

§ 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.