Schanz: Wandel- und Optionsanleihen - – Flexible Finanzierungsinstrumente im Lichte gestiegenen Interesses – BKR 2011, 410

Wandel- und Optionsanleihen – Flexible Finanzierungsinstrumente im Lichte gestiegenen Interesses –

RA Dr.Kay-MichaelSchanz, Frankfurt am Main*

Nach einem massiven Einbruch der europäischen Sekundärmärkte für Wandelanleihen im Herbst 2008 kam es in den Jahren 2009 und 2010 zu einer wahren Flut von Wandelanleihen in Europa. Der Aufsatz beschreibt diese Produkte, stellt Vor- und Nachteile gegenüber und zeigt die rechtlichen Grundlagen auf.

(1) Bedeutung

Nach einem massiven Einbruch der europäischen Sekundärmärkte für Wandelanleihen im Herbst 2008 kam es in den Jahren 2009 und 2010 zu einer wahren Flut von Wandelanleihen in Europa. Im Rahmen dieser Marktbelebung traten verstärkt auch Emittenten deutschen Ursprungs mit Emissionen auf[1], die früher nur vereinzelt solche Instrumente emittiert hatten[2]. Da diese sehr flexiblen Anleiheformen in der einen oder anderen Form durchaus auch für mittelständische Unternehmen interessant sind, bleibt abzuwarten, ob die neu eröffneten Segmente der Börsen, die wie *Bondm* (Stuttgart) oder der *Mittelstandsmarkt* (Düsseldorf) gerade auf kleinere Anleiheemissionen ausgerichtet sind, künftig auch solch hybriden Anleihen notieren bzw. gar an einer Emission mitwirken werden. Der Gesetzgeber hat jedenfalls mit der Neuregelung von § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG die zuvor umstrittenen Kompetenzen des Vorstands im Rahmen der Festsetzung der Ausübungspreise klargestellt und mit der damit verbundenen Beseitigung von Unsicherheiten erste Schritte zur Förderung der Attraktivität dieser Instrumente getan; weitere Schritte sind mit der Aktienrechtsnovelle 2011 absehbar.

(2) Grundformen

Options- und Wandelanleihen sind verzinsliche[3] Schuldverschreibungen i.S.d. §§ 793ff. BGB, d.h. Fremdkapital, die durch das beigefügte Options- bzw. Wandlungsrecht Eigenkapitalkomponenten beinhalten.[4] Bei der Wandelanleihe hat der Inhaber ein Wahlrecht, unter Aufgabe seiner Gläubigerstellung Aktionär des Emittenten zu werden. Dieses Recht ist untrennbar mit der Anleihe verbunden. Die Fremdkapitalkomponente einer Wandelanleihe enthält mit einem festen Zinscoupon und der Rückzahlung des Nominalbetrags bei Fälligkeit alle Charakteristika eines Straight Bonds mit seiner „Downside Protection" für den Investor. Die Wandlungskomponente verschafft diesem mit dem Recht auf Umtausch der Anleihe in eine von vornherein festgelegte Anzahl von Aktien die Möglichkeit einer Teilhabe an Kursgewinnen der Aktie, wobei der Wandlungspreis im Vorfeld der Emission als Prämie auf den zu diesem Zeitpunkt aktuellen Aktienkurs festgelegt wird. Die zu liefernden Aktien kommen i.d.R. aus einem bedingtem Kapital oder, wenngleich seltener, aus einem genehmigten Kapital[5]. Grundsätzlich möglich ist auch die Lieferung eigener Aktien.

Demgegenüber wird bei der – weitgehend vergleichbaren – Optionsanleihe dem Gläubigerrecht ein zusätzliches Bezugsrecht auf Aktien des Emittenten beigefügt, das abgetrennt und separat gehandelt werden kann, d.h. die Anleihe selbst bleibt unabhängig von der Ausübung des Optionsrechts bestehen und ist vom Emittenten am Ende ihrer Laufzeit zu tilgen. Die Laufzeit der Option kann sich – zumindest grundsätzlich – von der der Anleihe unterscheiden. Wird die Option ausgeübt, hat der Ausübende den entsprechenden Gegenwert an das Unternehmen zu bezahlen, das bei Fälligkeit der Anleihe unabhängig von der Ausübung der Option wiederum den entsprechenden Nominalwert an die Inhaber der Anleihe zu bezahlen hat.

(3) Vor- und Nachteile

Zu den Vorteilen von Options- und Wandelanleihen für den Emittenten gehört insbesondere die Möglichkeit, durch deren Emission die Zinslast für Kapital zu senken, da Investoren vor dem Hintergrund des ihnen eingeräumten Options- oder Wandlungsrechts einen niedrigeren Coupon bzw. einen höheren Ausgabepreis akzeptieren, als sie dies bei normalen Anleihen gleicher Laufzeit desselben Emittenten tun würden. Der Zinsaufwand ist darüber hinaus – anders als zu Dividendenzahlungen – als Betriebsausgabe absetzbar. Im Gegensatz zu Straight Bonds ist für die Begebung von Options- und Wandelanleihen regelmäßig kein externes Rating erforderlich. Ihre Anleihebedingungen beinhalten typischerweise keine restriktiven Anlegerschutzklauseln[6]. Die Kapitalerhöhung

erfolgt in Anbetracht eines Ausübungs- bzw. Wandlungspreises, der regelmäßig deutlich über dem Kurs der Aktie bei Emission der Anleihe liegt, im Falle einer Ausnutzung des Options- bzw. Wandlungsrechts

regelmäßig zu einem deutlichen Kursaufschlag gegenüber den Kursen zum Zeitpunkt der Emission. Die Stimmrechte werden allenfalls zu einem späteren Zeitpunkt verwässert. Zudem können Emittenten weitere Investorenkreise ansprechen als mit einer reinen Aktienplatzierung oder einer „Straight"-Anleihe und verbreitern damit ihre Investorenbasis.

Nachteilig kann sich zum einen auswirken, dass ein dauerhafter Kapitalzufluss zumindest bei den Grundstrukturen nicht gewährleistet ist und die zugeflossenen Mittel in der Rechnungslegung und von Ratingagenturen regelmäßig als Fremdkapital behandelt werden. Bei einem Kursanstieg der Aktie wird das Options- bzw. Wandlungsrecht zu einem Basispreis ausgeübt, der gegebenenfalls deutlich unter dem dann aktuellen Tageskurs liegt. In Abhängigkeit vom Volumen in Relation zu den ausstehenden Aktien und der Investorenbasis können Arbitrage-Transaktionen darüber hinaus zu einem Kursdruck auf die Aktie führen.

