

MARKUS REPS

Rechtswettbewerb
und Debt Governance
bei Anleihen

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
15*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

15



Markus Reps

Rechtswettbewerb
und Debt Governance
bei Anleihen

Eine rechtsökonomische, -vergleichende
und -politische Untersuchung

Mohr Siebeck

Markus Reps, geboren 1984; Studium der Rechtswissenschaft in Dresden und Gießen; 2009 LL.M. University of Wisconsin; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Internationales Recht der Ludwig-Maximilians-Universität München; seit 2013 Rechtsreferendar in Frankfurt am Main; 2014 Promotion.

Gedruckt mit Unterstützung der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg.

ISBN 978-3-16-153474-4 / eISBN 978-3-16-158815-0 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2014 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

*Meinen Eltern und meiner Frau
in tiefer Dankbarkeit*

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Januar 2013 abgeschlossen und im Wintersemester 2013/14 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur konnten bis Februar 2014 nachgetragen werden.

Mein herzlicher Dank für seine wohlwollende wissenschaftliche Förderung und die umsichtige Betreuung der Arbeit gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Horst Eidenmüller, LL.M. (Cambridge), an dessen Lehrstuhl diese Arbeit entstanden ist. Seine kritische Draufsicht und die lehrreiche Zeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter haben zu der Entstehung in dieser Form wesentlich beigetragen. Herrn Professor Dr. Mathias Habersack danke ich sehr für sein außerordentlich rasch erstattetes Zweitgutachten.

Bedanken möchte ich mich bei meinen zahlreichen in- und ausländischen Gesprächspartnern aus der Praxis (Rechtsanwälte sowie Vertreter von Emissionsbanken, Interessenvereinigungen und Börsen), die an meinen strukturierten Befragungen teilnahmen und sich die Zeit nahmen, um mit mir über Themen der Emissionspraxis und Anleiheverwaltung zu sprechen. Für wertvolle Hinweise und konstruktive Diskussionen während des Entstehungsprozesses danke ich insbesondere Daniela Weber-Rey, LL.M. (Columbia), Professor Dr. Andreas Engert, LL.M. (Chicago), Ruari Ewing, Dr. Lars Hornuf, M.A. (Essex), Anton Jukić, LL.M.Eur., Dr. David Penner, Markus Pflieger, Dr. Philipp Reuß, MJur (Oxon.), Dr. Roland Schmidtbleicher, LL.M. (Cornell), Falko Voigt und Dr. Christoph Weber.

Besonderen Dank schulde ich Dr. Daniel Dürrschmidt, LL.M. (Sydney), Dr. Lars Hornuf, M.A. (Essex), Jana und Hans-Günter Kramer, Dr. Josef Parzinger und Dr. Philipp Reuß, MJur (Oxon.) für die Durchsicht der Arbeit bzw. einzelner ihrer Teile und entsprechende kritische Anmerkungen. Schließlich danke ich von Herzen meinen Eltern und meiner Frau. Ohne ihren Zuspruch wäre diese Arbeit wohl nicht entstanden. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Zu Dank verpflichtet bin ich auch Herren Professoren Dr. Jörn Axel Kämmerer, Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt und Dr. Rüdiger Veil für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe. Hervorzuheben ist schließlich die großzügige finanzielle Unterstützung bei der Drucklegung der Arbeit durch die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg.

Frankfurt am Main, im April 2014

Markus Reps

Inhaltsübersicht

| | |
|---|------|
| Vorwort..... | VII |
| Inhaltsverzeichnis..... | XIII |
| Abkürzungsverzeichnis | XIX |
| | |
| Einführung..... | 1 |
| | |
| Kapitel 1: Unternehmensanleihen zwischen Markt und Gesetz.. | 17 |
| § 1 <i>Anleihe als Finanzierungsinstrument</i> | 18 |
| § 2 <i>Schuldverschreibungsrecht und Anleiheorganisation</i> | 26 |
| § 3 <i>Risikogemeinschaft der Anleihegläubiger</i> | 36 |
| <i>Zusammenfassung des ersten Kapitels</i> | 49 |
| | |
| Kapitel 2: Rechtswettbewerb im Anleihesegment..... | 51 |
| § 4 <i>Theoretische Grundfragen von Rechtswettbewerb</i> | 53 |
| § 5 <i>Rahmenbedingungen und Ausprägungen von Rechtswettbewerb bei Anleihen</i> | 64 |
| § 6 <i>Determinanten der Rechts- und Gerichtsstandswahl bei Anleihen</i> | 96 |
| § 7 <i>Hemmnisse und Folgen des Wettbewerbs im Anleihevertragsrecht</i> | 145 |

