

Düsseldorfer Rechtswissenschaftliche Schriften 160

Niels Kaufmann

Die umgekehrte
Wandelschuldverschreibung
in der Insolvenz



Nomos

Düsseldorfer Rechtswissenschaftliche Schriften

Herausgegeben von der

Juristischen Fakultät der
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Band 160

Niels Kaufmann

Die umgekehrte Wandelschuldverschreibung in der Insolvenz



Nomos

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

Zugl.: Düsseldorf, Heinrich-Heine Universität, Diss., 2018

ISBN 978-3-8487-5867-8 (Print)

ISBN 978-3-7489-0000-9 (ePDF)

1. Auflage 2019

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2019. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

*Meinen Eltern
und meiner Schwester*

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2018/19 von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Düsseldorf als Dissertation angenommen. Sie entstand während meiner Tätigkeit am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht sowie deutsches und internationales Unternehmens-, Wirtschafts- und Kartellrecht. Rechtsprechung und Literatur konnten bis Anfang April 2019 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Christian Kersting für seinen Zuspruch und seine Unterstützung in der Promotionszeit und während meiner Tätigkeit am Lehrstuhl. Er hat diese Arbeit betreut und mich stets gefördert. Frau Prof. Dr. Nicola Preuß danke ich für die Einstellung als studentische Hilfskraft während meines Studiums, für wertvolle Anregungen bei der Bearbeitung und die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Allen, durch die ich die Promotionszeit in schöner Erinnerung behalten kann, bin ich verbunden. Besonders gilt mein Dank meinen Lehrstuhlkollegen, Frau Larissa Schildgen, Herrn Dr. Jannik Otto und Herrn Kay Pipoh, die mein Dissertationsvorhaben unterstützt und mich bei meiner Tätigkeit am Lehrstuhl begleitet haben sowie meiner Kollegin Frau Neele Lautner für Diskussionen und Korrekturlesen.

Der größte Dank gebührt indes meiner Familie und meinen engen Freunden, allen voran meinen Eltern, Dr. Jochen und Marion Kaufmann, sowie meiner Schwester Svenja Heßelbarth. Sie standen mir nicht nur während meiner juristischen Ausbildung mit großem Engagement, Herzlichkeit und Rückhalt zur Seite. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Düsseldorf, im März 2019

Niels Kaufmann

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Erstes Kapitel: Einleitung	21
A. Hintergrund	21
B. Gang der Untersuchung	25
Zweites Kapitel: Grundlagen	29
A. Umgekehrte Wandelschuldverschreibung	29
I. Begriffsbestimmung	29
II. Formen	31
1. Drittemission	32
2. Pflichtwandelanleihen	34
3. Synthetische Wandelschuldverschreibungen	36
4. Wandeldarlehen	36
5. Sonstige Formen	37
III. Zweck	38
1. Aufsichtsrechtliche Anerkennung	39
a. Banken	39
b. Versicherungen	42
2. Anleger als Rückversicherer	43
a. Erwerber als Versicherungsunternehmen	46
b. Emission als Versicherungsgeschäft	48
3. Sanierungsinstrument	49
4. Verhaltenssteuerung von Führungskräften	51
5. Wachstumsfinanzierung	52
IV. Praktische Bedeutung	52
1. Vorteile für Emittenten	54
2. Vorteile für Anleger	55
B. Rechtliche Grundlagen	56
I. Emission	57
1. Vorstandsentscheidung	57
2. Zustimmung des Aufsichtsrats	59

3.	Mitwirkung der Hauptversammlung	61
a.	Zuständigkeit	61
aa.	Existierende Aktien	64
bb.	Von Dritten gehaltene Aktien	68
b.	Beschlussmodalitäten	69
4.	Bezugsrecht	72
a.	Grundsatz	72
b.	Ausschluss	74
5.	Staatliche Genehmigung	77
6.	Sicherstellung der Aktienlieferung	77
a.	Keine Pflicht zur Sicherstellung	77
b.	Sicherung des Wandlungsrechts	78
II.	Anleiheschuldverhältnis	80
1.	Schuldrechtliche Einordnung	81
a.	Grundvertrag	81
b.	Schuldverschreibung	85
c.	Begebungsvertrag	86
2.	Anlegerschutz	87
III.	Wandlung	89
1.	Rechtsnatur	91
2.	Ausübung der Wandlung	95
3.	Wirkung der Wandlung	99
a.	Stellung der Gläubiger vor Wandlung	100
b.	Unmittelbare Wirkung der Wandlungserklärung	101
aa.	Schuldrechtliche Wirkung	102
bb.	Gesellschaftsrechtliche Wirkung	104
(1)	Abschluss des Zeichnungsvertrags	105
(2)	Umwidmung der Einlage	107
cc.	Zwischenergebnis	108
c.	Stellung der Gläubiger nach der Wandlung	109
d.	Zwischenergebnis	112
4.	Nachzahlungspflicht	113
5.	Trigger-Events	114
IV.	Verfassungsrechtlicher Hintergrund	115
C.	Kündigung in Insolvenznähe	118
Drittes Kapitel: Wandelschuldverschreibung und Insolvenzrecht		121
A.	Bestand im Insolvenzverfahren	122