(4) Wertbestimmende Faktoren

Der Wert von Options- und Wandelanleihen ist von einer Vielzahl von Faktoren abhängig, wobei die Fremdkapitalkomponente und das Options- bzw. Wandlungsrecht getrennt betrachtet werden können:

- Hinsichtlich der Bewertung der *Anleihekomponente* bestimmt zunächst das *allgemeine Zinsniveau* der gewählten Währung bzw. die entsprechenden Swapsätze die Höhe des Coupons[7].
- Je höher die *Kreditwürdigkeit* des Schuldners, desto niedriger ist der sogenannte Credit Spread.
- Je höher die *Volatilität* der zugrundeliegenden Aktie, desto höher ist die Wandlungswahrscheinlichkeit und damit der Wert der *Optionskomponente.*
- Demgegenüber sinkt die Wandlungswahrscheinlichkeit und damit der Wert der Optionskomponente, je höher der *Ausübungskurs* (in Relation zum aktuellen Kurs) ist.
- Hohe *Dividendenzahlungen* verringern den Wert der Option, da der Dividendenabschlag zu einer geringeren Wandlungswahrscheinlichkeit führt.
- Bei Transaktionen, die für Hedge Fonds interessant sind, steigt die Attraktivität des Options- bzw. Wandlungsrechts mit den Möglichkeiten der *Wertpapierleihe* im Basiswert, da sich hierdurch die Kosten für die Wertpapierleihe verringern.

Zu den weiteren Preiseinflussfaktoren gehören die Laufzeit von Anleihe und Options- bzw. Wandlungsrecht sowie die Kündigungsrechte auf Emittenten- wie Investorenseite, Regelungen des Dividenden- und des Verwässerungsschutzes.

(5) Investoren

Aus Investorensicht stellen Options- und Wandelanleihen interessante Anlagealternativen dar, die neben der Verzinsung auch eine Teilhabe am Unternehmenserfolg ermöglichen, da sich der Kurs der Anleihe[8] zumindest bei Kursen der Aktie über dem Ausübungs- bzw. Wandlungskurs am Aktienkurs „anlehnt".

Institutionelle Anleger[9], die nach ihren Anlagerichtlinien nicht in Aktien oder Optionen auf Aktien investieren dürfen, können und wollen möglicherweise in „equity-linked-bonds" investieren.

Bei einer differenzierten Betrachtung ist festzustellen, dass Investoren bei ihren Investitionen in Wandelanleihen aber von unterschiedlichen Überlegungen getrieben werden, die von den eine Emission begleitenden Banken regelmäßig bei der Strukturierung und Platzierung berücksichtigt werden:

- Sog. *Credit Investors*[10] sind in erster Linie an der laufenden Verzinsung interessiert und erwarten eine möglichst hohe laufende Rendite, d.h. einen hohen Coupon. Neben einer guten Bonität und einem guten Credit Rating ist für diese Investoren auch das Ertragspotenzial infolge einer erwarteten Verbesserung, d.h.

einem Sinken der Credit Spreads wichtig.

- Demgegenüber werden *Equity Investors*[11] in ihrer Hoffnung auf einen steigenden Aktienkurs maßgeblich von der Equity Story der Aktie getrieben. Dabei bietet ihnen die Anleihekomponente eine Absicherung nach unten. Bei ihrer Investitionsentscheidung stehen daher neben der Kursphantasie der Aktie die Bonität (d.h. der Bond-Floor), die Höhe des Coupons und die Liquidität der Aktie im Sekundärmarkt im Vordergrund.
- In den letzten Jahren haben neben diesen eher „traditionell" denkenden Investorengruppen *Hedge Funds* in Form so genannter *Convertible Arbitrage Funds* gerade bei großen Emissionen maßgebliche Bedeutung erlangt. Sie versuchen in regelmäßig stark trading orientierten Ansätzen, unter Nutzung von marktbedingten Ineffizienzen zwischen Aktie, Option und Wandelanleihe mit Spekulations- und Arbitragegeschäften aus den einzelnen Komponenten von Wandelanleihen Erträge zu generieren und suchen – je nach der im Einzelfall verfolgten Strategie – dabei in der Regel nach einer günstigen eingebetteten Optionskomponente oder spekulieren auf enger werdende Credit Spreads. Maßgebliche Treiber für Hedge Funds sind neben einer hohen Volatilität der Aktie insbesondere auch deren Liquidität[12] und eine liquide Wertpapierleihe, ggf. auch die Möglichkeit eines Credit Hedges, d.h. einer Absicherung des Kreditrisikos, z.B. durch einen Credit Default Swap.

Bei der Strukturierung und Platzierung von Wandelanleihen sind diese Aspekte schon im Interesse eines optimalen Platzierungserfolges sorgfältig zu berücksichtigen und auf den Einzelfall abzustimmen. Vor dem Hintergrund der Arbitragestrategien von Hedge Funds und dem damit häufig verbundenen Short Selling großer Volumina der zu Grunde liegenden Aktie spielen die Themen Insiderrecht und Vertraulichkeit eine besondere Rolle.

(6) Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

a) Beschluss der Hauptversammlung

Die unmittelbaren rechtlichen Grundlagen für die Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen finden sich in §§ 221, 192ff. AktG. Zum Schutz der Aktionäre vor Eingriffen in die mitgliedschaftliche

und vermögensmäßige Struktur der Gesellschaft darf die Ausgabe von Wertpapieren nach § 221 Abs. 1 AktG nur auf Grund eines Beschlusses der Hauptversammlung erfolgen[13], der mindestens einer Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bedarf, sofern nicht die Satzung eine andere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmt[14]. In der Praxis beschließt die Hauptversammlung die Ausgabe der Anleihe regelmäßig nicht selbst, sondern erteilt dem Vorstand hierfür eine entsprechende Ermächtigung, wobei diese höchstens für fünf Jahre ausgesprochen werden kann.

In diesem Fall kann die Hauptversammlung auch den konkreten Inhalt der Wandelschuldverschreibungen verbindlich festlegen, was aber in Hinblick auf eine möglichst flexible Reaktion auf die Veränderung von Marktverhältnissen nicht sinnvoll ist. Umgekehrt muss der Beschluss der Hauptversammlung neben der Art der auszugebenden Anleihen deren Gesamtbetrag oder jedenfalls einen Höchstbetrag festsetzen[15]. Abgesehen von den Restriktionen, die sich aus den Regelungen für die Bereitstellung der Aktien im Falle der Ausübung des Wandel- bzw. Optionsrechts ergeben[16], steht es der Hauptversammlung ansonsten weitgehend offen, dem Vorstand für die Ausübung der Ermächtigung zur Ausgabe der Anleihe verbindliche Vorgaben zu machen oder die Einzelheiten seinem Ermessen zu überlassen[17].

b) Bezugsrecht

Wie bei der Ausgabe junger Aktien haben die Aktionäre nach § 221 Abs. 4 AktG i.V.m. § 186 AktG grundsätzlich ein Bezugsrecht zum Erwerb der Options- bzw. Wandelanleihe[18]. Für dessen Ausschluss gelten nach § 221 Abs. 4 Satz 2 AktG zunächst einmal die Regelungen des § 186 AktG. Umstritten ist, ob und wieweit hier die Regeln für den erleichterten Ausschluss des Bezugsrechts nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG anwendbar sind. Von der instanzlichen Rechtsprechung[19] und gewichtigen Stimmen in der Literatur wird dies z.T. abgelehnt[20]. Richtigerweise sollte ein erleichterter Ausschluss zulässig sein, wenn die nachstehenden Kriterien kumulativ erfüllt sind[21]:

- die Anleihebedingungen sind so gestaltet, dass der (hypothetische) unter Zugrundelegung des Black/Scholes-Modells ermittelte Marktpreis für die Anleihe nicht wesentlich unterschritten wird, d.h., dass der Wert des hypothetischen Bezugsrechts auf die Options- oder Wandelschuldverschreibung gegen Null tendiert;
- der (rechnerische) Nominalbetrag der vom Options- bzw. Wandlungsrecht erfassten Aktien übersteigt nicht zehn Prozent des im Zeitpunkt der Begebung vorhandenen Grundkapitals[22], und
- die Aktionäre können ihre Beteiligungsquote durch Zukauf von Aktien oder Options- bzw. Wandelschuldverschreibungen aufrechterhalten[23].

