1 SchVG lautet: „Die Aufgabe oder Beschränkung von Rechten der Gläubiger, insbesondere die Ermäßigung des Zinsfußes oder die Bewilligung einer Stundung, kann von der Gläubigerversammlung höchstens für die Dauer von drei Jahren und nur zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners beschlossen werden.“ § 12 Abs. 3 SchVG legt fest, daß auf die dem Nennwert der Schuldverschreibungen entsprechenden Kapitalansprüche durch Beschluß der Versammlung nicht verzichtet werden kann.

<sup>33</sup> Vgl. die bei *H. Schneider*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 69, 79 f wiedergegebenen Materialien zu diesen Vorschriften aus den Jahren 1898/99 sowie zur Novelle von 1994; a.A. insoweit *Eidenmüller*, a.a.O. (Fn. 31), S. 232 f: kein spezifischer anlegerschützender Rechtsgehalt der Normen des SchVG.

<sup>34</sup> Eingehend dazu *Than*, Anleihegläubigerversammlung bei DM-Auslandsanleihen, in: Europäisches Rechtsdenken in Geschichte und Gegenwart, Festschrift für Coing, Bd. 2, 1982, S. 521, 528 ff; *Stucke*, Die Rechte der Gläubiger bei DM-Auslandsanleihen, 1988, S. 67 ff; *Hopt*, in: Festschrift für Steindorff, 1990, S. 341, 349 f; *Vogel*, a.a.O. (Fn. 28), S. 279 ff.; *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, 2000, S. 551 ff; *Eidenmüller*, a.a.O. (Fn. 31), S. 450 ff; *H. Schneider*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 69, 85; je m. Nachweisen; a. A. (für Genußscheine) *Hirte*, ZIP 1991, S. 1461, 1468.



Ergebnis fragwürdig, weil dies bedeutet, daß bei Anleihen, die nicht dem Schuldverschreibungsgesetz unterfallen, ohne entsprechende Vorkehrungen in den Emissionsbedingungen keine Anpassungsmaßnahmen durch Mehrheitsbeschluß getroffen werden können.<sup>35</sup> Trifft die herrschende Meinung, die sich gegen eine Gesamt- oder Teilanalogie des Schuldverschreibungsgesetzes ausspricht, dagegen zu, dann kann den Normen dieses Gesetzes entgegen der Annahme der herrschenden Meinung insoweit auch kein „Leitbildcharakter“, jedenfalls nicht im engen Sinne des § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB, zukommen. Denn dann handelt es sich bei den Normen des Schuldverschreibungsgesetzes nicht um eine gesetzliche Regelung, die ohne weiteres (und sei es auch nur im Wege der Analogie<sup>36</sup>) anwendbar wäre, wenn nicht von ihr abgewichen würde.

Das schließt allerdings nicht aus, daß gleichwohl bei nicht dem Schuldverschreibungsgesetz unterfallenden Anleihen die grundlegenden, auf den Anlegerschutz bezogenen Wertungen dieses Gesetzes bei der Inhaltskontrolle ihrer Emissionsbedingungen auf eine „unangemessene Benachteiligung“ der Anleger (§ 307 Abs. 1 S. 1 BGB) einbezogen werden können. Die in den §§ 11 Abs. 1, 12 Abs. 3 SchVG zum Ausdruck kommende grundlegende Wertung ist die, daß es auch einer qualifizierten Mehrheit der betroffenen Anleger nicht freistehen darf, uneingeschränkt und ohne wichtigen Grund in die Rechte der einzelnen Anleger einzugreifen und sie zu beschränken oder sogar aufzuheben. Ein Eingriff in die Rechtsstellung der Anleger durch Beschluß der Gläubigerversammlung mit qualifizierter Mehrheit muß vielmehr die Wahrung der gemeinsamen Interessen der Anleger zum Ziel haben (vgl. § 1 Abs. 1 SchVG)<sup>37</sup>; die beschlossene Beeinträchtigung der Rechte der Anleger muß ferner geeignet und erforderlich sein, dieses Ziel zu erreichen, es muß sich also um ein taugliches Mittel handeln, und es dürfen keine schonenderen Alternativen zur Verfügung stehen; und schließlich muß sie verhältnismäßig sein, das heißt, die Vor- und Nachteile des Eingriffs müssen derart in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen, daß die Vorteile für die Gesamtheit der Schuldverschreibungsgläubiger die mit dem Eingriff verbundenen Nachteile voraussichtlich überwiegen und insofern dem einzelnen Anleger auch zuzumuten sind.<sup>38</sup>

Legt man diese Grundsätze zugrunde, dann kommt durchaus auch bereits de lege lata in Betracht, in den Bedingungen einer nicht dem Schuldverschreibungsgesetz unterliegenden einfachen Schuldverschreibung oder

---

<sup>35</sup> Dazu näher unten 2. c).

<sup>36</sup> § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB erfaßt Abweichungen von „gesetzlichen Regelungen“ im *materiellen* Sinne einschließlich der von Rechtsprechung und Lehre durch Analogie und Rechtsfortbildung entwickelten Rechtsgrundsätze (BGHZ 89, 206, 211; BGHZ 100, 157, 163; BGHZ 121, 13, 18).

<sup>37</sup> Das Schuldverschreibungsgesetz erkennt bei Eingriffen in die Rechte der Anleihegläubiger gemäß § 11 Abs. 1 nur die Abwehr der Zahlungseinstellung oder eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners als Legitimation an.

<sup>38</sup> Vgl. die ähnlichen Prüfkriterien beim Eingriff in Aktionärsrechte durch Mehrheitsbeschluß im Rahmen der materiellen Inhaltskontrolle solcher Beschlüsse; dazu etwa K. Schmidt, Großkomm. AktG, 4. Aufl., 6. Lieferung 1996, § 243 Rdz. 45 ff.; Hüffer, Münchener Komm. AktG, 2. Aufl. Bd. 7, 2001, § 243 Rdz. 44 ff.

eines Finanzierungsinstruments im Sinne des § 221 AktG, etwa zur Abwendung einer Krise, in der der Schuldner ohne eine Restrukturierung von dritter Seite keine Fremdmittelfinanzierung mehr erhält, bei Änderungen des steuerlichen Umfelds oder bei strukturellen Änderungen des Emittenten selbst (Umwandlung; Konzernierung), durch Beschluß einer qualifizierten Mehrheit (vgl. § 11 Abs. 2 SchVG) und unter Ausschluß der Stimmen des Schuldners selbst (vgl. § 12 Abs. 3 SchVG) einen Rangrücktritt und die Ersetzung von Zins durch Dividendenzahlungen vorzusehen (*Umwandlung in Fremdkapitalinstrumente mit anderen Ausstattungsmerkmalen; Umtausch in Aktien oder Fremdkapitalinstrumente mit anderen Ausstattungsmerkmalen*), und zwar ohne daß solche Maßnahmen notwendig auf drei Jahre befristet sein müßten, wie dies § 11 Abs. 1 SchVG vorsieht.

Es liegt freilich auf der Hand, daß die mit einer Inhaltskontrolle verbundenen Unwägbarkeiten und Wirksamkeitszweifel, gleich, ob diese Inhaltskontrolle sich am „Leitbild“ des Schuldverschreibungsgesetzes oder sich, wie hier befürwortet, jedenfalls an dessen grundlegenden Wertungen orientiert, für die Gestaltung der für den Umlauf und für eine Vielzahl von Investoren bestimmten Finanzinstrumente ebenso unzutraglich sind wie für den Emittenten selbst. Die Kautelarpraxis verzichtet daher auf entsprechende Klauseln entweder ganz<sup>39</sup> oder weicht auf fremde Rechtsordnungen aus. Im Hinblick darauf hat das Bundesministerium der Justiz 2003 einen Diskussionsentwurf zu einem Gesetz zur Änderung des Schuldverschreibungsgesetzes vorgelegt,<sup>40</sup> der inzwischen nochmals überarbeitet ist. Der Diskussionsentwurf entzieht die Bedingungen der einbezogenen Schuldverschreibungen, Genußrechte usw. der AGB-Kontrolle und unterwirft sie statt dessen einem zwingenden Gesetzesregime in Verbindung mit einer eingeschränkten richterlichen Inhaltsprüfung. Ausdrücklich zugelassen werden künftig Beschlüsse der Gläubigerversammlung, die „die Umwandlung<sup>41</sup> oder den Umtausch der Schuldverschreibungen in Gesellschaftsanteile“ oder die Umwandlung oder den Umtausch der Schuldverschreibungen in andere Wertpapiere“ zum Gegenstand haben, sofern sie mit drei Vierteln der abgegebenen Stimmen gefaßt worden sind. Ein solcher Beschluß soll nur mehr, auf Klage einer Minderheit mit einem Besitz von mindestens 5% des Nennwerts der ausstehenden Schuldverschreibungen, darauf geprüft werden können, ob die Beschlußfassung unter wesentlichen Verfahrensmängeln leidet oder der Beschluß „unter Verletzung wesentlicher Vorschriften der Emissionsbedingungen“ (die ihrerseits den zwingenden Vorschriften des neuen Schuldverschreibungsgesetzes genügen müssen) zustande gekommen ist. Einschränkende Voraussetzungen wie die, daß solche Beschlüsse nur im Fall einer finanziellen Krise des Emittenten gefaßt werden können (vgl. § 11 Abs. 1

---

<sup>39</sup> So H. Schneider, in: Baums/Cahn (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 69, 87.

<sup>40</sup> Schreiben des BMJ vom 22. 5. 2003; s. dazu den von Baums/Cahn, a.a.O. (Fn. 6) herausgegebenen Tagungsband.

<sup>41</sup> Dazu, daß eine Umwandlung von Schuldverschreibungen in Kapitalgesellschaftsanteile grundsätzlich ausscheidet, unten V. 1. b).

SchVG), finden sich nicht mehr. Dem Bedenken, daß ohne eine materielle Inhaltskontrolle die Interessen der Anleger nicht hinreichend gewahrt sein könnten, begegnet der Entwurf mit dem Argument, daß der Anleger künftig durch die ausdrückliche Regelung u.U. weitreichender Beschlußkompetenzen der Gläubigerversammlung in den Emissionsbedingungen hinreichend gewarnt werde.<sup>42</sup>

(c) Andere Fragen stellen sich, wenn der Umtausch oder die Umwandlung des Fremdkapitalinstruments nicht der Entscheidung der Mehrheit der Gläubigerversammlung überlassen, sondern in den Emissionsbedingungen von vorneherein entweder in die Hand des Emittenten gelegt oder vom Eintritt einer Bedingung abhängig gemacht wird. Praktische Bedeutung hat dies bei Aktienanleihen oder „Pflichtwandelanleihen“. Solche Anleihen kommen in verschiedenen Formen vor. So kann die Pflichtwandelanleihe am Ende der Laufzeit statt eines Wandlungsrechts eine Wandlungspflicht der Anleihegläubiger vorsehen, deren Erfüllung in der Regel durch eine von den Anleihegläubigern von vorneherein erteilte unwiderrufliche Ermächtigung sichergestellt wird. Hiervon sind Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten zu unterscheiden. Im letzteren Falle hat der Emittent bei Eintritt einer bestimmten Bedingung, insbesondere bei Unterschreiten des Kurses der Aktien des Emittenten unter einen festgelegten Basiskurs, das Recht, am Ende der Laufzeit statt der Rückzahlung der Anleihe eigene Aktien zu liefern.<sup>43</sup> Es finden sich auch Gestaltungen, in denen kein Tilgungswahlrecht des Emittenten besteht, sondern bei Eintritt der Umtauschbedingung die Kapitalrückzahlungspflicht aus den Schuldverschreibungen per se erlischt und statt dessen die Lieferung von Aktien zu erfolgen hat.<sup>44</sup>

Der Schutz der von einem solchen Umtausch betroffenen Anleger wird zunächst einmal dadurch sichergestellt, daß der Ersterwerber mit der Einbeziehung dieser Klausel in die Anleihebedingungen zumindest konkludent einverstanden gewesen sein muß,<sup>45</sup> und daß derivative Erwerber sich eine solche Ersetzung der Zahlungspflicht des Schuldners nur entgegenhalten lassen müssen, wenn die Umwandlungsbedingung bzw. Ersetzungsbefugnis des Schuldners sich „aus der Urkunde“ (§§ 793, 796 BGB) ergibt; die Information hierüber wird im heutigen weitgehend stückelosen Effektenverkehr bei öffentlich angebotenen Schuldverschreibungen durch den Wertpapierprospekt bewirkt. Bei solchen hybriden Finanzierungsinstrumenten hat ferner das Transparenzgebot (§ 307 Abs. 1 S. 2 BGB) besondere Bedeutung.<sup>46</sup> Dagegen besagt der Umstand, daß das

---

<sup>42</sup> Vertiefend gegenüber dieser Argumentation die Ausführungen bei v. *Radow*, in Baums/Cahn, a.a.O. (Fn. 6), S. 25, 43 ff.

<sup>43</sup> Vgl. zu diesen beiden Formen etwa *Groß*, in : Marsch/Barner, a.a.O. (Fn. 23), § 48 Rdz. 7, 9; zur Frage, ob es sich im zweiten Fall um eine Wahlschuld (§ 262 BGB) oder um eine Ersetzungsbefugnis des Emittenten handelt, *Hüffer*, in: Münchener Kommentar zum BGB, Bd. 5, 4. Aufl. 2004, § 793 Rdz. 26 m. Nachw.

<sup>44</sup> So im Fall BGHZ 163, 311.

<sup>45</sup> Zur Unanwendbarkeit des § 305 Abs. 2 BGB in solchen Fällen BGHZ 163, 311.

<sup>46</sup> S. nur *Rozijn*, ZBB 1998, S. 77, 93 ff.; *Friel*, Wandelanleihen mit Pflichtwandelung, 2000, S. 233 ff.