I.	Nicht erfüllte und gegenseitige Verträge	122
II.	Schicksal umgekehrter Wandelschuldverschreibungen	124
1.	Keine Anwendung von § 104 InsO	126
a.	Auslegung von § 104 InsO	128
aa.	Finanzleistung	129
(1)	Teleologische Einschränkung	131
(a)	Finanzleistung als prägende Leistung	132
(b)	Spekulatives Element	133
(c)	Rechtssicherndes Element	136
(2)	Zwischenergebnis	137
bb.	Lieferung	137
cc.	Markt- oder Börsenpreis	138
dd.	Gegenseitiger, noch nicht vollständig erfüllter Vertrag	139
(1)	Gegenseitiger Vertrag	142
(2)	Vollständige Erfüllung	143
b.	Zweckerwägungen hinsichtlich der Rechtsfolge	147
c.	Keine Anwendung von § 104 InsO ohne Massebezug	149
d.	Ergebnis	154
2.	Keine Anwendung von § 45 InsO	155
a.	Wandlungsrecht des Wandelschuldverschreibungsinhabers	155
b.	Kein Untergang der Gestaltungsrechte des Schuldners	156
3.	Kein Untergang durch Auflösung der Gesellschaft	158
4.	Zwischenergebnis	161
5.	Charakter als Fremdkapitalinstrument	161
6.	Fälligkeit gem. § 41 InsO	163
III.	Anleihebedingungen	165
B.	Zuständigkeit des Insolvenzverwalters	166
I.	Kompetenzverteilung in der Gesellschaftsinsolvenz	167
II.	Ausgangspunkt	169
III.	Keine Anwendung von § 264 Abs. 1 BGB	170
IV.	Anwendung von § 80 Abs. 1 InsO	172
1.	Wandlungsrecht in der Zuständigkeit des Insolvenzverwalters	173
a.	Massebegriff	174

aa.	Unmittelbare Massezugehörigkeit	175
bb.	Ausübung in der Insolvenz	178
cc.	Zwischenergebnis	179
b.	Verfügung über die Insolvenzmasse	180
c.	Verwaltungsbefugnis	181
aa.	Gestaltungsrechte mit insolvenzrechtlicher Modifikation	184
bb.	Widerspruchsberechtigung	186
cc.	Zweck des § 80 Abs. 1 InsO	187
dd.	Erlassvertrag	189
d.	Zwischenergebnis	191
2.	Kein Entzug durch Zuordnung zum Gesellschaftsrecht	192
a.	Auswirkung der Wandlung auf die Gesellschaftsstruktur – Gesellschaftsrechtliche Reflexwirkung	193
b.	Zuständigkeiten zwischen Gesellschaft und Insolvenzverwalter	194
aa.	Grundsätzliche Zuständigkeit	195
bb.	Beschluss von Kapitalmaßnahmen	197
cc.	Rücknahme von Kapitalerhöhungsbeschlüssen	198
dd.	Anmeldung der Durchführung	199
ee.	Vergleich zum genehmigten Kapital in der Insolvenz	203
ff.	Zwischenergebnis	205
c.	Gesellschaftsrechtlicher Reflex	206
aa.	Überschneidungsbereich	208
bb.	Verwaltungsbefugnis	208
cc.	Ausgabe der Wandelschuldverschreibung	209
dd.	Innengesellschaftliche Zustimmung	210
(1)	Verbindung von Forderungsabwehr und Kapitalerhöhung	211
(2)	Zustimmung nur bei Wandlung durch Gesellschaftsorgan	213
ee.	Vorrang des Insolvenzrechts	215
(1)	Keine ausschließlich haftungsrechtliche Wandlung	215
(2)	Gesellschaftsrecht im Auflösungsstadium	218
(3)	Kompetenz kraft Massezusammenhangs	219
(a)	Annexzuständigkeiten	221
(b)	Massezusammenhang als	

Zuständigkeitskriterium auch im innergesellschaftlichen Bereich	225
(4) Herkunft der schuldrechtlichen Konnexität	229
ff. Zwischenergebnis	230
d. Abgrenzung zur Kapitalerhöhung	230
V. Ergebnis	232
C. Ausübung durch den Insolvenzverwalter	232
I. Rechtlicher Rahmen für den Insolvenzverwalter	234
1. Rechtsstellung des Insolvenzverwalters	234
2. Ziel des Insolvenzverfahrens	236
3. Aufgabe des Insolvenzverwalters	237
4. Unabhängigkeit des Insolvenzverwalters	240
II. Keine Rücksichtnahme auf Wandelschuldverschreibungsinhaber	242
1. Rechtsbeziehung zwischen Insolvenzverwalter und Insolvenzgläubigern	242
2. Keine Pflicht zur Berücksichtigung von Einzelinteressen	244
a. Entscheidungsmaßstab bei insolvenzspezifischen Rechten	246
aa. Verwalterwahlrecht §§ 103 ff. InsO und Anfechtungsrecht §§ 129 ff. InsO	246
bb. Wirtschaftlichkeitsgebot	248
b. Wirtschaftlichkeitsgebot und Gläubigergleichbehandlung	251
aa. Gläubigergleichbehandlung in der Insolvenzordnung	251
(1) Begründung der Gläubigergleichbehandlung	252
(2) Ungleichbehandlung der Gläubiger in der Insolvenzordnung	255
bb. Die Wandlung der umgekehrten Wandelschuldverschreibung	258
(1) Schuldrechtliche Erfüllungsalternative	259
(2) Vorteilsgewährung für die Risikoübernahme	262
c. Zwischenergebnis	262

