

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 324

**Umgekehrte Wandelschuldverschreibungen
als Mittel zur Finanzierung und Sanierung
von in der Rechtsform der Aktiengesellschaft
organisierten Unternehmen der Realwirtschaft**

Von

Christoph Becherer



Duncker & Humblot · Berlin

CHRISTOPH BECHERER

Umgekehrte Wandelschuldverschreibungen als Mittel
zur Finanzierung und Sanierung von in der Rechtsform
der Aktiengesellschaft organisierten Unternehmen
der Realwirtschaft

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 324

Umgekehrte Wandelschuldverschreibungen
als Mittel zur Finanzierung und Sanierung
von in der Rechtsform der Aktiengesellschaft
organisierten Unternehmen der Realwirtschaft

Von

Christoph Becherer



Duncker & Humblot · Berlin

Die Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Hamburg
hat diese Arbeit im Jahre 2020 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2021 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpar
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-18236-7 (Print)
ISBN 978-3-428-58236-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2019 bei der Fakultät für Rechtswissenschaften der Universität Hamburg als Dissertation eingereicht. Die Disputation fand am 31. August 2020 statt. Danach in Kraft getretene Gesetze sowie später erschienene Rechtsprechung und Literatur konnten nicht mehr berücksichtigt werden. Ferner haben die allein aufgrund der COVID-19-Pandemie erlassenen und voraussichtlich nur vorübergehend geltenden Gesetze keine Berücksichtigung gefunden.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Professor Dr. Heribert Hirte, LL.M. (Berkeley), MdB, der mein Dissertationsvorhaben betreut und mich jederzeit mit Rat und Tat unterstützt hat. Außerdem möchte ich Herrn Professor Dr. Kai-Oliver Knops für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens danken. Schließlich, aber sicherlich nicht zuletzt, möchte ich mich herzlichst bei meiner Familie, meinen Freunden und Bekannten bedanken, die mich stets unterstützt haben und ohne die diese Arbeit nicht hätte entstehen können. Namentlich hervorzuheben sind Dr. Jakub Brukwicki, Anna Eickmeier, Clemens Höhn, Maxim Kaminsky, Dr. Miriam Kolk und Daniel Scheler.

Berlin, im März 2021

Christoph Becherer

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	15
§ 2 Grundlagen	17
A. Begriffliche und rechtliche Einordnung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	17
I. Begriff und Rechtsnatur der umgekehrten Wandelschuldverschreibung	17
1. Schuldverschreibung	18
2. Zusatzrecht	19
a) Inhaber des Zusatzrechts	20
b) Ausgestaltung des Zusatzrechts	20
aa) Umgekehrte Wandelanleihen	21
bb) Umgekehrte Optionsanleihen	22
(1) Bezugspflicht der Gläubiger	23
(2) Bezugsrecht der Gesellschaft	24
(3) Ergebnis	26
c) Gegenstand des Zusatzrechts	26
aa) Aktien der Emittentin	27
bb) Junge Aktien der Emittentin	28
cc) Existierende Aktien der Emittentin	28
(1) Wortlaut	29
(2) Systematik	30
(3) Gesetzgebungsgeschichte	31
(4) Unionsrechtliche Vorgaben	31
(5) Sinn und Zweck	32
(6) Ergebnis	35
d) Rechtsnatur des Zusatzrechts	35
3. Ergebnis	36
II. Verhältnis zu und Abgrenzung von artverwandten Finanzinstrumenten	37
1. Weitere Finanzinstrumente des § 221 AktG	37
a) „Klassische“ Wandelanleihen und Optionsanleihen	37
b) Gewinnschuldverschreibungen	38
c) Genussrechte	39
d) Ergebnis	40