| | |
|--|-----|
| <i>Zusammenfassung des zweiten Kapitels und rechtspolitische Folgerungen</i> | 159 |
| Kapitel 3: Debt Governance bei Anleihen | 163 |
| § 8 <i>Verortung innerhalb der Corporate-Governance-Debatte</i> | 165 |
| § 9 <i>Agenturkonflikte</i> | 170 |
| § 10 <i>Kollektivhandlungsprobleme</i> | 185 |
| § 11 <i>Instrumente der Debt Governance und ihre Kosten</i> | 206 |
| <i>Zusammenfassung des dritten Kapitels und Folgerungen für Debt-Governance-Arrangements</i> | 254 |
| Kapitel 4: Anleihevertragsrecht zwischen <i>common law</i> und <i>civil law</i> | 258 |
| § 12 <i>Schweiz</i> | 261 |
| § 13 <i>England und Wales</i> | 271 |
| § 14 <i>Vereinigte Staaten von Amerika</i> | 285 |
| Kapitel 5: Debt Governance unter dem SchVG | 302 |
| § 15 <i>Anwendungsbereich des SchVG</i> | 304 |
| § 16 <i>Gemeinsames Forum der Anleihegläubiger</i> | 307 |
| § 17 <i>Anleihevertreter als Institut der zentralen Interessenvertretung</i> | 325 |
| § 18 <i>Aspekte des Investorenschutzes im Schuldverschreibungsrecht</i> | 351 |

| | |
|---|-----|
| <i>§ 19 Reformperspektiven</i> | 373 |
| Schlussbemerkungen und Ausblick | 379 |
| Anhang: Fragenkatalog zu Unternehmensanleihen | 385 |
| Glossar | 389 |
| Literaturverzeichnis..... | 395 |
| Sachregister | 425 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|-----------------------------|-----|
| Vorwort..... | VII |
| Inhaltsübersicht | IX |
| Abkürzungsverzeichnis | XIX |

| | |
|-----------------|---|
| Einführung..... | 1 |
|-----------------|---|

| | |
|--|----|
| A. Anleihevertragsrecht im Wettbewerb der Rechtsordnungen | 1 |
| B. Debt Governance bei Anleiheemissionen als Ordnungsaufgabe | 5 |
| C. Hauptanliegen der Untersuchung..... | 8 |
| D. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands..... | 9 |
| E. Gang und Methode der Arbeit | 12 |

Kapitel 1: Unternehmensanleihen zwischen Markt und Gesetz..17

| | |
|---|----|
| § 1 <i>Anleihe als Finanzierungsinstrument</i> | 18 |
| A. Einordnung in das System der Unternehmensfinanzierung | 18 |
| B. Finanzierungsökonomische Grundidee und Funktionsvoraussetzungen..... | 21 |
| C. Heutige Bedeutung und Ausblick | 22 |
| D. Zusammenfassung..... | 25 |
| § 2 <i>Schuldverschreibungsrecht und Anleiheorganisation</i> | 26 |
| A. Begebung, Übertragung und Inhalt verbriefter Rechte | 26 |
| B. Zentrale Ausstattungsmerkmale | 31 |
| C. Regeln betreffend die Anleiheorganisation | 34 |
| D. Zusammenfassung..... | 35 |
| § 3 <i>Risikogemeinschaft der Anleihegläubiger</i> | 36 |
| A. Vergemeinschaftung kraft Risiko- bzw. Interessengemeinschaft? | 36 |
| B. Reorganisation von Anleiheemittenten..... | 40 |
| I. Sanierung vs. Liquidation | 42 |
| II. Mechanismus der Reorganisation | 43 |

| | |
|--|-----------|
| 1. Insolvenzrecht..... | 43 |
| 2. Vorinsolvenzliche Einbindung von Anleihegläubigern..... | 45 |
| III. Reorganisationsbeiträge der Anleihegläubiger | 47 |
| C. Zusammenfassung..... | 48 |
| <i>Zusammenfassung des ersten Kapitels.....</i> | <i>49</i> |
| | |
| Kapitel 2: Rechtswettbewerb im Anleihesegment..... | 51 |
| | |
| § 4 <i>Theoretische Grundfragen von Rechtswettbewerb</i> | <i>53</i> |
| A. Funktionsbedingungen von Rechtswettbewerb..... | 53 |
| B. Formen von Rechtswettbewerb | 56 |
| C. Anreize auf Nachfrager- und Anbieterseite..... | 57 |
| D. Rechtswettbewerb als werthaltiges rechtspolitisches Instrument | 59 |
| E. Zusammenfassung..... | 62 |
| | |
| § 5 <i>Rahmenbedingungen und Ausprägungen von Rechtswettbewerb bei Anleihen.....</i> | <i>64</i> |
| A. Internationale Anleihen und Eurokapitalmarkt | 64 |
| B. Rechtliche Rahmenbedingungen und Wahlmöglichkeiten | 69 |
| I. Rechtswahlvereinbarungen..... | 69 |
| II. Gerichtsstandsvereinbarungen | 72 |
| III. Europäisches Kapitalmarktrecht | 73 |
| 1. Platzierungsmethode und Börsennotierung..... | 73 |
| 2. Wahlmöglichkeiten in Bezug auf den „Herkunftsstaat“ | 77 |
| IV. Zusammenfassung | 78 |
| C. Begebung durch ausländische Finanzierungsgesellschaften..... | 79 |
| D. Ausprägungen des Rechtswettbewerbs im Anleihesegment..... | 86 |
| I. Nachfrageverhalten | 86 |
| 1. Standortarbitrage..... | 87 |
| 2. Regulierungsarbitrage | 91 |
| II. Reaktionen der Regelssetzer | 94 |
| E. Zusammenfassung..... | 95 |
| | |
| § 6 <i>Determinanten der Rechts- und Gerichtsstandswahl bei Anleihen</i> | <i>96</i> |
| A. Untersuchungsmethode und Ergebnisse strukturierter Befragungen..... | 97 |
| B. Institutionelle Rahmenbedingungen | 101 |
| I. Rechtssicherheit und Vorhersehbarkeit staatlicher Entscheidungen | 101 |