In Anbetracht des ansonsten erforderlichen zeitlichen Vorlaufs und des hieraus resultierenden Preisrisikos überwiegen bei der Emission von Wandelschuldverschreibungen prospektfreie Privatplatzierungen im Umfang von bis zu 10% des Grundkapitals, bei denen das Bezugsrecht der Aktionäre aufgrund der Hauptversammlungsermächtigung durch Beschluss der Verwaltung ausgeschlossen ist. Bezugsrechtsemissionen gibt es derzeit eher selten[24].

c) Absicherung und Ausgabebetrag

Die Absicherung der Lieferfähigkeit im Falle einer Ausübung des Options- oder Wandlungsrechts erfolgt i.d.R. über die Schaffung eines bedingten Kapitals nach § 192 AktG[25]. Danach kann die Hauptversammlung in einem korrespondierenden Beschluss eine Erhöhung des Grundkapitals beschließen, die nur so weit durchgeführt werden soll, wie von einem Umtausch- oder Bezugsrecht Gebrauch gemacht wird. Die in § 193 Abs. 1 AktG festgeschriebenen Mehrheitserfordernisse für die Schaffung des bedingten Kapitals entsprechen denen für die Ausgabe der Wandelanleihe. Die Möglichkeit zur Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen wird durch § 192 Abs. 3 AktG dergestalt begrenzt, dass der Nennbetrag des bedingten Kapitals die Hälfte des Grundkapitals bei Beschlussfassung über die bedingte Kapitalerhöhung nicht übersteigen darf[26].

Dieser Beschluss muss nach § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG neben dem Zweck der bedingten Kapitalerhöhung und dem Kreis der Bezugsberechtigten auch den Ausgabebetrag oder die Grundlagen angeben, nach denen dieser Betrag errechnet wird. Dabei wurde mit der durch das ARUG erfolgten Änderung der Norm bei der hier relevanten Schaffung eines bedingten Kapitals zum Zwecke der Absicherung von Options- oder Wandlungsrechten von Gläubigern klargestellt, dass es – entsprechend der h.M. und der langjährigen Praxis[27] – ausreicht, wenn in dem Beschluss oder in dem mit diesem verbundenen Beschluss nach § 221 AktG der Mindestausgabebetrag oder die Grundlagen für die Festlegung des Mindestausgabebetrags bestimmt werden. In Nutzung dieses – wieder gewonnenen – Freiraums verwendet die Praxis in den Beschlussvorschlägen für Hauptversammlungen die zuvor übliche Formulierung, wonach bei der Festsetzung des Ausgabebetrags der neuen Aktien lediglich eine prozentual am Aktienkurs zum Zeitpunkt der Ausnutzung der Ermächtigung bemessene Mindestgrenze zu berücksichtigen ist. Dabei wird typischerweise eine Mindestschwelle von 80%[28] oder 90%[29] des volumengewichteten Durchschnittskurses von Aktien gleicher Gattung der Gesellschaft im XETRA-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse an den zehn letzten Handelstagen vor der Beschlussfassung durch den Vorstand festgelegt, wobei i.d.R. 80% wegen der hierdurch erhöhten Flexibilität bevorzugt werden sollten[30].

(7) Indirekte Emissionen

d) Hintergrund

Die Begebung von Options- und Wandelanleihen erfolgt aus steuerrechtlichen Gründen häufig nicht durch die inländische Muttergesellschaft, sondern über unmittelbar oder mittelbar kontrollierte ausländische Finanzierungs-Tochtergesellschaften, da die Zinszahlungen auf solche Anleihen im Falle einer Direktemission durch einen deutschen Emittenten regelmäßig der deutschen Kapitalertragssteuer (Quellensteuer) in Höhe von derzeit 26,375% (einschließlich Solidaritätszuschlag)[31] unterliegen. Dies ist insbesondere für ausländische Investoren nachteilig, da die Steuer zunächst beim inländischen Emittenten einbehalten und nur auf Antrag an ausländische Anleger erstattet wird; und auch dies nur unter der Voraussetzung, dass diese ihren Sitz in einem Land haben, das ein Doppelbesteuerungsabkommen mit der Bundesrepublik hat[32]. Deutsche Emittenten bevorzugen vor dem Hintergrund der räumlichen Nähe und der etablierten Praxis daher häufig Emissionen von Finanzierungs-Töchtern

mit Sitz in Luxemburg oder den Niederlanden, wo Zinszahlungen regelmäßig nicht der deutschen Besteuerung unterliegen. Vor diesem Hintergrund ermöglicht die Emission von Wandelanleihen über ein ausländisches Finanzierungsvehikel tendenziell die Erschließung eines größeren Investorenkreises und (schon damit) günstigere Konditionen[33].

e) Absicherung und bedingtes Kapital

Diese Anleihen des Finanzierungsvehikels werden aus Bonitätsgründen regelmäßig mit einer Garantie der (Konzern-) Mutter ausgestattet. Die Bereitstellung eines bedingten Kapitals für Options- oder Wandelschuldverschreibungen einer Konzerngesellschaft wird grundsätzlich für zulässig gehalten, wenn die AG ein entsprechendes Finanzierungsinteresse hat und der Beschluss der Hauptversammlung dies vorsieht. Das Options- bzw. Wandlungsrecht der Anleihegläubiger wird über eine Verpflichtungserklärung direkt von der Muttergesellschaft zu Gunsten der Anleiheinhaber gewährt[34]. Vor diesem Hintergrund sind bei der Strukturierung solch indirekter Emissionen Regelungen zu berücksichtigen, die eine Geltung der Bareinlagen-Privilegierung des § 194 Abs. 1 Nr. 2 AktG (analog) erlauben. Dies setzt insbesondere voraus, dass

