



## LAW CORNER

DR. THORSTEN KUTHE UND CHRISTOPHER GÖRTZ, RECHTSANWÄLTE,  
HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK, KÖLN

# Wandelschuldverschreibungen: eine flexible Alternative auch vor dem Börsengang?

*Börsengänge sind aktuell wieder eine echte Finanzierungsalternative. Gleichzeitig ist der Kapitalmarkt in Deutschland weiterhin nicht einfach. Gerade kleine und mittelgroße Unternehmen überlegen daher genau, welche Struktur für sie der beste Weg an die Börse ist. Klassische Anleihen und Wandelschuldverschreibungen können Bausteine auf dem Weg zum IPO sein.*

Börsengänge von kleinen und mittelgroßen Unternehmen sind in Deutschland seit längerer Zeit Mangelware. Eine andere Finanzierungsalternative lässt sich hingegen trotz aller Unkenrufe gut platzieren, nämlich Unternehmensanleihen. Hier zeigte jüngst die Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig, dass der Markt mehr als aufnahmefähig für das richtige Angebot ist. Es liegt daher nahe, beide Finanzierungsformen zu verbinden.

Gerade Emittenten aus dem Immobilienbereich haben bereits eine ganze Reihe von Wandelschuldverschreibungen erfolgreich begeben. Hierbei handelt es sich meistens um Gesellschaften, die bereits notiert waren und zumindest im ersten Schritt eine Kapitalerhöhung platziert haben. Der nächste Schritt ist, Wandelschuldverschreibungen auch für noch nicht notierte Unternehmen zu begeben. Das könnte zum Beispiel bei Wachstumsunternehmen eine Option sein. So sieht man immer wieder in Diskussionen, dass bestimmte Anleihekandidaten der Sache nach den Anleihegläubigern zumindest teilweise ein Eigenkapitalrisiko mit aufbürden wollen und dann im Gegenzug von den Investoren auch entsprechendes Upside-Potenzial in Form eines Equity Kickers oder einer Wandlungsoption verlangt wird.

Umgekehrt sind auch Pflichtwandelanleihen wieder stärker in der Diskussion, insbesondere im Zusammenhang mit der Finanzierung von Banken, wenn Eigenkapitalvorschriften abgesichert werden sollen, sogenannte Contingent Convertible Bonds oder kurz CoCo-Bonds. Bei diesen tritt eine

Pflichtwandelung dann ein, wenn bestimmte finanzielle Kennzahlen verletzt werden.

In rechtlicher Hinsicht ist zu beachten, dass bei Wandelschuldverschreibungen eine Prospektbilligung nur in dem Land, in dem der Emittent sitzt, möglich ist. Der in der Praxis bei Unternehmensanleihen übliche Weg zur Luxemburger Aufsichtsbehörde (CSSF) ist hier also versperrt. Hinzu kommt, dass bei Wandelschuldverschreibungen die Prospektanforderungen denen eines Aktienprospekts entsprechen, so dass insbesondere drei (bzw. bei KMU zwei) Jahresabschlüsse vorzulegen sind und Pro-forma-Angaben erfolgen müssen. Hinzu kommen detailliertere Angaben zu Kapitalverhältnissen, zusätzliche Angaben zu den Aktien, in die gewandelt werden soll, und die Erklärung zum Geschäftskapital. All dies macht die Sache prospektseitig aufwendiger und ist daher bei der Planung zu bedenken.

Ein wesentliches Kernelement ist die Ausgestaltung der Anleihebedingungen. Sofern es sich um ein Wandlungsrecht bei einem nicht börsennotierten Unternehmen handelt, ist zu klären, ob eine Wandlung möglich sein soll, wenn das Unternehmen nicht oder noch nicht an die Börse geht. Denkbar wäre eine Unternehmensbewertung. Handelt es sich um eine Pflichtwandelanleihe, die in einer bestimmten Krisensituation eingreift, so kann eine Bewertung möglicherweise aus der Definition der Krisensituation, die jedenfalls erfolgen muss, hergeleitet werden. Dabei werden sich Investoren häufig als Gegenleistung zur Pflichtwandelung das Recht auf überproportional viele Anteile einräumen lassen. Der momentan zu beobachtende Trend, Anleihebedingungen individueller und detaillierter zu gestalten, gilt für Wandelschuldverschreibungen in besonderem Maße.

Auf [bondguide.de](http://bondguide.de) finden Sie eine noch detailliertere Fassung dieser Übersicht.