Inhaltsverzeichnis

III. Keine Rücksichtnahme auf Interessen der Schuldnergesellschaft	263
IV. Grundsätzliche Pflicht zur Ausübung	266
D. Eigenverwaltung	268
E. Gestaltung der Anleihebedingungen	270
I. Keine Einschränkung durch § 119 InsO	272
II. Grenze des § 138 BGB	273
III. Insolvenzzrechtliche Anfechtung	273
1. Anfechtung der Anleihebedingungen	274
2. Anfechtung der Nichtwandlung	276
a. Voraussetzungen	277
b. Rechtsfolge	280
IV. Ergebnis	282
Viertes Kapitel: Ergebnisse	285
Literaturverzeichnis	289

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
Abs.	Absatz
abw.	abweichend
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Die Aktiengesellschaft, Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aktl.	Aktualisierung
aktual.	aktualisiert
allg.	allgemein
Alt.	Alternative
Anm.	Anmerkung
Anw.	Anwalt
Art.	Artikel
AT1	Additional-Tier 1
Aufl.	Auflage
ausf.	ausführlich
Az.	Aktenzeichen
BayObLG	Bayrisches Oberstes Landesgericht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
bearb.	bearbeitet
Begr.	Begründer
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bl.	Blatt
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages

Abkürzungsverzeichnis

BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CF	Corporate Finance
CFL	Corporate Finance Law
CoCo	Contingent Convertibles
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
d.h.	das heißt
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
Diss.	Dissertation
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht
dt.	deutsch
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
E	Entwurf
Ed.	Edition
Einl.	Einleitung
entspr.	entspricht
erw.	erweiterte
ESUG	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
EuGesR	Europäisches Gesellschaftsrecht
f.	folgende (Einzahl)
ff.	folgende (Mehrzahl)
Fn.	Fußnote
FraKo	Frankfurter Kommentar
franz.	französisch
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
GesR	Gesellschaftsrecht
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GroKo	Großkommentar
GS	Gedächtnisschrift
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
h.M.	herrschende Meinung
Habil.	Habilitationsschrift
HambKo	Hamburger Kommentar
HdB	Handbuch
HeidelKo	Heidelberger Kommentar
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
InsO	Insolvenzordnung
InsVV	Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung
JA	Juristische Arbeitsblätter
JZ	JuristenZeitung
Kap.	Kapitel
KG	Kammergericht
KO	Konkursordnung
KöSchrift	Kölner Schrift
KöSDi	Kölner Steuerdialog
krit.	kritisch
KTS	Konkurs Treuhand Sanierung, Zeitschrift für Insolvenzrecht
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
lit.	litera
lt.	laut
M&A	Mergers & Acquisitions
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MüKo	Münchener Kommentar
Münch	Münchener
n.F.	neue Fassung

Abkürzungsverzeichnis

Neubearb.	Neubearbeitung
neubearb.	neubearbeitet
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
NZM	Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht
OLG	Oberlandesgericht
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
RVR	Rückversicherungsrecht
S.	Satz, siehe
s.o.	siehe oben
SchVG	Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen
sog.	sogenannt
st.	ständige
str.	streitig
u.	und
u.a.	und andere, unter anderem
überarb.	überarbeitete
ungf.	ungefähr
Univ.	Universität
UR	Unternehmensrecht
Urt.	Urteil
usw.	und so weiter
v.	vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VerglO	Vergleichsordnung
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
vollst.	vollständig
Vorb.	Vorbemerkung
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht

WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIK	Zeitschrift für Insolvenzrecht & Kreditschutz
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
zugl.	zugleich
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess

Erstes Kapitel: Einleitung

A. Hintergrund

Die umgekehrte Wandelschuldverschreibung ist keine Entwicklung neuerer Zeit.¹ Obwohl es an einer ausdrücklichen Zulässigkeit dieser Finanzierungsvariante bis zuletzt im Aktiengesetz fehlte und die rechtliche Möglichkeit zur Absicherung des Umtauschrechts mit bedingtem Kapital umstritten war,² hatten Unternehmen in der Vergangenheit bereits umgekehrte Wandelschuldverschreibungen emittiert. Mit der Aktienrechtsnovelle 2016 hat der Gesetzgeber die Emission von umgekehrten Wandelschuldverschreibungen durch Aktiengesellschaften und die Unterlegung mit bedingtem Kapital im Aktiengesetz ausdrücklich ermöglicht.³ Was zunächst wie eine Klarstellung der bereits geläufig gewordenen Praxis erscheint, führt im Detail zu neuen rechtlichen Problemen und Systembrüchen⁴. Insbesondere im Insolvenzverfahren stellen sich durch die Neuregelung Fragen zur Ausübung der Wandlung. Hier sei die zumindest zweifelhafte Vorstellung des Gesetzgebers über die Folgen der Insolvenzverfahrenseröffnung auf die umgekehrte Wandelschuldverschreibung genannt, die eine insolvenzrechtliche Untersuchung dieser Finanzierungsform erforderlich machen.