Schuldverschreibungsgesetz keinen Kapitalerlaß oder Rangrücktritt aufgrund einer Entscheidung der Gläubigerversammlung oder gar des Emittenten zuläßt (vgl. §§ 11, 12 Abs. 3 SchVG), nicht, daß eine solche Umtauschklausel im Sinne des § 307 Abs. 2 BGB vom „Leitbild“ dieser Regelung abweichen oder an einer Inhaltskontrolle in dem oben unter (b) angedeuteten Sinne scheitern würde. Denn bei der Pflichtwandelanleihe handelt es sich um eine Finanzinnovation mit atypischer Ausgestaltung. Die Ersetzung der Kapitalschuld durch eine Aktie ist von vorneherein vorgesehen. Eine Ermessensspielräume eröffnende Entscheidung des Emittenten (oder der Gläubigerversammlung) scheidet entweder ganz aus, nämlich wenn schon der Eintritt der Umtauschbedingung zum Wegfall der Rückzahlungsverpflichtung führt; oder die Entscheidung des Emittenten beschränkt sich auf die Ausübung seines Wahlrechts, dessen Eintritt gleichfalls von einer von vorneherein festgelegten und bestimmten Bedingung abhängt. Diese Gestaltung ist nicht mit einem nachträglichen Eingriff seitens der Gläubigerversammlung im Sinne der §§ 11,12 SchVG zu vergleichen. Der 11. Zivilsenat des BGH hat denn auch in der erwähnten Entscheidung<sup>47</sup> die Zahlungsklage des Anlegers, der die entsprechende Umtauschklausel für nicht wirksam in den Vertrag einbezogen hielt, als unbegründet abgewiesen und sich mit einer Inhaltskontrolle dieser Gestaltung nicht weiter befaßt.

## 2. Nachträgliche Konversionen

### a) Das Kollektivhandlungsproblem bei Mitwirkung aller Investoren

Andere Erwägungen sind anzustellen, wenn eine Umwandlung oder ein Umtausch nicht von vorneherein in der Satzung des Emittenten bzw. in den Anleihebedingungen vorgesehen war, sondern erst *im nachhinein* ins Auge gefaßt und vorgenommen wird. In diesem Fall ist grundsätzlich für die Umwandlung oder für den Umtausch die Zustimmung jedes einzelnen davon betroffenen Anlegers erforderlich und einzuholen. Will zum Beispiel eine Aktiengesellschaft von ihr gehaltene eigene Stammaktien gegen ausstehende Vorzugsaktien, Schuldverschreibungen oder Genußscheine eintauschen, dann benötigt sie die Zustimmung der von dem Angebot betroffenen Anleger ebenso, wie wenn sie z.B. Stammaktien in Vorzugsaktien oder eine gewöhnliche Schuldverschreibung in einen Genußschein umwandeln möchte. Das kann allerdings, wie immer, wenn mehrere in gleicher Weise Betroffene zuzustimmen oder einstimmig zu entscheiden haben, dazu führen, daß einzelne „Akkordstörer“ eine vielleicht im Interesse aller liegende Entscheidung blockieren, die infolgedessen für alle nicht durchgeführt werden kann. Angenommen, die Kreditgeber eines vor dem wirtschaftlichen Zusammenbruch stehenden Unternehmens würden einen teilweisen Forderungsverzicht davon abhängig machen, daß die Genußrechtsgläubiger des Unternehmens auf ihre

---

<sup>47</sup> BGHZ 163, 311.

Festzinsansprüche verzichten und sichergestellt wird, daß die Genußrechte nicht nachträglich zum Nachteil der Kreditgeber geändert werden. Zu diesem Zweck sollen tunlichst alle, mindestens aber 95% der Genußscheine in stimmrechtslose Vorzugsaktien umgetauscht werden. Weiter sei angenommen, daß die Sanierung absehbar scheitert, wenn sich mehr als 5% der Genußscheininhaber weigern, und daß die Genußscheine dann wertlos werden. Hier entsteht ein klassisches Kollektivhandlungsproblem<sup>48</sup>: Für jeden einzelnen Genußrechtsgläubiger ist es besser, wenn nahezu alle anderen ihre Genußscheine gegen eine Aktie eintauschen, er selbst aber seinen Genußschein behält. Denken und handeln aber mehr als 5% der Genußscheininhaber in diesem Sinne, dann scheitert der Sanierungsvorschlag der Kreditgeber, und alle Genußrechtsgläubiger einschließlich der dissentierenden stehen sich schlechter. Das geltende Recht sieht keine gleichsinnige Lösung dieses Problems für die verschiedenen in Betracht kommenden Umwandlungs- und Umtauschfälle vor, wie im Folgenden zu zeigen ist.

## b) Aktien

(a) Eine ausdrückliche Regelung dieses Problems findet sich in § 141 Abs. 1, 3 AktG. Nach dieser Vorschrift bedarf die *Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien* einer Zustimmung der Vorzugsaktionäre durch Sonderbeschluß, der mit einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln der abgegebenen Stimmen gefaßt werden kann. Eine Blockade durch einzelne Akkordstörer ist also in diesem Falle nicht möglich.<sup>49</sup> Auch eine weitere, materielle Einschränkung, etwa in dem Sinne, daß solche Beschlüsse nur zu Sanierungszwecken, also zur Abwendung einer Insolvenz der Emittentin gefaßt werden dürfen, enthält das Gesetz nicht. Allerdings ist die Entscheidung der Mehrheit der Vorzugsaktionäre mit Wirkung auch für die Minderheit den allgemeinen hierfür geltenden Regeln und Schranken unterworfen, insbesondere dem Gleichbehandlungsgebot und der Treupflicht.<sup>50</sup>

(b) Für den umgekehrten Fall, also die *Umwandlung von Stamm- in Vorzugsaktien*, sieht das Gesetz dagegen keine Regelung vor. Hier entspricht es nun nahezu allgemeiner Auffassung, daß die Zustimmung jedes einzelnen von der Umwandlung in stimmrechtslose Vorzugsaktien betroffenen Stammaktionärs erforderlich sei. Denn die Umwandlung von Stamm- in stimmrechtslose Vorzugsaktien habe den Entzug des Stimmrechts zur Folge, das als grundsätzlich unentziehbares Recht ausgestaltet sei.<sup>51</sup> Diese recht rigorose

---

<sup>48</sup> Umfassend dazu *Olson*, Die Logik des kollektiven Handelns, 2. Aufl. 1985.

<sup>49</sup> S. dazu ausdrücklich die Gesetzesmotive bei *Altmeyden*, NZG 2005, S. 771, 772.

<sup>50</sup> Zum Schutz der *Stammaktionäre*, die infolge der Umwandlung eine Stimmrechtsverwässerung hinnehmen müssen, durch eine materielle Inhaltskontrolle des Umwandlungsbeschlusses unten Fn. 93.

<sup>51</sup> BGHZ 70, 117, 122 (obiter dictum); *Krieger*, a.a.O. (Fn. 17), S. 497, 517; *Brändel*, in: AktG, Großkommentar, 4. Aufl., Bd I, 2004, § 11 Rdz. 29, 37; *G. Bezenberger*, a.a.O. (Fn. 19), § 139 Rdz. 41; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 139 Rdz. 12; je m. w. Nachw.; *Henze/Notz*, in: AktG, Großkommentar, 4. Aufl., 22. Lieferung 2004, § 53a

Auffassung ist in der älteren Rechtslehre entwickelt worden, bevor sich in der Rechtsprechung die materielle Inhaltskontrolle von Beschlüssen, die in die Mitgliedschaft der Minderheit eingreifen,<sup>52</sup> herausgebildet hatte. Als Korrektiv der dadurch einzelnen Aktionären ermöglichten Akkordstörung könnte man nun an eine Zustimmungspflicht aufgrund ihrer Treuepflicht denken. Eine solche positive Stimmpflicht des Aktionärs kommt aber allenfalls unter außergewöhnlichen Umständen in Betracht.<sup>53</sup> Sie scheidet praktisch nicht nur wegen ihrer wenig greifbaren Voraussetzungen, sondern auch wegen der Dauer einer Zustimmungsklage als Korrektiv einer Akkordstörung aus. Der neueren Entwicklung würde wohl eher entsprechen, nicht das Erfordernis der Zustimmung jedes einzelnen betroffenen Aktionärs mit der Folge der Blockademöglichkeit Einzelner entsprechend der Regelung des § 180 AktG auch in unserem Fall zu befürworten, sondern einen Beschluß der betroffenen Investoren mit qualifizierter Mehrheit genügen zu lassen und ihn der Inhaltskontrolle zu unterwerfen. Gleichwohl ist *de lege lata* der herrschenden Auffassung zuzustimmen. Es ist nicht daran vorbeizukommen, daß der Gesetzgeber zwar ausdrücklich den Fall der Umwandlung einer Vorzugsaktie in eine Stammaktie durch Mehrheitsbeschluß geregelt und den Eingriff in die Vorzugsrechte dieser Anleger ohne Zustimmung jedes einzelnen Aktionärs zugelassen hat (§ 141 AktG), nicht dagegen den umgekehrten Fall der Umwandlung einer Stammaktie in eine Vorzugsaktie unter Entzug des Stimmrechts. Dies spricht für die nahezu einhellige Auffassung, daß der Gesetzgeber den Entzug des Stimmrechts gegen den Willen des davon betroffenen Aktionärs nur im Zusammenhang mit dem Entzug der Mitgliedschaft insgesamt, sei es durch Kaduzierung (§ 64 AktG), durch Kapitalherabsetzung mittels Zusammenlegung von Aktien (§ 222 Abs. 4 S. 2 AktG), durch bereits in der Satzung vorgesehene Zwangseinziehung (§ 237 AktG) oder durch Ausschluß (§ 327a AktG) zulassen wollte und an die in diesen besonderen Vorschriften genannten engen Voraussetzungen geknüpft hat.

*De lege ferenda* könnte jedoch überlegt werden, für eine solche Umwandlung wie in den Fällen des 179 Abs. 3 AktG (vgl. auch § 141 Abs. 3 AktG) eine Zustimmung der von der Umwandlung betroffenen Aktionäre mit einer Kapitalmehrheit von mindestens drei Vierteln ausreichen zu lassen.<sup>54</sup> Um den erforderlichen Schutz der dissentierenden Aktionäre sicherzustellen, müßte der Umwandlungsbeschluß dann auf Anfechtungsklage eines betroffenen Aktionärs hin der materiellen Inhaltskontrolle einschließlich der Prüfung, ob es sich um eine zulässige Ungleichbehandlung handelt,<sup>55</sup> unterworfen werden können. Der mit der Umwandlung verbundene Eingriff in die Rechtsstellung der vom

---

Rdz. 90. – A.A. bereits *Lichterz*, Die Vorzugsaktie ohne Stimmrecht nach dem Gesetz über AG und KGaA vom 30. Jan. 1937, 1941, S. 30: Mehrheitsbeschluß genügt.

<sup>52</sup> Dazu die Nachweise oben Fn. 38.

<sup>53</sup> Dazu m. Nachweisen *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 616.

<sup>54</sup> Gegen eine analoge Anwendbarkeit des § 179 Abs. 3 AktG in diesem Fall *de lege lata Butzke*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 23), § 5 Rdz. 16 m. Nachweisen.

<sup>55</sup> Dazu etwa *Henze/Notz*, a.a.O. (Fn. 51), § 53a Rdz. 68 ff.

Stimmrechtsverlust betroffenen Aktionäre müßte im Gesellschaftsinteresse liegen; er müßte geeignet, erforderlich und verhältnismäßig sein. Im Rahmen der Verhältnismäßigkeitsprüfung würde es vor allem um die Frage gehen, ob der Stimmrechtsverlust hinreichend durch den vorgesehenen Gewinnvorzug kompensiert wird, oder ob eine Zuzahlung oder andere Vorteile zwecks Ausgleichs des Stimmrechtsverlusts angeboten worden sind.<sup>56</sup> Eine solche Lösung, eine qualifizierte Mehrheit der von der Umwandlung betroffenen Investoren entscheiden zu lassen, entspräche auch ausländischen Rechtsordnungen, die ebenfalls die nachträgliche Umwandlung stimmberechtigter in nicht stimmberechtigte Aktien ohne Blockademöglichkeit jedes einzelnen betroffenen Aktionärs ermöglichen.<sup>57</sup>

(c) Daß eine *Umwandlung von Aktien in Fremdkapitalinstrumente* ausscheidet, ist bereits angedeutet worden<sup>58</sup> und wird unten näher begründet werden.<sup>59</sup> Aber auch ein *Umtausch von Aktien in Fremdkapitalinstrumente* gegen den Willen des einzelnen betroffenen Investors kommt de lege lata nicht in Betracht, es sei denn (vgl. oben 1. a), daß dieser Umtausch von vorneherein in der Satzung vorgesehen ist: Es ist nicht nur ausgeschlossen, durch Mehrheitsbeschluß den Aktionär dazu zu zwingen, seine Aktie an die Gesellschaft im Tausch gegen ein Fremdkapitalinstrument an die Gesellschaft zu übertragen; es ist auch nicht möglich, ohne entsprechende Ermächtigung in der Satzung (§ 237 Abs. 1 S. 2 AktG) seine Aktie einzuziehen und ihm als Einziehungsentgelt ein Fremdkapitalinstrument zur Verfügung zu stellen.<sup>60</sup> Das Aktiengesetz ist vielmehr von dem Grundsatz geprägt, daß ein Entzug der Mitgliedschaft des Aktionärs gegen dessen Willen nur in besonderen Lagen und unter engen vom Gesetzgeber beschriebenen Voraussetzungen in Betracht kommt.<sup>61</sup> Die Behauptung eines ungeschriebenen Rechts der Mehrheit, jederzeit - wenn auch unter den strengen Anforderungen einer materiellen Inhaltskontrolle - Aktien auch dissentierender Aktionäre einzuziehen und in Fremdkapitalinstrumente umtauschen zu können, würde sich unmittelbar mit den §§ 222 Abs. 4 S. 2, 237

---

<sup>56</sup> Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit von Zuzahlungen und zur Festlegung des Umwandlungsverhältnisses (im umgekehrten Fall der Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien) eingehend *Senger/Vogelmann*, Die AG 2002, S. 193, 198 ff.; *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, S. 859, 869 ff.