| | | |
|------|---|-----|
| II. | Reputation und „Marktfähigkeit“ eines Rechts mit Blick auf Finanztransaktionen | 103 |
| III. | Finanzinfrastruktur und Spezifika des „Heimatkapitalmarkts“ eines Rechts | 107 |
| IV. | Netzwerkvorteile | 110 |
| C. | Denominierung in bestimmter Währung | 112 |
| D. | Steuerregime..... | 113 |
| E. | Ausgestaltung des Investorenschutzes..... | 114 |
| I. | <i>Law-and-finance</i> -Bewegung..... | 114 |
| II. | Gesellschaftsrecht | 117 |
| III. | Insolvenzrecht | 119 |
| IV. | Kapitalmarktrecht..... | 119 |
| V. | Zusammenfassung | 120 |
| F. | Anleihevertragsrecht einschließlich Regeln der Anleiheorganisation | 121 |
| I. | Standardisierung im Anleihevertragsrecht | 122 |
| II. | „Grundhaltung“ des Schuldrechts und der Rechtsprechung | 125 |
| III. | Richterliche Inhaltskontrolle von Schuldverschreibungsbedingungen..... | 129 |
| IV. | Regeln der Anleiheorganisation und -restrukturierung..... | 134 |
| 1. | Anleiheorganisationsrecht | 135 |
| 2. | Allgemeine vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren | 140 |
| G. | Wesentliche Ergebnisse und Folgerungen..... | 142 |
| § 7 | <i>Hemmnisse und Folgen des Wettbewerbs im Anleihevertragsrecht</i> | 145 |
| A. | Verhandlungsimparität und Informationsasymmetrien..... | 145 |
| I. | Beschränkungen der Rechtswahl | 148 |
| II. | Beschränkungen der Gerichtsstandswahl | 150 |
| III. | Marktliche Kontrollmechanismen..... | 153 |
| B. | Netzwerkeffekte | 154 |
| C. | Pfadabhängigkeiten | 155 |
| D. | Zusammenfassung | 156 |
| | <i>Zusammenfassung des zweiten Kapitels und rechtspolitische Folgerungen</i> | 159 |
| | Kapitel 3: Debt Governance bei Anleihen | 163 |
| § 8 | <i>Verortung innerhalb der Corporate-Governance-Debatte</i> | 165 |
| § 9 | <i>Agenturkonflikte</i> | 170 |
| A. | Anleihefinanzierung als <i>Principal-agent</i> -Beziehung..... | 170 |

