

Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa

herausgegeben von

Marcus Lutter und Heribert Hirte

Sonderdruck

Nicht im Handel erhältlich



Walter de Gruyter · Berlin · New York · 2000

Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

herausgegeben von

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

Sonderheft 16



Walter de Gruyter · Berlin · New York

- *Optionsanleihen ohne alternativen Auszahlungsanspruch*: Wenn der Inhaber der Option keine Barauszahlung erhält, sondern sein Optionsrecht lediglich durch Ausübung (z. B. Erwerb einer Aktie) oder Verkauf der Option realisieren kann, ist der Optionsteil grundsätzlich weder umsatzabgabe- noch verrechnungssteuerpflichtig. Die Option kann frei gehandelt werden, und ein Kapitalgewinn aus Verkauf oder Ausübung der Option unterliegt nicht der Verrechnungssteuer. Auch hier besteht indessen ein Vorbehalt bezüglich Optionsanleihen, bei denen der Optionswert im Zeitpunkt der Emission gegenüber dem jährlich anfallenden Ertrag aus dem Schuldtitel überwiegt.

Wandel- und Optionsanleihen in Spanien

von

Professor FRANCISCO JOSÉ ALONSO ESPINOSA, Murcia*

Inhaltsübersicht

I. Allgemeines	301
1. Zugelassene Emittenten von Schuldverschreibungen	301
2. Allgemeine und besondere Bestimmungen für die Emission von Schuldverschreibungen und anderen Wertpapiere: Wesen und Funktionsweise des Aktienmarktes	302
3. Obergrenze der Emission	305
4. Gesellschaftsrechtliche Willensbildung des Emittenten	306
5. Inhalt des Beschlusses über die Emission von Schuldverschreibungen	307
6. Dokumentation und Offenlegung des Inhalts des Zeichnungsangebots im Register. Beurkundung und Eintragung im Handelsregister	310
7. Bekanntmachung des Inhalts des Zeichnungsangebots über die Schuldverschreibungen im Amtsblatt des Handelsregisters	311
8. Weiteres Verfahren nach Zeichnung der Schuldverschreibungen	312
II. Besonderheiten von Wandelanleihen	313
1. Charakteristika der Wandelanleihen	313
2. Emission von Wandelanleihen	314
3. Schutz des Wandelrechts vor seiner Ausübung	321
III. Besonderheiten bei Optionen auf andere Wertpapiere („warrants“)	324
1. Wesen der Optionen auf andere Wertpapiere („warrants“)	324
2. Emission der Optionen auf andere Wertpapiere („warrants“)	325

* Die Übersetzung aus dem Spanischen besorgten Frau stud. iur. *Christine Pendzig*, Bonn, und Professor Dr. *Heribert Hirte*, LL.M. (Berkeley), Jena. Eine Kopie des Originalmanuskripts kann bei der Redaktion gegen einen Unkostenbeitrag von DM 25,- angefordert werden.

I. Allgemeines

1. Zugelassene Emittenten von Schuldverschreibungen

Die Emission von Schuldverschreibungen und anderen Wertpapieren als Form der Erlangung von Geldmitteln ist im spanischen Recht bestimmten Gesellschaften vorbehalten. Im Recht der GmbH ist sie gemäß Art. 9 des Gesetzes 2/1995 vom 23. März 1995 über Gesellschaften mit beschränkter Haftung (LSRL) unzulässig. Gleiches gilt nach Ergänzungsbestimmung 3 des LSRL für natürliche Personen, die Gesellschaft bürgerlichen Rechts, die offene Handelsgesellschaft und die Kommanditgesellschaft. Daraus folgt, daß die Emission von Schuldverschreibungen (und anderer übertragbarer Wertpapiere) nur zulässig ist bei der Aktiengesellschaft (Art. 103, 282 ff des Gesetzes über Aktiengesellschaften [LSA] i.d.F. des R.D.L. 1564/1989 vom 22. Dezember 1989), der Kommanditgesellschaft auf Aktien (Art. 152 des Handelsgesetzbuchs), der Genossenschaft (Art. 43.2. d des Allgemeinen Gesetzes über Genossenschaften 3/1987 vom 2. April 1987), der wirtschaftlichen Interessenvereinigung (Gesetz 12/1991 vom 29. April 1991), dem Kreditverein (Art. 3 des Gesetzes 1/1994), dem gewöhnlichen Verein, der Stiftung und der Sparkasse (Art. 270.10 RRM) sowie denjenigen anderen juristischen Personen, denen der Rückgriff auf diese Finanzierungsform nicht ausdrücklich untersagt ist (Gesetz 211/1964 vom 24. Dezember 1964).

Ein Emittent von Schuldverschreibungen, der Kapitel X LSA unterworfen ist, soll zunächst das Gesetz 211/1964 vom 24. Dezember 1964 befolgen, sofern nicht besondere, ihn betreffende gesetzliche Regelungen entgegenstehen; hilfsweise ist in jedem Falle Kapitel X LSA anwendbar (Art. 12 Abs. 2 des Gesetzes 211/1964).

Jeder Emittent von Wertpapieren, der sie durch ein *öffentliches Zeichnungsangebot* plazieren will, muß außerdem den Regeln des Aktienmarktes¹ nachkommen, die sich aus dem Gesetz 24/1988 über den Wertpapiermarkt (Art. 25–30), dem R.D. 291/1992 vom 27. März 1992 und der Ministerialverordnung vom 12. Juli 1993 ergeben.

Daß die Emission von Schuldverschreibungen bestimmten Gesellschaftsformen vorbehalten ist, läßt sich weitgehend mit den Besonderheiten dieser Finanzgeschäfte und Gesellschaftsformen erklären. Denn *typischerweise* ist die Emission von Schuldverschreibungen angesichts des Umfangs der normalerweise aufgebracht Mittel und des *Anlegertyps*, zu dem die Zeichner und späteren Erwerber der Wertpapiere – ebenfalls *typischerweise* – zu zählen sind, ein riskantes Finanzgeschäft. Dies wird durch Art. 103 LSA indirekt bestä-

1 Anmerkung der Übersetzer: Das spanische Recht kennt zwei Märkte: der „mercado primario“ bezeichnet den Markt für Aktien, während der „mercado secundario“ den Markt für andere Wertpapiere kennzeichnet.

tigt, nach dem die Emission von Schuldverschreibungen nur aufgrund eines qualifizierten Hauptversammlungsbeschlusses erfolgen darf. Dadurch wird dem Verwaltungsorgan nämlich eine Zuständigkeit auf dem Gebiet der Verwaltung entzogen. Dies läßt sich nur mit dem speziellen unternehmerischen Risiko erklären, das die ausgebende Körperschaft bei der Emission eingeht.

Das spezielle Risiko, das der Emittent von Schuldverschreibungen angesichts der mit der Emission verbundenen finanziellen Verpflichtungen eingeht, sowie das Bild des typischen Zeichners bedingen die Beschränkung solcher Emissionen auf Gesellschaften, die *typischerweise* große und komplex organisierte Unternehmen betreiben, die auf den Kapitalmarkt zugeschnitten sind und deren Recht einen höheren Gläubiger- und Minderheitenschutz gewährleistet. Dies sind nur die Gesellschaften auf Aktien und besonders die Aktiengesellschaft.

Selbstverständlich deckt sich dieser auf den Besonderheiten der jeweiligen Gesellschaften basierende Versuch einer Erklärung nicht mit der normativen Wirklichkeit des spanischen Rechts der Kapitalgesellschaften, das auch die Gründung und Gestaltung von atypischen Aktiengesellschaften weitgehend zuläßt. Ebenso kann er auch nicht das Verbot der Emission von Schuldverschreibungen erklären, das den GmbHs durch das Gesetz 2/1995 aufgezwungen wurde. Denn es gestattet bekanntlich ein breites Spektrum von Realtypen bei der Ausgestaltung der GmbH-Satzung. Aus diesem Grund erscheint dieses absolute Verbot, so wie es in Art. 9 LSRL formuliert ist, nicht gut durchdacht. Es sollten daher vielmehr bestimmte Ausnahmen von diesem Verbot unter anderen Gesichtspunkten, insbesondere mit Rücksicht auf die Ziffer des Stammkapitals, die jüngste Geschäftsentwicklung, die Unternehmensgröße und den mit der Emission ökonomisch-finanziell verfolgten Zweck, zugelassen werden.

2. Allgemeine und besondere Bestimmungen für die Emission von Schuldverschreibungen und anderen Wertpapieren: Wesen und Funktionsweise des Aktienmarktes

Im spanischen Recht ist die Emission von Schuldverschreibungen an verschiedenen Stellen geregelt. Die wichtigsten Bestimmungen sind nunmehr in Kapitel X des LSA von 1989, im Gesetz 211/1964 und im RD 291/1992 enthalten, die auf der Grundlage der Art. 25 ff LVM betreffend den Aktienmarkt ergangen sind.

Während Kapitel X LSA und das Gesetz 211/1964 auf *alle* seine Adressaten Anwendung findet, ist die Regelung des Aktienmarktes auf die gesetzlich bezeichneten Emissionen sowie auf Fälle des *öffentlichen Angebots* nach den vorausgehenden Vermutungen des Art. 3.1 RD 291/1992 beschränkt. Die Konsequenz ist die Existenz von zwei *übergeordneten* rechtlichen Regelungen bezüglich der Emission von Schuldverschreibungen und anderer übertragbarer Wertpapiere: (1) die allgemein anwendbaren Bestimmungen; (2) spezielle Regelungen des *Aktienmarktes*.

a) Sonderregelungen für öffentliche Angebote

Diese letzten werden überlagert und treffen zusammen mit den allgemeinen Regeln, wenn das Zeichnungsangebot als *öffentlich* zu qualifizieren ist². Dies ist der Fall, wenn eine der in Art. 3.1 RD 291/1992 geregelten Vermutungen vorliegt:

- Die Emission betrifft Wertpapiere gleicher Art wie andere desselben spanischen Emittenten, die zum Handel an der Wertpapierbörse, einem offiziell anerkannten Markt für andere Wertpapiere als Aktien oder auf einem anderen auf nationalem Territorium angesiedelten organisierten Markt zugelassen sind;
- wenn der Emittent oder Besitzer der Wertpapiere oder der, der auf dessen Rechnung handelt, die Wertpapiere auf nationalem Territorium anbietet und für sie wirbt, und zwar durch Informationsmittel, die normalerweise an ein allgemeines Publikum gerichtet sind, oder durch Mittel der eingeschränkten oder individuellen Kommunikation;
- jene Fälle, in denen die Wertpapiere auf nationalem Territorium durch einen Wertpapierdienstleister im Sinne von Art. 71 und 76 des Gesetzes 24/1988 vom 28. Juli 1988 über den Wertpapiermarkt verbreitet oder gefördert werden³.

Das Vorliegen einer dieser drei Vermutungen legt dem Emittenten folgende Pflichten auf (Art. 5 RD 291/1992): (1) Offenlegung der Emissionen gegenüber der nationalen Kommission für den Wertpapiermarkt; (2) Einreichung und vorhergehende Registrierung der Emissionsbeschlüsse, der Beschreibung der zu emittierenden Wertpapiere und der Rechte und Pflichten seiner Inhaber bei der nationalen Kommission für den Wertpapiermarkt; (3) Beurkundung und Registrierung der Abschlußprüfungsberichte und des Jahresabschlusses des Emittenten durch die nationale Kommission für den Wertpapiermarkt; (4) Beurkundung und Registrierung eines Prospekts über die geplante Emission durch die nationale Kommission für den Wertpapiermarkt. Dieser Prospekt muß sich nach den in den Anhängen der Verfügung vom 12. Juli 1993 geregelten Mustern richten.

Die Emittentin muß die erforderlichen behördlichen Zustimmungen bei der Abteilung für Staatsvermögen und Finanzpolitik beantragen (die nach dreimonatiger Untätigkeit der Verwaltung fingiert werden), wenn die Wertpapiere den durch die Verfügungen vom 14. November 1989 und vom 18. Dezember 1992 vorgesehenen Bedingungen unterfallen⁴.

2 ALONSO ESPINOSA, Mercado primario de valores negociables, 1994, S. 41-51.

3 Zu diesen Vermutungen ALONSO ESPINOSA, aaO (Fn. 2), S. 227-248; zu den Ausnahmen von ihrem Anwendungsbereich S. 94-115.

4 ALONSO ESPINOSA, aaO (Fn. 2), S. 37-40.

b) Allgemeine Regelungen

Die *allgemeine* Regelung umfaßt die Notwendigkeit eines Emissionsbeschlusses und seiner Beurkundung, die Obergrenzen der Emission sowie die Fragen betreffend der gemeinsamen Versammlung der Schuldverschreibungsinhaber. Es ist die einzig anwendbare gesellschaftsrechtliche Regelung. Mit dem Eintritt in die Registrierungsphase (Eintragung der Emission ins Handelsregister) laufen diese generelle Bestimmung und diejenigen des Aktienmarktes autonom nebeneinander. Einerseits läuft das handelsregisterliche Kontrollverfahren, andererseits läuft das Verfahren bezüglich der Registrierung der Emission in der nationalen Kommission für den Wertpapiermarkt (CNMV) (vor allem Art. 318.2 RRM); letzteres kann nur in *besonders schweren*, aber nicht näher spezifizierten Fällen (Art. 8.3 RD 291/1992) auf das handelsregisterliche Verfahren einwirken.

c) Verhältnis beider Regelungen zueinander

Dessenungeachtet enthält Art. 285. 2 LSA eine Anordnung, die beide Regelungsgefüge verknüpft – die allgemeine und die des Aktienmarktes –, um die In-Verkehr-Setzung der Schuldverschreibungen zu verbieten, „bis die Urkunde [der Emission] in die entsprechenden Register eingetragen worden ist“. Die Erfüllung der beiden rechtlichen Anforderungen (der allgemeinen und – soweit vorgeschrieben – der des Aktienmarkts) bei der *In-Verkehr-Setzung der Schuldverschreibungen oder zu ihrer Einführung in den Markt* ist nach Art. 286.1 LSA zwingend (Art. 9 und 23 RD 291/1992)⁵. Sie begründet die Zulässigkeit der öffentlichen Bekanntmachung des Zeichnungsangebots sowie des Abschlusses der jeweiligen Zeichnungsverträge mit den Anlegern, ohne daß die beantragte Eintragung der Emission ins Handelsregister und gegebenenfalls ins Grundbuch vollzogen ist. Was Art. 285.2 LSA aber verbietet, ist nicht das Zustandekommen der Zeichnungsverträge über die Schuldverschreibungen, sondern *deren Entstehung als Wertpapiere* (die deshalb nicht „auf dem Markt eingeführt sein können“), bis tatsächlich die entsprechende Emission in das Handelsregister und gegebenenfalls ins Grundbuch eingetragen ist. Damit wird verhindert, daß der Emittent konjunkturell günstige Gegebenheiten aufgrund der dem Verfahren der Registereintragung anhaftenden Verzögerung nicht nutzen kann. Auch wenn die Zeichnungsverträge geschlossen sind, können die Schuldverschreibungen den Zeichnern daher nicht als Wertpapiere übergeben werden. Folglich können sie nicht umlaufen, ehe der Markt nicht über die der Investitionsentscheidung dienenden und im Register ausgewiesenen Informationen verfügt⁶.

5 ALONSO ESPINOSA, aaO (Fn. 2), S. 63–71.

6 Dies kann als Bestätigung dafür angesehen werden, daß sich die Rechte der Schuldverschreibungsgläubiger gegenüber der Emittentin nach der Verlautbarung im Register und nicht nach den Wertpapieren (Aktienurkunden, Emissionsbeschluß oder Eintra-

3. Obergrenze der Emission

Die älteste gesetzliche Regelung zur *Sicherung* der Erwerber von Schuldverschreibungen besteht in der Begrenzung der Höhe des auf diesem Finanzierungsweg aufnehmbaren Fremdkapitals durch die Höhe des *Eigenkapitals* des Emittenten. Dieser Begrenzung liegt das Prinzip zugrunde, daß *die finanzielle Situation des Emittenten die Sicherheit der Anlage gewährleisten muß*. Daher sind Ausnahmen von dieser Grenze zulässig, wenn sie mit diesem Prinzip übereinstimmen (vgl. neben anderen Normen Art. 284.2 LSA und die Ergänzungsbestimmung 4 des Gesetzes 26/1988 [Kreditwesengesetz])⁷.

Art. 282.1 LSA begrenzt die Höhe der Gesamtverschuldung der Gesellschaft auf Grund der Emission von Schuldverschreibungen durch den Wert, den die folgenden, alle zum *Eigenkapital* zählenden Posten gemeinsam erreichen: (1) eingezahltes Grundkapital; (2) Rücklagen, die in der letzten geprüften Bilanz ausgewiesen sind; (3) Rechnungsabgrenzungsposten, wenn sie seitens des Wirtschafts- und Finanzministeriums bewilligt worden sind⁸.

Der Gesamtwert der im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen sowie der geplanten Emission darf diesen durch die Höhe des Grundkapitals definierten Wert nicht überschreiten, wobei der Wert derjenigen Schuldverschreibungen außer Betracht bleibt, für die spezielle Sicherheiten bestellt sind, was der Gesellschaft die Überschreitung der allgemeinen Obergrenze ermöglicht (Art. 284.2 LSA). Die Einhaltung der Obergrenze muß vom Handelsregister sowie von den Jahresabschlußprüfern kontrolliert werden, die bei Emissionen von Schuldverschreibungen entsprechend den Regeln des öffentlichen Zeichnungsangebots handeln sollen (Erste Ergänzungsbestimmung 1.b des Gesetzes 19/1988 über die Jahresabschlußprüfung). Die Nichtbeachtung der Obergrenze kann die zivilrechtliche Haftung der Verwalter begründen. Nach den Umständen des Einzelfalles haften sie entweder der Gesellschaft oder direkt den Inhabern der Schuldverschreibungen (Art. 133 und 135 LSA).

Bei der umfangmäßigen Begrenzung der Emission ist im übrigen folgendes zu beachten:

gungen im Buch) bestimmen. Wenn man dieser Auslegung von Art. 285.2 LSA folgt, gewinnt der verwirrende Art. 286.2 LSA an Bedeutung, der die Verwaltung der Emittentin gegenüber den Schuldverschreibungsgläubigern für die diesen durch die Nichtbefolgung der vorgenannten Pflichten entstandenen Schäden gesamtschuldnerisch haftbar macht. Damit sind Schäden erfaßt, die durch Divergenzen zwischen dem Wortlaut der auf den Wertpapieren/Aktienurkunden und dem in den Registereintragungen wiedergegebenen Inhalt des Anleiheversprechens verursacht werden (unklar bleibt dann allerdings, was gilt, wenn die Schuldverschreibungen nur im Wege der Bucheintragung ausgegeben werden).

⁷ ALONSO ESPINOSA, aaO (Fn. 2), S. 59–63.

⁸ ALONSO ESPINOSA, Asociación y derechos de los obligacionistas, 1988, S. 350–360.

(1) Da das *eingezahlte* Grundkapital die Höhe der Grenze maßgeblich mitbestimmt, wird die Gesellschaft dazu veranlaßt, zuerst die Einzahlung des gesamten Eigenkapitals zu erwirken, ehe sie Fremdkapital aufnimmt.

(2) Die durch Art. 282.1 aufgezwungene Begrenzung motiviert auch zur Bestellung besonderer und tauglicher Sicherheiten; vgl. Art. 284.2 LSA. Denn diese Norm erläßt die Beachtung der Obergrenze insoweit, als die ausgebende Gesellschaft *spezielle Sicherheiten* zugunsten der Schuldverschreibungen bestellt.

(3) Die letzte geprüfte und festgestellte Bilanz ist die Bilanz des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres, wenngleich die Bewilligung einer Sonderbilanz zugelassen werden kann, wenn sich die für die Begrenzung der Emission maßgeblichen Zahlen seit der letzten geprüften und festgestellten Bilanz geändert haben.

(4) Alle Arten von Rücklagen der Gesellschaft können zur Erhöhung der Obergrenze der Emission herangezogen werden.

(5) Die für Neuemissionen zuzüglich der bei Zeichnung bereits ausgegebenen Schuldverschreibungen bestehende Obergrenze darf während der Laufzeit der Papiere nicht überschritten werden, es sei denn, daß die gemeinsame Versammlung der Schuldverschreibungsinhaber ausdrücklich Herabsetzungen von Kapital oder Rücklagen bewilligt (Art. 289.1 LSA); ein solcher Beschluß ist nicht nötig bei Herabsetzungen aufgrund von Verlusten oder bei der Verwendung von Rücklagen zum Ausgleich dieser Verluste.

4. Gesellschaftsrechtliche Willensbildung des Emittenten

Die Festlegung des Inhalts des Zeichnungsangebots für die Anleihen fällt grundsätzlich in die Zuständigkeit der Hauptversammlung, die mit dem vorgeschriebenen Quorum (Art. 103 LSA) und entsprechend etwaigen fakultativen Satzungsbestimmungen zu entscheiden hat (Art. 283.1 LSA). Eine Zuständigkeit des Verwaltungsrats ist hier nicht gegeben, da die Emission im Regelfall zu einer bedeutenden Verschuldung des Unternehmens führen kann, aufgrund derer die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft und somit auch die wirtschaftlichen Interessen der Gesellschafter signifikant und direkt beeinträchtigt werden können⁹.

Daher stellt die Emission von Schuldverschreibungen und anderen Wertpapieren eine Ausnahme vom allgemeinen Prinzip des Art. 129 LSA dar, nach dem der Verwaltungsrat für die Vertretung der Gesellschaft bei allen zur Verfolgung des Gesellschaftszwecks gehörigen Akten zuständig ist, vor allem wenn man den *neutralen* Charakter der Emission von Schuldverschreibungen berücksichtigt. Daher wird die Gesellschaft durch allein aufgrund einer Entscheidung des Verwaltungsrats ausgegebene Schuldverschreibungen gegenüber den Zeichnern nicht gebunden. Die so geschlossenen Zeichnungsverträge über die Schuldverschreibungen sind nichtig, können die direkte zivilrechtliche Haftung der Verwalter gegenüber den Zeichnern nach Art. 135 LSA auslösen und zudem strafrechtliche Folgen nach sich ziehen. Deshalb ist notwendige Voraussetzung jeder Emission ein vorhergehender Hauptversammlungsbeschluß, der dann zugleich die Konditionen der Schuldverschreibungen festlegt.

9 URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, in: Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, Bd. V, 1992, S. 44; ANGULO, in: Sanchez Calero, Comentario a la Ley de sociedades anónimas, Bd. VIII, 1993, S. 401 ff.

Der Wortlaut des LSA (Art. 103, 282, 292.1 und 294.2) enthält in diesem Zusammenhang einige spezifische Präzisierungen:

- die Hauptversammlung ist *ausschließlich* zuständig für die Emission von Schuldverschreibungen und damit insbesondere für die Beschlußfassung über die Emission und folglich für die Genehmigung dieser Form der Fremdfinanzierung, damit aber auch für die Festlegung der Vertragsbedingungen im weitesten Sinne;
- ungeachtet dessen und in Ermangelung abweichender Satzungsbestimmungen kann die *Hauptversammlung* aber auch einfach die Emission von Schuldverschreibungen in der Weise *beschließen*, daß sie das Mittel zu dieser Form der Finanzierung *genehmigt* und dem Verwaltungsorgan die Festlegung der Vertragsbedingungen in ihrem weitesten Inhalt überträgt, außer wenn es sich um Wandelanleihen handelt. In diesem Fall hat die Hauptversammlung außerdem *notwendigerweise* die Grundlagen und Modalitäten der Umwandlung zu bestimmen, die Kapitalerhöhung in der notwendigen Höhe zu bewilligen und eine Höchstfrist festzulegen, innerhalb derer die Umwandlung durchgeführt werden kann (Art. 292.1 und 294.2 LSA¹⁰).

Abgesehen von den erwähnten Besonderheiten bei Wandelanleihen besteht der wirklich *zwingende* Inhalt, den Art. 283.1 LSA der Hauptversammlung vorbehält, folglich darin, daß dieselbe *bewilligt oder genehmigt*, daß die Gesellschaft sich mittels der Emission der Schuldverschreibungen finanzieren kann; dies heißt aber nicht, daß die Gesellschaft die Schuldverschreibungen auch tatsächlich emittieren muß. Die tatsächliche Entscheidung zur Emission sowie die Festlegung der Anleihebedingungen können dem Verwaltungsrat zugewiesen sein. Das LSA setzt hier weder Grenzen noch Bedingungen fest.

Allerdings ist in diesem Zusammenhang Art. 319 der Handelsregisterordnung (R.D.1784/1996 vom 19. Juli 1996) zu berücksichtigen. Danach darf: (1) die Übertragung von Befugnissen auf den Verwaltungsrat nur für höchstens 5 Jahre erfolgen (gezählt ab dem Datum des Hauptversammlungsbeschlusses); und (2) die Hauptversammlung muß mindestens die Gesamtmenge oder die Begrenzung der Emission (= der Verschuldung der Gesellschaft) festsetzen, die der Verwaltungsrat durch die verschiedenen Emissionen, für deren Ausübung er sich entscheidet, maximal erreichen darf (Art. 319.1 RRM); freilich ist es in diesem Punkt zulässig, daß der Hauptversammlungsbeschuß keine konkrete Höhe beziffert, sondern abstrakt den sich aus Art. 282.1 LSA und gegebenenfalls Art. 284.2.LSA ergebenden Wert für maßgeblich erklärt.

5. Inhalt des Beschlusses über die Emission von Schuldverschreibungen

Die *Bedingungen des Zeichnungsangebots über die Schuldverschreibungen* sollen unabhängig davon, ob sie von der Hauptversammlung oder dem Verwaltungs-

10 Dazu unten 5.c) sowie II.2.

rat in Ausübung der ihm übertragenen Befugnisse festgelegt werden, die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters der konkreten Emission (Art. 283.2 LSA) mit einschließen. Dieser soll eine unabhängige Person sein, die im Interesse der zukünftigen Inhaber der Schuldverschreibungen zu handeln hat, bis die Versammlung der Schuldverschreibungsinhaber zusammentritt, um seine Handlungen zu bestätigen oder zu ersetzen (Art. 297 LSA). Art. 283.2 LSA verlangt als Bedingung der Emission auch die Einrichtung einer gemeinsamen Versammlung der Schuldverschreibungsinhaber. Beides sind jedoch nicht Bedingungen der Emission im eigentlichen Sinne, sondern eher Regelungen, die die automatische Gründung der Versammlung der Anleihegläubiger (vgl. Art. 295 LSA) sowie die tatsächliche Bestellung des gemeinsamen Vertreters zu erreichen versuchen.

Der Beschluß über die Emission, jetzt nicht verstanden als allgemeine Genehmigung der Hauptversammlung, Schuldverschreibungen nach Art. 283.1 LSA auszugeben, sondern als *Inhalt des Zeichnungsangebots* im Sinne des Art. 285.1 LSA, soll alle Elemente enthalten, die für den Abschluß der Zeichnungsverträge über die Schuldverschreibungen erforderlich sind. Diese Elemente sind in Art. 285.1 LSA festgelegt, der aus terminologischer Sicht an einem gewissen Anachronismus (er rührt aus der *Praxis* der Eisenbahngesellschaften des 18. Jahrhunderts her) sowie an mangelhafter Gesetzgebungstechnik krankt; diese Vorschrift wird durch Art. 310 der Handelsregisterordnung (RRM) gemäß R.D. 1784/1996 vom 19. Juli 1996 ergänzt. Gemäß den beiden Vorschriften soll das Zeichnungsangebot mindestens die folgenden Elemente enthalten:

a) *Grundlegende Angaben zur Person des Emittenten*

Mindestens sind der *personelle* Anwendungsbereich (Firma und Sitz der Gesellschaft), der *wirtschaftliche* Anwendungsbereich (eingezahltes Grundkapital, Summe der Rücklagen, die in der letzten geprüften Bilanz ausgewiesen sind und die vom Wirtschafts- und Finanzministerium bewilligten Rechnungsabgrenzungsposten und der *unternehmerische* Anwendungsbereich (Erwähnung des Gesellschaftszwecks) anzugeben.

b) *Allgemeine Angaben zu den Schuldverschreibungen, den Zeichnungsbedingungen und zur Plazierung*

Es sind anzugeben „die Emissionsbedingungen sowie Datum und Frist der Zeichnung“ (Art. 285.1 b LSA und Art. 310.1.3 RRM) sowie der „Gesamtbetrag und die genaue Bezeichnung der Schuldverschreibungen, die auf dem Markt eingeführt werden sollen“ (Art. 285.1.d LSA und Art. 310.1.2 RRM). Diese Ausdrücke sind weit gefaßt, um der Emittentin eine *flexible Gestaltung* bei den Modalitäten des Zeichnungsangebots und der Plazierung der Schuldverschreibungen auf dem Markt zu erlauben (direkt oder traditionell, mittels offener Pro-

gramme, vorbehaltener Tranches, „à la carte“ etc.). Wenn das LSA sich an dieser Stelle auf die „Bedingungen der Emission“ bezieht, spielt dies vor allem auf die *Bestimmungen des Zeichnungsangebots* und die Plazierung der Schuldverschreibungen auf dem Markt an. Nicht gemeint sind die Bedingungen des *Vertragsabschlusses* mit den Inhabern der Schuldverschreibungen. Dies wird durch das LSA selbst bestätigt, da diese Fragen systematisch zu denen „des Datums und der Fristen der Zeichnung“ gehören, aber als Bedingungen *des Vertragsabschlusses* in einem anderen Absatz geregelt sind (dem Art. 285.1.c LSA).

c) *Bedingungen des Vertragsschlusses mit den Inhabern der Schuldverschreibungen*

Die Bedingungen, zu denen die Zeichnungsverträge geschlossen werden, definieren die Rechtsposition eines jeden Erwerbers von Schuldverschreibungen. Das LSA zählt in diesem Zusammenhang unter anderem auf: „den Nennwert, die Zinsen, die Fälligkeit, die Prämien- und Gewinnanteile der Schuldverschreibungen, soweit vorhanden“ (Art. 285.1.c) und gegebenenfalls „die für die Emission zu leistenden Sicherheiten“ (Art. 285.1.e LSA), welche näher zu beschreiben sind, insbesondere hinsichtlich des öffentlichen Registers, in dem eine etwaige Hypothek eingetragen ist, oder des Ortes, wo etwa verpfändete Waren gelagert sind (Art. 310.1.5 RRM). Hinzuzufügen ist nach Art. 310.1.2 RRM die Ausgabeform der Schuldverschreibungen (für Verbriefung oder Bucheintragung siehe Art. 290 LSA). Das Zeichnungsangebot muß klar und hinlänglich mindestens die folgenden Zeichnungsbedingungen offenlegen:

- *der Einheitswert jeder Schuldverschreibung* beziehungsweise eine Formel zu seiner Bestimmung; dies ist der Wert, den der Emittent bei Fälligkeit schuldet und den das LSA technisch ungenau als Nennwert bezeichnet;
- *der Termin, zu dem die Schuldverschreibungen fällig sind*, oder eine Formel für die Bestimmung dieses Termins; für diese Formel besteht ein weiter Spielraum (fixes Datum, Bestimmung durch Auslosung, Fälligkeit bei Vorlage etc.);
- die den *Inhabern der Schuldverschreibungen* als Gegenleistung für den von ihnen gewährten Kredit *zustehenden Rechte* (Zinsen, Prämien- und Gewinnanteile gemäß der Terminologie des LSA), für deren Modalitäten ebenfalls ein weiter Spielraum besteht (fixe, variable Zinsen, Nullkupon, Disagio, Prämienanteile, Auslosung der Vermögenswerte oder Rechte etc.);
- bei *Wandelanleihen* müssen die Grundlagen und Modalitäten der Umwandlung bezeichnet werden (Art. 292.1 LSA und 310.2 RRM).

Wie bereits festgestellt, besteht ein weiter Spielraum bei der Festlegung des Zeichnungsangebots und der Ausgestaltung der Schuldverschreibungen; der der „Phantasie“ der Juristen und Finanzexperten überlassene Sinn dieses Spielraumes ist es, den Emittenten von Schuldverschreibungen ein möglichst leistungsfähiges Finanzierungsinstrument an die Hand zu geben. Auf diese Weise verfügt der

Emittent über genügend Freiheit, die Vertragsbedingungen so auszugestalten, wie sie für ihn am angemessensten und zweckmäßigsten im Hinblick auf die Bedingungen des Marktes, seine eigenen Interessen und mit Blick auf die ins Auge gefaßten Anleger sind.

6. Dokumentation und Offenlegung des Inhalts des Zeichnungsangebots im Register. Beurkundung und Eintragung im Handelsregister

Die Emission von Schuldverschreibungen und von anderen übertragbaren Wertpapieren und ihre Vertragsbedingungen sind zu beurkunden und ins Register einzutragen, ehe sie in Umlauf gebracht werden können (Art. 22.2 C.Com., Art. 285–286 LSA, Art. 94.2 RRM). Diese Vorgänge sind außer in den bereits zitierten Vorschriften in den Art. 310–319 RRM geregelt, die nicht nur die Emission von Schuldverschreibungen betreffen, sondern auch die Emission sonstiger Wertpapiere mit Ausnahme von Aktien; so sind die Art. 22.2 C.Com., Art. 94.2 und Art. 95.2 RRM zu verstehen¹¹. Allerdings existieren einige Ausnahmen, insbesondere was die Emission von Hypothekendarlehen (Art. 12 a.E. des Gesetzes 2/1981 über den Hypothekenmarkt) sowie von sonstigen auf Hypotheken bezogenen Wertpapieren anbelangt (Art. 5, Nr. 3 des Gesetzes 19/1992 vom 7. Juli 1992).

Daß die Emission von Schuldverschreibungen und von anderen übertragbaren Wertpapieren beurkundet und ins Register eingetragen werden muß, läßt sich mit dem Erfordernis der *Rechtssicherheit* erklären, die für jede Investition erforderlich ist. Aus historischer Sicht haben diese Erfordernisse denselben Ursprung wie die Pflicht zur Registrierung der den Gegenstand des öffentlichen Angebots bildenden Emission in der CNMV; sie ermöglicht erst die gegenwärtige Liberalisierung der Emission von Wertpapieren einschließlich der behördlichen Präventivkontrolle in bezug auf Offenlegung und Informationsgehalt des Angebots.

Die Verpflichtung zur Niederlegung der Details über die Emission in einer öffentlichen Urkunde ergibt sich vor allem aus dem Offenlegungsprinzip der Art. 18.1 C.Com., Art. 5 und 318 RRM). Dieses beruht darauf, daß ein adäquater Schutz der Anleger nur durch die Prüfung seitens des Handelsregisters sowie die mit der Eintragung einhergehende Offenlegung gewährleistet wird. Die Prüfung des Registergerichts umfaßt die Rechtmäßigkeitskontrolle folgender Fragen:

- das *Zustandekommen eines ordnungsgemäßen Hauptversammlungsbeschlusses* gemäß den gesetzlichen sowie etwaiger abweichender im Handelsregister eingetragener statutarischer Bestimmungen;
- die *Übereinstimmung der zu emittierenden Wertpapiere sowie der Zeichnungsbedingungen* mit dem jeweils anwendbaren Gesetz;

¹¹ ALONSO ESPINOSA, aaO (Fn. 2), S. 63 ff.

- die *Einhaltung der zulässigen Obergrenze der Emission durch den Emittenten* gemäß Art. 282.1 LSA und Art. 1 des Gesetzes 211/1964 unter Berücksichtigung des Inhalts des Emissionsbeschlusses und der bereits im Handelsregister enthaltenen Informationen (Art. 6 a.E. RRM). Zu diesem Zweck soll der Emittent die erforderlichen Informationen im Emissionsbeschluß offenlegen (Art. 310.1.1 RRM). Der Handelsregisterführer ersieht aus seinem Register das Maß der durch Schuldverschreibungen begründeten Verschuldung des Emittenten; denn er kann es anhand der bei jeder Emission gezeichneten Beträge (Art. 311 RRM) sowie der schon zurückgezahlten Schuldverschreibungen aus früheren Emissionen (Art. 315–317 RRM) errechnen.

Diese Funktion des Handelsregisters wird ergänzt durch die Verpflichtung des gemeinsamen Vertreters, der vorläufig durch die Emittentin benannt wird, um die Einhaltung der obigen Erfordernisse zu kontrollieren und um insbesondere sicherzustellen, daß der Inhalt des Emissionsbeschlusses auch im Register der Emittentin niedergelegt wird, so daß keine Divergenzen zwischen diesem und dem Beschluß auftreten. Diese Kontrollkompetenz des gemeinsamen Vertreters ergibt sich aus seiner allgemeinen Funktion, die gemeinsamen Interessen der Inhaber der Schuldverschreibungen zu wahren (Art. 303.3 LSA a.E.).

7. Bekanntmachung des Inhalts des Zeichnungsangebots über die Schuldverschreibungen im Amtsblatt des Handelsregisters

Jedes Zeichnungsangebot über Schuldverschreibungen oder andere übertragbare Wertpapiere, ob es den Charakter eines *öffentlichen Angebots* hat oder nicht, muß im Amtsblatt des Handelsregisters veröffentlicht werden, ehe die effektive Zeichnung oder die „Einführung in den Markt“ stattfinden kann (Art. 286.1 LSA und Art. 12, 2. Absatz des Gesetzes 211/1964). Der Mindestinhalt dieser Bekanntmachung entspricht dem, den Art. 285.1 LSA für den Emissionsbeschluß verlangt.

Es ist nicht einfach, die Bedeutung dieser Bekanntmachung zu erklären. Das außer Kraft gesetzte LSA vom 17. Juli 1951 ordnete an, daß diese Bekanntmachung im Amtsblatt des Staates zu erfolgen hatte (Art. 117 LSA von 1951). Dies hatte denselben Zweck, den heute der in Art. 28 des Gesetzes 24/1988 über den Wertpapiermarkt vorgesehene Emissionsprospekt bei Emissionen mit *öffentlichem Angebot* hat: den potentiellen Anlegern sollen Informationen über die Bedingungen der Emission und Zeichnung an die Hand gegeben werden, die vorher vom Handelsregisterführer und vom gemeinsamen Vertreter kontrolliert wurden. Dies ermöglicht den Anlegern, eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen (Art. 28 LMV). Aus diesem Grunde war die Bekanntmachung im Amtsblatt des Staates (BOE) Voraussetzung des Zeichnungsangebots.

Die Ersetzung des Amtsblatts des Staates durch das Amtsblatt des Handelsregisters als Organ für die Bekanntmachung der Emission und des Zeichnungsangebots über die Schuldverschreibungen könnte aus der Funktion dieser Bekanntmachung als zweites der beiden Elemente erklärt werden, in denen sich die Registerpublizität nach der durch Gesetz 19/1989 ausgeführten Reform ausdrückt (Art. 21.1. C.Com.): da die Emission von Schuldverschreibungen und anderen Wertpapieren ein registerpflichtiger Akt ist (Art. 22.2.C.Com.), hat eine Offenlegung im Amtsblatt des Handelsregisters zu erfolgen. Trotzdem ist diese Erklärung nicht korrekt: denn Art. 388.1.13 verlangt i.V.m. Art. 421.1.RRM lediglich die Offenlegung des „Datums und Betrags der Emission sowie des Namens des gemeinsamen Vertreters“ im Amtsblatt des Handelsregisters, während Art. 286.1 LSA die Bescheinigung wenigstens *aller* schon erörterter *Angaben des Art. 285.1 LSA* vorschreibt. Abgesehen von dieser unnützen teilweisen Verdopplung von Bekanntmachungen ist der Ersatz des Amtsblatts des Staates durch das Amtsblatt des Handelsregisters auch insofern unsinnig, als das Amtsblatt des Handelsregisters im Vergleich zu dem des Staates nur sehr gering verbreitet ist.

Andererseits ersetzt der Emissionsprospekt bei *öffentlichen Angeboten* sehr wirksam diese „Teilbekanntmachung“ im Amtsblatt des Handelsregisters, so daß deren Bedeutung verloren geht (Art. 28 LMV und 21 RD 291/1992). Daraus erklärt sich, daß die in Art. 286.2 LSA geregelte Haftung der Verwalter, die auf dem Unterlassen dieser Bekanntmachung beruht, sehr unbedeutend – wenn nicht gar ausgeschlossen – bleiben wird, wenn die Emittentin den Verfahren des Aktienmarks Folge leistet, insbesondere was das Erfordernis der Herausgabe und Verbreitung der zuvor von der CNMV überwachten und registrierten Emissionsprospekte betrifft.

8. Weiteres Verfahren nach Zeichnung der Schuldverschreibungen

Nach Beendigung der Zeichnungsfrist bezüglich der Schuldverschreibungen muß der Emittent die Eintragung des tatsächlich gezeichneten Betrags ins Handelsregister beantragen (Art. 311 RRM) – was wohl nicht für die Fälle einer Emission aufgrund von „Programmen“ (Nr. 7 der Verfügung vom 12. Juli 1993) oder aufgrund eines *öffentlichen Angebots* gilt, über das die CNMV zu informieren ist (Art. 23 RD 291/1992 und Nr. 9 der Verfügung vom 12. Juli 1993); nach der Eintragung müssen die Schuldverschreibungen/Wertpapiere an deren Erwerber übergeben werden oder gegebenenfalls die erforderlichen Bucheintragungen vorgenommen werden. In diesem Fall muß die Zulassung der Wertpapiere zur Notierung an einem organisierten Markt für andere Wertpapiere als Aktien beantragt werden.

Die Leistung des Ausgabebetrages der Schuldverschreibungen muß sich auch im Registerblatt der ausgebenden Gesellschaft widerspiegeln (Art. 315–317 RRM).

II. Besonderheiten von Wandelanleihen

1. Charakteristika der Wandelanleihen

Art. 9 des Gesetzes 19/1989 (heute Art. 292–294 LSA) regelte zum ersten Mal in Spanien die Wandelanleihen. Dieser Typ von Schuldverschreibungen war auch vom früheren Recht zugelassen (Ziffer Art. 95 LSA vom 17. Juli 1951), obwohl diesbezüglich eine beträchtliche Gesetzeslücke bestand, die allgemein zum Nachteil der Inhaber der Schuldverschreibungen durch die in den Emissionsbeschlüssen dieser Wertpapiere aufgestellten Vertragsbedingungen auf der Grundlage des Art. 1255 des Zivilgesetzbuches ausgefüllt wurde.

Generell sind *Wandelanleihen* jene, die dem Inhaber der Schuldverschreibung die Befugnis verleihen, zwischen zwei Varianten der Rückzahlung der Anleihe zu wählen: (1) der Rückzahlung der Geldsumme entsprechend ihrem „Nominalbetrag“ oder (2) der Aushändigung der Aktien der Emittentin (direkte Umwandlung) oder einer anderen Gesellschaft (indirekte Umwandlung) in der sich aus dem Umtauschverhältnis oder den Umwandlungsbedingungen ergebenden Menge. Wenn der Inhaber der Schuldverschreibung diese zweite Form der Rückzahlung wählt, wandelt sich seine Rechtsposition in die eines Aktionärs, und zwar zu dem Zeitpunkt, zu dem die Emittentin die fremden Mittel in eigene Mittel überträgt.

Die *typischen* Wandelanleihen, die Gegenstand der Regelung in den Art. 292–294 LSA sind, sind durch folgende Elemente charakterisiert:

- wandelbar in Aktien der ausgebenden Gesellschaft selbst (direkte Umwandlung);
- von vornherein mit der Möglichkeit der Wandelbarkeit in diese Aktien emittiert¹²;
- unwiderruflich.

Diese typische Ausgestaltung von Wandelanleihen in Aktien ergibt sich aus dem Zusammenhang der zitierten Vorschriften und insbesondere aus Art. 292 LSA, der verlangt, daß die die Emission beschließende Hauptversammlung gleichzeitig auch der notwendigen Erhöhung des Stammkapitals zustimmen muß, was nur auf dieselbe Gesellschaft bezogen sein kann. Diese Kapitalerhöhung dient der Umwandlung der Schuldverschreibungen in die entsprechenden Aktien.

Dies schließt nicht die Zulässigkeit einer anderen Ausgestaltung von Wandelanleihen wie etwa der folgenden aus:

12 ANGULO RODRIGUEZ, Las obligaciones convertibles en acciones. Texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, in: *Contratos sobre acciones*, 1994, S. 132, nach dem die Umwandlung nicht nur als Recht, sondern auch als *Verpflichtung* ihres Inhabers ausgestaltet sein kann. Dieser Fall unterliegt ebenfalls Art. 292–294 LSA.

- die *spätere* Umwandelbarkeit von emittierten Schuldverschreibungen aufgrund von Verträgen zwischen der ausgebenden Gesellschaft und den Inhabern der Schuldverschreibungen (Art. 306 d. LSA) oder aufgrund eines nachträglichen einseitigen Angebots zur Umwandlung seitens der ausgebenden Gesellschaft¹³;
- die *indirekte* Umwandelbarkeit, also die Umwandelbarkeit in Aktien einer anderen als der ausgebenden Gesellschaft;
- die Umwandelbarkeit als Recht der ausgebenden Körperschaft und nicht als Befugnis der Inhaber der Schuldverschreibungen;
- die *austauschbaren* Schuldverschreibungen, bei denen die Umwandlung sowohl in Aktien der emittierenden als auch in Aktien einer anderen Gesellschaft erfolgen kann, die schon emittiert sind oder die vor oder nach der Emission der Schuldverschreibungen in Verkehr gebracht werden;
- Schuldverschreibungen mit Optionen auf die Zeichnung oder den Erwerb anderer Wertpapiere (Schuldverschreibungen mit *warrants*), wobei das andere selbständige Wertpapier die Schuldverschreibung begleitet und das Recht auf Aktien der ausgebenden oder der anderen Gesellschaft zu den im Emissionsbeschluß niedergelegten Bedingungen verbrieft. Die Modalitäten der Umwandlung müssen meines Erachtens den Erfordernissen des zuvor untersuchten Artikels 17 RD 291/1992 genügen.

2. Emission von Wandelanleihen

a) Zuständigkeitsverteilung zwischen den Gesellschaftsorganen

Die Emission von Wandelanleihen muß von der Hauptversammlung genehmigt werden. Sie ist – wie zuvor dargelegt – das einzige zuständige Gesellschaftsorgan, das darüber entscheiden kann. Dabei verlangt das LSA auf dem Gebiet der Wandelanleihen, daß die Hauptversammlung der Aktionäre nicht nur die Emission dieser Schuldverschreibungen genehmigt (Art. 103, 283.1 LSA), sondern daß sie auch über einige ihrer Bedingungen beschließt, die nicht auf das Verwaltungsorgan übertragen werden können (Art. 292.1 LSA).

Im konkreten obliegt der Hauptversammlung zwingend die Beschlußfassung über folgende Fragen:

- die Emission der Schuldverschreibungen als auf Antrag ihrer Inhaber *in Aktien wandelbare*;
- die gleichzeitig mit der Emission der Schuldverschreibungen erfolgende *Kapitalerhöhung* in der nötigen Höhe, um eventuelle Wandelansprüche bedienen zu können;

¹³ ANGULO, aaO (Fn. 9), S. 392.

- die *Grundlagen der Umwandlung* oder das Umtauschverhältnis zwischen Schuldverschreibungen und Aktien;
- die *Modalitäten der Umwandlung*;
- die *Höchstfrist*, bis zu deren Ablauf die Umwandlung durchzuführen ist (Art. 294.2 LSA)¹⁴.

All' diese Aspekte sind der Zuständigkeit des Verwaltungsorgans entzogen.

b) *Grundlagen und Modalitäten der Umwandlung und diesbezügliche Berichtspflicht*

aa) *Grundlagen und Modalitäten der Umwandlung*

Mit dem Ausdruck „Grundlagen der Umwandlung“ bestimmen die Art. 292.1 und 294.2 LSA *das Umtauschverhältnis oder die Umtauschverhältnisse*; dies ist das wirklich grundlegende Element des Zeichnungsvertrages über die Wandelanleihen. Es ist ein mathematisches Kriterium, das den Wert oder die Anzahl der Aktien bezeichnet, die mit der Hingabe jeder einzelnen Wandelanleihe erlangt werden können. Es beschreibt die Verschuldung des Emittenten hinsichtlich des durch die Aushändigung der Aktien als Zahlungsmittel zu erfüllenden Wandelrechts. Dabei darf keinesfalls auf den Einheitsbetrag einer Wandelanleihe abgestellt werden. Das Umtauschverhältnis oder die Grundlage der Umwandlung kann *fix* sein (bestimmt) oder *variabel* (bestimmbar).

Das Umtauschverhältnis ist *fix* oder bestimmt, wenn es vom Moment der Zeichnung an bestimmt und unveränderlich die Zahl der Aktien festlegt, die der Inhaber der Schuldverschreibung erhält, wenn er sich zur Ausübung des Wandelrechts entschließt. Dies verbietet nicht den Rückgriff auf verschiedene feste oder bestimmte Umtauschverhältnisse bei ein und derselben Emission. Diesen verschiedenen Umtauschverhältnissen sind dann jeweils eigene Ausübungsfristen zugeordnet. In der Regel besteht dann während der ersten Ausübungsfristen weniger Anreiz zum Umtausch. Ein *fixes* oder bestimmtes Umtauschverhältnis erlaubt den Anleihegläubigern, im Hinblick auf den Wandlungszeitpunkt zu spekulieren. Die Gesellschaft trägt ihrerseits von vornherein das Risiko der Nichtausübung des Wandelrechts für den Fall, daß im Zeitpunkt der Zulässigkeit der Umwandlung der Aktienkurs einer Ausübung des Wandelrechts entgegensteht.

Das Umtauschverhältnis ist *variabel* oder bestimmbar, wenn es ein variables Element beinhaltet, anhand dessen der Wert der Aktien berechnet wird, die Gegenstand der Umwandlung sind. Auf diese Weise wird der Wert der umzuwandelnden Aktien immer erst im nachhinein bestimmt, und zwar normalerweise in

14 SANZ GARCIA, Revista de Derecho de Sociedades 8/1997, 275-276.

einem Zeitraum, der vor der Ausübung des Wandelrechts liegt. Gewöhnlich wird dieser Wert entsprechend dem Durchschnitt des Börsenkurses während einer bestimmten Zeit vor der Umwandlung berechnet. Dies führt in Wirklichkeit zu normalen Kapitalerhöhungen, weil der Zeichnungspreis für die Aktien dem Börsenkurs entspricht, abzüglich eines mehr oder weniger großen Betrages, der als Anreiz zur Ausübung des Wandelrechts fungiert. Diese Regelungen sind riskant für die Inhaber der Schuldverschreibungen, da stets damit zu rechnen ist, daß die Börsenkurse während der Umtauschperioden künstlich auf einen bestimmten Preis gebracht werden.

Die Regeln der Art. 292–294 LSA über Wandelanleihen setzen die Verwendung *fixer* oder bestimmter Umtauschverhältnisse voraus. Dies steht im Gegensatz zur *Praxis* der spanischen Finanzmärkte, die traditionell zu den *variablen* oder bestimmbaren Umtauschverhältnissen neigt. Dessenungeachtet sollten beide Arten von Umtauschverhältnissen als nach Art. 17.2 RD 291/1992 zulässig angesehen werden, obwohl die rechtliche Ausgestaltung der *typischen* Wandelanleihen nach Art. 292–294 LSA *variable* oder bestimmbare Umtauschverhältnisse innerhalb ihres Anwendungsbereichs ausschließt¹⁵. Denn sonst würden, wie an anderer Stelle dargelegt¹⁶, die folgenden unregelmäßigen Situationen auftreten:

(1) Die Einräumung des Wandelrechts an die Inhaber der Wandelanleihen gemäß Art. 158.1 LSA würde diese insoweit zum Nachteil der Aktionäre begünstigen, als sie einen doppelten Gewinn zum Nachteil der Aktionäre erlangen würden: das Wandelrecht und den Gewinn aus der automatischen Berichtigung des Umtauschverhältnisses wegen des Kursverlustes der Aktien als Konsequenz der Kapitalerhöhung, aufgrund derer der Inhaber der Schuldverschreibungen eine größere Anzahl an Aktien erhält¹⁷.

(2) Es wäre unmöglich, die Regelungen über den Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre und der Inhaber der vorher emittierten Wandelanleihen anzuwenden, da sich nicht bestimmen ließe, ob der Nennwert der zu emittierenden Aktien zuzüglich des Agios dem wahren Wert der Aktien entspricht.

Mit dem Ausdruck „Modalitäten der Umwandlung“ scheint das LSA sich auf die *näheren Umstände und verfahrensmäßigen Fragen* der Ausübung des Wandelrechts zu beziehen. Beide Aspekte der Umwandlung der Schuldverschreibungen in Aktien müssen notwendigerweise durch die Hauptversammlung beschlossen werden. Dies bedeutet nicht, daß die Hauptversammlung die Umwandlung der Schuldverschreibungen bis ins einzelne festlegen muß, sondern

15 GARCIA DE ENTERRIA, *Revista de Derecho Mercantil* 1990, 11 ff, 62; SANZ GARCIA, *Revista de Derecho de Sociedades* 8/1997, 277–279.

16 SANZ GARCIA, *Revista de Derecho de Sociedades* 8/1997, 278–279.

17 Siehe die Kritik an diesem System bei GARCIA VILLAVARDE, *La constitución y el capital de las sociedades en la CEE* (primera y segunda directrices), in: *Cuadernos de Derecho y Comercio* 5/1989, S. 137–138, und bei GARCIA DE ENTERRIA, *Revista de Derecho Mercantil* 1990, 47.

daß der Beschluß bezüglich der *Verfahrensmodalitäten* eine Entscheidung zwischen den vielen Möglichkeiten (ständig, in bestimmten Zeiträumen, nur bei Fälligkeit der Schuldverschreibungen, nach einer gemischten Formel etc.) fällen muß. In jedem Fall verpflichtet Art. 294.2 LSA die Hauptversammlung, eine *Höchstfrist* aufzustellen, innerhalb derer die Umwandlung vollzogen werden muß, eine *Höchstfrist*, die nicht mit der vom Verwaltungsrat festlegbaren Laufzeit der Anleihen übereinstimmen muß. Daher kann die Hauptversammlung die Befugnis zur Aufstellung der dazwischenliegenden Wandlungsfristen auf das Verwaltungsorgan übertragen, ebenso wie sie diesem die Bestimmung der Fälligkeit einer gewöhnlichen Anleihe überlassen kann¹⁸.

Art. 294.1 LSA statuiert die *jederzeitige* Wandelbarkeit, offen oder *à tout moment*, als hilfswise geltende Modalität für die Ausübung des Wandelrechts. Dies erscheint gelungen, da ja die *jederzeitige* Wandelbarkeit bedeutet, daß das Wandelrecht jederzeit ausgeübt werden kann; auf diese Weise kann der Inhaber der Schuldverschreibung vorzüglich die Vorteile des fixen Umtauschverhältnisses nutzen. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, daß sich der Inhaber der Schuldverschreibung mit Wirkung ab dem Datum der Ausübung des Wandelrechts in einen Aktionär verwandelt (er kann an der Hauptversammlung teilnehmen und hat dort ein Stimmrecht, ihm steht die Dividende zu etc.); dessenungeachtet kann die tatsächliche Aushändigung der Aktien/Wertpapiere je nach Verfahren später erfolgen. Es erscheint auch ratsam, den Verwaltungsrat zu beauftragen, das Erforderliche zu tun, um die Aktien/Wertpapiere mit der Ausübung des Wandelrechts entstehen zu lassen, ohne daß weitere Hauptversammlungsbeschlüsse erforderlich sind.

Nicht überzeugend ist es, daß die Regelung der Aufgaben des Verwaltungsrats in bezug auf die Umwandlung von Gesetzes wegen beschränkt ist auf das Verfahren der *jederzeitigen* Umwandlung (Art. 294.1. Satz 2 LSA, der mit „In diesem Fall ...“ beginnt); richtig wäre es gewesen, diese Aufgaben so umfassend zu bestimmen, daß sie alle Arten der Umwandlung erfassen, d. h., daß die Begebung und Aushändigung der Aktien spätestens in dem der Ausübung des Wandelrechts folgenden Monat stattzufinden hat, und daß während dieses folgenden Monats die effektive Kapitalerhöhung entsprechend der Zahl emittierter Aktien eingetragen werden muß. Genausogut ließe sich auch eine umgekehrte Regelung vorstellen: erst die Kapitalerhöhung ins Register einzutragen und dann die Aktien als Wertpapiere zu begeben und auszuhändigen (Art. 62 LSA).

18 ANGULO, aaO (Fn. 9), S. 401 ff, der die Übertragung der Befugnis zur Festsetzung der Grundlagen und Modalitäten der Umwandlung auf das Verwaltungsorgan ebenso wie zur Erhöhung des Grundkapitals selbst befürwortet.

bb) Berichtspflicht bezüglich Grundlagen und Modalitäten der Umwandlung

Besonderheiten der Regelung über die Emission von Wandelanleihen liegen in einigen Normen des LSA begründet, die das Informationsrecht vor der Hauptversammlung verstärken, auf der ihre Ausgabe beschlossen wird.

Vor der Einberufung dieser Hauptversammlung muß das Verwaltungsorgan einen *erklärenden* Bericht über die Grundlagen und Modalitäten der Umwandlung ausarbeiten und den Aktionären zur Verfügung stellen; dieser muß durch einen weiteren Bericht der Abschlußprüfer ergänzt werden (Art. 292.2 LSA). In dem Bericht des Abschlußprüfers wird der des Verwaltungsorgans kontrolliert; die Prüfer müssen in unabhängiger Form Stellung nehmen, vor allem zur Anpassung des Umtauschverhältnisses, zum Nennwert (Einheitsbetrag) der Schuldverschreibungen sowie zur Höhe der Zuzahlungen in diesem Fall, sowohl wenn diese von den Inhabern der Schuldverschreibungen bezahlt werden sollen als auch wenn sie zu Lasten frei verfügbarer Rücklagen gehen. Bei den Prüfern handelt es sich um die der Gesellschaft; sofern diese noch nicht bestimmt sind, werden sie durch den Handelsregisterführer des Geschäftssitzes des Emittenten bestimmt (Art. 205 LSA). Obwohl das LSA es nicht ausdrücklich anordnet, versteht sich, daß beide Berichte den Aktionären ab der Einberufung der Hauptversammlung am Gesellschaftssitz zur Verfügung stehen sollen und daß die Aktionäre in der Einberufung auf ihr Recht zur Prüfung der Berichte aufmerksam gemacht werden müssen, ebenso wie auf ihr Recht, deren unentgeltliche Zusage zu verlangen (Art. 144 LSA).

Beide Berichte sollen dem Beschluß über die Emission zum Zweck ihrer Eintragung ins Handelsregister beigelegt werden (Art. 318.2 RRM).

c) Gleichzeitige Kapitalerhöhung durch Ausgabe neuer Aktien

aa) Kapitalerhöhung

Die Hauptversammlung, die der Ausgabe von Wandelanleihen zustimmt, soll gleichzeitig die zur eventuellen Erfüllung des Wandelrechts *notwendige* Kapitalerhöhung bewilligen (Art. 292.1 LSA). Diese Kapitalerhöhung hat insofern *instrumentellen* Charakter, als die aus ihr stammenden Aktien zur Bedienung der Wandelanleihen bestimmt sein müssen; daher muß die Erhöhung zwingend durch Ausgabe neuer Aktien erfolgen (Art. 151 LSA). Es handelt sich um eine die Rechte der Schuldverschreibungsgläubiger schützende Technik in dem Sinne, daß die Aktien, in die die Schuldverschreibungen umwandelbar sind, bereits *de iure* existieren. Dies erklärt, daß diese Kapitalerhöhung *unwiderruflichen* Charakter hat¹⁹ und daß die aus ihr stammenden Aktien *reserviert* bleiben zugunsten

¹⁹ ANGULO RODRIGUEZ, aaO (Fn. 12), S. 136.

der Inhaber der Wandelanleihen, die sich für die Ausübung ihres Wandelrechts entscheiden; so wird die Durchführung des Wandelrechts der Schuldverschreibungen in Aktien gesichert.

Da Art. 292.1 LSA sich auf eine Kapitalerhöhung in der *notwendigen* Höhe bezieht, ist es zulässig, daß die Emittentin zur Bedienung der Umtauschrechte auch eigene Aktien verwendet, die sie in ihrem Bestand hat oder die einer anderen Gesellschaft gehören. Stets setzt dies aber voraus, daß die im LSA vorgesehenen Mittel zum Schutz der Schuldverschreibungsgläubiger²⁰ sowie die Normen über den Erwerb eigener Aktien beachtet werden (Art. 75 ff LSA). Da es sich um eine *beschlossene, aber nicht gezeichnete* Kapitalerhöhung handelt, darf sie nicht auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen werden; das darf sie erst dann, wenn sie als Folge der Ausübung des Wandelrechts effektiv gezeichnet ist (Art. 294.1 LSA).

bb) Maßnahmen zum Schutz des Grundkapitals

Das LSA benutzt gewisse Mittel, um das Grundkapital zu schützen. Die Ausgabe von Wandelanleihen zu einem unter ihrem Nennwert liegenden Betrag ist verboten, ebenso wie die Umwandlung von Schuldverschreibungen in Aktien untersagt ist, wenn der Nennwert oder Einheitsbetrag der Schuldverschreibungen unter dem der Aktien liegt, die als Gegenleistung zur Umwandlung ausgehändigt werden (Art. 293.3 LSA). Es handelt sich um eine Konkretisierung des in Art. 47.2 LSA enthaltenen Prinzips, das die Emission von Aktien zu einem Zeichnungspreis unter ihrem Nennwert verbietet.

cc) Bezugsrecht

Das Haupthindernis, das einer Emission von Wandelanleihen vor Inkrafttreten des LSA gemäß R.D. Legislativo 1564/1989 vom 22. Dezember 1989 entgegenstand, war die Behandlung des Bezugsrechts der Aktionäre bei der zur Umwandlung notwendigen Kapitalerhöhung. Die Lehre sprach sich zum Teil für die Anwendbarkeit dieses Rechts des Aktionärs vor besagter Kapitalerhöhung und damit für dessen Unentziehbarkeit aus (Art. 39 LSA von 1951)²¹; die Gegenansicht befürwortete die Zulässigkeit seines Ausschlusses. Nötig war daher eine gesetzliche Regelung dieses Problems.

Art. 9 des Gesetzes 19/1989 wählte das bessere System. Die Emission von Wandelanleihen führt zum automatischen Ausschluß des Bezugsrechts hinsichtlich der für die Bedienung der Wandelrechte erforderlichen Kapitalerhö-

20 GARCIA DE ENTERRIA, in: Enciclopedia jurídica básica, Bd. III, 1995, S. 4514.

21 Vgl. SANCHEZ ANDRES, El derecho de suscripción preferente del accionista, 1973, S. 332ff.

hung (Art.152.2 LSA). Dieses Recht wird stattdessen übertragen auf die Zeichnung der Wandelanleihen, deren Emission beschlossen wurde (Art. 48.2.b und Art. 293.1 LSA). Entsprechend dem Umtauschverhältnis wird das gleiche Recht auch den Inhabern der aus früheren Emissionen stammenden Wandelanleihen zugestanden (Art. 293 LSA).

Art. 293.3 LSA ordnet die Anwendung des das Bezugsrecht regelnden Art. 158 LSA auf die Ausgabe neuer Wandelanleihen an. Dies hat zur Folge:

- Die Einhaltung einer Mindestfrist von einem Monat für seine Ausübung, gerechnet ab der Bekanntmachung der betreffenden Emission im Amtsblatt des Handelsregisters;
- die Verteilung der Wandelanleihen zwischen den Aktionären und den Inhabern der Wandelanleihen aus früheren Emissionen in dem Verhältnis, das dem „Nennwert der von ihnen gehaltenen Aktien oder dem Nennwert der Aktien entspricht, die den Inhabern der Wandelanleihen zustehen würden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt von ihrem Wandelrecht Gebrauch machen würden“;
- die Übertragbarkeit der Bezugsrechte, deren Funktion es ist, den Inhabern eine zusätzliche Rendite ihrer Investition zu verschaffen, durch die die Verwässerung ihres ursprünglichen durch die Ausübung des Wandelrechts entstandenen Anteils am Gesellschaftsvermögen ausgeglichen werden kann.

Eine problematische und ungeklärte, auch vom LSA nicht gelöste Frage betrifft die Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses. Meines Erachtens sollte hierbei zwischen dem Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre der Emittentin und dem der Inhaber von aus früheren Emissionen stammenden Wandelanleihen unterschieden werden.

Bezüglich der Aktionäre der emittierenden Körperschaft kann der Bezugsrechtsausschluß zulässig sein, wenn er sich im Rahmen der von Art. 159.1 LSA generell vorgesehenen Bedingungen hält²². Diese Norm verlangt die Einhaltung verschiedener Erfordernisse zum Schutz der Rechte der Aktionäre, nämlich die Stärkung ihres Informationsrechts sowie die Kontrolle des Bezugsrechtsausschlusses seitens unabhängiger Experten. Außerdem muß nach Art. 159.1 LSA der gänzliche oder teilweise Ausschluß dieses Rechts durch das Gesellschaftsinteresse geboten sein. Dieses Gesellschaftsinteresse muß kausal für den Ausschluß sein; es genügt nicht die bloße Existenz eines Gesellschaftsinteresses, sondern darüber hinaus darf dieses Interesse nicht anders gewahrt werden können als durch den gänzlichen oder teilweisen Bezugsrechtsausschluß²³.

22 So TAPIA HERMIDA, in: *Derecho de sociedades anónimas*, Bd. III/2, 1994, S. 1162 ff; SANZ GARCIA, *Revista de Derecho de Sociedades* 8/1997, 282.

23 ALONSO LEDESMA, in: *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, 1991, S. 39 ff.

Bezüglich der Inhaber von aus früheren Emissionen stammenden Wandelanleihen muß außer den Erfordernissen, die für den Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre gelten, noch der zustimmende Beschluß der jeweiligen Versammlungen der Inhaber von früheren Schuldverschreibungen vorliegen (Art. 300 LSA).

3. Schutz des Wandelrechts vor seiner Ausübung

a) Einleitung

Neben den bereits beschriebenen sieht Art. 294.2–3 LSA einige ergänzende Vorkehrungen zum Schutz des wirtschaftlichen Wertes des Wandelrechts vor nachteiligen Maßnahmen vor, die in der Gesellschaft, in deren Aktien die Schuldverschreibungen umwandelbar sind, vor Ausübung des Wandelrechts vorkommen können. Es handelt sich um Bestimmungen zum Schutz gegen „Verwässerung“, die den *wirtschaftlich-gesellschaftsrechtlichen* Inhalt der Wandelanleihen schützen; ihr Schutzzweck zielt weniger auf die Gläubigerposition ihres Inhabers, sondern vielmehr auf seine Stellung als zukünftiger Gesellschafter der emittierenden Gesellschaft²⁴. Diese Schutzmechanismen haben nur Sinn im Fall eines fixen oder bestimmten Umtauschverhältnisses, da der Anteil am Gesellschaftskapital, der in fixer Form den Inhabern von Schuldverschreibungen schon vom Moment der Emission der Wandelanleihen an zusteht, durch bestimmte Maßnahmen der Gesellschaft vor der Umwandlung geschmälert werden könnte. Bei einem variablen oder bestimmbareren Umtauschverhältnis erübrigen sich solche Maßnahmen, da ja schon die Technik dieser Festlegung des Umtauschverhältnisses die eventuellen Nachteile der Anleihegläubiger durch Zuteilung einer größeren Anzahl von Aktien bei der Umwandlung kompensiert²⁵.

b) Schutz vor effektiven Kapitalerhöhungen und vor der Ausgabe neuer Wandelanleihen

Beide Maßnahmen können den vermögensrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Inhalt des Wandelrechts beeinträchtigen, da die Inhaber der Schuldverschreibungen als deren Folge bei der Umwandlung einen geringeren Anteil des Gesellschaftskapitals erhalten, als sie im Moment der Zeichnung der Wandelanleihen gehabt hätten. Davor werden sie geschützt, indem ihnen ein mit dem der Aktionäre gleichberechtigtes Bezugsrecht auf die neuen Aktien oder Wandelanleihen zuerkannt wird (Art. 158.1 LSA und Art. 293.2 LSA). Sicherlich handelt es sich hierbei nicht um das beste System zum Schutz der Inhaber von

24 GARCIA DE ENTERRIA, aaO (Fn. 20), S. 4515.

25 So GARCIA DE ENTERRIA, aaO (Fn. 20), S. 4515.

Schuldverschreibungen vor solchen Maßnahmen, doch weist es nicht die praktischen Schwierigkeiten des effektiveren, in der Festlegung des Umtauschverhältnisses unter der Kontrolle des CNMV bestehenden Systems auf, so wie es in anderen Rechtsordnungen – etwa der französischen – angeordnet wird.

Das LSA enthält keine Schutzvorschriften für den Schutz des Wandelrechts vor der Kapitalerhöhung durch Erhöhung des Nennwerts der alten Aktien, verbunden mit der Leistung neuer Einlagen seitens der Altaktionäre. Diese Art der Kapitalerhöhung kann das Wandelrecht aber genauso beeinträchtigen wie die effektive Kapitalerhöhung durch Ausgabe neuer Aktien.

c) Schutz vor Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln und vor Kapitalherabsetzungen wegen Verlusten

Zum Schutz vor *Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln* oder vor *Kapitalherabsetzungen zum Ausgleich von Verlusten* ordnet Art. 294.2 LSA die *Anpassung des Umtauschverhältnisses im Verhältnis der Erhöhung oder der Herabsetzung an „in einer die Aktionäre und Inhaber von Schuldverschreibungen in gleicher Weise betreffenden Form“*. Diese Anpassung korrigiert den Anstieg des Umtauschverhältnisses im Fall der Erhöhung und dessen Sinken im Fall der Herabsetzung zum Ausgleich von Verlusten. Im ersten Fall muß die Gesellschaft den Inhabern der Schuldverschreibungen anbieten, daß sie eine größere Anzahl an Aktien umwandelt beziehungsweise im Fall der Nennwerterhöhung die gleiche Anzahl, aber mit höherem Nennwert entsprechend der Erhöhung; im zweiten Fall gilt das Umgekehrte.

Die einheitliche Behandlung beider Maßnahmen vermag nicht zu überzeugen. Die Anpassung des Umtauschverhältnisses ist notwendig, wenn auch nicht ausreichend im Fall der sogenannten *Gratis*-Kapitalerhöhung oder Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Die besagte Anpassung muß nämlich ergänzt werden durch Verwendung von Teilen der für die Kapitalerhöhung bestimmten Rücklagen oder Gewinne, um die Wertdifferenz durch deren Umwandlung in Kapital auszugleichen. Dann ziehen nur die Anleihegläubiger Nutzen daraus, die ihr Wandelrecht ausüben. Trotz des allgemeinen Verweises von Art. 293.3 auf Art. 158 LSA ist nicht zu verstehen, daß die Inhaber der Wandelanleihen in diesem Fall das Recht der unentgeltlichen Zuteilung von Aktien haben; denn dies führt zu einem übermäßigen Schutz der Inhaber der Wandelanleihen zum Nachteil der Aktionäre²⁶.

Bei einer Kapitalherabsetzung zum Ausgleich von Verlusten muß das Umtauschverhältnis lediglich dann modifiziert werden, wenn das Umtauschverhältnis auf dem Nennwert der Aktien basierte. Dadurch soll die Gleichbehandlung

²⁶ TAPIA HERMIDA, aaO (Fn. 22), S. 1182.

der Inhaber von Wandelanleihen mit den Aktionären erreicht werden; anders gewendet sollen die Inhaber der Wandelanleihen, die umwandeln, wie der Rest der Aktionäre die Wirkungen der Herabsetzung wegen Verlusten mittragen.

d) Schutz vor einer Minderung des Kapitals aufgrund von Einlagenrückgewähr oder des Erlasses noch nicht erbrachter Einlagen

Art. 294.3 LSA verbietet für den Fall, daß Wandelanleihen existieren, daß die Hauptversammlung das *Kapital durch Rückgewähr von Einlagen oder durch den Erlaß noch offener Einlageforderungen mindert*, sofern nicht den Inhabern der Wandelanleihen im voraus und mit ausreichenden Sicherheiten die Möglichkeit zur Umwandlung geboten wird. Dies dient also als Schutzmaßnahme des Wandelrechts vor derartigen Maßnahmen.

Dieser Schutzmechanismus schützt die Anleihegläubiger trotz seiner vielen Sicherheiten nur relativ schwach. Ein Schutz wird auch vehement von der italienischen Lehre abgelehnt, durch die der spanische Gesetzgeber inspiriert wurde. Der Schutz muß deshalb als so gering erachtet werden, weil er sich nur auf die Schuldverschreibungsgläubiger erstreckt, die sich zur Umwandlung im voraus entscheiden und selbst dabei nicht auf alle. Zudem schützt diese Lösung nicht diejenigen Anleihegläubiger, die sich nicht zu einer Umwandlung im voraus entscheiden. Das Gesetz bietet hier keinerlei Lösung an. Die französische Lösung wäre hier angemessener; sie verbietet solche Maßnahmen ausnahmslos, solange die Gesellschaft Wandelanleihen im Umlauf hat.

e) Schutz vor anderen Maßnahmen der Gesellschaft

Das LSA enthält keine speziellen Regelungen zum Schutz des Wandelrechts vor anderen Maßnahmen der Gesellschaft, die sich negativ auf das Wandelrecht auswirken, wie etwa der Änderung der satzungsmäßigen Regelungen über Gewinnverteilung oder einer Änderung der Gesellschaftsstruktur (Verschmelzung, Spaltung oder sonstige Umwandlung der Gesellschaft, die Wandelanleihen in Umlauf hat). Bei derartigen Maßnahmen müssen sich die Inhaber von Wandelanleihen mit den allgemeinen Schutzmaßnahmen begnügen, insbesondere durch gemeinschaftliche Ausübung ihrer Rechte durch die gemeinsame Versammlung der Schuldverschreibungsinhaber, wenn man meint, daß die Emittentin solche Maßnahmen in unredlicher oder rechtsmißbräuchlicher Weise oder zur Gesetzesumgehung vornimmt.

III. Besonderheiten bei Optionen auf andere Wertpapiere („warrants“)

1. Wesen der Optionen auf andere Wertpapiere („warrants“)

Im spanischen Recht existiert kein spezielles Recht für Optionen auf andere Wertpapiere, die auf dem Kapitalmarkt normalerweise als „warrants“ bezeichnet werden. Es handelt sich um selbständige Wertpapiere, die selbständig oder gemeinsam mit Aktien oder Anleihen ausgegeben werden können, und die ihrem Inhaber das direkte oder indirekte Recht zur Zeichnung bzw. zum Erwerb von Aktien oder anderen Wertpapieren einräumen, die durch die Emittentin oder eine andere Gesellschaft ausgegeben wurden.

Obwohl eine spezifische materiell-rechtliche Regelung für *warrants* fehlt, wurden sie in den Art. 2.1 f und Art. 17 RD 291/1992 gesetzlich anerkannt. Diese Vorschriften bestätigen die Zulässigkeit ihrer Emission im spanischen Recht²⁷. Die Verbindung beider Vorschriften erlaubt es, „warrants“ rechtlich

27 „Bestätigen“, weil die „warrants“, obwohl sie nicht gesetzlich geregelt sind, wie auch die Wandelanleihen zum ersten Mal durch das Kapitalanlagegesetz (Nr. 46/1984) implizit zugelassen und von Art. 1 des RD 1197/1991 betreffend das öffentliche Angebot zum Erwerb von Aktien erwähnt werden. Art. 25 des Gesetzes 46/1984 bezieht sich auf „Wandelanleihen oder solche, die ein Recht zur Beteiligung an einer Kapitalerhöhung einräumen“, ohne sie näher zu konkretisieren.

Die Emission von Wertpapieren mit „warrant“ ist von den Autoren, die sich damit befaßt haben, nicht beanstandet worden; vgl. etwa GARCIA-PITA Y LASTRES, Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los „warrants“ y las opciones sobre valores negociables, in: La Ley, Nr. 2519 vom 29. 6. 90, S. 5 ff, der die Möglichkeit der Einführung neuer übertragbarer Wertpapiere aus dem Prinzip der Privatautonomie in Art. 1255 CC begründet (S. 4) und dazu auch die „warrants“ zählt. Dem folgen RODRIGUEZ-ROVIRA, Revista de Derecho Mercantil 1991, 844; FERNANDEZ DEL POZO, Revista Crítica de Derecho Inmobiliario 1991, 1854 ff.

Dessenungeachtet besteht die Befugnis, neue Wertpapiere einzuführen oder, wenn man so will, selbständig verbriefte Rechte (Aktienurkunden oder Bucheintragungen) zu begründen, nur in den Grenzen des zwingenden Rechts; dessen Wirkungen können beim Recht der Wandelanleihen offensichtlich sein, weil es durch die „warrants“ beträchtlich verwässert werden kann. Vgl. hierzu SANCHEZ CALERO, in: La reforma de la legislación mercantil, 1979, S. 233, für den „ein atypischer Tatbestand auf diesem Gebiet immer der besonderen Rechtfertigung bedarf, daß er nicht zwingenden Normen der Rechtsordnung widerspricht“; VICENT, Compendio crítico de Derecho mercantil, Bd. II, 1990, S. 618, der sich der Meinung von Garrigues anschließt und sich für die Existenz eines *numerus clausus* der Aktienurkunden ausspricht. Der genannte Professor führt für die Notwendigkeit einer ausdrücklichen gesetzlichen Absicherung der Einführung neuer Aktienurkunden an, daß die Geschäftsanteile der Sparkassen ausdrücklich durch Gesetz 26/1988 als Aktienurkunden zugelassen wurden. Im gleichen Sinne weist Professor Vicent darauf hin (aaO, S. 620), „daß Vorsicht angebracht ist bezüglich einer Ausdehnung des ganzen Systems der Umwandlung, der Legitimation des Inhabers zur Ausübung des Wandelrechts auf

als von den Wandelanleihen verschiedene Wertpapiere anzusehen, die ihren Inhabern die Option zuerkennen, andere Wertpapiere zu zeichnen oder zu erwerben²⁸. Die Wertpapiere, die Gegenstand des Zeichnungsrechts oder auch des von den „warrants“ abgeleiteten Erwerbs sind, können dem Emittenten selbst (*sponsored warrants*) oder einer anderen Person oder anderen Körperschaft gehören (*unsponsored warrants*)²⁹; sie können von beliebiger Natur sein (Aktien, Schuldverschreibungen etc.) und sie können schon jetzt emittiert sein oder erst in Zukunft emittiert werden. Dessenungeachtet ist zu berücksichtigen, daß die Verfügung vom 12. Juli 1993 nur Aktien als Wertpapiere erfaßt, die Gegenstand von in warrants verkörperten Optionen sind (Anhang B, Kapitel II, Nr. 13–16).

2. Emission der Optionen auf andere Wertpapiere („warrants“)

a) Anwendbare Vorschriften

Mangels gesetzlicher Sonderregelungen muß die Emission von „warrants“ im Hinblick auf den *allgemeinen* Charakter der Regelungen für die Emission von Wertpapieren in Kapitel X LSA zunächst diesen Normen unterstehen³⁰. Wenn die „warrants“ mittels eines öffentlichen Zeichnungsangebots ausgegeben werden, müssen darüber hinaus auch die Regeln über den Aktienmarkt anwendbar sein (RD 291/1992 und Verfügung vom 12. Juli 1993).

Der Emittent muß demnach die Grundregeln des Rechts der Emission von Schuldverschreibungen einhalten, also:

- die der Hauptversammlung vorbehaltene Zuständigkeit für die Genehmigung der Maßnahme und ihrer grundlegenden Bedingungen;
- die Beurkundung des entsprechenden Beschlusses, seine Eintragung ins Handelsregister und seine Offenlegung im Amtsblatt des Handelsregisters;
- gegebenenfalls die Beachtung der Obergrenze der Emission nach Art. 282.1 LSA;

der Grundlage der Aktienurkunde (...) und des Ausschlusses von Rechten, die aus nicht die Umwandlung betreffenden Verhältnissen zum dritten Inhaber abgeleitet werden.“

28 CACHON BLANCO, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 46/1992, 376, 384 (zu den verschiedenen Arten von warrants S. 377).

29 Vgl. CACHON BLANCO, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 46/1992, 379–380; nach RODRIGUEZ-ROVIRA, *Revista de Derecho Mercantil* 1991, 851 f scheint die Emission von *unsponsored* „warrants“ (über noch nicht emittierte Wertpapiere) in unserem Recht nicht vorzukommen, da die Ausübung des von den „warrants“ abgeleiteten Rechts durch die Emission eines Dritten bedingt bliebe, so daß sie gegen Art. 1261 CC verstieße, da der Vertrag über die Anlage eines genauen Objekts entbehrt.

30 ALONSO ESPINOSA, aaO (Fn. 2), S. 214 ff.

- die Bildung einer gemeinsamen Versammlung der Inhaber von „warrants“ und die Ernennung eines gemeinsamen Vertreters, der die Vertretung der gemeinsamen Interessen der Inhaber übernimmt³¹.

Wenn es sich bei den Wertpapieren, auf die sich die in den „warrants“ enthaltene Option bezieht, um Aktien handelt, können diese nach der Verfügung vom 12. Juli 1993 folgenden Ursprung haben:

- wenn die im „warrant“ verkörperte Option sich auf den Erwerb bereits bestehender Aktien der emittierenden Gesellschaft bezieht, können diese sowohl aus dem eigenen Bestand der Emittentin als auch aus einer anderen Quelle stammen, wie etwa dem Bestand einer anderen Gesellschaft (Anhang B, Kapitel II. 13.1 der Verfügung vom 12. Juli 1993); in diesem Fall hat die Emittentin bei den zur Umwandlung angebotenen Aktien die rechtlichen Grenzen für den Bestand an eigenen Aktien zu beachten (Art. 75 und 77.b, c, d LSA); diese Begrenzung bezieht sich eindeutig auf alle Aktien im Bestand der Gesellschaft und nicht nur auf die zur Umwandlung angebotenen, wie Art. 17.2 RD 291/1992 vielleicht nahelegen könnte;
- wenn sich die Option auf bereits bestehende Aktien einer anderen Gesellschaft bezieht, muß die Emittentin diese entweder in ihrem eigenen Wertpapierbestand haben, oder sie muß das Bestehen eines „Verfügungsrechts“ über diese glaubhaft machen (Anhang B, Kapitel II, 14.1);
- wenn sich die Option auf noch nicht emittierte Aktien einer anderen Gesellschaft bezieht, müssen diese aus einer künftigen und durch die Ausübung der Option bedingten Kapitalerhöhung stammen (Anhang B, Kapitel II.15.1);
- wenn die Optionen künftige Aktien der Emittentin betreffen und die Optionen in „anderen Wertpapieren als Wandelanleihen“ verkörpert sind, müssen die Aktien im Wege der Kapitalerhöhung gleichzeitig mit den „warrants“ ausgegeben werden (Anhang B, Kapitel II. 16.1).

Nach Art.17.2 RD 291/1992 muß die Emittentin folgende Informationen im Emissionsprospekt geben:

- klare Bezeichnung der Wertpapiere, auf die sich die Optionen beziehen;
- Informationen über die Inhaberschaft dieser Wertpapiere oder über ihre Verfügbarkeit und die Garantie, daß die Wertpapiere gebunden sind oder für eine eventuelle Ausübung des Wandelrechts zur Verfügung stehen;
- Informationen über die gesetzlichen Regelungen oder die von der Emittentin beschlossenen Satzungsbestimmungen, mit denen die Emission vor Beeinträchtigungen geschützt wird;

31 ALONSO ESPINOSA, aaO (Fn. 2), S. 214ff, v.a. S. 220–221.

- Informationen über die Frist für die Ausübung der Optionen, das für die Ausübung vorgesehene Verfahren und über die Emittentin der Wertpapiere, die Gegenstand der Option sind.

Wenn die Optionen noch nicht emittierte Aktien betreffen, „müssen Regeln getroffen werden, die den von Art. 293 und Art. 294 Abs. 2 Sätze 2 und 3 und 3 LSA für Wandelanleihen vorgesehenen entsprechen“. Es besteht ein Bezugsrecht der Aktionäre und der Inhaber von aus früheren Emissionen stammenden Wandelanleihen auf die Optionen. Überdies ist das Bezugsrecht auch auf die Inhaber von früher ausgegebenen „warrants“ auf Aktien auszudehnen. Schließlich muß der künftige Gesellschafter gegenüber dem Inhaber solcher „warrants“ auf die gleiche Weise geschützt werden wie ein Wandelanleihegläubiger.

b) Mißverhältnis zwischen dem Recht der Optionen („warrants“) und dem Recht der Wandelanleihen

Diese letzte Variante – „warrants“, die sich auf noch nicht emittierte Aktien beziehen – befremdet, da sie es ermöglicht, einigen Regelungen auszuweichen, die das LSA zum Schutz der Inhaber von Wandelanleihen vorsieht. Insbesondere können die Art. 292 und 294.1 LSA durch die Bezeichnung solcher Wertpapiere als „verschieden von Wandelanleihen“ umgangen werden. In diesem Fall bewirkt die Entscheidung eines Emittenten, „warrants“ in dieser Variante auszugeben, folgende Unstimmigkeiten, die mit einem strengen Verständnis des Gesetzestexts schwer vereinbar sind:

- die Regeln über Wandelanleihen können teilweise von Emittenten umgangen werden, wenn das Wandelrecht an „warrants“ statt an Wandelanleihen *typischer* Ausgestaltung anknüpft;
- es gibt keine rechtlichen Regelungen, durch die das Bestehen der Aktien gesichert wird, in die die „warrants“ umwandelbar sind. So fehlt etwa eine Verpflichtung des Emittenten zur Durchführung einer Kapitalerhöhung gleichzeitig mit dem Beschluß über die Emission der „warrants“, durch die Aktien entstehen, die den Inhabern der „warrants“ unwiderruflich vorbehalten sind. In der Tat kann der Emittent die Anwendung des Art. 292 LSA abbedingen, da die besagte Vorschrift nicht zu den gemäß Art. 17 RD 291/1992 zwingend zu beachtenden Normen zählt³². Stattdessen reicht es aus, nicht näher konkretisierte Sicherheiten dafür zu stellen, daß die Aktien „für die mögliche Ausübung der eingeräumten Optionen bestimmt sind“ (Art. 17.2 Absatz 1 RD 291/1992). Wenn die Aktien, auf die sich die Optionen beziehen, von einer anderen als der emittierenden Gesellschaft stammen, verpflichtet die Verfügung vom 12. Juli 1993 den Emittenten, im Emissionsprospekt „die größtmöglichen

32 Abw. RODRIGUEZ-ROVIRA, Revista de Derecho Mercantil 1991, 853: zwingend.

- rechtlichen Sicherheiten dafür zu stellen, daß im Zeitpunkt der möglichen Ausübung der Optionen eine ausreichende Anzahl von Aktien zur Verfügung steht, wobei auf die einschlägigen Beschlüsse der Hauptversammlung und des Verwaltungsorgans der emittierenden Gesellschaft Bezug zu nehmen ist“ (Anhang B, Kapitel II. 15.1). Wenn sich die Optionen auf Aktien der Emittentin beziehen, muß der Emissionsprospekt den „Hauptversammlungsbeschuß über die Erhöhung des Kapitals um den Betrag wiedergeben, der erforderlich ist, um der möglichen Ausübung der eingeräumten Optionen nachzukommen“ (Anhang B, Kapitel II.16.1);
- keine Anwendung finden die durch Art. 292.3 LSA angeordneten Schutzmaßnahmen zur Sicherung des Grundkapitals; so ist es zulässig, daß der Zeichnungspreis der „warrants“ unter dem der Aktien liegt, in die sie wandelbar sind, ebenso wie es zulässig ist, diese Wertpapiere zu einem unter ihrem Nennwert³³ liegenden Preis zu emittieren, sofern man nicht Art. 47.2 LSA für anwendbar hält;
 - obwohl Art. 17 RD 291/1992 den Bericht der Verwalter über die Grundlagen und Modalitäten der Umwandlung nicht für zwingend erklärt, verpflichtet die Verfügung vom 12. Juli 1993 zur Verschaffung dieser Informationen, allerdings nicht zugunsten der Aktionäre der ausgehenden Gesellschaft, sondern zugunsten der Zeichner der „warrants“, und zwar mittels des Emissionsprospekts (Anhang B, Kapitel II, Nr. 15.3 und 16.3);
 - auch wird weder ein besonderes Verfahren des Tausches oder der Umwandlung rechtlich vorgeschrieben noch ist zwingend vorgesehen, daß die Hauptversammlung eine Höchstfrist für die Umwandlung festlegt, da ja Art. 294.1 und 2 Satz 1 LSA für unanwendbar erklärt werden;
 - schließlich sind die Normen zum Schutz des Wandelrechts (Art. 293 und 294 LSA) bloß vertraglicher Natur. Dies ergibt sich aus Art. 17.2 RD 291/1992 a.E., nach dem der Beschluß über die Emission „Regeln irgendeinen Inhalts enthalten soll“ wie die in diesen Vorschriften vorgesehenen³⁴.

33 Eine eventuelle Differenz zwischen dem Nennwert der Aktien und dem Wert der Optionen muß durch die Gesellschaft gedeckt werden oder durch die, die die Option ausüben. Ansonsten würde das Verbot der Unter-Pari-Emission der Aktien verletzt (Art. 47.2 LSA).

34 Zu seinem Geltungsbereich CACHON BLANCO, Revista de Derecho Bancario y Bursátil 46/1992, 401-404.

Inhalt

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

Schweden	
ROLF SKOG: Convertible bonds and subscription warrants in Sweden	242
Schweiz	
JOHANNES KÖNDGEN und DANIEL DAENIKER: Wandel- und Optionsanleihen in der Schweiz	265
Spanien	
FRANCISCO JOSÉ ALONSO ESPINOSA: Wandel- und Optionsanleihen in Spanien	300
Sachregister	329

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

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

Printed in Germany

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

Druck und Bindung: Kösel, D-87435 Kempten