2. Besondere Gestaltungsformen der Wandelanleihe	40
a) Pflichtwandelanleihen	41
b) Wandelanleihen mit Tilgungswahlrecht	44
c) <i>CoCo-Bonds</i>	45
d) Ergebnis	48
3. Aktienanleihen	48
4. Drittemittierte umgekehrte Wandelschuldverschreibungen	50
III. Mischformen	52
IV. Ergebnis	53
B. Wirtschaftliche Einordnung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	53
I. Wirtschaftliche Elemente	54
1. Anleiheelement	54
2. Aktienderivatelement	55
3. Ergebnis	58
II. Rendite-Risiko-Profil	59
III. Einordnung als hybride Finanzinstrumente	61
IV. Ergebnis	62
C. Umgekehrte Wandelschuldverschreibungen als Fremd- und/oder Eigenkapital	62
I. Wirtschaftliche Perspektive	63
II. Bilanzielle und steuerliche Perspektive	63
III. Aktienrechtliche Perspektive	64
IV. Ergebnis	65
D. Finanzierung und Sanierung von Unternehmen der Realwirtschaft mittels umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	65
I. Wachstumsfinanzierung	66
II. Risikomanagement und Sanierung	68
III. Ergebnis	72
E. Interessen der Altaktionäre	72
I. Einflussverwässerung	73
II. Vermögensverwässerung	75
III. Ergebnis	77
F. Ergebnis	78
§ 3 Vereinbarkeit der Änderungen des Aktiengesetzes zur Regelung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen mit höherrangigem Recht	79
A. Vereinbarkeit der Änderung des § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG mit der Richtlinie (EU) 2017/1132	80

B. Vereinbarkeit der Änderung von § 192 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1 AktG und der Einfügung von § 192 Abs. 3 Satz 3 und 5 AktG mit der Richtlinie (EU) 2017/1132 . . .	82
C. Vereinbarkeit der Änderungen des § 194 Abs. 1 Satz 2 AktG mit der Richtlinie (EU) 2017/1132	85
D. Ergebnis	89
§ 4 Emission umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	90
A. Entscheidung über die Emission umgekehrter Wandelschuldverschreibungen . . .	90
I. Entscheidungen des Vorstands	91
II. Beschluss der Hauptversammlung	94
1. Erforderlichkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses	94
2. Rechtsnatur und aktienrechtliche Bedeutung des Hauptversammlungsbeschlusses	95
3. Arten von Hauptversammlungsbeschlüssen	97
4. Anforderungen an den Hauptversammlungsbeschluss	98
a) Formelle Anforderungen an den Hauptversammlungsbeschluss	98
b) Inhaltliche Anforderungen an den Hauptversammlungsbeschluss	101
aa) Zustimmungsbeschluss	101
bb) Ermächtigungsbeschluss	104
5. Wirkung des Hauptversammlungsbeschlusses	108
a) Bindungswirkung im Innenverhältnis	108
aa) Zustimmungsbeschluss	108
bb) Ermächtigungsbeschluss	112
b) Keine Wirkung im Außenverhältnis	113
c) Ergebnis	116
6. Ergebnis	117
III. Zustimmung des Aufsichtsrats	117
IV. Ergebnis	119
B. Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss bei der Emission umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	119
I. Bezugsrecht der Aktionäre	120
II. Schutz des Bezugsrechts	123
III. Ausschluss des Bezugsrechts	125
1. Abgrenzung zum mittelbaren Bezugsrecht	126
2. Gründe für den Bezugsrechtsausschluss	127
3. Bezugsrechtsausschluss im Zustimmungsbeschluss	128
a) Formelle Anforderungen	129

b) Sachliche Rechtfertigung	133
aa) Ordentliche Kapitalerhöhung als Ausgangspunkt	133
bb) Emission umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	135
(1) Erforderlichkeit der sachlichen Rechtfertigung	135
(2) Sachliche Rechtfertigung im Einzelfall	136
(3) Ergebnis	138
c) Gleichbehandlungsgrundsatz	138
d) Ergebnis	139
4. Bezugsrechtsausschluss beim Ermächtigungsbeschluss	139
a) Entsprechende Anwendbarkeit von § 203 Abs. 2 Satz 1, § 204 Abs. 1 Satz 2 Hs. 2 AktG	140
b) Formelle und materielle Anforderungen	141
5. Möglichkeit des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses	146
6. Unangemessenheit des Ausgabebetrags	155
7. Ergebnis	158
IV. Ergebnis	158
C. Inhalt und Ausgabe umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	159
I. Inhaltliche Ausgestaltung	159
1. Ausgestaltungsfreiheit	160
2. Typischer Inhalt der Anleihebedingungen	160
3. Grenzen der Ausgestaltungsfreiheit	161
4. Ergebnis	163
II. Verbriefung und Entstehung	163
III. Ergebnis	165
D. Bereitstellung des Umtauschkapitals	165
I. Möglichkeiten der Bereitstellung des Umtauschkapitals	165
1. Ordentliche Kapitalerhöhung	166
2. Bedingte Kapitalerhöhung	167
3. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	169
4. Ergebnis	171
II. Einzelfragen der bedingten Kapitalerhöhung	172
1. Ausgabebetrag der Aktien	172
a) Ausgabebetrag im Kapitalerhöhungsbeschluss	173
b) Geringster Ausgabebetrag	175
c) Unangemessenheit des Ausgabebetrags	176
d) Ergebnis	180
2. Bar- oder Sachkapitalerhöhung	180
a) Ausgabe umgekehrter Wandelschuldverschreibungen gegen Barleistung	180