| | | |
|---|---|-----|
| B. | <i>Ex post</i> opportunistische Verhaltensweisen des Emittenten | 172 |
| I. | Erhöhung der Fremdkapitalisierung | 174 |
| II. | Abfluss von Vermögenswerten an Anteilseigner oder Dritte | 175 |
| III. | Gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen | 177 |
| IV. | Gefahr der Verschleppung in Insolvenznähe | 177 |
| V. | Suboptimales Investitionsverhalten | 178 |
| 1. | Wertvernichtende Investitionen (<i>overinvestment</i>)..... | 178 |
| 2. | Unterinvestitionsproblem (<i>underinvestment</i>)..... | 179 |
| C. | Strukturelles Überwachungs- und Kontrolldilemma..... | 180 |
| D. | Zusammenfassung..... | 184 |
| § 10 Kollektivhandlungsprobleme..... | | 185 |
| A. | <i>Coase</i> -Theorem und die Bedeutung von Transaktionskosten..... | 186 |
| B. | Nachverhandlungen des Anleihevertragswerks | 188 |
| I. | Auslöser für Nachverhandlungen..... | 189 |
| II. | „Mobilisierungshindernisse“ der Anleihegläubiger..... | 191 |
| III. | Koordinationsprobleme während der Entscheidungsfindung | 192 |
| 1. | „Akkordstörer“-Problematik (<i>holdouts</i>) | 193 |
| a. | Informations-, Erwartungs-, Wahrnehmungs- und Interessenunterschiede | 194 |
| b. | <i>Ex-post</i> -Opportunismus | 196 |
| 2. | <i>Holdups</i> | 200 |
| 3. | Zusammenfassung..... | 203 |
| C. | Rechtsausübung und -durchsetzung | 203 |
| D. | Zusammenfassung..... | 205 |
| § 11 Instrumente der Debt Governance und ihre Kosten..... | | 206 |
| A. | Behandlung von Agenturproblemen..... | 208 |
| I. | Schutzklauseln (<i>covenants</i>) vor <i>ex post</i> opportunistischem Schuldnerverhalten..... | 208 |
| 1. | Beschränkungen der Unternehmenspolitiken..... | 211 |
| 2. | Informations- und Berichtspflichten (<i>reporting covenants</i>) | 214 |
| 3. | Drittverzugsklauseln | 215 |
| 4. | Sanktionen bei Verletzung | 216 |
| 5. | Auswirkungen auf Fremdkapitalkosten | 217 |
| 6. | Verwendungshäufigkeit und Schutzdichte in der Marktpraxis..... | 221 |
| II. | Zentralisierung von Überwachung und Kontrolle | 223 |
| B. | Behandlung von Kollektivhandlungsproblemen..... | 228 |
| I. | „Mobilisierung“ der Anleihegläubiger..... | 229 |
| II. | Koordination der Entscheidungsfindung..... | 230 |
| 1. | Majorisierung von Minderheiten..... | 231 |
| 2. | Abstimmungsregel und Aspekte des Minderheitenschutzes..... | 233 |

| | |
|--|-----|
| III. Institut der zentralen Interessenwahrnehmung für die Gläubigermasse | 237 |
| 1. Anleihevertreter als Informations- und Verhandlungsintermediär | 237 |
| 2. Anleihevertreter als ständige Institution | 240 |
| 3. Koordination und Zentralisierung von Rechtsausübung und -durchsetzung | 242 |
| 4. Vermeidung von Interessenkonflikten und <i>Ex-post</i> - Opportunismus | 244 |
| 5. Haftungs- und Vergütungsregime | 247 |
| IV. Auswirkungen auf Fremdkapitalkosten | 250 |
| <i>Zusammenfassung des dritten Kapitels und Folgerungen für Debt-Governance-Arrangements</i> | 254 |
| Kapitel 4: Anleihevertragsrecht zwischen <i>common law</i> und <i>civil law</i> | 258 |
| § 12 <i>Schweiz</i> | 261 |
| A. Überblick und Rechtsrahmen | 261 |
| B. Verfassung der Gläubiger | 264 |
| C. Anleihevertreter | 266 |
| D. Gesamtschau | 268 |
| § 13 <i>England und Wales</i> | 271 |
| A. Überblick und Rechtsrahmen | 271 |
| B. Verfassung der Gläubiger | 274 |
| C. <i>Trustee</i> | 276 |
| D. Gesamtschau | 282 |
| § 14 <i>Vereinigte Staaten von Amerika</i> | 285 |
| A. Überblick und Rechtsrahmen | 285 |
| B. Verfassung der Gläubiger | 289 |
| C. <i>Trustee</i> | 292 |
| D. Gesamtschau | 298 |
| Kapitel 5: Debt Governance unter dem SchVG | 302 |
| § 15 <i>Anwendungsbereich des SchVG</i> | 304 |