<sup>57</sup> Zum englischen Recht *Prinz*, Umstrukturierung durch *Schemes of Arrangement* mit Gesellschaftern im englischen Recht - ein Vorbild? (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Bd. 61), 2003, S. 170 ff., 182 ff.; s. auch *Polte*, Aktiengattungen. Eine rechtsvergleichende Untersuchung zum deutschen, US-amerikanischen und englischen Recht (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Bd. 73), 2005, S. 336 ff.; zum US-amerikanischen Recht *Polte*, S. 269 ff.

<sup>58</sup> Oben 1. a) (b).

<sup>59</sup> Unten V. 1. a).

<sup>60</sup> Allerdings können bei einer ordentlichen Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien, die mit der qualifizierten Mehrheit des § 222 Abs. 1 AktG beschlossen werden kann, an die Aktionäre statt einer Barzahlung z.B. Genußscheine ausgegeben werden; vgl. bereits oben Fn. 23. Die Vernichtung von Aktien durch Zusammenlegung ist aber ausdrücklich wegen des damit verbundenen Eingriffs nur subsidiär zugelassen (§ 222 Abs. 4 S. 2 AktG); vgl. BGHZ 138, 71, 76 f.; BGHZ 142, 167, 170.

<sup>61</sup> Zusammenfassende Überblicke bei *Grunewald*, Der Ausschluß aus Gesellschaft und Verein, 1987, S. 50 ff (noch ohne das Verfahren gemäß §§ 327a ff AktG); *Ph. Baums*, Ausschluß von Minderheitsaktionären, 2001, S. 70 ff.

Abs. 1 S. 2 AktG in Widerspruch setzen. Auch der Umstand, daß § 141 AktG zwar die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien sowie die Beeinträchtigung durch Emission vor- oder gleichrangiger Vorzugsaktien, nicht aber den Umtausch in Fremdkapitalinstrumente in Betracht zieht und der Beschlußfassung durch die Mehrheit unterwirft, spricht de lege lata dagegen, daß Aktien durch Mehrheitsbeschluß ohne Zustimmung jedes einzelnen betroffenen Aktionärs in Fremdkapitalinstrumente umgetauscht werden können.

*Rechtspolitisch* kann auch insoweit gefragt werden, ob statt des Prinzips der Zustimmung jedes betroffenen Investors ein Zustimmungsbeschluß mit einer qualifizierten Mehrheit der vom Umtausch betroffenen Aktionäre nebst einer richterlichen Inhaltskontrolle einen gleichwertigen Anlegerschutz bieten, und dadurch das eingangs beschriebene Kollektivhandlungsproblem vermieden würde. Rechtsvergleichende Einsichten sprechen offenbar dafür, den Emittenten diese Flexibilität zu gewähren.<sup>62</sup> Gegen die Zulassung eines nachträglichen Umtauschs aufgrund Mehrheitsbeschlusses auch ohne Satzungsgrundlage mag man freilich einwenden, daß es einer solchen Zulassung nur für den Fall bedarf, daß es an einer geeigneten satzungsrechtlichen Vorkehrung (dazu oben 1. a) (c)) fehlt. In einem System, in dem der Gesetzgeber anstelle des Satzungsgebers allgemein und nicht nur beschränkt auf eng umschriebene Tatbestände die Möglichkeit des nachträglichen Umtauschs oder der Umwandlung eines Finanzinstruments auch gegen den Willen des einzelnen Investors eröffnet, kann dem Anleger nicht mehr bindend „versprochen“ werden, daß er das von ihm bewußt gewählte Finanzinstrument mit den spezifischen auf seine Bedürfnisse zugeschnittenen Ausstattungsmerkmalen auch behält. Das erscheint eher hinnehmbar, wenn er entweder das ihm entzogene Finanzinstrument am Kapitalmarkt wieder erwerben oder jedenfalls das ihm durch Umwandlung oder im Wege des Umtauschs aufgedrängte Finanzinstrument an einem liquiden Kapitalmarkt auch wieder veräußern kann.

### c) Fremdkapitalinstrumente

Was die Umwandlung und den Umtausch von Fremdkapitalinstrumenten gegen den Willen des einzelnen Investors ohne entsprechende Grundlage in den Emissionsbedingungen betrifft, so kann hier weitgehend auf die Ausführungen oben unter 1. b) verwiesen werden. So ist zunächst und vorab auch hier wieder festzuhalten, daß eine *Umwandlung von Fremdkapitalinstrumenten in Aktien* generell ausscheidet.<sup>63</sup>

Im übrigen ist zu unterscheiden, ob das Schuldverschreibungsgesetz anwendbar ist oder nicht.<sup>64</sup> Allerdings geht es hier nicht um den zwingenden oder ergänzenden Charakter des Schuldverschreibungsgesetzes und nicht um seine

---

<sup>62</sup> Vgl. die in Fn. 57 zitierten Nachweise.

<sup>63</sup> Oben 1. b) (a) sowie eingehend unten V. 1. b).

<sup>64</sup> Zum Anwendungsbereich des SchVG oben Fn. 28.



Funktion als Leitbild für Emissionsbedingungen, sondern es geht unmittelbar um die Möglichkeiten der Umwandlung und des Umtauschs durch Mehrheitsbeschluß, ohne daß hierfür eine Grundlage in den Emissionsbedingungen bestünde.

Fällt eine Anleihe in den Anwendungsbereich des Schuldverschreibungsgesetzes, dann kommt eine Umwandlung oder ein Umtausch ohne eine entsprechende Vorkehrung in den Emissionsbedingungen hierfür nur im engen Rahmen der §§ 1 Abs. 3, 11 Abs. 1, 12 Abs. 3 SchVG in Betracht. Jede einseitige Maßnahme seitens des Emittenten scheidet insoweit aus. Die Aufgabe oder Beschränkung von Rechten der Gläubiger kann von der Gläubigerversammlung oder aufgrund eines von der Gläubigerversammlung hierzu ermächtigten Gläubigervertreeters (§ 14 Abs. 3 SchVG) nur auf die Dauer von drei Jahren und nur zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners beschlossen werden (§ 11 Abs. 3 SchVG). Auf die dem Nennwert der Schuldverschreibungen entsprechenden Kapitalansprüche kann nicht verzichtet (§ 12 Abs. 3 SchVG), eine Verpflichtung zu Leistungen kann für die Gläubiger durch Beschluß der Gläubigerversammlung nicht begründet werden (§ 1 Abs. 3 SchVG). Das bedeutet, daß alle Umwandlungs- und Umtauschvorgänge, die sich nicht innerhalb dieses Rahmens halten, ausgeschlossen sind. Damit scheiden die meisten Konversionsgestaltungen entweder aus rechtlichen oder jedenfalls aus praktischen Gründen, weil eine Befristung auf drei Jahre untunlich ist, aus.<sup>65</sup>

Für die praktisch im Vordergrund stehenden Anleihen, die nicht dem Schuldverschreibungsgesetz unterfallen, gelten diese engen Begrenzungen zwar nicht. Das Schuldverschreibungsgesetz ist nach ganz herrschender Meinung auch nicht, weder zur Gänze noch in Teilen, entsprechend auf solche Anleihen anzuwenden.<sup>66</sup> Das bedeutet aber, daß hier ein Mehrheitsbeschluß zur Änderung der Emissionsbedingungen mit dem Ziel des Umtauschs oder der Umwandlung in ein anderes Finanzinstrument ganz ausscheidet, wenn es an einer entsprechenden Vorkehrung in den Emissionsbedingungen fehlt. Es erscheint auch wenig überzeugend, hier statt des sachnäheren Schuldverschreibungsgesetzes die §§ 741 ff BGB, insbesondere § 745 BGB, der Mehrheitsbeschlüsse bei der Bruchteilsgemeinschaft vorsieht, entsprechend anzuwenden.<sup>67</sup> Dem braucht hier aber nicht näher nachgegangen zu werden, denn jedenfalls schließt § 745 Abs. 3 BGB eine „wesentliche Veränderung“ des gemeinschaftlichen Gegenstands durch Mehrheitsbeschluß aus; eine Umwandlung oder ein Umtausch in ein anderes Finanzinstrument wäre aber als „wesentliche Veränderung“ anzusehen. Aus der Annahme einer gesellschaftsähnlichen Sonderverbindung zwischen den

---

<sup>65</sup> Eingehend dazu *H. Schneider*, a.a.O. (Fn. 6), S. 69, 76 ff.

<sup>66</sup> Nachweise oben Fn. 34.

<sup>67</sup> Eingehend mit Nachweisen zur Lehre von der „schlichten Interessengemeinschaft“ und ihrer Anwendbarkeit auf Teilschuldverschreibungen *Eidenmüller*, a.a.O. (Fn. 31), S. 597 ff.

Teilschuldverschreibungsgläubigern<sup>68</sup> ergibt sich gleichfalls keine Befugnis einer Gläubigermehrheit, entsprechende für alle Beteiligten bindende Beschlüsse zu fassen. Auch für die Annahme einer notfalls einzuklagenden schuldrechtlichen Verpflichtung der Gläubiger eines Schuldners, einer solchen Umwandlung zuzustimmen, ist, abgesehen von den praktischen Einwänden gegen eine solche Lösung, außerhalb des gesetzlich geordneten, gerichtlich überwachten Insolvenzplanverfahrens kein Raum. Dem entspricht es, daß der Bundesgerichtshof es abgelehnt hat, beim außergerichtlichen Sanierungsvergleich eine Pflicht dissentierender Gläubiger anzunehmen, sich der Mehrheitsentscheidung anzuschließen.<sup>69</sup>

An diesem unbefriedigenden Rechtszustand wird die geplante Reform des Schuldverschreibungsrechts nur insofern etwas ändern, als den Emissionsbedingungen ein sehr viel breiterer und rechtssicherer Gestaltungsspielraum eingeräumt wird als bisher.<sup>70</sup> Es wird mit anderen Worten auch nach der Reform des Schuldverschreibungsrechts nicht möglich sein, ohne entsprechende Vorkehrungen in den Emissionsbedingungen zum Beispiel zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder eines Insolvenzverfahrens des Emittenten durch Beschluß einer qualifizierten Mehrheit der Anleihegläubiger einen Umtausch oder eine Umwandlung in andere Finanzierungsinstrumente zu beschließen. Dieses Konzept sollte nochmals überprüft werden. Ausgewählte internationale Beispiele<sup>71</sup> legen eher nahe, de lege ferenda insoweit auch ohne entsprechende Vorkehrung in den Emissionsbedingungen Beschlüsse einer qualifizierten Mehrheit der betroffenen Schuldverschreibungsgläubiger zuzulassen, sie aber einer richterlichen Inhaltskontrolle zu unterwerfen.<sup>72</sup> Denn ob es der Kautelarpraxis gelingt, alle denkbaren künftigen Entwicklungen (Krise der Gesellschaft; Änderungen des steuerlichen Umfelds; Rechtsformwechsel, Verschmelzung oder Konzernierung des Emittenten u.a.m.) bereits bei der Abfassung der Emissionsbedingungen vorherzusehen und interessengerechte Vorkehrungen zu formulieren, ist doch eher zweifelhaft.

---

<sup>68</sup> Für eine gesellschaftsähnliche Sonderverbindung zwischen allen Gläubigern eines Emittenten, bezüglich dessen ein außergerichtliches Reorganisationsvorhaben betrieben wird, *Eidenmüller*, a.a.O. (Fn. 32), S. 608 ff.

<sup>69</sup> BGHZ 116, 319 ff.; a.A. *Eidenmüller*, a.a.O. (Fn. 31), S. 647 ff.

<sup>70</sup> Einzelheiten oben Text zu Fn. 40 - 42.

<sup>71</sup> Vgl. dazu den Überblick bei *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, 1972, S. 438 ff., 441 ff sowie die rechtsvergleichenden Beiträge von *Bösch* (Schweiz), *Burn* (Großbritannien) und *Kenadjian* (USA) in: Baums/Cahn (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6), S. 189 ff, 219 ff, 245 ff; zum englischen Recht auch *Chudzick*, Schemes of Arrangement mit Gläubigern nach englischem Kapitalgesellschaftsrecht - eine rechtsvergleichende Studie. Jur. Diss. Frankfurt/Main 2005 (unveröffentlicht). Ähnlich wie das englische Recht läßt auch das schweizerische Obligationenrecht (Artt. 1170, 1177) etwa eine Umwandlung von Schuldverschreibungen in Aktien des Emittenten (*debt-equity swap*) durch Beschluß der Gläubigergemeinschaft mit zwei Drittel-Mehrheit zu und sieht eine behördliche Inhaltskontrolle dieses Beschlusses vor. Zurückhaltend demgegenüber aber Sec. 316 Trust Indenture Act (USA).

<sup>72</sup> Kritisch zur restriktiven Regelung des deutschen Rechts bereits *Vogel*, a.a.O. (Fn. 28), S. 136 ff. m. w. Nachw.; *Bosch*, Emissionsgeschäft, in: Hellner/Steuer (Hrsg.), Bankrecht und Bankpraxis, Loseblattsammlung, Band 5, Lieferung 12/97, Rdz. 10/235; *H. Schneider*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 17), S. 69, 78 ff., 83 ff. – Zu den Leitprinzipien einer solchen Inhaltskontrolle s. bereits oben Text zu Fn. 37, 38; vgl. dazu auch Art. 1177 schweiz. OR.