- die Finanzierungsgesellschaft den Emissionserlös im vollen Umfang an die deutsche Muttergesellschaft als Darlehen[35] weiterleitet und dieser dort im Konzerninteresse verwendet wird,
- der Anspruch der Finanzierungsgesellschaft gegenüber ihrer deutschen Muttergesellschaft auf Rückzahlung des Darlehens an die Anleger abgetreten wird und die Mutter die Rückzahlung garantiert,
- eine isolierte Verfügung über den Rückzahlungsanspruch ohne Wandelanleihe unzulässig ist und

- das Wandlungsrecht der Anleger unmittelbar gegenüber der Muttergesellschaft besteht[36].

f) Alternative Direktemission

In Anbetracht des durch die Einschaltung einer ausländischen Finanzierungstochter verbundenen Aufwands sind Direktemissionen vor allem für kleinere Emittenten häufig attraktiver. Als Kompensation der Investoren für den bei der Direktemission anfallenden Zinsabschlag kommt zum einen ein höherer Zinssatz in Betracht. Für den Emittenten attraktiver ist demgegenüber eine Ausgleichszahlung an solche Investoren, die aufgrund des steuerlichen Abschlags dauerhaft einen Nachteil erleiden[37]. Im Gegenzug sehen die Anleihebedingungen hier regelmäßig ein Kündigungsrecht des Emittenten[38] für den Fall vor, dass aufgrund einer Änderung der rechtlichen Verhältnisse zusätzliche Beträge aufgrund der Tax Gross-up-Klausel zu zahlen sind.

(8) Sonderformen

a) Pflichtwandelanleihen

Eine relativ neue Variante der Wandelanleihe, die sich in jüngster Zeit zunehmender Beliebtheit erfreut, ist die sogenannte Pflichtwandelanleihe[39]. Bei ihr ist der Gläubiger, wenn er nicht schon zuvor von seinem Wandlungsrecht Gebrauch gemacht hat, am Ende der Laufzeit zur Ausübung dieses Rechts verpflichtet, so dass es nicht zu einer (baren) Rückzahlung kommt[40]. So hat auch die Bayer AG im März 2006 zur Finanzierung der Übernahme der Schering AG als Bestandteil der in diesem Zusammenhang angekündigten Eigenkapitalmaßnahmen über die Bayer Capital Corporation B.V. eine nachrangige Pflichtwandelanleihe begeben[41].

Das Instrument zeichnet sich dadurch aus, dass die Anleihegläubiger nicht nur das Recht haben, die Anleihe während deren Laufzeit zum festgesetzten Wandlungskurs in Aktien zu wandeln, sondern verpflichtet sind, dieses Wandlungsrecht bei Fälligkeit auch auszuüben, wodurch es in seinem wirtschaftlichen Ergebnis weitgehend einem Terminkauf der Aktien ähnelt[42]. Die Investoren verzichten auf den „bond floor", also den Schutz gegen Kursverluste der Aktie, und profitieren im Gegenzug vom höheren Coupon und potentiellen Kurssteigerungen[43]. Für den Emittenten, der die Anleihe daher grundsätzlich nicht in bar zurückzahlen muss[44], resultiert hier zum einen eine erhöhte Planungssicherheit. Zum anderen wird der Nominalbetrag der Anleihe je nach Ausgestaltung von den Rating Agenturen u.U. bereits vor Wandlung auch als wirtschaftliches oder gar bilanzielles Eigenkapital

betrachtet[45]. Ein weiterer Vorteil der Platzierung einer Pflichtwandelanleihe für den Emittenten ist außerdem, dass er hierdurch das aufzunehmende Volumen von Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnlichen Mitteln bei begrenzter Aufnahmefähigkeit der Märkte erhöhen kann. In Märkten, in denen die Platzierung von Aktien nur zu relativ schlechten Kursen möglich ist, erlaubt dieses Instrument die Erzielung zumindest etwas höherer Emissionskurse, wenngleich nur gegen (wesentlich) höhere Zinsen als im Falle einer „normalen" Wandelanleihe. In der Praxis häufig problematisch ist, dass es bei der Ankündigung von Pflichtwandelanleihen wohl häufig zu massiven Kursverlusten in der zu Grunde liegenden Aktie kommt[46].

Auch wenn Pflichtwandelanleihen in juristischer Hinsicht – insbesondere vor der, Anleihen mit einem beiderseitigen Wandlungsrecht vorsehenden, Aktienrechtsnovelle 2011[47] – einige Fragen aufwarfen, wurden sie im Ergebnis von der wohl ganz h.M. richtigerweise für zulässig zu erachtet, da sich der Unterschied zu „normalen" Wandelanleihen regelmäßig darin erschöpft, dass sich der Käufer bereits bei Übernahme der Anleihe vertraglich[48] zur Ausübung des Wandlungsrechts im Rahmen der Anleihebedingungen verpflichtet[49]. Vor diesem Hintergrund unterliegt die Begebung solcher Anleihen weder unter dem Gesichtspunkt der aktienrechtlichen Vermögensbindung[50] noch hinsichtlich der Interessen der Zeichner Bedenken.[51] Im Ergebnis genießen Pflichtwandelanleihen auch die Privilegierung des § 194 Abs. 2 Nr. 2 AktG, nach dem die Hingabe von Schuldverschreibungen im Umtausch gegen Bezugsaktien nicht als Sacheinlage anzusehen ist. Ungeklärt ist auch, ob die Wandlungspflicht Gegenstand des Ermächtigungsbeschlusses sein muss oder ob der Vorstand sie in eigener Verantwortung in die Anleihebedingungen

aufnehmen kann. Wenngleich diese aus Sicht der Gesellschaft nur vorteilhaft ist und daher eine diesbezügliche Entscheidung der Hauptversammlung entbehrlich sein sollte[52], sollte vor einer endgültigen Klärung der Frage dieser Aspekt vorsorglich in die Hauptversammlungsermächtigung aufgenommen werden[53].

b) Anleihen mit Tilgungswahlrecht

Eng verwandt mit der Pflichtwandelanleihe sind Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten, bei denen der Gesellschaft das Recht zusteht, statt einer Rückzahlung der Anleihe Aktien zu liefern[54]. Für diese gelten die vorstehend skizzierten Grundsätze über die Pflichtwandelanleihe entsprechend.[55] Für § 221 AktG (und in der Folge für § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG) ist an sich nur Raum, wenn sich die Gesellschaft vorbehält, junge Aktien zu liefern. Soll die Anleihe dagegen mit bestehenden Aktien bedient werden soll, ist § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3, 4 und 5 AktG zu beachten. Da die Andienung der eigenen Aktien nicht über die Börse erfolgt und die Gläubigerstellung einen Ausschluss der Aktionäre vom Erwerb nicht zu rechtfertigen vermag[56], bedarf die Abgabe der eigenen Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG eines Beschlusses der Hauptversammlung[57].

c) Umtauschanleihen

Im Gegensatz zu „normalen" Options- oder Wandelanleihen berechtigen sogenannte Umtauschanleihen zum Tausch in Aktien einer dritten Gesellschaft, d.h. eines Unternehmens, das mit dem Emittenten nicht identisch ist[58]. Dem Emittenten, der nicht notwendigerweise eine AG oder KGaA oder notiert sein muss, bietet dies den Vorteil, seine Finanzierungskosten aus der Anleihe zu senken, indem er dieser das spezifische Options- bzw. Wandlungsrecht beifügt. Darüber hinaus hat er die Möglichkeit, von ihm gehaltene Aktien[59] im Markt zu einem bestimmten, u.U. höheren Kurs als dem bei Emission der Anleihe aktuellen zu platzieren, eine entsprechende Kursentwicklung natürlich vorausgesetzt. Vergleichbar zur Pflichtwandelanleihe gibt es auch hier Anleihen, in denen der Gläubiger von vornherein zur Wandlung verpflichtet ist oder durch den Emittenten zur Wandlung gezwungen werden kann[60].