| | |
|---|---------|
| § 16 <i>Gemeinsames Forum der Anleihegläubiger</i> | 307 |
| A. Kontaktierung zu Abstimmungszwecken | 307 |
| B. Stimmrechtsausübung | 314 |
| C. Prinzip der kollektiven Bindung | 316 |
| D. Aspekte des Minderheitenschutzes | 320 |
| E. Mehrheitsschutz vor Entscheidungen einer Minderheit | 322 |
| § 17 <i>Anleihevertreter als Institut der zentralen Interessenvertretung</i> | 325 |
| A. Anleihevertreter als ständige Institution | 325 |
| B. Anleihevertreter als Informations- und Verhandlungsintermediär | 330 |
| C. Koordination und Zentralisierung von Rechtsausübung und -durchsetzung | 333 |
| D. Vermeidung von Interessenkonflikten und <i>Ex-post</i> -Opportunismus | 340 |
| E. Haftungs- und Vergütungsregime | 344 |
| § 18 <i>Aspekte des Investorenschutzes im Schuldverschreibungsrecht</i> | 351 |
| A. Beschlusskontrolle durch Anfechtung | 351 |
| B. Inhaltskontrolle von Schuldverschreibungsbedingungen | 354 |
| I. Verbesserungen durch das SchVG | 355 |
| II. Verbleibende Gefahren für die Kapitalmarktfähigkeit von Anleihen | 357 |
| III. Überlegungen <i>de lege ferenda</i> | 360 |
| 1. Verzicht auf das Instrument der Inhaltskontrolle | 360 |
| 2. Institutionalisiertes Verfahren für allseitig wirkende Klauselkontrolle | 369 |
| 3. Erhöhung der Rechtssicherheit durch Modellanleihebedingungen | 370 |
| § 19 <i>Reformperspektiven</i> | 373 |
| Schlussbemerkungen und Ausblick | 379 |
| Anhang: Fragenkatalog zu Unternehmensanleihen | 385 |
| Glossar | 389 |
| Literaturverzeichnis | 395 |
| Sachregister | 425 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|------------------|--|
| a. A. | anderer Ansicht |
| a. a. O. | am angegebenen Ort |
| Abb. | Abbildung |
| ABl. | Amtsblatt |
| Abs. | Absatz |
| Acc. & Fin. | Accounting and Finance (Zeitschrift) |
| AcP | Archiv für die civilistische Praxis |
| a. E. | am Ende |
| AEUV | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union |
| a. F. | alte Fassung |
| AG | Aktiengesellschaft / Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) |
| AGB | Allgemeine Geschäfts- bzw. Schuldverschreibungsbedingungen |
| AGBG | Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen |
| AktG | Aktiengesetz |
| Ala. L. Rev. | Alabama Law Review |
| Alt. | Alternative |
| a. M. | am Main |
| Amer. Econ. Rev. | American Economic Review |
| Am. J. Comp. L. | American Journal of Comparative Law |
| AnlV | Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung) v. 20. Dezember 2001 |
| Anm. | Anmerkung |
| Annals Fin. | Annals of Finance (Zeitschrift) |
| AnwBl | Anwaltsblatt |
| Art. / Artt. | Artikel |
| AStG | Gesetz über die Besteuerung bei Auslandsbeziehungen (Außensteuergesetz) |
| Aufl. | Auflage |

| | |
|---------------------|--|
| BB | Betriebs-Berater (Zeitschrift) |
| BC | Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling |
| Bd. | Band |
| Behav. Sci. | Behavioral Science (Zeitschrift) |
| Begr. | Begründung |
| Beschl. | Beschluss |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBI. I | Bundesgesetzblatt, Teil I |
| BGE | Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| Bio. | Billion |
| BKR | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht |
| BR | Bundesrat / Baurecht (Schweizer Zeitschrift) |
| BRAK-Mitt. | Mitteilungen der Bundesrechtsanwaltskammer |
| BT | Bundestag |
| BT-Drs. | Bundestagsdrucksache |
| Bus. Law. | Business Lawyer (Zeitschrift) |
| BVerfG | Bundesverfassungsgericht |
| BVerfGE | Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts |
| bzw. | beziehungsweise |
| ca. | circa |
| Cambridge L.J. | Cambridge Law Journal |
| Cap. Markets L.J. | Capital Markets Law Journal |
| Cardozo L. Rev. | Cardozo Law Review |
| CDO | collateralized debt obligations |
| Chi. J. Int'l L. | Chicago Journal of International Law |
| C.M.L. Rev. | Common Market Law Review |
| Colum. Bus. L. Rev. | Columbia Business Law Review |
| Comp. Law. | Company Lawyer (Zeitschrift) |
| dass. | dasselbe |
| DCGK | Deutscher Corporate Governance Kodex |
| DePaul Bus. L.J. | DePaul Business Law Journal |
| DepotG | Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren |

| | |
|---------------------|---|
| ders. | derselbe |
| dens. | denselben |
| d. h. | das heißt |
| dies. | dieselbe / dieselben |
| DiskE SchVG | Diskussionsentwurf für ein „Gesetz zur Änderung des Schuldverschreibungsrechts“ v. April 2003 (unveröffentlicht) |
| Diss. | Dissertation |
| DM | Deutsche Mark |
| DNotZ | Deutsche Notar-Zeitschrift |
| DRiZ | Deutsche Richterzeitung |
| Drucks. | Drucksache |
| DStR | Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift) |
| DZWIR | Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht |
| EBOR | European Business Organization Law Review |
| ECFR | European Company and Financial Law Review |
| Econ. J. | The Economic Journal |
| EG | Europäische Gemeinschaft |
| EGBGB | Einführungsgesetz zum BGB |
| Emory Int'l L. Rev. | Emory International Law Review |
| Emory L.J. | Emory Law Journal |
| EStG | Einkommensteuergesetz |
| et al. | et alii |
| etc. | et cetera |
| EU | Europäische Union |
| EuGH | Gerichtshof der Europäischen Union |
| EuGVVO | Verordnung 44/2001/EG v. 22. Dezember 2000 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen |
| EuInsVO | Verordnung 1346/2000/EG v. 29. Mai 2000 über Insolvenzverfahren |
| Eur. J.L. & Econ. | European Journal of Law and Economics |
| Eur. L.J. | European Law Journal |
| Eur. L. Rev. | European Law Review |
| EWK | Europäischer Wirtschaftsraum |
| f. / ff. | folgende |
| FAZ | Frankfurter Allgemeine Zeitung |