#### IV. Gleichbehandlung von Finanzinstrumenten bei Umwandlung und Umtausch

Dritte, die an einer Umwandlung oder einem Umtausch von Finanzinstrumenten nicht unmittelbar beteiligt sind, können gleichwohl von einem solchen Vorgang nachteilig betroffen sein, so daß sich die Frage des Schutzes ihrer Rechte stellt. Zwei Gruppen von „Drittbeteiligten“ sind zu trennen: Zur ersten Gruppe gehören diejenigen Kapitalgeber, deren Finanzinstrumente trotz gleicher Ausstattung von der Umwandlung oder dem Umtausch ausgeschlossen bleiben (dazu sogleich). Zur zweiten Gruppe gehören diejenigen Kapitalgeber und Gläubiger, die eine Umwandlung oder der Umtausch von Finanzinstrumenten anderer Anleger deswegen berührt, weil deren geänderte Ausstattung zu Nachteilen für ihre eigenen Rechte führt oder führen kann (dazu unten V.).

##### 1. *Das Gebot der Gleichbehandlung der Anleger*

Nach § 53a AktG sind Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Der Grundsatz der gleichmäßigen Behandlung im Privatrecht ist aber nicht auf das Verbandsrecht beschränkt, sondern gilt auch in weiteren „Gemeinschaftsverhältnissen“.<sup>73</sup> Für die hier – neben den Aktien – betrachteten Finanzinstrumente wird dies durch die §§ 12 Abs. 1 SchVG, 39 Abs. 1 Nr. 1, 54 S. 1 BörsG bestätigt.<sup>74</sup> Nach § 12 Abs. 1 SchVG muß ein Beschluß der Mehrheit der Teilschuldverschreibungsgläubiger über die Aufgabe oder Beschränkung von Gläubigerrechten für alle Gläubiger einer Emission<sup>75</sup> die gleichen Bedingungen festsetzen. Die Festsetzung ungleicher Bedingungen ist nur mit ausdrücklicher Einwilligung der zurückgesetzten Gläubiger zulässig. Jedes sonstige Abkommen des Schuldners oder eines Dritten mit einem Gläubiger, durch welches dieser begünstigt werden soll, ist nichtig. Das Gebot, die Gläubiger einer Emission gleich zu behandeln, gilt nicht nur für die Beschlüsse der Gläubigermehrheit, sondern auch für den Emittenten selbst und für einen Anleihetreuhänder, soweit ihnen Entscheidungen mit Wirkung für die Anleihegläubiger vorbehalten sind, die Ermessensspielräume eröffnen, und es gilt nicht nur für dem Schuldverschreibungsgesetz unterfallende Anleihen, sondern auch für solche Anleihen, auf die das Schuldverschreibungsgesetz nicht anwendbar ist. Die §§ 39 Abs. 1 Nr. 1, 54 S. 1 BörsG unterstreichen für zum Börsenhandel zugelassene Wertpapiere die Verpflichtung des Emittenten, die Inhaber der zugelassenen Wertpapiere unter gleichen Voraussetzungen gleich zu

---

<sup>73</sup> Grundlegend G. Hueck, Der Grundsatz der gleichmäßigen Behandlung im Privatrecht, 1958, S. 222 ff.

<sup>74</sup> Eingehend zu Geltung und Umfang des Gleichbehandlungsgebots im Schuldverschreibungsrecht Horn, a.a.O. (Fn. 71), S. 443 ff.; zum Gleichbehandlungsgebot im Kapitalmarktrecht neuestens Bachmann, ZHR 170 (2006), S. 144 ff.

<sup>75</sup> Dazu Siebel, a.a.O. (Fn. 6), S. 675; Hartwig-Jacob, a.a.O. (Fn. 34), S. 548; s. dazu aber auch noch unten Text zu Fn. 81.

behandeln.<sup>76</sup> In unserem Zusammenhang dient das Gleichbehandlungsgebot der Beschränkung einseitiger Gestaltungs- und Regelungsbefugnisse (der Geschäftsleitung) des Emittenten sowie der Kontrolle der Mehrheitsmacht. Es trägt dazu bei, daß jedem Investor das Seine erhalten bleibt, und hilft, kostenträchtige Konflikte zwischen den Beteiligten zu vermeiden.<sup>77</sup>

Was die Bedeutung des Gleichbehandlungsgebots für unser Thema betrifft, so ist zunächst knapp auf die Voraussetzungen des Gleichbehandlungsgebots hinzuweisen (2.) und sodann auf die Frage einzugehen, wie ein Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot trotz Ungleichbehandlung vermieden werden kann (3.).

## 2. Voraussetzungen des Gleichbehandlungsgebots

Das Gleichbehandlungsgebot greift nur ein, wenn gleiche Voraussetzungen gegeben sind. In dem hier erörterten Zusammenhang kommt es maßgeblich auf die Ausstattung des jeweiligen Finanzinstruments an. Sieht etwa die Satzung einer Gesellschaft vor, daß die Vorzugsaktien aus einer bestimmten Emission auf Entscheidung des Vorstands hin in Stammaktien umgewandelt werden können,<sup>78</sup> dann können die Inhaber später geschaffener Vorzugsaktien mit identischer Ausstattung, aber ohne diese Umwandlungsoption, nicht unter Berufung auf das Gleichbehandlungsgebot gleichfalls Umwandlung fordern.<sup>79</sup> Es fehlt wegen der unterschiedlichen Ausstattung in dem für die Umwandlung entscheidenden Punkt an den „gleichen Voraussetzungen“, die erfüllt sein müssen, wenn das Gleichbehandlungsgebot eingreifen soll. Erst recht besteht keine Pflicht des Emittenten, von vorneherein, bereits bei der Schaffung von Finanzinstrumenten, diese gleich zu behandeln.<sup>80</sup> Andererseits darf das Gebot der Gleichbehandlung nicht schematisch so beschränkt werden, daß nur die Inhaber von Finanzinstrumenten mit gleichartiger Ausstattung (oder gar nur die Anleihegläubiger einer bestimmten Emission untereinander) gleich zu behandeln wären. Auch die Aktionäre verschiedener Gattungen (Vorzugs- und Stammaktionäre) oder die Gläubiger von Schuldverschreibungen aus verschiedenen Emissionen oder die Inhaber verschiedenartiger Fremdkapitalinstrumente können gleich zu behandeln sein, nämlich wenn die fragliche Maßnahme nicht an die unterschiedlichen Gattungs- oder

---

<sup>76</sup> Das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz wird die §§ 39 Abs. 1 Nr. 1, 54 S. 1 BörsG durch § 30a WpHG ersetzen und leicht modifizieren.

<sup>77</sup> Eingehender zu den verschiedenen Begründungen für das Gleichbehandlungsgebot etwa *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Band I, 1980, § 8 II 2.

<sup>78</sup> Zu der umstrittenen Frage, ob die Satzung insoweit ähnlich der Regelung des § 237 Abs. 6 AktG eine Vorstandsentscheidung genügend lassen kann, bejahend etwa *Zöllner*, in: *Kölner Kommentar zum AktG*, 1984, § 141 Rdz. 7; a.A. die überwiegende Auffassung in der Literatur; vgl. *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 141 Rdz. 11; je m. w. Nachweisen.

<sup>79</sup> Vgl. *G. Hueck*, a.a.O. (Fn. 73), S. 252 f., 258; *Lutter/Zöllner*, in: *Kölner Kommentar zum AktG*, 2. Aufl., Bd. 1, 1988, § 53a Rdz. 28; in diesem Sinne auch *Henze/Notz*, a.a.O. (Fn. 51), § 53a Rdz. 86 sowie *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 53a Rdz. 5, die allerdings ausdrücklich nur den Fall im Blick haben, daß bereits bei Satzungsfeststellung Aktien mit unterschiedlicher Ausstattung geschaffen werden.

<sup>80</sup> *S. Henze/Notz*, a.a.O. (Fn. 51), § 53a Rdz. 86 m. Nachweisen.

Ausstattungsmerkmale anknüpft, so daß die unterschiedliche Ausstattung keine Rolle spielt.<sup>81</sup>

### 3. Zustimmung ungleich behandelter Anleger

Greift im Einzelfall das Gleichbehandlungsgebot ein, dann kann hiervon mit Zustimmung des betroffenen Anlegers abgewichen werden. Wird etwa im nachhinein die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien beschlossen (§§ 179, 141 Abs. 1 AktG), ohne daß insoweit wegen unterschiedlicher Ausstattung mehrerer Tranchen von Vorzugsaktien differenziert werden dürfte, dann gebietet § 53a AktG, alle Vorzugsaktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Die herrschende Meinung fordert hier die Zustimmung jedes einzelnen Aktionärs, der mit seinen Aktien von der Umwandlung ausgeschlossen bleiben soll.<sup>82</sup> Der Beschluß soll aber nur anfechtbar, nicht unwirksam sein, wenn diese Zustimmung fehlt.<sup>83</sup> Allerdings ist insoweit festzuhalten, daß dieses Zustimmungserfordernis nur gelten kann, wenn es sich tatsächlich um einen Fall ungleicher, gegen § 53a AktG verstoßender Behandlung handelt.<sup>84</sup> Liegt dagegen eine zulässige Ungleichbehandlung vor, dann kann es auf eine Zustimmung des von der Umwandlung ausgeschlossenen Aktionärs nicht ankommen. Entsprechende Grundsätze gelten für das Schuldverschreibungsrecht (vgl. §§ 12 Abs. 1 SchVG, 39 Abs. 1 Nr. 1, 54 S. 1 BörsG), auch wenn das Schuldverschreibungsgesetz nicht explizit erwähnt, daß das Gleichbehandlungsgebot nur verletzt sein kann, wenn gleiche Voraussetzungen gegeben sind,<sup>85</sup> und obwohl das Börsengesetz eine Einwilligung des ungleich behandelten Investors in seine Ungleichbehandlung nicht ausdrücklich vorsieht.<sup>86</sup>

---

<sup>81</sup> Vgl. *Henze/Notz*, a.a.O. (Fn. 51), § 53a Rdz. 87.

<sup>82</sup> Vgl. *Henze/Notz*, a.a.O. (Fn. 51), § 53a Rdz. 90; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 139 Rdz. 12 a.E.; *Zöllner*, a.a.O. (Fn. 46), § 139 Rdz. 23; *Vollhard*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., Bd. 4, 2004, § 139 Rdz. 5; *T. Bezenberger*, a.a.O. (Fn. 21), S. 130 f.

<sup>83</sup> S. etwa *Henze/Notz*, a.a.O. (Fn. 51), § 53a Rdz. 110 ff. m. w. Nachweisen.

<sup>84</sup> Sie wird von der h.M. etwa verneint, wenn die Aktiengesellschaft jedem Aktionär, der zwecks Sanierung der Gesellschaft eine Zuzahlung leistet, eine Umwandlung seiner Stammaktie in eine Vorzugsaktie in Aussicht stellt; vgl. RGZ 76, 155, 157; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 54 Rdz. 9 m. w. Nachweisen.

<sup>85</sup> Beispiel für das Nichtvorliegen eines Verstoßes gegen das Gleichbehandlungsgebot: Zur Abwendung der Zahlungsunfähigkeit des Emittenten beschließt die Versammlung der Teilschuldverschreibungsgläubiger, daß ein Teil der fälligen Teilschuldverschreibungen zurückbezahlt werden, der Rest dagegen in erst in drei Jahren rückzahlbare Schuldverschreibungen umgewandelt werden soll. Welche Teilschuldverschreibungen zurückgezahlt werden, soll das Los ermitteln. Formal handelt es sich in diesem Fall um die Festsetzung ungleicher Bedingungen im Sinne von § 12 Abs. 1 S. 2 SchVG. Gleichwohl ist der Gleichbehandlungsgrundsatz nicht verletzt, da sämtliche Teilschuldverschreibungsgläubiger die gleiche Chance haben, statt der Umwandlung die sofortige Rückzahlung ihres Kapitals zu erhalten.

<sup>86</sup> S. dazu aber etwa *Heidelbach*, in: Schwark (Hrsg.). Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, BörsG § 39 Rdz. 2.

## V. Beeinträchtigung der Rechte Dritter

Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten können Rechte Dritter in verschiedener Weise beeinträchtigen. Dabei geht es zum einen um Fragen des klassischen Gläubigerschutzes (dazu sogleich unter 1.). Zum anderen geht es um Fragen des Anlegerschutzes, wenn durch die Umwandlung eines Finanzinstruments diesem Ausstattungsmerkmale beigefügt werden, die den Rechten anderer Investoren vorgehen oder gleichstehen, oder wenn die Konversion von Finanzinstrumenten die Rechte anderer Investoren in sonstiger Weise beeinträchtigt (dazu unten 2.).

### 1. Gläubigerschutz bei Umwandlung und Umtausch

#### a) Keine Umwandlung von Aktien in Fremdkapitalinstrumente

Im Interesse des Gläubigerschutzes legt das Aktiengesetz zwingend (§ 23 Abs. 5 AktG) den Rahmen fest, innerhalb dessen Aktien umgewandelt, also ihre Ausstattungsmerkmale geändert, und innerhalb dessen sie gegen andere Finanzinstrumente eingetauscht werden können. So verbietet § 57 Abs. 2 AktG, Aktionären gewinnunabhängig Zinsen zu versprechen oder zu zahlen. Das schließt nicht nur eine entsprechende Ausstattung der Aktie aus, sondern ebenso zum Beispiel eine schlichte „Umwandlung“ einer Vorzugsaktie in einen Genußschein, der dem Inhaber eine gewinnunabhängige Verzinsung verspricht. Eine solche „Umwandlung“ in ein Genußrecht würde eine Beseitigung oder Aufhebung der Aktie durch Kapitalherabsetzung im Umtausch gegen die Ausgabe eines Genußrechts erfordern und wäre damit im Sinne unserer Terminologie (vgl. oben II.) keine Umwandlung, sondern ein Umtausch.