Umtauschanleihen sind kein Mittel zur Eigenkapitalbeschaffung, da sich bei Wandelung weder das Eigenkapital des Emittenten noch des Beteiligungsunternehmens ändert. Da sie sich nicht auf das Grundkapital des Emittenten beziehen und damit keinen Eingriff in die Aktionärsrechte darstellen, werden sie nicht von § 221 AktG erfasst. Aktionäre haben damit auch kein Bezugsrecht auf Umtauschanleihen. Ihre Emission bedarf – von seltenen Ausnahmefällen abgesehen – keiner Zustimmung der Hauptversammlung. Inwieweit der Vorstand für die Begebung einer Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf, hängt von der Satzung bzw. der Geschäftsordnung für den Vorstand ab. Auch kann der Aufsichtsrat die Begebung wie eine andere Geschäftsführungsmaßnahme ad hoc von seiner Zustimmung abhängig machen[61].

Der deutsche Markt für Umtauschanleihen hat stark von der im Jahr 2000 verabschiedeten Steuerreform profitiert, nach der Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften steuerfrei gestellt wurden, leidet heute aber durch die europaweite Einführung von IFRS, nach der die impizite Call Option einer Umtauschanleihe als derivative Verbindlichkeit mit dem jeweils aktuellen Marktwert zu bilanzieren ist, was zu erheblichen Verzerrungen des Periodengewinns führen kann.

d) Settlement-Option in Aktien dritter Gesellschaften

Bei innovativeren Strukturen räumen Anleihebedingungen dem Emittenten die Option ein, im Falle der Wandlung durch den Inhaber statt der Lieferung von Aktien des Emittenten Aktien einer Konzerngesellschaft oder einer dritten Gesellschaft zu liefern. Interessant sind solche Strukturen insbesondere für Emittenten, die Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften halten, von denen sie sich trennen wollen. Gleichermaßen interessant kann eine solche Struktur sein, wenn für eine Tochtergesellschaft ein Börsengang geplant ist[62].

e) Cash Settlement

Gelegentlich eröffnen die Bedingungen von Wandelanleihen dem Emittenten auch die Möglichkeit, nach Erklärung der Wandlung durch den Investor dessen Lieferanspruch auch in bar zu bedienen. Anstelle der physischen Lieferung von Aktien erfolgt eine Ausgleichszahlung in Höhe des aktuellen Aktienkurses bzw. eines Referenzkurses in Form eines (gewichteten) Durchschnittskurses. Vorteilhaft für den Schuldner ist dabei, dass im Falle einer Wandlung flexibel entschieden werden kann, ob die Altaktionäre verwässert werden sollen. Als nachteilig wird dabei angesehen, dass das Wahlrecht nach IFRS wie ein Equity Derivat zu behandeln ist und damit mit dem aktuellen Marktwert erfolgswirksam erfasst wird, was zu unerwünschten Ertrags-Schwankungen führen kann[63].

f) Net Cash Settlement

Anleihen mit Net Cash Settlement sind Abwandlungen der Optionsanleihe, bei denen die Anleihegläubiger auch bei Ausübung der Option den vollen Nennbetrag der Anleihe in bar zurückerhalten, ohne dass dieser gegen den Ausübungspreis verrechnet würde. Der Umfang der Optionskomponente im Ausübungsfall berechnet sich lediglich auf den den Nennbetrag übersteigenden Betrag, zu dem die Option „im Geld" ist.

Diese Gestaltung ermöglicht dem Emittenten die Emission höherer Anleihevolumina zu dem für Wandel- und Optionsanleihen typischen niedrigeren Zinssatz, auch wenn ihm nicht ausreichend

Aktien zur Unterlegung des gesamten Volumens zur Verfügung stehen. Nach deutschem Aktienrecht sind solche Strukturen vor dem Hintergrund des Grundsatzes der Kapitalaufbringung allerdings problematisch[64].

g) Unterpariemission mit vollem Wandlungsrecht

Bei einer Unterpariemission erfolgt die Emission der Anleihe zu einem unter dem Nennbetrag liegenden Ausgabebetrag, wohingegen eine etwaige Rückzahlung zum vollen Nennbetrag erfolgt, auf den sich auch der Coupon bezieht. Das Wandlungsrecht bei dieser Gestaltung erstreckt sich regelmäßig auf den vollen Nennbetrag.

h) Kurzlaufende Wandelanleihen

Die Bank of Greece hat im Jahre 2010 im Rahmen ihrer Bemühungen zur Überwindung der Finanzkrise neben einer Kapitalerhöhung eine (unverzinsliche) Wandelanleihe mit einer Laufzeit von nur 7 Tagen emittiert. Eine solche Strategie ermöglicht einem Emittenten bei entsprechend hohem Kapitalbedarf, über ein bestehendes genehmigtes Kapital hinaus ohne Einschaltung der Hauptversammlung das Kapital mit quasi sofortiger Wirkung zu erhöhen.

Inwieweit ein solches Vorgehen für einen Emittenten, der deutschem Aktienrecht unterfällt, rechtmäßig wäre, ist ungeklärt. Es ist offensichtlich, dass durch eine solche Strategie der kurzfristige Handlungsspielraum der Verwaltung über die Begrenzungen des § 202 Abs. 3 Nr. 1 AktG hinaus massiv, nämlich um den maximal gleich hohen Betrag eines bestehenden bedingten Kapitals, erhöht wird. Ebenso offensichtlich ist, dass eine solche kurzlaufende Wandelanleihe keine Fremdfinanzierungsfunktion in dem Sinne ist, den der Gesetzgeber bei der Zulassung dieses Instruments vor Augen gehabt haben mag.

Andererseits hat dieser keine spezifischen Mindestvorgaben hinsichtlich der Mindestlaufzeit solcher Instrumente gemacht. Dementsprechend sehen Hauptversammlungsbeschlüsse solche regelmäßig auch nicht vor. Darüber hinaus ist festzustellen, dass auch eine kurzlaufende Wandelanleihe die formalen Voraussetzungen des § 192 Abs. 2 AktG erfüllt und die Begebung einer solchen erhebliche, einer Fremdfinanzierung überlegene Vorteile haben kann, die das geringere Kontrollniveau der Aktionäre rechtfertigt. Solange den Aktionären Bezugsrechte eingeräumt werden oder die Regeln für deren Ausschluss eingehalten werden, sollte daher keine Beeinträchtigung von Aktionärsrechten vorliegen.