Der Inhaber einer klassischen, also nicht umgekehrten, Wandelschuldverschreibung hat am Ende der Laufzeit die Wahl, unter Aufgabe seines Rückzahlungsanspruchs Anteilsinhaber am Emittenten zu werden (sog. *Convertible Bond*). Dieses Wandlungsrecht sieht für den Anleger die Möglichkeit vor, seinen Rückzahlungsanspruch nach den Anleihebedingungen in einen Anspruch auf Aktien zu wandeln. Das Wandlungsrecht ist fest mit der Wandelschuldverschreibung verbunden. Kann das Wand-

1 Zu Schuldverschreibungen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten s. *Rümker*, in: FS Beusch, 1993, 739.

2 Vgl. m.w.N. *Fuchs*, in: MüKo, AktG, Bd. IV, 4. Aufl. 2016, § 192 Rn. 10a; *No-doushani*, ZBB 2011, 143, 145.

3 Zum ungewöhnlich langen Gesetzgebungsverfahren s. *C. Götze/Nartowska*, NZG 2015, 298 f.

4 *S. Drygala*, WM 2011, 1637, 1641 ff.; *Bayer*, AG 2012, 141, 151.

lungrrecht abgetrennt und separat gehandelt werden, wird von einer Optionsanleihe gesprochen.⁵

Bei der hier zu untersuchenden umgekehrten – u.a. auch als Anleihe mit Tilgungswahlrecht bezeichneten⁶ – Wandelschuldverschreibung steht das Wandlungsrecht der Gesellschaft zu (sog. *Reverse Convertible Bond*). Die Gesellschaft kann also selbst entscheiden, wie sie den Anspruch des Gläubigers aus der Schuldverschreibung erfüllt, entweder durch die Rückzahlung des Geldbetrags oder durch die Verschaffung einer Mitgliedschaft. Die Besonderheit der umgekehrten Wandelschuldverschreibung liegt also darin, dass die Gesellschaft über die Art und Weise der Erfüllung selbst entscheidet und den Wandelschuldverschreibungsinhaber deshalb auch gegen seinen Willen in eine Eigenkapitalgeberstellung zwingen kann.

Die umgekehrte Wandelschuldverschreibung verkörpert einen Debt-Equity-Swap, welcher durch die Ausgabe dieser Art von Schuldverschreibungen auf Vorrat angelegt wird. Der Tausch von Fremd- in Eigenkapital ist durch vertragliche Vereinbarung schon immer möglich gewesen, aber auch gesetzlich an mehreren Stellen vorgesehen. So kann beispielsweise im Insolvenzplan gem. § 225a Abs. 3 InsO der Tausch von Insolvenzforderungen in Mitgliedschaftsrechte festgelegt werden. Auch im Vorfeld einer Insolvenz kann mittels eines mehrheitlich gefassten Gläubigerbeschlusses gem. § 5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG der Umtausch aller Schuldverschreibungen aus einer Gesamtemission in Geschäftsanteile vollzogen werden. Die Besonderheit der umgekehrten Wandelschuldverschreibung liegt darin, dass die Wandlung im Gegensatz zu den übrigen Debt-Equity-Swaps zum Nennwert und nicht zum Zeitwert erfolgen kann und es zudem keiner Mitwirkung anderer Beteiligter bedarf. Der Umtausch ist allein von der Wandlungserklärung der Gesellschaft abhängig. Die Verhandlungen über die Konditionen des Debt-Equity-Swaps finden daher zu einem früheren Zeitpunkt statt, in dem die Krise möglicherweise noch gar nicht

5 Vgl. *Bader*, AG 2014, 472, 476; *Schanz*, BKR 2011, 410.

6 Vgl. *Schanz*, BKR 2011, 410, 415; RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 27; *Königshausen*, WM 2013, 909, 912; s. auch *Hirte*, in: GroKo, AktG, Bd. VII/1, 4. Aufl. 2012, § 221 Rn. 210; »Anleihen mit Rückzahlungswahlrecht des Emittenten« s. bei *F. A. Schäfer*, in: ZGR Sonderheft Nr. 16, 2000, 62, 75 f.; Zu weiteren Bezeichnungen vgl. *Wilkens/H. Scholz*, Finanzbetrieb 2000, 171 und dort in Fn. 1 u. 2 (z.B. Schuldverschreibung mit aktienbezogenem Rückzahlungswahlrecht des Emittenten). Einerseits werden Anleihen so bezeichnet, die die Lieferung von Anteilen am Emittenten selbst, andererseits die Lieferung von Anteilen an Dritten Unternehmen beinhalten, s. *Kilgus*, WM 2001, 1324, 1325 u. 1329 f.; *Rümker*, in: FS Beusch, 1993, 739.

absehbar ist. Wegen der fehlenden Mitwirkungsmöglichkeit der Anleihehaber ergibt sich im Insolvenzverfahren die besondere Situation, dass durch die Ausübung der Wandlungsbefugnis durch den Insolvenzverwalter das Verhältnis zwischen Wandelschuldverschreibungsinhaber und Gesellschaft fundamental geändert wird, ohne dass einer der beiden Parteien eine Einwirkungsmöglichkeit zusteht – im Extremfall sind sich Gesellschaft und Anleihehaber sogar einig, dass eine Wandlung nicht vorgenommen werden soll. Die Anleihehaber können zu Gesellschaftern werden, obwohl weder die Gesellschaft, noch die Anleihehaber daran ein Interesse haben.