Daß eine Umwandlung von Aktien in ein Genußrecht und darüber hinaus allgemein in Fremdkapitalinstrumente ausscheidet, zeigt auch die folgende Überlegung: Die Aktionäre können jenseits einer ordnungsmäßigen Dividendenzahlung (vgl. § 58 Abs. 4 AktG) Vermögensauszahlungen der Gesellschaft an sie nur erwirken, wenn zuvor die Gläubiger der Gesellschaft wegen ihrer Forderungen befriedigt worden bzw. ihnen Sicherheit geleistet worden ist (§§ 225, 272 AktG; § 199 S. 2 InsO). Dies bedeutet, daß eine Aktie nicht in einen Genußschein umgewandelt werden kann, der einen festen Kapitalrückzahlungsanspruch verbrieft oder eine Rückzahlung von Vermögen an die Aktionäre ohne die Sicherungsmechanismen der §§ 225, 272 AktG zulassen würde. Da nun aber nicht ausgeschlossen werden kann, daß in einer Vereinbarung zwischen einem Emittenten und seinen Genußscheingläubigern die Teilnahme der Genußscheingläubiger am Verlust im nachhinein beschränkt, der Nachrang des Kapitalrückzahlungsanspruchs aufgehoben oder eine feste Verzinsung vereinbart wird,<sup>87</sup> ist die Umwandlung von Aktien in Genußscheine,

---

<sup>87</sup> Kraft zwingenden Rechts ausgeschlossen sind solche Abänderungen von Genußscheinbedingungen nur in den Fällen der §§ 10 Abs. 5 S. 4 KWG, 53c Abs. 3a S. 3 VAG.

oder, allgemeiner, in Fremdkapitalinstrumente grundsätzlich ausgeschlossen. Bei Aktien kommt eine Umwandlung, als bloße Inhaltsänderung des im übrigen fortbestehenden Rechts, also nur eingeschränkt, nur als Umwandlung von Stamm- in Vorzugsaktien und umgekehrt in Betracht.<sup>88</sup> Sollen ausgegebene Aktien durch Fremdkapitalinstrumente ersetzt werden, bleibt nur der Umtausch, d.h. der Rückerwerb der Aktien in den Grenzen der §§ 71 ff AktG, im Rahmen einer Kapitalherabsetzung oder im Wege einer Einziehung, und im Gegenzug die Ausgabe des Fremdkapitalinstruments. „Upstream conversions“, d.h. Umwandlungen von Aktien in Fremdkapitalinstrumente, sind nach deutschem Recht also unzulässig.<sup>89</sup> Das ist eine Folge des auf europarechtlichen Vorgaben beruhenden Kapitalschutzsystems des deutschen Aktienrechts und ohne Deregulierung dieser Vorgaben nicht zu ändern.

#### b) Keine Umwandlung von Fremdkapitalinstrumenten in Aktien

Auch von der anderen Seite her ist die „Artengrenze“ nicht, durch eine Umwandlung von Fremdkapitalinstrumenten in Aktien, zu überwinden, und zwar wiederum aus Gründen des Gläubigerschutzes. Ein Genußschein kann nicht in eine Vorzugsaktie, eine Schuldverschreibung nicht in eine Aktie „umgewandelt“ werden. Für die Leistung auf Aktien sieht das Gesetz im Interesse des Gläubigerschutzes zwingende Aufbringungs Vorschriften vor (§§ 27 ff, 183 ff AktG usw.), die für die Leistungen auf Fremdkapitalinstrumente nicht gelten. Eine Umwandlung einer Schuldverschreibung in eine Aktie würde also nur in Betracht kommen, wenn sie unter Beachtung dieser Aufbringungs Vorschriften erfolgen würde. Die in der Schuldverschreibung verbriefte Kapitalrückzahlungsforderung gegen die Gesellschaft müßte als Sacheinlage eingebracht werden<sup>90</sup> und würde mit der dinglichen Übertragung als

---

<sup>88</sup> Im Text geht es um die Umwandlung von Finanzinstrumenten mit unterschiedlichen, unmittelbar die Finanzierung der Gesellschaft und die vermögensmäßige Stellung der Anleger betreffenden Ausstattungsmerkmalen. Von sonstigen Umwandlungen, z.B. von Namens- in Inhaberaktien (vgl. § 24 AktG), wird hier abgesehen.

<sup>89</sup> S. dagegen für das US-amerikanische Recht oben Fn. 7.

<sup>90</sup> Vgl. dazu BGHZ 110, 47, 60 ff m. Nachweisen. - Ist eine Schuldverschreibung von vorneherein als Wandelschuldverschreibung ausgestaltet, die aus bedingtem Kapital zu bedienen ist, dann gilt die Hingabe der Schuldverschreibung im Umtausch gegen die Bezugsaktien allerdings nicht als Sacheinlage (§ 194 Abs. 1 S. 2 AktG). Das wird so erklärt, daß die Ausübung der Ersetzungsbefugnis durch den Gläubiger die Kapitalrückzahlungsforderung ex tunc erlöschen lasse und die ursprüngliche Tilgungsbestimmung der Leistung auf die Obligation in die Bestimmung ändere, diese als Leistung auf die Einlage gelten lassen zu wollen; vgl. *Lutter*, in: *Kölner Kommentar zum AktG*, 2. Auflage, Band 5/1, 1995, § 194 Rdz. 3 m. Nachweisen. Z. T. wird dagegen angenommen, es handele sich um eine Aufhebung der Kapitalrückzahlungsforderung und Änderung der Tilgungsbestimmung mit Wirkung ex nunc; so *Habersack*, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 226 f. Beide Deutungen ändern aber nichts daran, daß u.U. wegen der schlechten wirtschaftlichen Lage des Emittenten der Wert der Kapitalrückzahlungsforderung bis zur Abgabe der Umwandlungserklärung nicht mehr dem auf die Einlageschuld anzurechnenden Ausgabebetrag der Wandelschuldverschreibungen (vgl. § 199 Abs. 2 AktG) entsprach. Daher läge es, da es um die Sicherung der Kapitalaufbringung geht, an sich nahe, unabhängig von der dogmatischen Deutung der Wandlungserklärung und ihrer Wirkungen die Leistung eines ursprünglich auf eine andere Forderung eingezahlten Betrages, der u.U. Jahre später nachträglich auf eine dann entstehende Einlageschuld angerechnet werden soll, wie die Einbringung einer Forderung gegen die Gesellschaft zu behandeln, d. h. auf die gegenwärtige Deckung zu prüfen. Bei der Vorschrift des § 194 Abs. 1 S. 2 AktG handelt es sich also nicht um eine selbstverständliche Konsequenz dogmatischer Erwägungen, sondern im Gegenteil um

Sacheinlage (im Wege der Abtretung oder des Erlasses) erlöschen; die Urkunde also kein Forderungsrecht mehr verbriefen. Überdies müßte die bisherige Ausstattung der Anleihe so abgeändert werden, daß sie in allen Merkmalen denen einer Stamm- oder Vorzugsaktie entspräche; die bisherige Bezeichnung der Schuldverschreibung und die Emissionsbedingungen müßten aufgehoben werden (vgl. auch § 796 BGB). Das Aktiengesetz zieht aus alledem die Konsequenz, als einzige Form der Konversion einer Schuldverschreibung in eine Aktie nur den „Umtausch“, nicht dagegen die bloße Umwandlung als Inhaltsänderung eines im übrigen fortbestehenden Rechts in Betracht zu ziehen und zu erwähnen (vgl. §§ 194 Abs. 1 S. 2, 199 Abs. 2 AktG). Nach allem kommt nach deutschem Recht ein „debt – equity swap“ nur durch Umtausch, nicht durch Umwandlung verbrieft Fremdkapitalinstrumente in Aktien in Betracht.

## 2. Schutz anderer Anleger vor der Schaffung vor- und gleichrangiger Finanzinstrumente

### a) Allgemeines

Werden durch eine Umwandlung oder um einen Umtausch zu ermöglichen neue Finanzinstrumente geschaffen, dann kann dies die Interessen von Investoren beeinträchtigen, deren Finanzinstrumente nicht von der Umwandlung bzw. vom Umtausch erfaßt werden: Zum einen, weil sie hiervon unter Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot ausgeschlossen bleiben;<sup>91</sup> zum anderen, weil durch die Umwandlung bzw. im Rahmen des Umtauschs neue Finanzinstrumente mit Ausstattungsmerkmalen geschaffen werden, die den Rechten der von der Konversion nicht erfaßten Instrumente vorgehen oder ihnen gleichstehen. So führt die Umwandlung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien in Stammaktien zu einer Verwässerung der Stimmrechtsmacht der bisherigen Stammaktionäre; und die Umwandlung von Stämmen in stimmrechtslose Vorzüge mit gleicher Ausstattung wie die der bereits vorhandenen Vorzüge führt dazu, daß die Inhaber der alten Vorzüge ihre Vorzugsstellung mit den neuen Vorzugsaktionären teilen müssen. Will eine Gesellschaft neue Schuldverschreibungen emittieren und zugunsten der Investoren dieser Anleihe eine Sicherheit bestellen, die den Gläubigern einer älteren Anleihe nicht bestellt worden war, dann wird zu deren Nachteil das Haftungssubstrat verkürzt. Einen ähnlichen Nachteil erleiden Gläubiger einer noch nicht fälligen Anleihe, wenn es den Inhabern nachrangiger Genußscheine in den Verhandlungen mit dem Emittenten über eine Tilgungsstreckung gelingt, die Nachrangabrede aufzuheben usw. Wie der folgende Vergleich zeigen wird, ist der Schutz der Anleger vor der Schaffung vor- und gleichrangiger Finanzinstrumente für die

---

die gesetzliche Anordnung, daß eine solche Prüfung hier nicht stattfinden soll; zum Grund für diese Privilegierung siehe *Schlegelberger/Quassowski*, Aktiengesetz, 3. Aufl. 1939, § 161 Rdz. 1.

<sup>91</sup> S. dazu bereits oben IV.



verschiedenen Typen von Finanzinstrumenten nicht in gleicher Weise ausgeformt.

#### b) Stimmberechtigte Aktien

Die Inhaber stimmberechtigter Aktien wirken bei der Umwandlung oder beim Umtausch von Finanzinstrumenten weitgehend auch dann mit, wenn die von ihnen gehaltenen Aktien nicht in den Tausch- oder Umwandlungsvorgang einbezogen sind. So bedarf nicht nur die Umwandlung von Stammaktien in Vorzugsaktien eines satzungsändernden Hauptversammlungsbeschlusses, sondern auch der umgekehrte Vorgang, und zwar ungeachtet dessen, ob hierdurch die Position der stimmberechtigten Aktionäre beeinträchtigt wird.<sup>92</sup> Der Grund hierfür liegt darin, daß sich die Ausstattung der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien aus der Satzung ergibt, und die Kompetenz zur Satzungsänderung bei der Hauptversammlung liegt (§ 119 Abs. 1 Nr. 5 AktG). Dieser formale Grund scheidet allerdings bei der Umwandlung und beim Umtausch von Fremdkapitalinstrumenten aus, da es hier an einer Satzungsregelung fehlt und demzufolge eine Satzungsänderung nicht erforderlich ist. In solchen Fällen kann sich das Erfordernis der Mitwirkung der Aktionäre aber aus deren materieller Betroffenheit ergeben. So bedarf eine Umstrukturierung, in deren Rahmen gewöhnliche Schuldverschreibungen in Wandelschuldverschreibungen oder in Genußrechte umgewandelt werden, eines Beschlusses der Hauptversammlung mit einer Mehrheit, wie sie auch für eine Satzungsänderung erforderlich wäre (vgl. § 221 Abs. 1, 3 AktG). Der Grund für dieses Mitwirkungserfordernis ist darin zu sehen, daß diese Vorgänge Rechte begründen oder zur Begründung von Rechten führen können, wie sie auch in der Mitgliedschaft der Aktionäre verkörpert sind (Stimmrecht; Gewinnbeteiligung; Bezugsrecht auf junge Aktien) und die deshalb mit den Aktionärsrechten konkurrieren. Dies bedeutet umgekehrt, daß die Umwandlung eines Genußscheins mit Gewinnbeteiligung in eine gewöhnliche Schuldverschreibung nicht der Mitwirkung der Hauptversammlung bedürfte.<sup>93</sup> Zu beachten ist, daß es nach der Entscheidung des Gesetzgebers auf das Betroffensein in Rechten, nicht in bloßen Interessen, ankommt. Die Emission einer gewöhnlichen Schuldverschreibung oder die Umwandlung von Genußrechten in eine solche Schuldverschreibung mag zwar Interessen der Aktionäre berühren; dies begründet aber keine Mitwirkungskompetenz der Hauptversammlung. Da junge Aktien und Aktienerwerbsrechte durch Mehrheitsbeschluß geschaffen werden können, sieht das Gesetz als weiteres Instrument des Schutzes der Altaktionäre ein Bezugsrecht vor (§§ 186, 203 Abs. 1, 212, 221 Abs. 4 AktG). Dieses Bezugsrecht muß nun aber regelmäßig ausgeschlossen werden, wenn die

---

<sup>92</sup> Einzelheiten zu den Beschlüßerfordernissen bei *Senger/Vogelmann*, Die AG 2002, S. 193, 194 ff; *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, S. 859, 870 ff.