(9) Listing und Platzierung

Die Platzierung von (Options- und) Wandelanleihen erfolgt regelmäßig schon im Interesse einer Begrenzung der Kosten ohne öffentliches Angebot mit vereinfachtem Ausschluss des Bezugsrechts in analoger Anwendung von § 186 Abs. 3 Nr. 4 AktG im Wege einer Privatplatzierung unter Verwendung eines beschleunigten Bookbuilding-Verfahrens auf Grundlage eines Term Sheets bei institutionellen Investoren oder – im Falle einer Bezugsrechtsemission – unter ausschließlicher Einbeziehung der Altaktionäre und ohne börslichen Bezugsrechtshandel. Im Falle eines öffentlichen Angebots besteht keine Pflicht zur Veröffentlichung eines gebilligten Prospekts, solange die Stückelung mindestens 50000 € beträgt[65].

Da auch keine Zulassung der Wandelanleihen in einen Regulierten Markt angestrebt wird, sondern diese regelmäßig in den Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen werden, ist keine kostenträchtige und zeitaufwändige Erstellung eines Prospekts erforderlich[66]. Ausreichend ist vielmehr eine schlanke Dokumentation mit den Anleihebedingungen und dem nach § 13 Abs. 1 AGB FWB zu erstellenden Exposé, welches Details zum Emittenten und den Wertpapieren beinhaltet[67].

---

* Der Verfasser ist Partner bei Schalast & Partner Rechtsanwälte in Frankfurt a.M.

1 Die Emissionsvolumina lagen zwischen weniger als 1 Mio. € und im dreistelligen Millionenbereich. Vgl. hierzu die Übersicht bei *Seibt*, CFL 2010, 165, 166.

2 Schon in den Jahren zuvor war das Interesse für diese Anleiheformen auch in Deutschland sowohl auf Investoren- wie auf Emittentenseite gewachsen. Vgl. *Eichmann*, Die Bank 2001, 60f.

3 Grundsätzlich ist dabei auch die Ausstattung als Nullcoupon-Anleihe denkbar.

4 Eingehend hierzu *Lutter,* in: KK-AktG, § 221 RdNr. 6ff.; *Schumacher,* 49ff.

5 Näher hierzu *Holland/Goslar*, NZG 2006, 892ff.

6 Sog. Covenants.

7 Dabei ist zu berücksichtigen, dass ein höheres Zinsniveau den Wert der Kaufoption bzw. des Wandlungsrechts erhöht und so den zinstreibenden Effekt höherer Swapsätze mindert.

8 Bei Optionsanleihen gilt dies nur bis zum Zeitpunkt der Trennung, danach wird lediglich der Kurs des Optionsscheins vom Aktienkurs beeinflusst.

9 Demgegenüber spielen Privatanleger in diesem Zusammenhang schon in Anbetracht der bei ihnen zu platzierenden Volumina nur eine eingeschränkte Rolle. Für sie waren früher insbesondere Optionsscheine nach Trennung von einer Optionsanleihe interessant. Nachdem nunmehr aber börsennotierte Optionen bzw. Optionsscheine, die von Banken auf einzelne Werte emittiert werden, spekulative Geschäfte mit großem Hebel ermöglichen, fehlt zumindest in liquiden Werten regelmäßig die entsprechende Nachfrage für Optionsanleihen.

10 Hierzu gehören in erster Linie institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionskassen, die Erwerbsbeschränkungen durch ihre Anlagerichtlinien unterliegen.

11 Hierzu gehören neben den vorgenannten institutionellen Investoren auch klassische Wandelanleihefonds.

12 Neben der Liquidität der Aktie selbst ist gerade für Hedge Funds auch die Liquidität in der Wandelanleihe von entscheidender Bedeutung. *Seibt* (CFL 2010, 165, 167) nennt 500 Mio. € hinsichtlich der Marktkapitalisierung und 200 Mio. € hinsichtlich des Emissionsvolumens für die Wandelanleihe für regelmäßig angemessene Mindestgrößen.

13 Liegt kein wirksamer Beschluss nach § 221 AktG vor, so berührt dies nicht die Wirksamkeit der Rechte, da § 221 Abs. 1 AktG nur das Innenverhältnis betrifft. Hüffer, § 221 RdNr. 52 m.w. Nachw.

14 Sind mehrere Gattungen stimmberechtigter Aktien vorhanden, so bedarf der Beschluss nach § 221 Abs. 1 Nr. 4 i.V.m. § 182 Abs. 2 AktG zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Aktionäre jeder Gattung, über die die Aktionäre jeder Gattung einen Sonderbeschluss zu fassen haben. Näher zur Formulierung der Beschlüsse vgl. *Seibt*, CFL 2010, 165, 169ff.

15 Hüffer, § 221 RdNr. 10.

16 Z.B. hinsichtlich des Ausgabebetrags im Falle einer Absicherung durch ein bedingtes Kapital aus § 193 Abs. 2

AktG.

17 Während früher durch die Hauptversammlung teilweise sehr detaillierte Vorgaben bspw. zur Regelung des Verwässerungsschutzes in den Anleihebedingungen erfolgten, ist die Praxis in der jüngeren Vergangenheit in einzelnen Regelungsbereichen dazu übergegangen, den Vorstand zur Festlegung aller Einzelheiten zu ermächtigen. Näher hierzu *Schlitt/Schäfer*, CFL 2010, 252, 253.

18 Vgl. hierzu auch *Busch,* AG 1999, 58ff.; *Knoll,* ZIP 1998, 413ff.

19 OLG Braunschweig v. 29. 7. 1998 – 3 U 75/98, AG 1999, 84ff.A.A. OLG München 23 U 5917/05 v. 1. 6. 2006, ZIP 2006, 1440ff. = NZG 2006, 784ff.; zustimmend *Kiem/Riedel*, Kurzkommentar, EwiR 2006, 545ff.

20 *Klawitter*, AG 2005, 792ff.m.w. Nachw.

21 *Schlitt/Seiler/Singhof*, AG 2003, 254, 259.

22 Vgl. hierzu auch *Seibt*, a.a.O., S. 165, 168, nach dem diese 10%-Grenze für die „Lebensdauer" der jeweiligen Anleihe und damit auch für Verwässerungsszenarien gilt.

23 *Schlitt/Seiler/Singhof*, a.a.O., AG 2003, 254, 259 m.w. Nachw. *Schlitt/Hemeling,* in: *Habersack/Mülbert /Schlitt*, § 9 RdNr. 41. Ähnlich der Rechtsausschuss des Bundestags, *Baums*, Bericht der Regierungskommission zum Corporate Governance Kodex, RdNr. 221. A.A. *Klawitter*, AG 2005, 792ff. Näher zum Ausschluss des Bezugsrechts bei Wandel- und Optionsanleihen vgl. *Habersack,* in: MüKo AktG, § 221 RdNr. 171ff. Im Rahmen der Ermächtigung der Verwaltung zum erleichterten Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 Nr. 4 AktG analog entsprach es früher verbreiteter Hauptversammlungspraxis, den Vorstand entweder zur Einholung eines Bewertungsgutachtens (Fairness Opinion) einer Investmentbank zu verpflichten, die bestätigt, dass der Ausgabepreis der Wandelanleihe nicht wesentlich unter ihrem hypothetischen Marktwert liegt, oder im Vorstandsbericht klarzustellen, dass der Vorstand berechtigt ist, eine solche Opinion einzuholen. Demgegenüber sehen aktuelle Beschlüsse der Hauptversammlungen regelmäßig nicht mehr die Einholung einer Fairness Opinion vor, da die Einholung einer solchen aus aktienrechtlichen Gründen nicht zwingend geboten ist. Dies gilt insbesondere, wenn die Platzierung im Wege des Bookbuilding-Verfahrens erfolgt, da damit die ausreichende Marktnähe des Ausgabebetrags im Regelfall gesichert sein dürfte. *Schlitt/Schäfer*, CFL 2010, 252, 253 m.w. Nachw.

24 *Seibt*, CFL 2010, S. 165, 168.

25 Grundsätzlich möglich, wenngleich komplizierter und in praxi weniger gebräuchlich ist die Absicherung über ein genehmigtes Kapital oder eigene Aktien. Näher hierzu vgl. *Schlitt/Seiler/Singhof*, AG 2003, 254, 256f.; *Habersack,* in: MüKo AktG, § 221 RdNr. 219ff.

26 Hier kann eine Erweiterung der durch die Höhe des bedingten Kapitals bestehenden Möglichkeiten entweder durch ein genehmigtes Kapital, eigene Aktien oder – wie im Falle der € 1 Mrd. 4,25% Wandelschuldverschreibung der Infineon Technologies Holding B.V. 2002/2007 – die Vereinbarung einer Barzahlungsoption erfolgen. *Schlitt/Seiler/Singhof*, a.a.O., AG 2003, 254, 256f. Näher zum Ganzen vgl. auch *Ihrig/Wagner*, NZG 2002, 657ff.

27 Nachdem es jahre-, wenn nicht jahrzehntelang der h.M. entsprach, dass die Angabe eines Mindestausgabebetrags für die aus bedingtem Kapital zu schaffenden Aktien den Anforderungen des § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG genügt, wurde die Richtigkeit dieser Auffassung seit 2005 von zahlreichen Instanzgerichten und einer Mindermeinung im Schrifttum mit der Behauptung in Frage gestellt, laut Gesetz dürften die im Hauptversammlungsbeschluss festzulegenden Grundlagen der Errechnung des Ausgabebetrags dem Vorstand kein Ermessen lassen. Vielmehr müsse der Ausgabebetrag entweder als fester, in Euro ausgedrückter Betrag oder als genaue prozentuale Angabe des Aktienkurses über einen bestimmten Zeitraum bereits durch die Hauptversammlung festgelegt werden, was die Flexibilität bei der Festsetzung des Ausgabebetrags massiv einschränkte und nachhaltige Auswirkungen auf die Emissionspraxis in Deutschland hatte. Nahezu zeitgleich mit der vorstehend skizzierten Änderung des Gesetzes durch das ARUG hat der BGH mit seinen Entscheidungen vom 18. 5. 2009 (BGH II ZR 262/07 („Continental"), ZIP 2009, 1566; BGH II ZR 124/08 („Arcandor"), ZIP 2009, 1624) bestätigt, dass lediglich einen Mindestausgabebetrag vorsehende bedingte Kapitalia auch bisher den Anforderungen des § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG genügt hatten, und damit der Rechtsprechung der unteren Instanzen eine Absage erteilt. *Schlitt/Schäfer*, CFL 2010, 252 m.w. Nachw.

28 So z.B. die Bayer AG in ihrer Hauptversammlung vom 30. 4. 2010 und die Münchener Rück AG in der Hauptversammlung vom 28. 4. 2010.

29 So z.B. Beschluss der Hauptversammlung der Infineon Technologies AG vom 11. 2. 2010.

30 *Schlitt/Schäfer*, CFL 2010, 252, 253.

31 Vgl. § 43I 1 Nr. 2 Satz 1, § 49 Abs. 1 Nr. 5 lit.a EStG.

32 Vgl. § 50d Abs. 3 EStG.

33 Dem steht der Aufwand für die Gründung (und den späteren Unterhalt) des Finanzierungsvehikels gegenüber, der aber sowohl in zeitlicher wie in finanzieller Hinsicht überschaubar ist. Darüber hinaus ist regelmäßig die Einholung von Auskünften der dortigen Finanzbehörden erforderlich. Die steuerliche Anerkennung erfordert, dass die Entscheidungen des Managements grundsätzlich im Sitzstaat der Finanztochter getroffen werden. Zum anderen müssen beachtliche wirtschaftliche Gründe für deren Einschaltung bestehen, d.h. sie muss in ein Gesamtkonzept für die Konzernfinanzierung eingebunden sein. Von großer praktischer Bedeutung ist zudem das Substanzerfordernis, mit dem die ausländische Finanztochter als Konzernvehikel für die künftige Konzernfinanzierung etabliert wird. Sowohl aus niederländischer bzw. luxemburgischer als auch aus deutscher Sicht werden hieran zunehmend höhere Anforderungen gestellt, wodurch laufende Kosten für die personelle und sachliche Ausstattung anfallen. *Schlitt/Schäfer*, CFL 2010, 252, 254 m.w. Nachw.

34 Näher zu den Besonderheiten bei Einschaltung einer Zweckgesellschaft vgl. *Meiisel/Bokeloh*, Handels- und steuerrechtliche Aspekte der indirekten Emission von Wandelanleihen beim Emittenten, CFL 2010, 35ff.; *Schlitt/Seiler/Singhof*, AG 2003, 254, 263f.

35 Die Darlehensbedingungen entsprechen weitgehend denen der Wandelanleihe selbst, was gewährleistet, dass der Darlehensrückzahlungsanspruch zusammen mit der Wandelanleihe im Falle der Wandlung von den Anlegern in die Muttergesellschaft eingebracht werden kann und damit erlischt. Der Zinssatz auf das Darlehen entspricht dem Zinssatz der Wandelanleihe zuzüglich einer angemessenen Zinsmarge. Hierdurch fallen bei der Muttergesellschaft zusätzliche Kosten in Höhe der Marge an, die im Sitzstaat der Finanztochter zu versteuern ist. Näher zur Bestimmung der Zinsmarge *Meiisel/Bokeloh*, a.a.O., 35, 40.

36 *Seibt*, a.a.O., S. 165, 172.

37 Sog. Tax Gross-up. Bei der Formulierung solcher Klauseln gilt es zu vermeiden, dass es zu einer doppelten Begünstigung solcher Anleihegläubiger kommt, die zu einer Steuererstattung berechtigt sind. Näher hierzu vgl. *Schlitt/Schäfer*, a.a.O., 252, 254 m.w. Nachw.