b) Ausgabe umgekehrter Wandelschuldverschreibungen gegen Sachleistung	185
c) Ergebnis	187
3. Höchstbetragsgrenze und Sanierungsprivileg	188
a) Höchstbetragsgrenze	188
b) Auslegung und Anwendung des Sanierungsprivilegs	189
aa) Auslegung des Sanierungsprivilegs	190
(1) Privilegierte Finanzinstrumente	190
(2) Privilegierte Zwecke	193
(a) Drohende Zahlungsunfähigkeit	194
(b) Abwendung einer Überschuldung	196
bb) Feststellungen im Kapitalerhöhungsbeschluss	201
c) Ergebnis	203
III. Ergebnis	204
E. Ergebnis	204
§ 5 Wandlung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	205
A. Ausübung des Umtauschrechts	205
I. Entscheidung über die Ausübung des Umtauschrechts	205
1. Formelle Anforderungen	206
2. Materielle Anforderungen	207
3. Ergebnis	209
II. Ausübung des Umtauschrechts durch Erklärung gegenüber den Gläubigern	210
III. Rechtsfolge der Ausübung des Umtauschrechts	210
B. Zeichnungsvertrag	212
I. Verhältnis der Bezugserklärung zur Ausübung des Umtauschrechts	212
II. Abschluss des Zeichnungsvertrags	213
1. Bezugserklärung des Gläubigers	214
a) Form und Inhalt	214
b) Mängel und Heilung	215
c) Abgabe und Zugang	217
d) Wirkungen	219
2. Korrespondierende Willenserklärung der Gesellschaft	220
III. Inhalt des Zeichnungsvertrags	221
C. Ausgabe der Aktien gegen Erbringung der Einlage	221
I. Erbringung der Einlage	222
II. Ausgabe der Aktien	225

D. Vergleich mit dem schuldverschreibungsrechtlichen <i>Debt-Equity-Swap</i>	228
E. Ergebnis	230
§ 6 Besonderheiten der Wandlung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen in der Insolvenz	231
A. Wandlung im Eröffnungsverfahren	231
I. Ausübung des Umtauschrechts	233
II. Zeichnungsvertrag	236
III. Ausgabe der Aktien gegen Erbringung der Einlage	236
IV. Ergebnis	239
B. Wandlung im Schutzschirmverfahren	239
C. Wandlung im Insolvenzverfahren	241
I. Wegfall des Umtauschrechts gemäß § 104 InsO	242
1. Voraussetzungen	242
a) Geschäft über Finanzleistungen	242
b) Markt- oder Börsenpreis	245
c) Bestimmte Zeit oder Frist nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens	247
d) Gegenseitiger, beidseitig noch nicht vollständig erfüllter Vertrag	247
2. Rechtsfolge	248
3. Abweichende Bestimmungen	250
4. Ergebnis	251
II. Teleologische Reduktion des § 104 InsO	252
III. Anfechtung der vorinsolvenzlichen Nichtausübung des Umtauschrechts	252
IV. Ergebnis	252
D. Abgrenzung vom insolvenzrechtlichen <i>Debt-Equity-Swap</i>	253
E. Ergebnis	254
§ 7 Zusammenfassung in Thesen und Fazit	255
Literaturverzeichnis	260
Stichwortverzeichnis	281

Abkürzungsverzeichnis

Hinsichtlich der im Folgenden verwendeten Abkürzungen wird auf *Kirchner*, Hildebert: Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 7. Auflage, Berlin/Boston 2015, und *Duden*, Konrad (Begr.): Die deutsche Rechtschreibung, 28. Auflage, Berlin 2020, verwiesen. Abweichend davon bzw. zusätzlich werden folgende Abkürzungen verwendet:

Aktienrechtsnovelle 2016	Gesetz zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2016) vom 22. Dezember 2015, BGBl. I (2015), S. 2565
Begr.	Begründer
<i>CoCo-Bond(s)</i>	<i>Contingent Convertible Bond(s)</i>
Fortf.	Fortführender
GE	Geldeinheit(en)
<i>IAS/IFRS</i>	<i>International Accounting Standards/International Financing Reporting Standards</i>
No.	<i>Number</i>
Richtlinie (EU) 2017/1132	Richtlinie (EU) 2017/1132 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, ABl. L 169 vom 30. Juni 2017, S. 46
SchVG	Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG) vom 31. Juli 2009, BGBl. I (2009), S. 2512, zuletzt geändert durch Art. 24 Abs. 21 des Zweiten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23. Juni 2017, BGBl. I (2017), S. 1693
Vol.	<i>Volume</i>
zit.	zitiert