| | |
|-------------------------------|---|
| Fin. Analysts J. | Financial Analysts Journal |
| Fin. Mgmt. | Financial Management (Zeitschrift) |
| Fin. Stability Rev. | Financial Stability Review |
| Fn. | Fußnote |
| Fordham J. Corp. & Fin. L. | Fordham Journal of Corporate and Financial Law |
| FS | Festschrift |
| gem. | gemäß |
| Geo. L.J. | Georgetown Law Journal |
| GewStG | Gewerbesteuergesetz |
| GG | Grundgesetz |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| GmbHR | GmbH-Rundschau |
| GS | Gedächtnisschrift |
| Habil. | Habilitationsschrift |
| Harv. J.L. & Pub. Pol'y | Harvard Journal of Law & Public Policy |
| Harv. L. Rev. | Harvard Law Review |
| i. e. S. | im engeren Sinne |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| h. M. | herrschende Meinung |
| h. L. | herrschende Lehre |
| Hrsg. | Herausgeber |
| Ind. J. Global Legal Stud. | Indiana Journal of Global Legal Studies |
| InsO | Insolvenzordnung |
| Int'l Fin. L. Rev. | International Financial Law Review |
| IPRG | Schweizer Bundesgesetz über das Internatio- nale Privatrecht |
| i. S. d. | im Sinne des / im Sinne der |
| ISIN | International Securities Identification Number |
| IStR | Internationales Steuerrecht (Zeitschrift) |
| i. S. v. | im Sinne von |
| i. V. m. | in Verbindung mit |
| i. w. S. | im weiteren Sinne |
| J. Appl. Corp. Fin. | Journal of Applied Corporate Finance |
| J. Banking & Fin. | Journal of Banking & Finance |
| JbFfSt | Jahrbuch der Fachanwälte für Steuerrecht |

| | |
|-------------------------------|--|
| J. Bus. L. | Journal of Business Law |
| J. Common Market Stud. | Journal of Common Market Studies |
| J. Comp. Econ. | Journal of Comparative Economics |
| J. Corp. Fin. | Journal of Corporate Finance |
| J. Corp. L. | Journal of Corporation Law |
| J. Corp. L. Stud. | Journal of Corporate Law Studies |
| J. Econ. Lit. | Journal of Economic Literature |
| J. Econ. Perspect. | Journal of Economic Perspectives |
| J. Econ. Surveys | Journal of Economic Surveys |
| J. Fin. | Journal of Finance |
| J. Fin. Econ. | Journal of Financial Economics |
| J. Int'l Banking L. | Journal of International Banking Law |
| J. Int. Bus. Stud. | Journal of International Business Studies |
| J. Int'l Econ. | Journal of International Economics |
| J. Investment Mgmt. | Journal of Investment Management |
| J.L. & Econ. | Journal of Law and Economics |
| J.L. Econ. & Org. | Journal of Law, Economics & Organization |
| J. Legal Stud. | Journal of Legal Studies |
| J. Polit. Economy | Journal of Political Economy |
| J. Publ. Econ. | Journal of Public Economics |
| J. Fin. Quant. Analysis | Journal of Financial and Quantitative Analysis |
| Jura | Juristische Ausbildung (Zeitschrift) |
| JZ | Juristenzeitung |
| KAGB | Kapitalanlagegesetzbuch |
| Kap. | Kapitel |
| Kreditwesen | Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen |
| KStG | Körperschaftsteuergesetz |
| KSzW | Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift) |
| KWG | Gesetz über das Kreditwesen |
| LG | Landgericht |
| Law & Pol'y Int'l Bus. | Law & Policy in International Business (Zeitschrift) |
| lit. / litt. | Litera |
| Maastricht J. Eur. & Comp. L. | Maastricht Journal of European and Comparative Law |
| Mio. | Millionen |

