

# Gestaltung einer Wandelschuldverschreibung am Beispiel der SeniVita Social Estate AG

Text: Dr. Thorsten Kuthe und Felicitas Boehm, LL.M., Heuking Kühn Lüer Wojtek

Seit einiger Zeit ist in der Kapitalmarktfinanzierung von mittelständischen Unternehmen ein klarer Trend zu Lösungen zu beobachten, die auf den Fall zugeschnitten sind. Das führt dazu, dass auch Wandelschuldverschreibungen zunehmend als Gestaltungsoption diskutiert werden. Dies gilt insbesondere im Immobilienbereich. Anhand des aktuellen Beispiels der Emission der SeniVita-Anleihe beleuchten wir einige Aspekte, die in der Vorbereitung einer solchen Emission zu beachten sind.

## Alternative Wandelschuldverschreibung

Wandelschuldverschreibungen sind ein hybrides Finanzierungsinstrument zwischen Eigen- und Fremdkapital. Sie werden daher insbesondere dann eingesetzt, wenn ein Unternehmen sein Geschäftsmodell ändert, aus- oder aufbaut. Die Investoren geben dann zunächst Fremdkapital und können während der Laufzeit dieser Anleihe beobachten, ob der Businessplan aufgeht. Ist das der Fall, wandeln sie ihr Investment in Eigenkapital zu einem Verhältnis, das bei Begebung der Anleihe bereits festgelegt wird und erwartungsgemäß im Zeitpunkt der Wandlung einen Discount auf den Eigenkapitalwert darstellt.

Bei der Konzeption ist zunächst eine Grundentscheidung zu treffen: Soll die Emission besichert werden und damit strukturell im vorderen Rang stehen oder soll sie schon vor Wandlung eigenkapitalähnlich sein oder sogar auch bilanziell als Eigenkapital ausgestaltet werden? Hier sind die Weichen zu stellen. Nach unserer Beobachtung tendieren Emissionen von Anleihen aktuell generell mehr in Richtung der Struktur von Bankenfinanzierungen in Bezug auf Rang, Besicherung, Klarheit von Mittelverwendung und -rückführung und andere Gestaltungselemente. Aber auch Finanzierungen, die strukturell nachrangig sind, werden aufgesetzt, dann aber zunehmend mit wirtschaftlichen Konditionen, die das reflektieren.

Auch die aktuelle Wandelschuldverschreibungsemission der SeniVita Social Estate AG ist vor Wandlung eher an einer Bank-

als einer Eigenkapitalfinanzierung orientiert. Bei der SeniVita handelt es sich um ein Unternehmen, das neue Standorte für ihr Pflegekonzept „AltenPfleger 5.0“ projektiert und Wohnanlagen für Pflegebedürftige plant und baut bzw. umbaut, damit diese für das Konzept „AltenPfleger 5.0“ geeignet sind. Ferner verpachtet und/oder verkauft sie die Wohnungen an Dritte und ist Franchisegeber für Betreiber des Pflegekonzepts „AltenPfleger 5.0“.

## Sicherheit und Transparenz

Die Wandelschuldverschreibung dient der Finanzierung der Bauprojekte. Sie wird daher auch durch die Bauprojekte erstrangig besichert. Mit einer solchen öffentlich platzierten Wandelschuldverschreibungsemission betritt SeniVita – ebenso wie schon die wesentliche Aktionärin SeniVita Sozial gGmbH 2010 mit der ersten Anleihe eines gemeinnützigen Unternehmens und der Genussscheinemission 2012 – Neuland. Die Ausgestaltung der Sicherheitenstruktur für die Entwicklung bzw. den Bau von Immobilien ist besonders anspruchsvoll. Die Abwicklung erfolgt in solchen Fällen über einen Treuhänder, der nicht nur die Sicherheiten hält, sondern auch die Mittelverwendung überwacht. Die Schwierigkeit liegt darin, einerseits den Anleihegläubigern ein möglichst großes Maß an Sicherheit zu geben, obwohl am Tag Null bei einem Neubau kein Asset als Sicherheit vorhanden ist, andererseits dem Unternehmen genug Spielraum in der Praxis zu belassen. Hier ist eine ausführliche Abstimmung mit den Beteiligten notwendig, in der möglichst viele denkbare Entwicklungen in der Zukunft diskutiert und in ihren denkbaren Abläufen im Vertrag abgebildet werden.