§ 1 Einleitung

Durch das Gesetz zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2016) vom 22. Dezember 2015¹ wurden umgekehrte Wandelschuldverschreibungen mit Wirkung zum 31. Dezember 2015 durch Änderung von § 192 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1, § 194 Abs. 1 Satz 2, § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG und Einfügung dreier neuer Sätze in § 192 Abs. 3 AktG einer ausdrücklichen aktienrechtlichen Regelung zugeführt.² Diese Kodifikation steht in engem Zusammenhang mit den Änderungen des europäischen und deutschen Bankenaufsichtsrechts infolge der Finanzkrise.³ Umgekehrte Wandelschuldverschreibungen wurden jedoch nicht nur für diese Zwecke aktienrechtlich kodifiziert.⁴ Mit Ausnahme des § 192 Abs. 3 Satz 4 AktG gelten die Regelungen bezüglich umgekehrter Wandelschuldverschreibungen vielmehr gleichermaßen für alle Aktiengesellschaften.

Dies steht im Einklang mit der Intention des Gesetzgebers, durch die neuen aktienrechtlichen Regelungen allen Aktiengesellschaften den Einsatz umgekehrter Wandelschuldverschreibungen zur Finanzierung und Sanierung zu ermöglichen.⁵ Die damit vom Gesetzgeber bewusst eröffneten Möglichkeiten haben insbesondere auch Unternehmen der Realwirtschaft unmittelbar nach der Kodifikation umgekehrter Wandelschuldverschreibungen erkannt.⁶ Die Entwicklung hin zu einem Einsatz umgekehrter Wandelschuldverschreibungen zur Finanzierung und Sanierung von nicht im Finanzsektor tätigen, sondern mit der Produktion, dem Vertrieb und dem Konsum von Gütern und Dienstleistungen befassten Unternehmen⁷ steht im

¹ BGBl. I (2015), S. 2565.

² Unter anderem wegen der Änderungen der die bedingte Kapitalerhöhung betreffenden Normen hat der Gesetzgeber im Rahmen der Aktienrechtsnovelle 2016 auch § 201 Abs. 1 AktG dahingehend neugefasst, dass die deklaratorisch wirkende Anmeldung von bei einer bedingten Kapitalerhöhung ausgegebenen Bezugsaktien zum Handelsregister auch unterjährig zulässig ist, mindestens einmal im Jahr erfolgen muss und dabei sämtliche Bezugsaktien anzumelden sind (vgl. *Böttcher*, in: *Böttcher/Carl/Schmidt/Seibert*, Die Aktienrechtsnovelle, § 4 Rn. 71).

³ Vgl. *Florstedt*, ZHR 180 (2016), 152, 152 ff.; *Nodoushani*, WM 2016, 589, 589 f.

⁴ *Florstedt*, ZHR 180 (2016), 152, 157.

⁵ BT-Drucks. 17/8989, S. 1 f., 10, 17; BT-Drucks. 18/4349, S. 1 f., 13, 27; BT-Drucks. 18/6681, S. 1.

⁶ Beispielsweise *epigenomics AG*, Einladung zur Hauptversammlung 2016, TOP 8, abrufbar unter http://www.epigenomics.com/wp-content/uploads/2016/03/epigenomics_Einladung_oHV16_V1.pdf (Stand: 31. August 2020); *Nabaltec AG*, Einladung zur Hauptversammlung 2016, TOP 8 und 9, abrufbar unter https://nabaltec.de/fileadmin/user_upload/04_investor-relations/04-4_hauptversammlung/2016/nabaltec_einladung-hauptversammlung_2016_de.pdf (Stand: 31. August 2020).

⁷ Vgl. *Burda/Wyplosz*, Makroökonomie, S. 537.