<sup>93</sup> Vgl. zu Abgrenzungsfragen im Einzelnen *Lutter*, a.a.O. (Fn. 24), § 221 Rdz. 218; *Habersack*, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 99 f. m. Nachweisen.

neuen Aktien (oder, im Fall des § 221 Abs. 4 AktG, die ihnen gleichgestellten Finanzinstrumente), geschaffen werden, um die Umwandlung oder den Umtausch von Wertpapieren zu ermöglichen. Ein solcher Bezugsrechtsausschluß muß den dafür geltenden formellen und materiellen Anforderungen genügen.<sup>94</sup> So kann ein Umtausch von Schuldverschreibungen in junge Aktien nur im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage erfolgen, was einen Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre erforderlich macht. Der Umtausch hängt also vom Vorliegen der formellen und materiellen Voraussetzungen eines Bezugsrechtsausschlusses ab. Bei Umtausch einer Wandelschuldverschreibung in eine durch ein bedingtes Kapital geschaffene junge Aktie scheidet ein Bezugsrecht der Altaktionäre ebenfalls aus; statt dessen verlagert das Gesetz den Schutz der Aktionäre vor und gewährt ihnen ein Bezugsrecht bereits auf die Wandelschuldverschreibung (§ 221 Abs. 4 AktG).<sup>95</sup> Dementsprechend muß der für die Umwandlung einer Schuldverschreibung in eine Wandelschuldverschreibung oder in ein Genußrecht notwendige Bezugsrechtsausschluß den entsprechenden Anforderungen hieran genügen. Das Bezugsrecht und die formellen und materiellen Anforderungen an einen Bezugsrechtsausschluß greifen allerdings als Schutzinstrumente nur da, wo für Zwecke des Umtauschs oder der Umwandlung tatsächlich junge Aktien (bzw. die ihnen gemäß § 221 Abs. 4 AktG gleichstehende Finanzinstrumente) geschaffen werden. Dies ist z.B. nicht der Fall, wenn die Stammaktionäre mit Zustimmung der Vorzugsaktionäre (§ 141 Abs. 1 AktG) eine Umwandlung der bisher stimmrechtslosen Vorzugsaktien in stimmberechtigte Stammaktien beschließen, obwohl in einem solchen Fall die Stimmkraft der alten Stammaktien in gleichem Ausmaß vermindert werden kann wie bei Ausgabe junger stimmberechtigter Aktien.<sup>96</sup>

### c) Stimmrechtslose Aktien

Anders als die stimmberechtigten Aktien wirken stimmrechtslose Vorzugsaktien nicht bei jeder Satzungsänderung oder bei den Beschlüssen nach § 221 AktG mit, sondern in den uns interessierenden Fällen der Umwandlung und des Umtauschs nur dann, wenn ein solcher Vorgang zur „Ausgabe von Vorzugsaktien“ im Sinne des § 141 Abs. 2 S. 1 AktG führt oder dem gleichsteht. Nach dieser Vorschrift bedarf ein Beschluß über die Ausgabe von Vorzugsaktien, die bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens den Vorzugsaktien ohne Stimmrecht vorgehen oder gleichstehen, der Zustimmung der Vorzugsaktionäre mit der qualifizierten Mehrheit des § 141 Abs. 3 AktG. Um eine „Ausgabe von Vorzugsaktien“ in

---

<sup>94</sup> S. statt aller dazu *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 186 Rdz. 20 ff; zur Umwandlung von Schulden in Kapital insbesondere Rdz. 35.

<sup>95</sup> *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 192 Rdz. 3.

<sup>96</sup> Zum Schutz der Stammaktionäre durch eine materielle Inhaltskontrolle eines solchen Umwandlungsbeschlusses *Krieger*, a.a.O. (Fn. 17), S. 497, 515 f; *Senger/Vogelmann*, Die AG 2002, S. 193, 210 ff; *Wirth/Arnold*, ZGR 2002, S. 859, 875 ff.

diesem Sinne würde es sich zum Beispiel bei der Umwandlung von Stamm- in Vorzugsaktien handeln.<sup>97</sup> Wird eine bedingte Kapitalerhöhung beschlossen, die die Schaffung von Vorzugsaktien im Sinne des § 141 Abs. 2 AktG zwecks Bedienung einer Wandelschuldverschreibung oder von Wandelgenußrechten ermöglicht, dann bedarf dieser Beschluß der Zustimmung der bereits vorhandenen Vorzugsaktionäre gemäß § 141 Abs. 2 AktG.<sup>98</sup> Daneben soll auch die Genehmigung der Hauptversammlung gemäß § 221 Abs. 1 AktG zur Schaffung der Wandelschuldverschreibungen bzw. Wandelgenußrechte analog § 141 Abs. 2 AktG der Zustimmung der Vorzugsaktionäre bedürfen.<sup>99</sup>

Wenig konsequent erscheint auf den ersten Blick allerdings die Beschränkung des Zustimmungserfordernisses in § 141 Abs. 2 AktG auf die Ausgabe von „Vorzugsaktien“, die bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens den bereits vorhandenen Vorzugsaktien vorgehen oder gleichstehen. Denn in gleicher Weise können auch Genußrechte, die etwa durch Umwandlung einer gewöhnlichen Schuldverschreibung begründet werden, den Vorzugsaktien „bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens vorgehen oder gleichstehen“. In der Literatur wird deshalb auch für diesen Fall eine analoge Anwendung des § 141 Abs. 2 S. 1 AktG befürwortet.<sup>100</sup> Das ist zweifelhaft. Dem historischen Gesetzgeber war bei Schaffung des heutigen § 141 AktG (= § 117 AktG 1937) die weitgehende Austauschbarkeit von Vorzugsaktie und Finanzierungsgenußschein bekannt.<sup>101</sup> Gleichzeitig mit der ausdrücklich auf die Ausgabe von Vorzugsaktien beschränkten Regelung des § 141 Abs. 2 AktG hat er die Vorschrift des § 221 AktG über die Einräumung von Genußrechten geschaffen. Danach bedarf die Begründung von Genußrechten der Zustimmung der Hauptversammlung, nicht dagegen der Zustimmung der Inhaber stimmrechtsloser Vorzugsaktien, und zwar auch dann nicht, wenn die Genußrechte bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens den Vorzugsaktien ohne Stimmrecht vorgehen oder gleichstehen. Damit sind die Inhaber stimmrechtsloser Vorzugsaktien aber nicht schutzlos der Entwertung ihrer Vorzüge ausgeliefert. Vielmehr hat der Gesetzgeber ein Bezugsrecht der Aktionäre auf von der Gesellschaft ausgegebene Genußrechte geschaffen (§ 221 Abs. 4 AktG); dieses Bezugsrecht steht auch den Vorzugsaktionären zu.<sup>102</sup> Es kann freilich ohne Mitwirkung der

---

<sup>97</sup> G. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 19), § 141 Rdz. 43; Hüffer, a.a.O. (Fn. 19), § 141 Rdz. 43; Volhard, a.a.O. (Fn. 82), § 141 Rdz. 22; Zöllner, a.a.O. (Fn. 77), § 141 Rdz. 11; anders in der Begründung T. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 21), der § 141 Abs. 1 AktG anwenden will.

<sup>98</sup> Lutter, a.a.O. (Fn. 24), § 221 Rdz. 41; T. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 21), S. 155, 170; G. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 19), § 141 Rdz. 40; Volhard, a.a.O. (Fn. 82), § 141 Rdz. 27; zur Frage, ob § 141 Abs. 2 S. 2, 141 Abs. 3 S. 4 AktG in diesem Fall anwendbar sind, T. Bezenberger, a.a.O., S. 155 m. Nachweisen.

<sup>99</sup> T. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 21), S. 170; G. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 19), § 141 Rdz. 40; Volhard, a.a.O. (Fn. 82), § 141 Rdz. 27; Habersack, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 145.

<sup>100</sup> T. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 21), S. 168 ff; G. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 19), § 141 Rdz. 41; a.A. Volhard, a.a.O. (Fn. 82), § 141 Rdz. 27; Habersack, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 145.

<sup>101</sup> Zur Entwicklung des Finanzierungsgenußscheins und zur Gesetzgebungsgeschichte Luttermann, Unternehmen, Kapital und Genußrechte, 1998, S. 57 ff., 70 ff.

<sup>102</sup> Lutter, a.a.O. (Fn. 24), § 221 Rdz. 46; Hüffer, a.a.O. (Fn. 19), § 221 Rdz. 38 m. Verweis auf § 186 Rdz. 8; Habersack, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 164.

Vorzugsaktionäre ausgeschlossen werden (§ 221 Abs. 4 S. 2 i.V. mit § 186 AktG). Hiergegen sind die Vorzugsaktionäre aber durch eine an der Intensität des Eingriffs orientierte abgestufte Inhaltskontrolle<sup>103</sup> sowie in gewissem Umfang auch durch die Vorschrift des § 140 Abs. 2 AktG geschützt. Bei gezielten pflichtwidrigen Eingriffen in die Rechtsposition der stimmrechtslosen Vorzugsaktionäre mögen Schadensersatzansprüche hinzutreten. Außerdem kann die Satzung über § 141 Abs. 2 AktG hinausgehend einen Zustimmungsvorbehalt zugunsten der stimmrechtslosen Vorzugsaktionäre für den Fall der Schaffung gleich- oder vorrangiger Fremdkapitalinstrumente im Sinne des § 221 Abs. 1, 3 AktG vorsehen (§§ 23 Abs. 5 S. 2, 221 Abs. 1 S. 3 AktG). Ob die Marktkräfte einen solchen Standard allein, auch ohne die Unterstützung durch zwingendes Recht, durchsetzen können, steht freilich auf einem anderen Blatt.

#### d) Fremdkapitalinstrumente

Ähnlich können auch die Inhaber von Fremdkapitalinstrumenten durch Umwandlung oder Umtausch anderer Finanzierungsinstrumente beeinträchtigt werden, nämlich durch eine damit verbundene Erhöhung ihres Ausfallrisikos, durch Beeinträchtigung eines ihnen eingeräumten Rechts auf Gewinnteilhabe oder durch Entwertung eines ihnen zustehenden Rechts auf den Erwerb von Aktien.

Bereits die Aufnahme neuen Fremdkapitals mag für die Inhaber einer Altanleihe je nach den Umständen eine Erhöhung ihres Ausfallrisikos bedeuten. Jedenfalls trifft dies aber dann zu, wenn ohne Zufuhr neuen Kapitals eine bisher nachrangige Verbindlichkeit, etwa eine Genußrechtsanleihe, im Zuge von Restrukturierungsverhandlungen in eine Schuldverschreibung mit gleichem Befriedigungsrang umgewandelt wird oder den Genußrechtsinhabern sogar Sicherheiten eingeräumt werden, die das Haftungssubstrat zum Nachteil der übrigen Altgläubiger verkürzen.<sup>104</sup> In diesem Beispiel geht es um eine Erhöhung des Ausfallrisikos oder eine Beeinträchtigung der Befriedigungsaussichten der Altgläubiger, ohne daß diese Risikoerhöhung für die übrigen Gläubiger durch eine Anpassung ihrer Risikoprämie kompensiert würde. Denkbar ist bei Fremdkapitalinstrumenten mit Gewinnbeteiligung auch, daß die Gewinnbeteiligung durch die Schaffung konkurrierender Rechte beeinträchtigt wird, weil diese neuen Rechte künftig ebenfalls am Gewinn partizipieren sollen

---

<sup>103</sup> Einzelheiten dazu m. Nachweisen bei *Habersack*, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 186 ff.; dazu, daß auch stimmrechtslose Vorzugsaktien das Anfechtungsrecht (§ 243 AktG) vermitteln und demnach die Inhaltskontrolle auslösen können, s. § 140 Abs. 1 AktG.

<sup>104</sup> Dagegen ist es nach deutschem Recht nicht möglich, vertraglich (Anleihe-)Gläubigern auch ohne dingliche Besicherung einen Befriedigungsvorrang in der Insolvenz einzuräumen; vgl. dagegen für die angelsächsischen Rechtsordnungen *Hinsch/Horn*, *Das Recht der internationalen Vertragskredite und Projektfinanzierungen*, 1985, S. 106; *Prime*, *International Bonds and Certificates of Deposit*, 1990, S. 182; *Tennekoon*, *The Law and Regulation on International Finance*, 1991, S. 191; *Wood*, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, 1995, Rdz. 3-27. In der Anleihepraxis wird ein solcher Befriedigungsvorrang dann durch die *pari passu*-Klausel ausgeschaltet; dazu etwa *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 34), S. 511 ff.; *Siebel*, a.a.O. (Fn. 6), S. 311 ff. *Diem*, *Akquisitionsfinanzierungen. Kredite für Unternehmenskäufe*, 2005, Rdz. 52 ff.

und den verteilbaren Gewinn vermindern. Eine weitere Beeinträchtigung kann sich für das Umtauschrecht bei Wandelschuldverschreibungen oder Wandelgenußrechten ergeben, wenn die Gesellschaft ihr Kapital gegen Einlagen erhöht (oder wenn sie neue Umtausch – oder Bezugsrechte durch die Emission einer weiteren Options- oder Wandelanleihe schafft) und dadurch die Aktienquote, zu der sich die Altgläubiger an der Gesellschaft beteiligen konnten, senkt, oder wenn die Gesellschaft das Umtauschrecht dadurch entwertet, daß sie die jungen Aktien unter Wert ausgibt (bzw. das Bezugs- oder Umtauschrecht hierauf zu günstig einräumt).

Anders als bei Aktien ist der Schutz der Anleihegläubiger vor solchen Beeinträchtigungen vor allem der kautelarischen Vorsorge durch entsprechende Vorkehrungen in den Anleihebedingungen überlassen.