| | |
|---------------------|--|
| m. N. | mit Nachweisen |
| Mrd. | Milliarden |
| m. w. N. | mit weiteren Nachweisen |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| NJW-RR | Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungsreport |
| Nr. | Nummer |
| Nw. U. L. Rev. | Northwestern University Law Review |
| N.Y.L. Sch. L. Rev. | New York Law School Law Review |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| N.Y.U. L. Rev. | New York University Law Review |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| NZI | Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung |
| o. Ä. | oder Ähnliches |
| OECD | Organisation for Economic Co-operation and Development |
| OLG | Oberlandesgericht |
| OR | Schweizer Obligationenrecht |
| o. V. | ohne Verfasser |
| p. a. | per annum |
| Q.J. Econ. | Quarterly Journal of Economics |
| RabelsZ | Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht |
| RefE SchVG | Referentenentwurf zum SchVG v. 9. Mai 2008, abgedruckt in ZBB 2008, 200. |
| RegE ESUG | Regierungsentwurf zu einem Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen v. 4. Mai 2011, BT-Drs. 17/5712 |
| RegE SchVG | Regierungsentwurf zum SchVG v. 29. April 2009, BT-Drs. 16/12814 |
| Rev. Fin. Stud. | Review of Financial Studies |
| Rev. L. & Econ. | Review of Law and Economics |
| RGBl. | Reichsgesetzblatt |
| RGZ | Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen |

| | |
|------------------------|--|
| RIW | Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift) |
| RMSI | Revised Model Simplified Indenture, abgedruckt in 55 Bus. Law. 1115 (2000) |
| Rn. | Randnummer |
| Rom I-VO | Verordnung 593/2008/EG v. 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht |
| Rs. | Rechtssache |
| S. | Seite |
| SA 1933 | Securities Act of 1933 |
| SchVerschG 1899 | Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen v. 4. Dezember 1899 |
| SchVG | Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz) v. 31. Juli 2009 |
| scil. | scilicet |
| SEA 1934 | Securities Exchange Act of 1934 |
| SEC | Securities and Exchange Commission |
| Slg. | Sammlung |
| sog. | sogenannte |
| Stan. J.L. Bus. & Fin. | Stanford Journal of Law, Business and Finance |
| Stan. L. Rev. | Stanford Law Review |
| SZW/RSDA | Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht |
| Tab. | Tabelle |
| Tex. L. Rev. | Texas Law Review |
| TIA | Trust Indenture Act of 1939 |
| Tru. L. Int'l | Trust Law International (Zeitschrift) |
| Tulane L. Rev. | Tulane Law Review |
| u. a. | unter anderem / unter anderen |
| u. Ä. | und Ähnliches |
| U. Chi. L. Rev. | University of Chicago Law Review |
| UCLA L. Rev. | UCLA Law Review |
| UKlaG | Gesetz über Unterlassungsklagen bei Verbraucherrechts- und anderen Verstößen (Unterlassungsklagengesetz) |

| | |
|-----------------------|--|
| U. Miami Bus. L. Rev. | University of Miami Business Law Review |
| UmwG | Umwandlungsgesetz |
| Unterabs. | Unterabsatz |
| U. Pa. L. Rev. | University of Pennsylvania Law Review |
| Urt. | Urteil |
| U.S.C.A. | United States Code Annotated |
| u. U. | unter Umständen |
| v. | vom |
| VAG | Versicherungsaufsichtsgesetz |
| Va. L. & Bus. Rev. | Virginia Law & Business Review |
| Va. L. Rev. | Virginia Law Review |
| Var. | Variante |
| Verf. | Verfasser |
| VerkProspG | Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz |
| vs. | versus |
| vgl. | vergleiche |
| VO | Verordnung |
| Vor | Vorbemerkungen |
| VW | Versicherungswirtschaft (Zeitschrift) |
| Wash. U. L.Q. | Washington University Law Quarterly |
| WKN | Wertpapierkennnummer |
| WM | Wertpapiermitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht |
| WPg | Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift) |
| WpHG | Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz) |
| 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 (Wertpapierprospektgesetz) |
| Yale L.J. | Yale Law Journal |
| z. B. | zum Beispiel |
| ZBB | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft |
| ZfgK | Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen |

| | |
|-------|---|
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZGS | Zeitschrift für das gesamte Schuldrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |
| ZInsO | Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| zit. | zitiert |
| ZPO | Zivilprozessordnung |
| ZRP | Zeitschrift für Rechtspolitik |
| ZZP | Zeitschrift für Zivilprozess |

Einführung

„Change is a law of life in business associations
as in other living organisms.“

*Alfred F. Conard*¹

Die Untersuchung beschäftigt sich in ihren beiden namensgebenden Schwerpunkten mit Fragen des Wettbewerbs der Rechtsordnungen im Anleihesegment und der Debt Governance bei der Unternehmensfinanzierung durch Anleihen.