Widerspruch zur bisherigen rechtswissenschaftlichen Forschung: diese hat sich bisher kaum mit der Finanzierung und Sanierung solcher Unternehmen der Realwirtschaft mittels umgekehrter Wandelschuldverschreibungen beschäftigt.⁸

Um zur Schließung dieser Forschungslücke beizutragen, wird im Folgenden aus aktien- und insolvenzrechtlicher Perspektive untersucht, ob, unter welchen Umständen und in welcher Weise umgekehrte Wandelschuldverschreibungen sinnvollerweise zur Finanzierung und Sanierung von Unternehmen der Realwirtschaft eingesetzt werden können und sollten. Wie in dieser Themenstellung bereits angelegt, stehen dabei vor allem solche Fragen der Emission und Wandlung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen im Zentrum, welche die Emittentin und ihre Aktionäre betreffen. Unter besonderer Berücksichtigung der Interessen dieser Akteure wird auf die aktienrechtlichen und – soweit erforderlich – auch auf die insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen der Emission und Wandlung eingegangen, ohne die in diesem Zusammenhang relevanten praktischen und wirtschaftlichen Aspekte außer Acht zu lassen. Im Einzelnen wird folgendermaßen vorgegangen:

Zunächst werden die für die weitere Untersuchung erforderlichen wirtschaftlichen und rechtlichen Grundlagen erarbeitet (hierzu unter § 2). Sodann wird auf die bisher kaum diskutierte Vereinbarkeit der für die Untersuchung relevanten Änderungen und Einfügungen durch die Aktienrechtsnovelle 2016 mit höherrangigem Recht eingegangen (hierzu unter § 3). Im Anschluss daran erfolgt eine Auseinandersetzung mit den rechtlichen Anforderungen an die Emission umgekehrter Wandelschuldverschreibungen durch Unternehmen der Realwirtschaft (hierzu unter § 4). Daran schließt sich die rechtliche Analyse der Wandlung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen an (hierzu unter § 5). Diese Analyse dient auch als Grundlage für die folgende Behandlung der rechtlichen Besonderheiten der Wandlung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen in der Insolvenz der Emittentin (hierzu unter § 6). Schließlich werden die gefundenen Ergebnisse zusammengefasst und ein abschließendes Fazit aus ihnen gezogen (hierzu unter § 7).

⁸ Vgl. *Florstedt*, ZHR 180 (2016), 152, 157, 166; *Florstedt*, in: KK-AktG, § 221 Rn. 44.

§ 2 Grundlagen

Zur Schaffung einer Grundlage für die anschließende Analyse des Finanzierungs- und Sanierungspotentials umgekehrter Wandelschuldverschreibungen bei Unternehmen der Realwirtschaft bedarf es zunächst ihrer begrifflichen und rechtlichen Einordnung (hierzu unter A.) sowie darauf aufbauend ihrer wirtschaftlichen Einordnung (hierzu unter B.). Unter besonderer Berücksichtigung ihrer blickwinkelbedingten Verortung als Fremd- und/oder Eigenkapital (hierzu unter C.) können sodann verschiedene Anwendungsbereiche umgekehrter Wandelschuldverschreibungen im Bereich der Finanzierung und Sanierung von Unternehmen der Realwirtschaft (hierzu unter D.) ausgemacht werden. Zur Vervollständigung des Gesamtbildes ist schließlich auf die Interessen der (Alt-)Aktionäre bei Einsatz umgekehrter Wandelschuldverschreibungen gerade in diesen Anwendungsbereichen einzugehen (hierzu unter E.).

A. Begriffliche und rechtliche Einordnung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen

Im Rahmen der begrifflichen und rechtlichen Einordnung umgekehrter Wandelschuldverschreibungen ist denknotwendig zunächst der Begriff und die Rechtsnatur der umgekehrten Wandelschuldverschreibung zu untersuchen (hierzu unter I.). Ausgehend davon kann ihr Verhältnis zu artverwandten Finanzierungsinstrumenten bestimmt werden (hierzu unter II.). Abschließend wird die Möglichkeit erörtert, verschiedene Gestaltungsformen der umgekehrten Wandelschuldverschreibung miteinander und mit anderen Finanzinstrumenten zu kombinieren (hierzu unter III.).

I. Begriff und Rechtsnatur der umgekehrten Wandelschuldverschreibung

Durch die Aktienrechtsnovelle 2016 wurden mit Wirkung zum 31. Dezember 2015 ausdrückliche aktienrechtliche Regelungen für die umgekehrte Wandelschuldverschreibung geschaffen.¹ Im Zuge dessen hat der Gesetzgeber insbesondere die Legaldefinition der Wandelschuldverschreibung in § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG durch Einfügung der Worte „*oder der Gesellschaft*“ geändert. Nach dieser Legal-

¹ Hierzu bereits unter § 1.