38 Sog. Tax Call.

39 Sog. „mandatory convertibles". Eingehend hierzu *Friel*, Wandelanleihen mit Pflichtwandlung, 2000; aus ökonomischer Sicht *Kleidt/Schierbeck*, BKR 2004, 18ff.

40 Zum Sonderfall der Insolvenz des Emittenten vgl. *Friel*, Wandelanleihen mit Pflichtwandlung, 129; zur außerordentlichen Kündigung vgl. *Rozijn*, ZBB 1998, 77, 82.

41 Weitere Beispiele bei *Schlitt/Seiler/Singhof*, AG 2003, 254, 266. Zur Konstruktion vgl. auch *Madjlessi/Leopold,* in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 8 RdNr. 50ff.

42 In der Praxis wird eine Wandlungsstelle oder die Zahlstelle durch die vom Zeichner akzeptierten Anleihebedingungen zur Abgabe der Bezugserklärung für die Anleihegläubiger ermächtigt. Zur Bewertung von Pflichtwandelanleihen vgl. *Koziol/Sauerbier*, DBW 2005, 21ff.

43 *Kleidt/Schiereck*, BKR 2004, 18, 19.

44 Eine Ausnahme besteht im Falle der Insolvenz der Emittentin, wo die Anleihe zum Nominalbetrag fällig wird. *Friel*, Wandelanleihen mit Pflichtwandlung, 129. Zur handelsbilanziellen und steuerlichen Behandlung von Pflichtwandelanleihen vgl. *Mihm,* in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 12 RdNr. 42ff.

45 Demgegenüber werden klassische Wandelanleihen von Ratingagenturen vor Wandlung voll dem Fremdkapital zugerechnet.

46 Näher hierzu vgl. *Kleidt/Schiereck*, BKR 2004, 18, 20.

47 Nach dem Entwurf der Aktienrechtsnovelle 2011, deren Verabschiedung für das Jahr 2011 geplant ist, soll es künftig Gesellschaften möglich sein, sowohl „umgekehrte", d.h. mit einem Umtauschrecht der Gesellschaft versehene Wandelschuldverschreibungen als auch solche mit beiderseitigem Wandlungsrecht auszugeben. Dies kann für Gesellschaften sinnvoll sein, um Unternehmenskrisen zu verhindern oder zu überwinden, da sie sich mit solchen Wandelanleihen praktisch einen – rechtlich vergleichsweise komplizierten – debt-equity-swap „auf Vorrat" anlegen können.

48 Die – letztendlich noch ungeklärte – Frage, ob es sich hierbei um einen Vorvertrag (*Krieger,* in: MüHb AG, § 63 RdNr. 23; *Schlitt/Seiler/Singhof*, a.a.O., AG 2003, 254, 266; *Habersack*,in: MüKo AktG, § 221 RdNr. 52; zweifelhaft) oder richtigerweise um einen auf Termin geschlossenen Zeichnungsvertrag (so *Casper*, Optionsvertrag, 340), der unter der Bedingung steht, dass der Inhaber nicht vorher sein Wandlungsrecht ausgeübt hat, ist eher von akademischem Interesse. Näher zur Bezugserklärung *Fuchs,* in: MüKo AktG, § 198 RdNr. 22.

49 *Schlitt/Seiler/Singhof*, a.a.O., AG 2003, 254, 266.

50 Eingehend hierzu *Rozijn*, ZBB 1998, 77, 85ff.

51 *Habersack,* in: MüKo AktG, § 221 RdNr. 52.

52 *Habersack,* a.a.O., § 221 RdNr. 52; *Schlitt/Hemeling,* in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 9 RdNr. 54f.; a.A. *Schroer,* in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung, § 25 RdNr. 30.

53 *Schlitt/Seiler/Singhof*, a.a.O., AG 2003, 254, 267 mit Beispielen aus der Praxis.

54 Sog. „soft mandatory convertible". *Schlitt/Seiler/Singhof*, AG 2003, 254, 266.

55 Auch insoweit kann entsprechend § 192 Abs. 2 Nr. 1 eine bedingte Kapitalerhöhung beschlossen werden.

56 Zutreffend *Schäfer,* in: Lutter/Hirte, ZGR Sonderheft Nr. 16, 2000, 62, 76; vgl. auch *Mick*, DB 1999, 1201, 1205.

57 Der Gesellschaft ist es allerdings gestattet, statt dessen den Weg über § 221 AktG zu beschreiten, d.h. einen Beschluss nach Abs. 1 oder 2 einzuholen und den Aktionären das Bezugsrecht nach Abs. 4 einzuräumen.

58 Eingehend zu Umtauschanleihen vgl. *Schlitt/Kammerlohr,* in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 11 RdNr. 1ff.

59 So haben etwa die Städte Gelsenkirchen und Düsseldorf im Jahre 2004 Umtauschanleihen begeben, die zum Tausch in Aktien der RWE AG berechtigen. Andere Beispiele sind die 280 Mio. € 2,75% Umtauschanleihe der Franz Haniel & Cie GmbH 2001/2004 auf Aktien der Gehe AG oder die 250 Mio. € 2,25% Umtauschanleihe der Deutsche Lufthansa AG 2001/2006 auf Aktien der Amadeus Global Travel Distribution S. A. *Schlitt/Seiler /Singhof*, AG 2003, 254, 255.

60 Sog. „mandatory exchangeables" oder „soft mandatory exchangeables". *Schlitt/Kammerlohr*, a.a.O., § 11 RdNr. 24f.

61 Hüffer, § 111 RdNr. 18. Zur Besteuerung vgl. *Schumacher*, DStR 2000, 1227ff.

62 Näher hierzu *Schlitt/Schäfer*, CFL 2010, 252, 254 m.w. Nachw.

63 Vor diesem Hintergrund sollten solche Klauseln und Strategien zur Vermeidung der Problematik bereits im Vorfeld der Emission rechtzeitig mit dem Abschlussprüfer des Emittenten abgeklärt werden. Vgl. hierzu *Schlitt/Schäfer*, a.a.O., 252, 257.

64 Näher hierzu *Schlitt/Schäfer*, a.a.O., 252, 257.

65 § 3 Abs. 2 Nr. 3 WpPG. Im Zuge der Änderung der Prospektrichtlinie soll diese Grenze auf 100000 € erhöht werden.

66 Demgegenüber erfordert eine Zulassung an der Euro MTF oder am Global Exchange Market zwar keinen Prospekt nach den Vorgaben der Prospektrichtlinie, aber immerhin einen nach den jeweiligen nationalen Regeln, dessen zwingender Inhalt weniger umfangreich ist.

67 Dieses Exposé wird nicht publiziert, so dass i.d.R. lediglich das Bezugsangebot sowie Ad-hoc- und Pressemitteilungen des Emittenten veröffentlicht werden.