So kann der Erhöhung des Verschuldungsgrads mit der Festlegung von entsprechenden Finanzkennzahlen („financial ratios“<sup>105</sup>) begegnet werden, deren Überschreiten dann entweder eine von vorneherein vereinbarte Anpassung des Anleihezinses oder ein Recht zur Kündigung auslöst. Eine weit verbreitete Vorkehrung gegen die Verkürzung des haftenden Vermögens durch Bestellung dinglicher Sicherheiten zugunsten künftiger Fremdkapitalgeber stellt die „Negativklausel“ („negative pledge clause“) dar. Durch die Negativklausel verpflichtet sich der Emittent, während der Laufzeit der Anleihe keine anderen Verbindlichkeiten zu besichern oder für diese nur genau umschriebene Sicherheiten zu bestellen, es sei denn, daß gleichzeitig die Gläubiger der in Betracht kommenden Anleihe in gleicher Weise und anteilig mit allen anderen besicherten Verbindlichkeiten an solchen Sicherheiten beteiligt werden.

Auch die Abwehr der Beeinträchtigung von Fremdkapitalinstrumenten mit Gewinnbeteiligung (Genußrechte; Gewinnschuldverschreibungen) durch die Schaffung konkurrierender Rechte, die gleichfalls eine Gewinnteilhabe vermitteln, ist zunächst Aufgabe kautelarischer Vorsorge. So kann das Genußrecht ähnlich wie eine Vorzugsaktie (vgl. § 139 Abs. 1 AktG) mit einem Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet und dadurch gegen konkurrierende Rechte gesichert werden.<sup>106</sup> Den Genußscheingläubigern kann für den Fall, daß die Gesellschaft ihr Grundkapital durch Ausgabe von neuen Aktien erhöht oder weiteres Genußrechtskapital durch Emission neuer Genußscheine schafft und dadurch ihren Gewinnanteil verkürzt, ein Bezugsrecht auf die neuen Finanzinstrumente eingeräumt werden. Sollten die Genußscheingläubiger dieses Bezugsrecht dann nicht ausüben können, weil das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre (§§ 186, 221 Abs. 4 AktG) nicht

---

<sup>105</sup> Z.B. Festlegung einer Mindesteigenkapitalquote; Einzelheiten bei *Siebel*, a.a.O. (Fn. 6), S. 481 ff; *Diem*, a.a.O. (Fn. 104), S. 90 ff; zu *financial ratios* bei High Yield – Anleihen *Hutter*, Anleihen, in: Habersack/Mülbart/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, S. 441 f.; rechtsvergleichend *Alberth*, Die Wirtschaftsprüfung, 1997, S. 744, 746.

<sup>106</sup> Ist ein Vorrang nicht ausdrücklich vereinbart, kann sich ein solcher gleichwohl durch Auslegung der Gewinnbeteiligungszusage ergeben und demgemäß bei einer weiteren Emission von Genußrechten mit gleich - oder gar vorrangiger Ausstattung einen Schadensersatzanspruch oder ein Kündigungsrecht der Altgläubiger auslösen.

ausgeschlossen und von diesen in einem Umfang wahrgenommen worden ist, der das Bezugsrecht der Genußschein gläubiger ins Leere gehen läßt, kann ihnen ein Kündigungsrecht zugestanden werden.<sup>107</sup> In Rechtsprechung und Literatur wird lebhaft erörtert, ob und wie ein ergänzender Anlegerschutz eingreift, wenn es an kautelarischen Vorkehrungen fehlt.<sup>108</sup>

Auch in das mit einer Wandelschuldverschreibung oder einem Wandelgenußschein verbundene Umtauschrecht kann durch Emission neuer Finanzinstrumente eingegriffen werden, und auch insoweit ist zunächst auf kautelarische Schutzmechanismen zu setzen. Die Emission junger Aktien, aber auch die Begründung weiterer, neuer Umtausch- oder Bezugsrechte können dazu führen, daß die Aktienquote, zu der sich die Altgläubiger an der Gesellschaft beteiligen konnten, gesenkt wird. Ferner kann das Umtauschrecht der Altgläubiger dadurch entwertet werden, daß die jungen Aktien unter Wert ausgegeben bzw. die neuen Bezugs- oder Umtauschrechte zu günstig eingeräumt werden. Anders als für die Eigenkapitalgeber (§§ 186, 221 Abs. 4 AktG) sieht das Gesetz für umtauschberechtigte Fremdkapitalgeber keinen Schutz durch ein Bezugsrecht vor. Die Gefahr der Vermögensverwässerung der Umtauschrechte mag zwar geringer sein, wenn auch das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen wird, da in einem solchen Fall ein gleiches Interesse der Eigen- und Fremdkapitalgeber an der Vermeidung einer Vermögensverwässerung besteht und insoweit ein reflexiver Schutz der Fremdkapitalgeber erreicht wird. Da dies aber nur einen unvollkommenen Schutz bietet, enthalten üblicherweise die Anleihebedingungen Vorkehrungen, um eine Verwässerung von Anleihen oder Genußscheinen mit Umtauschrecht zu vermeiden. So kann den Anleihegläubigern zugesagt werden, daß im Falle späterer Kapitalerhöhungen der Wandlungspreis ermäßigt wird, sofern den Anleihegläubigern kein Bezugsrecht eingeräumt wird, das dem der Aktionäre entspricht; gleiches gilt für den Fall, daß weitere Titel mit Umtausch- oder Bezugsrechten (Wandelschuldverschreibungen, -genußrechte oder Optionsanleihen) ausgegeben werden. Sollte ausnahmsweise ein vertraglicher Verwässerungsschutz fehlen, dann soll sich aus dem Rechtsgedanken des § 216 Abs. 3 AktG oder aufgrund ergänzender Vertragsauslegung eine Anpassung der Umtauschbedingungen mit der Folge ergeben, daß sich der Wandlungspreis ermäßigt.<sup>109</sup>

---

<sup>107</sup> Vgl. auch die Gestaltungsvorschläge bei *Happ*, a.a.O. (Fn. 11), S. 470 ff.

<sup>108</sup> Dazu m. w. Nachweisen *Lutter*, a.a. O. (Fn. 24), § 221 Rdz. 381 ff, 386 ff, 395 ff; *Habersack*, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 302 ff; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 221 Rdz. 67; *Berghaus/Bardelmeier*, Genußscheine, in: *Habersack u.a. (Hrsg.)*, a.a.O. (Fn. 105), Rdz. 38 ff, 45; *Krieger*, a.a.O. (Fn. 24), § 63 Rdz. 56 sowie die Nachweise in Rdz. 19 Fn. 37.

<sup>109</sup> Vgl. m. weiteren Nachweisen *Lutter*, a.a. O. (Fn. 24), § 221 Rdz. 121 ff; *Habersack*, a.a.O. (Fn. 17), § 221 Rdz. 287 ff; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 19), § 221 Rdz. 61 ff; *Krieger*, a.a.O. (Fn. 24), § 63 Rdz. 19; *Zöllner*, ZGR 1986, S. 288 ff.

## VII. Kapitalmarktrechtliche Anforderungen bei Umwandlung und Umtausch

Zusätzlich zu den gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an die Umwandlung und den Umtausch von Finanzinstrumenten sind bei börsennotierten Wertpapieren auch kapitalmarktrechtliche Regeln zu beachten, auf die im Folgenden nur kurz in allgemeiner Form hingewiesen werden kann.

### 1. Wertpapierhandelsgesetz

Zunächst einmal kann die Information über eine geplante Umwandlung oder einen geplanten Umtausch von Finanzinstrumenten eine Insiderinformation gemäß § 13 Abs. 1 WpHG darstellen; des weiteren kann eine solche Planung ab einem bestimmten Stadium eine Mitteilungspflicht nach § 15 WpHG auslösen. Insoweit ist an dieser Stelle nur darauf hinzuweisen, daß sich eine Ad hoc-Mitteilungspflicht ergeben kann, obwohl das Gesetz in § 15 Abs. 1 S. 1 Informationen, die sich auf die vom Emittenten ausgegebenen Wertpapiere beziehen, nicht erwähnt. Der Begriff der „Insiderinformation“ in § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG, deren Vorliegen u.U. die Mitteilungspflicht auslöst, ist insofern enger als der Begriff der Insiderinformation, den § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG für die Zwecke des Verbots von Insidergeschäften definiert und der ausdrücklich nicht nur Informationen, die sich auf den Emittenten beziehen, sondern auch Informationen, die sich „auf die Insiderpapiere selbst beziehen“, umfaßt. Demgegenüber löst gemäß § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG eine Insiderinformation eine Mitteilungspflicht nur aus, wenn sie den Emittenten unmittelbar selbst betrifft; von Insiderinformationen, die sich auf die Wertpapiere des Emittenten beziehen, ist hier nicht die Rede. Hieraus ist aber nicht zu schließen, daß Informationen, die den bevorstehenden Umtausch oder die bevorstehende Umwandlung einer bestimmten Gattung von Wertpapieren eines Emittenten betreffen, keine Ad hoc-Meldepflicht begründen könnten. Vielmehr kann es sich dann immer noch um emittentenbezogene Informationen handeln, die ausdrücklich von § 15 Abs. 1 WpHG erfaßt werden.<sup>110</sup> Ob und in welchem Stadium eines Umtausch- oder Umwandlungsvorgangs der Tatbestand der Ad hoc-Meldepflicht erfüllt ist, hängt von der Gestaltung und den Umständen der jeweiligen Transaktion ab und ist an dieser Stelle nicht zu erörtern.

### 2. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Als weiteres kapitalmarktrechtliches Regelwerk kommt in unserem Zusammenhang das WpÜG in Betracht. Bietet der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem organisierten Markt im Sinne des

---

<sup>110</sup> Nach Assmann, in: Assmann/U.H. Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 4. Aufl. 2006, § 13 Rdz. 47 sind sogar „keine Informationen vorstellbar..., die ... „ein oder mehrere Wertpapiere“ betreffen, ohne zugleich den Emittenten oder die Emittenten dieser Wertpapiere zu berühren“. Vgl. auch *dens.*, a.a.O., Rdz. 48 f und § 15 Rdz. 56 m. Nachw.

§ 2 Abs. 7 WpHG zugelassen sind, den Inhabern dieser Wertpapiere den Umtausch in andere Wertpapiere an, dann stellt sich die Frage nach der Anwendbarkeit des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes. Diese Frage ist eingehend für den Fall des Rückerwerbs eigener Aktien (§§ 71 ff AktG) durch öffentliches Angebot des Emittenten erörtert und zunächst von der BAFin<sup>111</sup> und der überwiegenden Auffassung in der Literatur<sup>112</sup> bejaht worden. Die BAFin hat diese Auffassung aber jüngst, nach der Novellierung des WpÜG durch das Gesetz zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie, überzeugend korrigiert.<sup>113</sup> Das WpÜG setzt eine Verschiedenheit von Bieter, Zielgesellschaft und Angebotsadressaten voraus, während es im Fall des Rückerwerbs eigener Aktien und vergleichbarer Vorgänge an dieser Verschiedenheit von Bieter und Zielgesellschaft fehlt. Das WpÜG ist daher weder auf ein öffentliches Angebot des Emittenten zum Rückerwerb eigener Aktien noch auf ein öffentliches Angebot des Emittenten anwendbar, der seine Anleger auffordert, die von ihm ausgegebenen und von den Anlegern gehaltenen Finanzinstrumente gegen andere einzutauschen. Ob einzelne Vorschriften des WpÜG auf solche öffentlichen Erwerbs- und Tauschangebote analog angewendet werden können, steht auf einem anderen Blatt.<sup>114</sup>

### 3. Wertpapierprospektgesetz und Börsenrecht

Für Wertpapiere, die im Inland öffentlich angeboten oder die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, muß der Anbieter bzw. Antragsteller der Zulassung grundsätzlich einen Prospekt erstellen (§ 3 Abs. 1, 3 WpPG). In Hinsicht auf den von uns betrachteten Fall des Umtauschs von Finanzinstrumenten bedeutet dies, daß grundsätzlich<sup>115</sup> eine Prospektspflicht besteht, wenn Wertpapiere<sup>116</sup> im Austausch für bereits ausgegebene Finanzinstrumente ausgegeben und in diesem Zusammenhang entweder erstmals öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen. Für die Prospektspflicht kommt es mit Ausnahme der in § 4 WpPG geregelten Fälle nicht darauf an, ob das Finanzinstrument, das von dem Anleger bisher gehalten wurde und nun eingetauscht werden soll, seinerseits öffentlich angeboten worden bzw. zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen und damit selbst bereits prospektpflichtig war.

Nicht nur der Umtausch, sondern auch die bloße Umwandlung eines Wertpapiers in ein Wertpapier mit anderer Ausstattung kann eine Zulassung des neuen Wertpapiers erfordern und eine Pflicht zur Veröffentlichung eines

---

<sup>111</sup> BAFin-Jahresberichte 2002, S. 172, und 2003, S. 208.

<sup>112</sup> Dafür etwa *Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/U.H. Schneider (Hrsg.), WpÜG, 2005, § 2 Rdz. 37; a.A. *Baums/Hecker*, in: Baums/Thoma (Hrsg.), WpÜG, Loseblattsammlung, Stand 2004, § 2 Rdz. 93 ff, 104 ff; je m. weiteren Nachweisen.

<sup>113</sup> Schreiben der BAFin vom 8.8. 2006, Geschäftszeichen WA 16 – Wp – 1105 – 2006/0008.

<sup>114</sup> Eingehend dazu *Baums/Hecker*, a.a.O. (Fn. 112), § 1 Rdz. 120 ff m. w. Nachweisen.

<sup>115</sup> Ausnahmen in §§ 3 Abs. 2, 4 WpPG.

<sup>116</sup> Definition in § 2 Nr. 1 WpPG.