Daneben können sich Besonderheiten hinsichtlich des Prospekts beizufügender Immobiliengutachten ergeben. Für den Treuhänder, der die Mittelverwendung kontrolliert, aber auch den Investor, ist der geplante künftige Wert der Immobilien nach Baufertigstellung von besonderem Interesse. Schließlich ergibt sich daraus der Kapitalbedarf für den Bau, die zu erwartende Ver-



Dr. Thorsten Kuthe, Rechtsanwalt und Partner, Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln



Felicitas Boehm, LL.M., Rechtsanwältin, Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln

kaufsmarge und den wachsenden Sicherheitenwert. Hingegen forderte die BaFin – unter Bezugnahme auf die ESMA-Standards und anders als teilweise andere europäische Aufsichtsbehörden – im Prospekt die Beifügung von Gutachten, die den aktuellen Verkehrswert des Grundstücks widerspiegeln. Soll die Anleihe den Bau einer Immobilie finanzieren, handelt es sich naturgemäß um ein aktuell unbebautes Grundstück. Aus Gründen der Anlegerinformation finden sich im SeniVita-Prospekt daher sowohl Gutachten für den Bodenwert

als auch Verkehrswertgutachten für den erwarteten Wert nach Bebauung. So wird volle Transparenz erreicht.

Unter Transparenzgesichtspunkten stellt sich für Investoren auch die Frage, welche Publizitätspflichten in Bezug auf eine Wandelschuldverschreibung gelten. Bislang finden sich diese nicht in den speziellen Anleihe-segmenten der Börsen. Vielmehr werden Wandelschuldverschreibungen typischerweise im allgemeinen Freiverkehr gelistet. Um den Anlegern trotzdem laufende Transparenz zu gewährleisten, empfiehlt es sich – wie auch bei Privatplatzierungen teilweise zu beobachten – in den Anleihebedingungen die Einhaltung der Offenlegungspflichten gemäß einem Anleihe-seg-

ment wie Entry Standard in Frankfurt oder Primärmarkt in Düsseldorf verpflichtend festzulegen. Damit können sich Anleger darauf verlassen, während der Laufzeit der Anleihe insbesondere Jahres- und Halbjahresabschlüsse und Quasi-Ad-hoc-Mitteilungen zu erhalten. Damit gehen entsprechende Emissionen sogar weiter als manche Anleihe, die erst in einem speziellen Anleihe-segment startete und dann in den allgemeinen Freiverkehr wechselte, wodurch die entsprechenden Publizitätspflichten entfielen.

**Fazit**

Die Wandelschuldverschreibung hat ihren festen Platz in der Produktpalette, die für eine Unternehmensfinanzierung zur Verfügung steht. Unternehmen, die sich nicht da-

vor scheuen auch Eigenkapitalinvestoren aufzunehmen, steht hier eine interessante Alternative offen. Gerade im Immobilienbereich gibt es bereits eine ganze Reihe von Wandelanleihen. SeniVita fügt dem eine weitere interessante Variante hinzu.

Anzeige



„Die Unternehmer unter den Bankern“

Schuldscheindarlehen	 <b>VISTA</b> DAS REIHENHAUS Schuldscheindarlehen 2014/2019 € 17,5 Mio. Sole Lead Arranger Jan 2015	Schuldscheindarlehen	 <b>Halleren</b> Schuldscheindarlehen 2014 - 2017/2019 (var.) € 23,5 Mio. Sole Lead Arranger Nov 2014	Schuldscheindarlehen	 <b>Deutsche Reihenhäuser</b> Schuldscheindarlehen 2014/2017 (var.) € 20 Mio. Sole Lead Arranger Mrz 2014	Platzierung Anleihe	 <b>Gewa Tower</b> 6,5% Corporate Bond 2014/2018 € 30,3 Mio. Sole Lead Manager Sole Bookrunner Mrz 2014
Privatplatzierung Anleihe (Aufstockung)	 <b>SANHA</b> 7,75% Corporate Bond 2013/2018 € 12,5 Mio. Sole Lead Manager Sole Bookrunner Jan 2014	Schuldscheindarlehen	 <b>First Sensor</b> Schuldscheindarlehen 2013/2016 (var.) 2013/2018 (fix) € 31 Mio. Sole Lead Arranger Dez 2013	Platzierung Anleihe	 <b>HÖRMANN FINANCE</b> 6,25% Corporate Bond 2013/2018 € 50 Mio. Sole Lead Manager Sole Bookrunner Dez 2013	Privatplatzierung Anleihe (Aufstockung)	 <b>S04</b> 6,75% Corporate Bond 2012/2019 € 15 Mio. Sole Lead Manager Sole Bookrunner Sep 2013

(ausgewählte Transaktionen)

**Corporate Finance**

- Mergers & Acquisitions
- Börsengänge/Kapitalerhöhungen
- Anleiheemissionen
- Schuldscheindarlehen
- Debt Advisory

**Research & Sales**

- Research
- Betreuung institutioneller Kunden
- Aktienplatzierungen
- Anleiheplatzierungen
- Roadshows

**Financial Markets**

- Designated Sponsoring
- Brokerage
- Specialist Aktien/Renten
- Elektronisches Order Routing
- Börsenschnittstelle



Exklusiver Deutschland-Partner  
des European Securities Network  
(ESN)

equinet Bank AG  
Frankfurt am Main  
www.equinet-ag.de  
Tel. 0049 (0)69 58997-0