Mit der Wandlung kann sich die Gesellschaft von der Verbindlichkeit aus der Schuldverschreibung gegen Verschaffung einer Mitgliedschaft befreien. Die Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer Wandlungsmöglichkeit hat daher für die Gesellschaft und den Anleihehaber große Bedeutung. Wirtschaftlich betrachtet wird durch die umgekehrte Wandelschuldverschreibung ein Risiko in einer Anleihe verbrieft und an den Kapitalmarkt weitergereicht, schließlich kann sich die Gesellschaft bei Vorliegen der Wandlungsvoraussetzungen von der Rückzahlung befreien. Die Gesellschaft erhält durch die Ausgabe eine Geldzahlung, braucht diese aber im Fall einer Wandlung nicht zurückzahlen, sondern nur eine Mitgliedschaft verschaffen. Anders als bei normalen Schuldverschreibungen trägt der Anleihehaber nicht nur das Insolvenzrisiko, sondern zudem das Risiko des Eintritts eines Trigger-Events. Der Erwerber einer solchen Anleihe erhält für die Übernahme des Risikos einen entsprechend höheren Zins. Der Gesetzgeber stellt sich insbesondere die Strukturierung von Wandelschuldverschreibungen vor, die der Gesellschaft ein Wandlungsrecht für den Krisenfall gewähren, wodurch die Gesellschaft in einer Notsituation ihre Bilanz entlasten könnte.⁷ Der Erwerber einer umgekehrten Wandelschuldverschreibung lässt sich damit auf eine besondere Risikosituation ein, weil er im Krisenfall an einem angeschlagenen Unternehmen beteiligt würde und nicht mit der Rückzahlung seines eingesetzten Kapitals rechnen kann. Trotz dieses besonderen Risikoprofils hat es in der Vergangenheit schon Emissionen von umgekehrten Wandelschuldverschreibungen gegeben und es ist zu erwarten, dass zumindest im Mittelstand solche Anleihen zur Ausreicherung spezieller Risiken an Popularität gewinnen.⁸ Außerdem sind gerade in Zeiten niedriger Zinsen Investoren auf der Suche nach alternati-

7 Seibert/Böttcher, ZIP 2012, 12, 16.

8 Vgl. Möhlenkamp/Harder, ZIP 2016, 1093.

ven Investitionsmöglichkeiten, die einen höheren Zins bieten.⁹ Neben der Versicherung für eine Notsituation könnte die umgekehrte Wandelschuldverschreibung zudem im Bereich der Katastrophenanleihen Relevanz erhalten. Naturkatastrophen zählen zu den größten versicherbaren Risiken überhaupt,¹⁰ sodass die Ausreichung an den Kapitalmarkt über umgekehrte Wandelschuldverschreibungen attraktiv erscheint.

Die umgekehrte Wandelschuldverschreibung ist eine Antwort auf die Finanzkrise 2008 und folgt dem Grundsatz der Risikointernalisierung.¹¹ Gläubiger und Aktionäre sollen schon während einer Banken- bzw. Unternehmenskrise unmittelbar an den Verlusten zu beteiligen sein,¹² um die Notwendigkeit einer Rekapitalisierung durch den Staat zu vermeiden. Ein Bail-Out des Staates wird durch diesen Bail-In der Aktionäre und Gläubiger unnötig.¹³ Diese Verwendung von umgekehrten Wandelschuldverschreibungen als regulatorisches Kernkapital, um Banken im Krisenfall die Beschaffung von Eigenkapital zu erleichtern, steht nach der Gesetzesbegründung im Vordergrund.¹⁴ In Form dieser Contingent Convertible Bonds (sog. *CoCo-Bonds*) hat die umgekehrte Wandelschuldverschreibung mediale Erwähnung gefunden.¹⁵ CoCo-Bonds sind langfristige, nachrangige Anleihen, die bei Eintreten festgelegter Ereignisse automatisch in Eigenkapital gewandelt werden. Als besonderer Fall der umgekehrten Wandelschuldverschreibung sollen diese CoCo-Bonds Banken eine flexiblere Erfüllung der bankenaufsichtsrechtlichen Kapitalanforderungen ermöglichen. Große Banken in England, Spanien und der Schweiz haben bereits CoCo-Bonds platziert.¹⁶ Der Wille des Gesetzgebers, mit CoCo-Bonds Banken ihre Finanzierung zu erleichtern, darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass neben der Funktion als bankenaufsichtsrechtlich anzuerkennendes Kapital und der bereits genannten Krisenprävention

9 *Schlitt/Brandi/Schröder u. a.*, CFL 2011, 105.

10 *Fest*, ZBB 2016, 301, 302 und zur Entwicklung s. S. 302 ff.

11 *Florstedt*, ZHR (180) 2016, 152, 160 u. 166 f.

12 *Florstedt*, ZHR (180) 2016, 152, 154.

13 *Florstedt*, ZHR (180) 2016, 152, 154; *Gleske/Ströbele*, CFL 2012, 49.

14 RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 13 u. 27; *Haag/J. Peters*, WM 2015, 2303, 2304; *Nodoushani*, WM 2016, 589 f.; *Seibert/Böttcher*, ZIP 2012, 12, 15 f.

15 *S. Nodoushani*, WM 2016, 589 Fn. 1.

16 *Nodoushani*, WM 2016, 589, 590 u. s. dort in Fn. 12; s. auch *Möhlenkamp/Harder*, ZIP 2016, 1093.

auch andersartige Zwecke verfolgt werden können, nicht nur von Bankaktiengesellschaften.¹⁷

Die Insolvenz einiger Emittenten von Finanzierungsanleihen in den letzten Jahren¹⁸ verhilft den insolvenzrechtlichen Fragestellungen zu Aktualität. Mit dem Thema der Anleihen in der Insolvenz hat sich bereits während des 11. Deutschen Insolvenzrechtstags 2014 ein Workshop ausschließlich beschäftigt.¹⁹

Auch die Bedeutung von Wandelschuldverschreibungen für die Finanzierung von Unternehmen ist gestiegen.²⁰ Es ist deshalb nur folgerichtig, dass der Gesetzgeber durch die Aktienrechtsnovelle 2016 für mehr Rechtssicherheit bei der Emission verschiedener Formen der Wandelschuldverschreibung gesorgt hat. Diese Arbeit soll ein weiterer Beitrag dazu sein. Weil die umgekehrte Wandelschuldverschreibung gerade für Krisensituationen ermöglicht wurde, ist eine Untersuchung der Auswirkungen des Insolvenzverfahrens auf ihren Bestand und ihre Wandlungsmöglichkeit besonders angezeigt.

B. Gang der Untersuchung

Die Ansicht des Gesetzgebers zum Schicksal der umgekehrten Wandelschuldverschreibung in der Insolvenz zeigt bereits, dass es an einer ausführlichen Auseinandersetzung mit dem Insolvenzrecht fehlt. Ist das Wandlungsrecht einer umgekehrten Wandelschuldverschreibung vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens noch nicht ausgeübt, sieht der Gesetzgeber laut der Gesetzesbegründung den Untergang des Wandlungsrechts und einen Barausgleich gem. § 104 InsO vor. Hauptanwendungsfall, den der

17 Bspw. hat die Solvesta AG eine Wandelanleihe begeben, die eine Pflichtwandlung in besonderen Fällen und ein Tilgungswahlrecht der Gesellschaft am Ende der Laufzeit vorsieht. Ausdrücklich offen für beliebige Wandlungsereignisse s. RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 27.

18 *Antoniadis*, NZI 2014, 785; *Blaufuß/M. J. Braun*, NZI 2016, 5, 6; einige namhafte insolvente Emittenten von Anleihen sind: Strenesse AG, Praktiker AG, Pfeilderer AG, Solar Millennium AG, Solarwatt AG, WGF AG, Solen AG, Siag Schaaf AG und Zamek KG (Aufzählung von *Antoniadis*, NZI 2014, 785); ferner *Westpfahl*, in: FS Kübler, 2015, 773.

19 *Antoniadis*, NZI 2014, 785.

20 Zur Bedeutung s. *Seibt*, CFL 2010, 165; *Schanz*, CFL 2012, 26; *Schanz*, BKR 2011, 410; s. auch *Ampferl*, in: FS Kübler, 2015, 11; *Schlitt/S. Schäfer*, CFL 2010, 252.

Gesetzgeber bei der Anpassung des AktG im Blick hatte, ist die Wandlungsmöglichkeit in Krisensituationen. In Krisensituationen laufen unterschiedliche Interessen zusammen, die spätestens im Insolvenzverfahren in einen sachgerechten Ausgleich gebracht werden müssen.

Begonnen wird mit der insolvenzvertragsrechtlichen Untersuchung des Wandlungsrechts nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens, welches entgegen der Gesetzesbegründung²¹ nicht nach § 104 InsO untergeht, sondern mangels insolvenzrechtlicher Modifizierung bestehen bleibt. Die Analyse der insolvenzrechtlichen Vorschrift § 104 InsO ergibt ihre Unanwendbarkeit, es fehlt bereits ein gegenseitiger Vertrag. Auch andere insolvenzrechtliche Vorschriften, die einen Untergang des Wandlungsrechts zur Folge hätten, lassen sich nicht finden. Wird sich zudem vergegenwärtigt, dass das Insolvenzverfahren nur Insolvenzforderungen erfasst, ist auch ersichtlich, warum es nicht zu einem Untergang der Wandlungsbefugnis durch das Insolvenzrecht kommen kann: Der Anspruch auf Beteiligung ist nicht auf Verschaffung eines Vermögensgegenstands aus der Masse des Insolvenzschuldners, sondern auf Beteiligung gerichtet, sodass dieser Anspruch auf Mitgliedschaft – sofern er gewählt wird – nicht im Insolvenzverfahren geltend gemacht und von den insolvenzrechtlichen Vorschriften deshalb auch nicht unmittelbar erfasst werden kann.

Auf die Analyse der Auswirkungen der Insolvenzverfahrenseröffnung folgt die Frage nach der Zuständigkeit zur Ausübung der Wandlung. Das Gebot der gesellschaftsrechtlichen Neutralität der Insolvenzordnung und das Selbstbestimmungsrecht der Gesellschaft über ihre eigene Organisationsverfassung müssen jedoch soweit zurückstehen, wie die Insolvenzmasse betroffen ist. Das Insolvenzrecht überlagert das Gesellschaftsrecht, soweit es für die Haftungsverwirklichung erforderlich ist. Wegen der Verbindung der gesellschaftsrechtlichen Aufnahme neuer Gesellschafter mit dem massewirksamen Untergang der Geldzahlungsforderung aus der umgekehrten Wandelschuldverschreibung, fällt die Wandlungserklärung in den Kompetenzbereich des Insolvenzverwalters, weil er eine Forderung gegen die Masse abwehren kann. Für die Gesellschaft bedeutet die Wandlung durch den Insolvenzverwalter die Pflicht zur Aufnahme neuer Gesellschafter.

Die Begründung der Zuständigkeit des Insolvenzverwalters führt auf der Ebene des Ausübungsmaßstabs zur Frage nach der richtigen Wandlungsentscheidung. Bei der Tätigkeit des Insolvenzverwalters für alle

21 RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 28.

Gläubiger kommt es freilich zu Interessenkonflikten. Im Licht der Gläubigergleichbehandlung sieht sich der Insolvenzverwalter einer Interessenkollision ausgesetzt: Die Wandelschuldverschreibungsinhaber haben ein Interesse an dem Erhalt ihrer Stellung als Geldgläubiger, schließlich besteht so immerhin Aussicht auf eine quotale Befriedigung. Die übrigen Insolvenzgläubiger sind an der Ausübung der Wandlung interessiert, schließlich fallen die Wandelschuldverschreibungsinhaber dann als konkurrierende Insolvenzgläubiger weg. Bei genauerer Betrachtung der Interessenlage wird sich zeigen, dass die Pflicht zur Wirtschaftlichkeit und die Pflicht zur Gläubigergleichbehandlung nicht gegenläufig sind. Die Obliegenheit des Schuldners gegenüber den Insolvenzgläubigern ist nicht kongruent zu der Obliegenheit gegenüber den Wandelschuldverschreibungsinhabern. Letztere haben sich auf eine alternative Erfüllungsmöglichkeit eingelassen, die im Insolvenzverfahren Bestand hat. Auf diese Erfüllungsmöglichkeit, die vollständig durchsetzbar ist, müssen sich die Wandelschuldverschreibungsinhaber im Insolvenzverfahren verweisen lassen. Auf die Begründung der Zuständigkeit des Insolvenzverwalters folgt damit in aller Regel eine Wandlungspflicht, weil die Wandlung wirtschaftlich geboten und eine Ungleichbehandlung wegen der Verschiedenartigkeit der Obliegenheit erforderlich ist. Nur so kann der Insolvenzverwalter die bestmögliche und gemeinschaftliche Befriedigung der Gläubiger umsetzen.

Die Arbeit wird mit einer Untersuchung der vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten abgeschlossen. Die Vereinbarung besonderer Regelungen für den Insolvenzfall in den Anleihebedingungen muss sich an den Anfechtungsregeln messen lassen.

Zweites Kapitel: Grundlagen

Um sich der Problematik der umgekehrten Wandelschuldverschreibung im Insolvenzverfahren zu nähern, sind zunächst die Hintergründe und rechtlichen Grundlagen zu erörtern. Dazu wird im Folgenden eine Begriffsbestimmung vorgenommen und die möglichen Anwendungsbereiche beleuchtet, sowie die zugrundeliegenden rechtlichen Beziehungen untersucht.

A. Umgekehrte Wandelschuldverschreibung

Aufgrund der Vertragsfreiheit und der vielfältigen Zweckgestaltungsmöglichkeiten kann kaum von einer typischen umgekehrten Wandelschuldverschreibung gesprochen werden. Das Gesetz äußert sich auch nicht weiter zu den Wandlungsbedingungen, sondern überlässt die nähere Ausgestaltung der Praxis.²² Freilich lassen sich Merkmale finden, die die umgekehrte Wandelschuldverschreibung ausmachen. Um eine Untersuchung der umgekehrten Wandelschuldverschreibung in der Insolvenz zu ermöglichen, ist sie zunächst von anderen Finanzierungsinstrumenten abzugrenzen.

I. Begriffsbestimmung

Gem. § 221 Abs. 1 S. 1 AktG sind Wandelschuldverschreibungen »Schuldverschreibungen, bei denen den Gläubigern oder der Gesellschaft ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt wird [...]«. Der Begriff der Wandelanleihe bzw. Wandelschuldverschreibung wird für verzinsliche Schuldverschreibungen im Sinne der §§ 793 ff. BGB verwendet, die mit einem Wandlungsrecht versehen sind und daher neben ihrer Fremdkapital- eine zusätzliche Eigenkapitalkomponente enthalten.²³ Der Begriff der Anleihe ist nicht gesetzlich definiert, sodass eine Abgrenzung

22 RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 27.

23 Schanz, BKR 2011, 410.

zu anderen Bezeichnungen wie Wertpapier, Schuldverschreibung oder Finanzinstrument schwerfällt.²⁴ In der Regel fungiert der Begriff der Anleihe als Sammelbegriff für Inhaberschuldverschreibungen, die eine wertpapierrechtliche Fungibilität besitzen.²⁵

In den Anleihebedingungen kann die Wandlungsbefugnis der Gesellschaft ausgestaltet und vom Eintritt bestimmter Voraussetzungen abhängig gemacht werden, sodass erst nach Eintritt dieser Auslösebedingungen (*Trigger-Events*) die Wandlungsbefugnis ausgeübt werden kann.²⁶ Genauso kann vereinbart werden, dass bei Eintritt bestimmter *Trigger-Events* das Wandlungsrecht ausgeschlossen ist. Hier ist der Praxis im Rahmen der Vertragsgestaltung Freiraum gelassen.²⁷ Deshalb können beliebig viele umgekehrte Wandelschuldverschreibungen strukturiert werden, die durch entsprechende Gestaltung der *Trigger-Events* für unterschiedliche Zwecke eingesetzt werden können.²⁸