Prospekts auslösen. Dies gilt etwa, wenn Vorzugsaktien in Stammaktien umgewandelt, und diese wie bisher die Vorzugsaktien an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen. Die bisherige Zulassung der Vorzugsaktien erstreckt sich nämlich nicht auf die Stammaktien, die aus der Umwandlung hervorgehen; vielmehr hat sich der Verwaltungsakt der Zulassung mit der Beseitigung der zugelassenen Wertpapiergattung der Vorzugsaktien „erledigt“.<sup>117</sup> Dafür, daß die Anleger nicht auf diesem Wege gegen ihren Willen den Vorteil der Börsennotierung ihrer Aktie verlieren („kaltes Delisting“<sup>118</sup>), sorgt das Sonderbeschlußerfordernis des § 141 Abs. 1, 3 AktG; die Vorzugsaktionäre können die Zustimmung zur Umwandlung verweigern, wenn für die Stammaktien keine Börsennotierung vorgesehen ist. Mittelbar ergibt sich das Erfordernis einer gesonderten Zulassung der Stammaktien im Fall der Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien auch aus § 4 Abs. 2 Nr. 2. WpPG, wonach eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts nur dann nicht besteht, wenn „Aktien ... im Umtausch für bereits an demselben organisierten Markt zum Handel zugelassene Aktien derselben Gattung (Hervorhebung d. Verf.) ausgegeben werden, ohne daß mit der Ausgabe dieser neuen Aktien eine Kapitalerhöhung verbunden ist.“<sup>119</sup> Bei der Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien geht es aber nicht um einen Umtausch von Aktien derselben Gattung, sondern um die Ersetzung von Aktien einer bestimmten Gattung von Aktien durch Aktien einer anderen Gattung mit andersartigen Ausstattungsmerkmalen. Daß es sich hierbei um eine Umwandlung, also eine bloße Inhaltsänderung eines im übrigen fortbestehenden Rechts, handelt, während § 4 Abs. 2 Nr. 2. WpPG von einem Umtausch spricht, kann bei einer am Interesse der Anleger orientierten Auslegung der Vorschrift keinen Unterschied bedeuten. Denn in beiden Fällen hat der Anleger nach Vollzug dieser Transaktionen eine Rechtsposition inne, die wegen ihrer Ausstattung einer anderen Gattung angehört als die von ihm zuvor eingenommene. Da es in diesem Falle, wie dargelegt, einer erneuten Zulassung auf der Grundlage eines Prospekts bedarf, scheidet eine Informations- und Veröffentlichungspflicht des Emittenten gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 3 BörsG in Verbindung mit § 66 Abs. 1 BörsZulVO<sup>120</sup> aus, wie hinzugefügt werden mag.

---

<sup>117</sup> Zur Erledigung einer Zulassung *Schäfer/Eckhold*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 23), § 62 Rdz. 116; allgemein zur Erledigung von Verwaltungsakten etwa *Sachs*, in: Stelkens/Bonk/Sachs, Verwaltungsverfahrensgesetz, 6. Aufl. 2001, § 43 Rdz. 191 ff.

<sup>118</sup> Dazu etwa *Schäfer/Eckhold*, a.a.O. (Fn. 117), § 63.

<sup>119</sup> Diese Vorschrift, die Art. 4 der Richtlinie 2003/71/EG vom 4. November 2003 („Prospektrichtlinie“) vom 31.12.2003 (L 345/64 Amtsblatt EU) umsetzt, weicht von der bisherigen Regelung des § 45 Nr. 2. c) BörsZulVO ab. Danach konnte die Zulassungsstelle von der Pflicht, einen Prospekt zu veröffentlichen, befreien, „wenn die zuzulassenden Wertpapiere Aktien sind, die...anstelle von an derselben Börse amtlich notierten Aktien ausgegeben worden sind, ohne daß mit der Ausgabe dieser neuen Aktien eine Änderung des gezeichneten Kapitals verbunden war und wenn die in den §§ 15 und 16 vorgeschriebenen Angaben gemäß § 36 Abs. 4 des Börsengesetzes und § 43 Abs. 1 dieser Verordnung veröffentlicht werden.“

<sup>120</sup> Im Rahmen der Umsetzung der Transparenzrichtlinie der EU (Richtlinie 2004/109/EG vom 15. 12. 2004) wird § 66 BörsZulVO künftig durch § 30e WpHG n.F. ersetzt; vgl. den Diskussionsentwurf eines Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 3. 5. 2006. – Im Geregelten Markt gelten die Zulassungsfoldepflichten des Amtlichen Marktes entsprechend; vgl. § 54 BörsG sowie § 71 BörsO FWB.

Nach § 66 Abs. 1 BörsZulVO muß der Emittent der zugelassenen Wertpapiere jede Änderung der mit den Wertpapieren verbundenen Rechte unverzüglich gemäß § 70 Abs. 1 BörsZulVO veröffentlichen. Diese Veröffentlichungspflicht des Emittenten gehört zu den Zulassungsfolgepflichten nach bewilligter Zulassung; § 66 BörsZulVO besagt nichts für die Publizitätspflichten im Zulassungsverfahren selbst.

## VII. Zusammenfassung

1. Die Studie befaßt sich mit den rechtlichen Anforderungen an die Umwandlung und den Umtausch von Finanzinstrumenten. Finanzinstrumente in dem hier gemeinten Sinne sind Aktien und ausgewählte Schuldverschreibungsformen (Finanzierungsgenußrechte; Wandelschuldverschreibungen; einfache Schuldverschreibungen). Die Umwandlung oder der Umtausch von Finanzinstrumenten, zusammenfassend auch als Konversion bezeichnet, sind Verfügungsgeschäfte. Dabei werden hier nur Verfügungsgeschäfte zwischen dem Emittenten und dem Investor betrachtet. Nicht behandelt werden auch die besonderen Gestaltungsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten, die sich für die Emittenten und Investoren bei der Umstrukturierung (Umwandlung, Konzernierung usw.) des Emittenten selbst ergeben.

2. Unter Umwandlung ist eine Inhaltsänderung eines Finanzinstruments zu verstehen. Die Ausstattungsmerkmale eines Finanzinstruments werden bei der Umwandlung so verändert, daß ein Finanzinstrument einer anderen Gattung entsteht.

Unter den Umtausch von Finanzinstrumenten sind zwei verschiedene Gestaltungen zu fassen: Zum einen die Übertragung des bisherigen Rechts des Investors auf den Emittenten, zum anderen die Aufhebung des bisherigen Rechts des Investors, jeweils gegen Erwerb eines anderen, bereits bestehenden oder neu geschaffenen Finanzinstruments.

3. Eine Umwandlung von Aktien in Fremdkapitalinstrumente (“upstream conversion“) ist nach deutschem Recht ausgeschlossen. Dasselbe gilt für die Umwandlung von Fremdkapitalinstrumenten in Aktien; ein “debt – equity swap“ ist nach deutschem Recht nur in der Form des Umtauschs, nicht der Umwandlung möglich.

4. Grundsätzlich kann die Konversion von Finanzinstrumenten nur durch den Emittenten und den jeweiligen Investor gemeinsam vorgenommen werden. Aktien können jedoch, bei entsprechender Vorkehrung in der Satzung, ohne Zustimmung jedes einzelnen betroffenen Aktionärs in Aktien einer anderen Gattung umgewandelt oder in andere Finanzinstrumente umgetauscht werden.

Hinsichtlich der Konversion von Fremdkapitalinstrumenten ist zu unterscheiden, ob sie dem Schuldverschreibungsgesetz unterfallen oder nicht. Ist das Schuldverschreibungsgesetz anwendbar, dann unterliegen die Emissionsbedingungen einer am Leitbild dieses Gesetzes orientierten Inhaltskontrolle. Nach geltendem Recht sind die Umwandlung und der Umtausch aufgrund eines in den Emissionsbedingungen vorgesehenen Mehrheitsbeschlusses der Gläubigerversammlung oder einer einseitigen Gestaltungsbefugnis des Emittenten weitestgehend ausgeschlossen. Das gilt jedoch nicht für die praktisch viel bedeutsameren Fälle, in denen das Schuldverschreibungsgesetz nicht anzuwenden ist. Emissionsbedingungen solcher Anleihen können die Beschränkung oder die Aufgabe von Anlegerrechten und damit auch eine Konversion durch Beschluß der Gläubigerversammlung mit qualifizierter Mehrheit vorsehen. Allerdings muß ein solcher Eingriff die Wahrung der gemeinsamen Interessen der Anleger zum Ziel haben; die beschlossene Beeinträchtigung der Rechte der Gläubiger muß geeignet und erforderlich sein, dieses Ziel zu erreichen, und sie muß verhältnismäßig sein.

5. Sehen Satzung bzw. Emissionsbedingungen eine spätere Umwandlung oder einen späteren Umtausch nicht vor, dann entsteht wegen der notwendigen Zustimmung jedes einzelnen Anlegers ein Kollektivhandlungsproblem.

Das geltende Recht sieht keine gleichsinnige Lösung dieses Problems für die verschiedenen in Betracht kommenden Umwandlungs- und Umtauschfälle vor. So bedarf zwar die Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien nicht der Zustimmung jedes einzelnen davon betroffenen Vorzugsaktionärs; vielmehr genügt die Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit der Vorzugsaktionäre. Im umgekehrten Fall der Umwandlung von Stamm- in stimmrechtslose Vorzugsaktien bedarf es dagegen de lege lata hierfür der Zustimmung jedes einzelnen Stammaktionärs; dasselbe gilt für den Umtausch von Aktien in Fremdkapitalinstrumente, wenn dieser Umtausch nicht von vorneherein in der Satzung vorgesehen ist.

Bei Anleihen scheiden eine Umwandlung oder ein Umtausch in andere Finanzinstrumente aufgrund einer einseitigen Entscheidung des Emittenten oder auch aufgrund einer Mehrheitsentscheidung in der Versammlung der Anleihegläubiger ohne Grundlage in den Emissionsbedingungen nach geltendem Recht aus.

6. Rechtsvergleichende Einsichten und rechtspolitische Überlegungen legen nahe, die unter 5. wiedergegebene Rechtslage de lege ferenda zu überprüfen. Insbesondere überzeugt das Konzept des Diskussionsentwurfs eines neuen Schuldverschreibungsrechts unter diesem Blickwinkel kaum.

7. Aktionäre und Anleihegläubiger sind unter gleichen Voraussetzungen jeweils gleich zu behandeln. Die von einer Umwandlung oder einem Umtausch

ausgeschlossenen Inhaber gleichartiger Finanzinstrumente müssen diesen Vorgängen daher zustimmen. Das Erfordernis der individuellen Zustimmung entfällt aber, wenn die Ungleichbehandlung in der Ausstattung des Finanzinstruments angelegt ist.

8. Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten können die Rechte anderer Investoren dadurch beeinträchtigen, daß neue Rechte geschaffen werden, die mit denjenigen der anderen Investoren konkurrieren oder diesen sogar vorgehen.

Die Inhaber stimmberechtigter Aktien sind vor solchen Beeinträchtigungen dadurch geschützt, daß sie bei allen Satzungsänderungen und darüber hinaus in solchen Fällen mitstimmen können, in denen Fremdkapitalinstrumente im Sinne des § 221 AktG geschaffen werden, die u.U. die Rechtsstellung der Aktionäre berühren. Die Inhaber stimmrechtsloser Vorzugsaktien stimmen in Umwandlungs- oder Umtauschfällen dann mit, wenn durch Beschluß der Hauptversammlung über die Ausgabe von Vorzugsaktien entschieden wird, die bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens den Vorzugsaktien ohne Stimmrecht vorgehen oder gleichstehen. Darüber hinaus werden Aktionäre insbesondere durch ein gesetzliches Bezugsrecht geschützt, dessen Ausschluß an enge formelle und materielle Voraussetzungen geknüpft ist.

Anleihegläubiger können je nach Ausstattung ihrer Papiere durch die Konversion anderer Finanzinstrumente beeinträchtigt werden, indem sich dadurch ihr Ausfallrisiko erhöht, ihre Gewinnbeteiligung beeinträchtigt oder ihr Recht zum Umtausch ihrer Papiere in Aktien entwertet wird. Anders als bei Aktien ist der Schutz der Inhaber von Fremdkapitalinstrumenten vor solchen Beeinträchtigungen vor allem der kautelarischen Vorsorge durch geeignete Vorkehrungen in den Anleihebedingungen überlassen. Bei Fehlen solcher Vorkehrungen kommt eine ergänzende Auslegung der Anleihebedingungen oder die analoge Anwendung gesetzlicher Bestimmungen in Betracht, die für ähnliche Fälle geschaffen worden sind.

9. Besondere kapitalmarktrechtliche Vorschriften sind zu beachten, wenn die Umwandlung oder der Umtausch öffentlich angebotene oder börsennotierte Finanzinstrumente betrifft.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                    Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                     Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                   Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                   Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                 Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                     Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards               The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                       Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                 Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei  
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der  
Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus  
von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International  
Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums /  
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate  
Governance in the United States and in Germany
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in  
Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften  
an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte  
Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial  
Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter  
und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)
- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen  
für Schuldverschreibungen unter besonderer  
Berücksichtigung der Dematerialisierung und des  
Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)

- 24 Philipp von Randow      Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider      Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der  
Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel      Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer      Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der  
Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller      Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung  
der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch      Die Emission von Schuldverschreibungen nach  
schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem  
geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn      Bond Issues under U.K. law: How the proposed German  
Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian      Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations  
for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)
- 32 Andreas Cahn      Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger      Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)

- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem  
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für  
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen  
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments  
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy  
Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,  
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus  
Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the  
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single  
Financial Market  
(publ. in: Corss Border Banking: Regulatory Challenges,  
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman  
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing  
Product Diversity
- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-  
Border Assignments – A potential threat from Europe  
(publ. in: Lloyd's Maritime and Commercial Law Quaterly  
2006, p. 270)



- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der  
Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die  
Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der  
allgemeinen Feststellungsklage  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?  
(publ. in: European Company and Financial Law Review  
2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch  
das Publikum
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der  
ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?  
(publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-  
Gesellschaften  
(publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)

ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT