

# Das Problem des Umtauschverhältnisses für Wandelanleihen nach Herabsetzung des Gesellschaftskapitals wegen Verlusten nach Art. 2420 bis VI ZGB

1. – Der Verfasser dieser Zeilen nimmt dieses Thema nach seiner alten Schrift in *Riv. dir. civ.* 1983, II, 485 wieder auf, das von der Rechtsprechung noch keiner Lösung zugeführt worden ist und erst recht keiner befriedigenden, und auf das die Rechtslehre eine Antwort gegeben hat, die weitgehend akzeptiert worden, von meinem Standpunkt aus aber ungerechtfertigt ist.

Das Problem konkretisiert sich in der Frage, welche Bedeutung Art. 2420 bis VI haben soll, der wörtlich lautet: "Bei Kapitalerhöhungen durch Anrechnung von Rücklagen und bei Kapitalherabsetzungen wegen Verlusten ändert sich das Umtauschverhältnis proportional zur Kapitalerhöhung bzw. – herabsetzung."

In der vorherrschenden Lehre<sup>(1)</sup> wird die Auffassung vertreten, dass im Fall einer Herabsetzung des Grundkapitals wegen Verlusten (und damit auch des Nennwerts der ausgegebenen Aktien) auch der Inhaber von Wandelanleihen die Folgen der Kapitalherabsetzung erleidet und dieselbe Anzahl von Aktien erhält, die ihm seinerzeit versprochen wurde, wobei der Nennwert aufgrund der Verluste niedriger ist.

Aus "Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali", 2001, Nr. 1.

(1) In diesem Sinne: BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 724; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, S. 166ff., Anm. 77; B. COLUSSI, *Problemi delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 606; F. FERRARA, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1974, S. 560; R. NOBILI-M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, S. 254ff.; F. FAZZUTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 928.

In jener alten Arbeit hatte ich mit Überzeugung die Auffassung vertreten, dass der Inhaber von Wandelanleihen, der den Umtausch nach Abs. 4 noch nicht beantragt hat, das Recht auf die höhere Anzahl von Aktien zum geringeren Nennwert hat, wobei das Produkt aus Anzahl und Nennwert dem Nennwert aller in seinem Besitz befindlichen Wandelanleihen entsprechen solle. Das bedeutet praktisch, dass der Gläubiger der Schuldverschreibungen im Fall einer Halbierung des Grundkapitals wegen Verlusten und damit einer Halbierung des Nennwerts der ausgegebenen Aktien doppelt so viele Aktien mit halbiertem Nennwert erhält.

Diese Lösung ist vereinzelt geblieben und hat bei den Autoren, die sich später mit dem Thema befasst haben, keine Schule gemacht, ohne dass diese übrigens irgendein zusätzliches überzeugendes Argument zugunsten der herrschenden Meinung ins Feld geführt hätten.<sup>(2)</sup>

Ich komme an dieser Stelle darauf zurück, weil ich der Überzeugung bin, dass die herrschende Meinung sowohl zur wörtlichen als auch zur logischen Interpretation der besprochenen Rechtsvorschrift in Widerspruch steht, und um weitere Gedankengänge auszuführen, die zeigen, wie die zuvor vorgebrachte Auffassung einer genauen Anwendung des Gesetzes entspricht.

2. – In Art. 2420 bis I ZGB ist festgelegt, dass die außerordentliche Hauptversammlung, die über die Ausgabe der Wandelanleihen beschließt, "das Umtauschverhältnis und die Modalitäten" festlegt, während im folgenden Abs. 2 hinzugefügt wird, dass diese "die Erhöhung des Grundkapitals um einen Betrag, der dem Nennwert der beim Umtausch zuzuweisenden Aktien entspricht," beschließt.

In Abs. 5 wird außerdem festgelegt, dass die Gesellschaft keine Herabsetzung des überschüssigen Kapitals beschließen kann.

Abs. 6 schreibt, wie man sehen konnte, vor, dass "das Umtauschverhältnis sich bei einer Kapitalherabsetzung wegen Verlusten proportional zur Höhe der Herabsetzung verändert."

Das Umtauschverhältnis und die Umtauschmodalitäten, die von der ausgebenden Gesellschaft beschlossen worden sind, werden ausdrücklich auf dem

(2) P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano 1983, S. 140ff.

Zertifikat der Wandelanleihe als Besitz des Gläubigers der Wandelanleihe angegeben.

Die herrschende Rechtslehre, die der Wandelanleihe hingegen dieselbe Anzahl Aktien zuweisen möchte, die aber niedrigeren Nennwert haben, bedeutet eine Verschlechterung des ursprünglich von der Hauptversammlung beschlossenen Umtauschverhältnisses, das den Gläubigern versprochen worden war. Dadurch wird die Vorschrift im letzten Teil von Abs. 6 auf den Kopf gestellt, wo vorgesehen ist, dass das Umtauschverhältnis "proportional zur Höhe der Herabsetzung" verändert werden muss.

Die Änderung des Umtauschverhältnisses muss umgekehrt proportional zur Kapitalherabsetzung wegen Verlusten erfolgen und die Gesellschaft ist gehalten, die Menge Aktien mit reduziertem Nennwert zuzuweisen, deren Produkt dem Wert des Anteils entspricht, auf den ursprünglich ein Anrecht bestand.

Der Inhaber der Wandelanleihen hat das Recht, durch das Umtauschverhältnis zu einem Anteil zu gelangen, dessen Nennwert dem ursprünglich versprochenen Nennwert der Anleihen entspricht.

Die Gesellschaft hat keinerlei Recht, dieser Verpflichtung, die sie eingegangen ist, nicht nachzukommen.

Die Kapitalerhöhung, die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Wandelanleihen nach Abs. 3 beschlossen worden ist, ist von der Herabsetzung nicht berührt, denn die Erhöhung ist künftig und virtuell, dies im Gegensatz zu dem Kapital, das auf die Aktionäre verteilt ist, und damit herabgesetzt werden kann.

Der Inhaber von Wandelanleihen hat damit das Recht, die Menge an Aktien zu erhalten, die den im Beschluss zur Kapitalherabsetzung genannten Nennwert ausmachen, welcher wiederum dem Nennwert der Anleihen in seinem Besitz entspricht, die er in Aktien umtauschen wird.

Wer eine andere Meinung vertritt, verwechselt das im Umlauf befindliche Grundkapital, welches nach der Kapitalherabsetzung im Besitz der Aktionäre ist, mit dem, das sich aus dem Erhebungsbeschluss nach Art. 2420 III ergibt. Dieses ist virtuell und nur für die Inhaber der Wandelanleihen vorgesehen.

Die Inhaber der im Umlauf befindlichen Aktien sind außerdem für die Ernennung der Geschäftsführung verantwortlich und haben direkt oder indirekt die Entscheidungen des Managements zu vertreten, die zu den Verlusten geführt haben.

Die herrschende Lehre, die die Verluste auch auf die Wandelanleihen ausdehnen möchte, sofern das Umtauschrecht

nicht vor dem Beschluss über die Kapitalherabsetzung ausgeübt worden ist, ist aufgrund von Abs. 6 abzulehnen, der wörtlich vorschreibt, dass "das Umtauschverhältnis sich proportional zur Höhe der Herabsetzung verändert."

Es handelt sich um eine Veränderung des Umtauschverhältnisses zugunsten der Inhaber der Anleihen, genauer gesagt um eine Veränderung, die sich umgekehrt proportional zur beschlossenen Kapitalherabsetzung verhält, welche ausschließlich zu Lasten der Aktionäre gehen darf.

Die gegenteilige, vorherrschende Auffassung weist den Worten der Rechtsvorschrift dagegen nicht die Bedeutung einer Veränderung, sondern einer Erhaltung des rein quantitativen Verhältnisses der Aktien mit dem halbiertem Nennwert der Wandelanleihen zu.

Mit dem Beschluss zur Ausgabe von Wandelanleihen und der Kapitalerhöhung, die den Gläubigern zusteht, hat die Gesellschaft sich verpflichtet, diesen Aktien für einen bestimmten Wert zu geben und ihnen ein solches Umtauschverhältnis zu garantieren, das der gesamten nur für die Anleiheninhaber vorgesehenen Kapitalerhöhung entspricht.

Die nach Abs. 3 beschlossene Kapitalerhöhung kann andererseits nicht zu Lasten der Inhaber der Obligationen rückgängig gemacht oder verändert werden, weil diese Bestandteil des Gesellschaftsvertrags ist und als Verpflichtung auf den in Umlauf befindlichen Zertifikaten über die Wandelanleihen vermerkt ist, so dass dies die Verpflichtung der ausgebenden Gesellschaft im Sinne von Art. 2420 bis darstellt.

Es ist zwischen dem bereits bestehenden Kapital einer Gesellschaft zu unterscheiden, das sich bereits im Umlauf befindet, und der künftigen Erhöhung zugunsten der Anleiheninhaber, wie auch zwischen den im Umlauf befindlichen und künftig ausgegebenen Aktien.

3. – In unserer Rechtslehre ist wiederholt das Argument vorgebracht worden, dass der Inhaber von Wandelanleihen, der entsprechend unseren Ausführungen vor Verlusten bei der Änderung des Umtauschverhältnisse geschützt ist, einen Vorteil aus den Verlusten der Gesellschaft ziehe. Dadurch ergebe sich eine Umkehrung des Verhältnisses von Anleiheninhaber und Aktionär.

Diese Auffassung ist unbegründet. Der Anleiheninhaber zieht nämlich keinen Vorteil aus Verlusten, sondern ist nur davor geschützt, denn die Verluste sind ihm nicht einmal indirekt anzulasten.

Wer anderer Auffassung ist, würde den Aktionären, die insgesamt für die Entscheidungen der von ihnen bestellten Manager verantwortlich sind, gegen jede Logik und zu Lasten der Anleiheninhaber einen Vorteil aus Verlusten verschaffen.

Soll es etwa richtig sein, dass der Inhaber von im Umlauf befindlichen Aktien, der, wenn auch indirekt, für die Verluste der Gesellschaft und des Gläubigers bzw. Anleiheninhabers verantwortlich ist, daraus auch noch seinen Vorteil zieht?

Die Gesellschaft ist sicher verpflichtet, dem Anleiheninhaber den dem Umtauschverhältnis entsprechenden Anteil zu garantieren, der im Ausgabebeschluss festgelegt wurde, und muss diese Verpflichtung deshalb erfüllen. Sie hat aber auch ein eigenes Interesse daran, sich selbst die Möglichkeit zu weiterem Kapitalzufluss durch Kapitalerhöhungen nach Art. 2420 bis II ZGB zu erhalten, der den Anleiheninhabern vorbehalten ist.

Dieses Interesse ist umso größer, je höher die Verluste sind, wie es auch vorkommt, dass diese das Kapital ganz aufzehren. Die herrschende Meinung schützt letztlich gegen jede Logik die Interessen der Aktionäre zu Lasten der Gesellschaft und ihres Überlebens wie auch zu Lasten der Gläubiger mit Wandelanleihen.

Dadurch wird das Prinzip festgeschrieben, dass die Gesellschaft den zum Zeitpunkt des Ausgabebeschlusses eingegangenen Verpflichtungen gegenüber den Anleiheninhabern nicht nachkommt.

Dass allein die Aktionäre die Folgen der Kapitalherabsetzung wegen Verlusten zu tragen haben, ist auch dadurch begründet, dass es sich um eine Folge des von ihnen getragenen Risikos handelt.

Warum sollte der Beschluss über die Kapitalherabsetzung wegen Verlusten auch auf noch nicht erfolgte und zu dem Zeitpunkt lediglich virtuelle Kapitalerhöhungen ausgedehnt werden und warum sollten die Anleiheninhaber dessen Folgen tragen, wo sie doch mit den juristischen Aspekten der Gesellschaft auch indirekt nichts zu tun haben? Sie erhalten keine Vorteile, sondern sind nur vor Verlusten geschützt, die ihre Forderungen anderenfalls nicht umtauschbar machen würden.

Dies ist lediglich eine der Folgen des Beschlusses über die Ausgabe von Anleihen und die Kapitalerhöhung, der eine Veränderung im Gesellschaftsvertrag und die Anmerkung der Verpflichtung auf dem Anleihezertifikat entspricht.

Die herrschende Meinung, der hier widersprochen wird, verletzt letztlich die zweifache Verpflichtung auf das Nettovermögen und auf die Einhaltung des Nennwerts.

Ein grundlegendes Argument zur Unterstützung der hier vorgebrachten Auffassung ergibt sich aus der Bestimmung nach Art. 2412 ZGB.

Dort wird nicht nur vorgeschrieben, dass die Gesellschaft, die die Obligationen ausgegeben hat, das Grundkapital nur proportional zu den zurückgezahlten Anleihen herabsetzen kann, sondern auch: "Bei Kapitalherabsetzungen wegen Verlusten muss die gesetzliche Rücklage weiterhin auf Grundlage des Wertes des zum Ausgabezeitpunkt vorhandenen Grundkapitals berechnet werden."

Dies, bis "die Höhe des Gesellschaftskapitals und der gesetzlichen Rücklage der Höhe der in Umlauf befindlichen Obligationen entspricht."

Liest man diese Vorschrift, so erscheint die in der Lehre verbreitete Auffassung nicht gerechtfertigt.

Der Umstand, dass nicht einmal eine Herabsetzung des als überschüssig erachteten Kapitals beschlossen werden kann, ist ein zusätzliches Argument dafür, dass das Umtauschverhältnis für die Wandelanleihen nicht zum Schlechteren verändert werden kann.

4. – Die Verfechter der hier kritisierten Auffassung rechtfertigen diese außerdem mit dem Argument, die Inhaber von Wandelanleihen hätten nach Art. 2420 bis VI Vorteile aus einer eventuellen Kapitalerhöhung. Aus Gründen des Gleichgewichts müssten sie daher auch über den Umtauschkurs an den Verlusten teilhaben, sofern sie ihre Obligationen in Aktien umwandeln.

Die Vorschrift bezieht sich aber auf den Normalfall, d.h. dass eine Kapitalerhöhung für die Rücklagen bestimmt wird.

Dies geschieht insbesondere dann, wenn diese zur Deckung der Verluste verwendet werden sollen.

Durch dieses Argument wird die von mir vertretene Schlussfolgerung gestützt, der Gläubiger werde vor den Folgen einer Verwendung der Rücklagen zur Deckung von Verlusten geschützt, welche von den Aktionären beschlossen werden kann.

Auch wenn die Kapitalerhöhung "durch Anrechnung der Rücklagen" nicht zur Deckung von Verlusten dient, soll der Anleiheninhaber durch die Ausdehnung der Regelung vor Beschlüssen der Aktionäre geschützt werden, die seinen Interessen schaden.

Die Rücklagen sind letztlich deswegen nicht zu Lasten der Inhaber von Anleihen verfügbar, weil sie virtuell auch diesen gehören.

Durch die Vorschrift wird die Vermögenssituation der Gesellschaft

zum Zeitpunkt der Ausgabe der Obligationen festgeschrieben, wobei Art. 2412 ZGB den Gläubiger vor einer Verschlechterung des von den Aktionären beschlossenen Umtauschverhältnisses schützt, wie es auch Art. 2420 bis V ZGB will.

Dieser Schutz der Interessen des Anleiheninhabers entspricht allen Garantien für seine Rechte und Interessen, die auch in Art. 2413, 2414, 2415ff. ZGB vorgesehen sind.

Diese Regeln haben insgesamt den Zweck, den Inhaber von Anleihen vor Beschlüssen der Aktionäre zu schützen, die zu seinen Lasten gehen.

Der gewährte Schutz entspricht außerdem der Tatsache, dass der Inhaber einer Schuldverschreibung, die nicht unbedingt eine Wandelanleihe sein muss, nach Art. 2413 ZGB das Recht hat, die vorgesehenen Garantien zu erhalten und nach Art. 2415ff. ZGB die Befugnisse der Versammlung der Schuldverschreibungsinhaber in Anspruch nehmen kann.

Das den Anleihengläubigern, die über mindestens ein Zwanzigstel der ausgegebenen Schuldverschreibungen verfügen, verliehene Recht, die Versammlung der Schuldverschreibungsinhaber einzuberufen, erlaubt es ihnen, jeder Entscheidung zu ihren Lasten zuvorzukommen bzw. solche zu verhindern.

Die Auffassung, der zufolge die Inhaber einer Wandelanleihe vor einer Kapitalherabsetzung wegen Verlusten geschützt ist, gilt natürlich erst recht für den Fall einer Aufzehrung des Kapitals wegen Verlusten.

Zuletzt ist noch darauf hinzuweisen, dass das, was hier gesagt wurde, nur für den Inhaber einer Wandelanleihe gilt, der nicht etwa vor dem Beschluss über Kapitalherabsetzung wegen Verlusten einen Umtausch beantragt und durchgeführt hat.

Dieser ist jetzt nämlich ein Aktionär wie alle anderen, und auf ihm lastet das Risiko von Beschlüssen über Kapitalherabsetzungen, das den Schuldverschreibungsinhaber nicht berührt, der seine Schuldverschreibungen nicht in Aktien umgetauscht hat.

5. – Jemand könnte schließlich noch einwenden, dass unser Gesetzgeber die Aktionäre mit dieser Regelung zu sehr gestraft und den Inhabern von Schuldverschreibungen Vorteile verschafft habe.

Abgesehen von der indirekten Verantwortung der Aktionäre für die Verluste aufgrund des Managements der von ihnen gewählten Geschäftsführer, abgesehen von der Logik des Risikos, das auf den in Umlauf befindlichen Wertpapieren lastet, ist es nicht richtig, eine solche Verantwortung auch für die Schuldverschreibungsinhaber anzunehmen.

Unsere Rechtsordnung gesteht den Aktionären zum Schutz ihrer Interessen

auch gegenüber den Anleiheninhabern das Mittel nach Art. 2447 ZGB zu.

Dort ist vorgesehen, dass die Geschäftsführer bei Verlusten, die ein Drittel des Grundkapitals übersteigen, und für den Fall, dass dieses den gesetzlich festgelegten Wert unterschreitet, "unverzüglich die Hauptversammlung einberufen müssen, um über eine Kapitalherabsetzung *und dessen gleichzeitige Erhöhung zu beschließen.*"

Abgesehen von diesem besonderen Fall hat dies allgemeine Bedeutung. Die Aktionäre, die ihre Beteiligung am Kapital in der Menge beibehalten wollen, die es zum Zeitpunkt der Ausgabe der Schuldverschreibungen hatte und damit keine Verschlechterung hinnehmen wollen (die den Anleiheninhabern einen Vorteil brächte), können zum Ausgleich von Verlusten eine Wiederherstellung des Kapitals vornehmen.

Diese Wiederherstellung betrifft, wenn sie gleichzeitig mit der Kapitalherabsetzung vorgenommen wird, nur die Aktionäre.

Wie der Inhaber einer Wandelanleihe letztlich keine Verluste erleidet, kann er auch nicht von der Erhöhung oder Wiederherstellung des Kapitals profitieren, die von den Aktionären zur Deckung der Schulden beschlossen werden.

***Weiterer Beitrag des Verfassers zum selben Thema:***

– ***"Modifica del rapporto di cambio delle obbligazioni convertibili e riduzione per perdite del capitale sociale"***, in Rivista del diritto civile, 1983, II, S. 485 und in L'Espressione monetaria nella responsabilità civile, Cedam 1994, S. 463.