Um die Varianten der umgekehrten Wandelschuldverschreibung genauer zu erfassen, kann eine Kategorisierung anhand der Anwendungsbereiche vorgenommen werden.²⁹ Ausweislich der Gesetzesbegründung hatte der Gesetzgeber hauptsächlich eine Wandelanleihe im Blick, welche nach bankenaufsichtsrechtlichen Gesichtspunkten zur Anrechnung auf das Kernkapital geeignet ist (sog. *regulatorische Wandelanleihe*).³⁰ Zur Anerkennung der umgekehrten Wandelschuldverschreibung als zusätzliches Kernkapital sind bankenaufsichtsrechtliche Anforderungen, insbesondere für die *Trigger-Events* der Wandlung, zu beachten.³¹ Die Gesetzgebung eröffnet die Möglichkeit zur Begebung von umgekehrten Wandelschuldverschreibungen aber ausdrücklich jeder Aktiengesellschaft.³² Dieser all-

24 *Kaulamo*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Finanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2018, § 16 Rn. 5 ff.; s. dazu kurz *Baums*, in: Beiträge Unternehmensfinanzierung, 2016, 365, 368.

25 Vgl. *Horn*, BKR 2009, 446; *Kaulamo*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Finanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2018, § 16 Rn. 2.

26 Vgl. RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 27; *Möhlenkamp/Harder*, ZIP 2016, 1093; *Nodoushani*, ZBB 2011, 143, 148 f.; *Seibert/Bötcher*, ZIP 2012, 12, 15 f.

27 Wie auch von der Gesetzgebung intendiert, vgl. RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 27.

28 *Florstedt*, ZHR (180) 2016, 152, 166; s. auch Zweites Kapitel: III.

29 *Florstedt*, ZHR (180) 2016, 152, 167.

30 RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 27.

31 Siehe dazu unten Zweites Kapitel: III.1.a.

32 Vgl. RegE AktG 2014, BT-Drucks. 18/4349, 27 »Besonders für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute [...]«

gemeine Anwendungsbereich stellt die Grundform der umgekehrten Wandelschuldverschreibung dar, bei der der Emittent nach seiner Wahl die Stellung des Wandelschuldverschreibungsinhabers in eine Eigenkapitalstellung wandeln kann und keine weiteren (gesetzlichen) Voraussetzungen erfüllt sein müssen. Als weiteren Anwendungsbereich wird die transaktionsbegleitende Wandelanleihe genannt, die insbesondere M&A-Situationen oder zeitkritische Restrukturierungsfälle im Blick hat.³³

II. Formen

In der Praxis haben sich unterschiedliche Strukturierungsvarianten der umgekehrten Wandelschuldverschreibung entwickelt, die im Folgenden kurz dargestellt werden. Die Liste von Anleihetypen, denen ein Wandlungsrecht innewohnt, könnte aufgrund der Vertragsfreiheit und der damit einhergehenden Vielfältigkeit noch weiter geführt werden.³⁴ Problematisch ist dabei insbesondere die uneinheitliche Bezeichnung verschiedener Ausgestaltungen.³⁵ Der Untersuchung wird eine umgekehrte Wandelschuldverschreibung gem. § 221 Abs. 1 AktG zugrunde gelegt, welche die Emissionsgesellschaft berechtigt, den Anspruch des Wandelschuldverschreibungsinhabers auch mit eigenen Aktien zu erfüllen. Um die umgekehrte Wandelschuldverschreibung von verwandten Formen abzugrenzen, wird im Folgenden ein Überblick über alternative Gestaltungsmöglichkeiten gegeben.

33 Vgl. *Bader*, AG 2014, 472, 480; *Florstedt*, ZHR (180) 2016, 152, 167; zu den Zwecken sogleich Zweites Kapitel: III.

34 Eine Auflistung etwa bei *Lux*, Dogmatik des Umtauschs von Wandelanleihen, 2014, S. 51 ff. oder bei *Wehrhahn*, Finanzierungsinstrumente mit Aktienerbwerbsrechten, 2004, S. 136 ff.; allg. zu Hybridanleihen *Schlitt/Brandi/Schröder u. a.*, CFL 2011, 105, 106 ff.

35 Beispielhaft soll etwa die Aktienanleihe genannt werden. Nach *Müller-Eising*, in: *Eilers/Rödding/Schmalenbach*, Unternehmensfinanzierung, 2008, D Rn. 87 ist wesentlicher Unterschied zwischen Aktienanleihe und Anleihe mit Tilgungswahlrecht, dass bei letzterer der Rückzahlungsanspruch wertmäßig mit den zu liefernden Aktien aufgefüllt wird (dynamisches Umtauschverhältnis), während bei der Aktienanleihe die Zahl der zu liefernden Aktien von vornherein feststeht (festes Umtauschverhältnis). Folgt man *Kniehase*, *Derivate auf eigene Aktien*, 2005, S. 292 f., so ist es gerade die Aktienanleihe, die sich durch ein dynamisches Umtauschverhältnis auszeichnet.