A. Anleihevertragsrecht im Wettbewerb der Rechtsordnungen

Wettbewerb in Bereichen des Rechts, kurz Rechtswettbewerb, entwickelte sich ausgehend von dem US-amerikanischen Raum in den vergangenen Jahren in Europa zu einem geflügelten Wort. Facetten dieser umfangreichen Debatte lassen sich neben dem Gesellschaftsrecht auch in Bezug auf diejenigen Ausschnitte des Rechts feststellen, die Instrumente zur Reorganisation von notleidenden Schuldnern im Vorfeld einer materiellen Insolvenz bereitstellen. Die zunehmende Bedeutung von Mechanismen zur Unternehmensrestrukturierung ließ sich u. a. anhand mehrerer Fälle nachvollziehen, in denen deutsche Gesellschaften als Reaktion auf unzureichende Möglichkeiten, vorinsolvenzliche Sanierungen nach deutschem Recht durchzuführen, Restrukturierungen unter englischem Recht suchten.²

¹ Intern. Enc. of Comp. Law, S. 3.

² *Bork*, Sanierungsrecht, Rn. 19.4; *ders.*, ZIP 2010, 397 (397 f.). Zu den hierdurch ange deuteten Reorganisationsfällen *Deutsche Nickel*, *Rodenstock*, *Schefenacker* und *Tele Columbus* näher *Bredow/Vogel*, ZBB 2008, 221 (224); *Eidenmüller/Frobenius*, WM 2011, 1210 (1211); *Lürken*, Anleiherestrukturierung, Rn. 190 ff.; *Rumberg*, RIW 2010, 358 ff.; *Fockenbrock*, Geschäft mit Pleiten geht nach London, Handelsblatt v. 27.06.2011, S. 24 f. Aus der Sicht des Auslands *Aarons/Matussek*, *Schefenacker*, Seeking Bankruptcy, Flees Germany for U.K. Courts, Bloomberg Online v. 16.07.2007, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aoOp2euiFKzI> (zuletzt abgerufen am 14.01.2014).

In Deutschland erkannte man die Zeichen der Zeit: Als Reaktion auf einen sich verstärkenden *Wettbewerb der Reorganisationsregime*³ im Besonderen und der Rechtsordnungen im Allgemeinen wurde nach einer Initialzündung aus der Anwaltschaft⁴ 2008 damit begonnen, das deutsche Recht zentral und aktiv im Ausland „zu vermarkten“.⁵ Damit verbunden sind intensivierete Bemühungen um die Verbesserung bestimmter Sachbereiche des Rechts. Folge der beschriebenen Entwicklungen ist u. a. die verstärkte Diskussion über die Einführung eines allgemeinen außerinsolvenzlichen Restrukturierungsverfahrens.⁶ Zwar beschränkte sich der Gesetzgeber mit der Reform des Insolvenzrechts durch das ESUG⁷ auf Erleichterungen der Sanierung von Unternehmen in einem förmlichen Insolvenzverfahren.⁸ Gleichwohl darf davon ausgegangen werden, dass die Kontroverse um die Implementierung eines allgemeinen vorinsolvenzlichen Verfahrens damit nicht beendet ist. In Ermangelung eines solchen holistischen Ansatzes müssen deutsche Unternehmen einstweilen mit dem zur Verfügung stehenden Instrumentarium vorliebnehmen, das ihnen das allgemeine Vertrags-, Gesellschafts- und Insolvenzrecht sowie sonstige spezialgesetzliche Regelungen vermitteln.⁹ Zu letzteren Spezialmaterien gehört das im Mittelpunkt dieser Untersuchung stehende Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuld-

³ Angelehnt an *Eidenmüller*, ZfP 121 (2008), 273 (273 ff., 292). Zum Wettbewerb im Unternehmensinsolvenz- und Restrukturierungsrecht *Eidenmüller/Frobenius*, WM 2011, 1210 (1210 f., 1218 f.); *dies./Prusko*, NZI 2010, 545 ff.

⁴ Zurückgehend auf *Triebel*, AnwBl 2008, 305 ff.

⁵ Bündnis für das deutsche Recht (Hrsg.), *Law – Made in Germany*, 2. Aufl. 2012, abrufbar unter: http://www.lawmadeingermany.de/Law-Made_in_Germany.pdf (zuletzt abgerufen am 21.01.2014). Noch zur 1. Aufl. von 2008 *Kötz*, AnwBl 2010, 1 (2) m. w. N. Vgl. auch die deutsch-französische Initiative zur Herausstellung der Vorteile des kontinentalen Rechts *Fondation pour le droit continental/Bündnis für das deutsche Recht* (Hrsg.), *Kontinentales Recht*, 2011, abrufbar unter: <http://www.kontinentalesrecht.de/> (zuletzt abgerufen am 21.01.2014).

⁶ Hierzu *Beissenhirtz*, ZInsO 2011, 57 ff.; *Bork*, ZIP 2010, 397 ff.; *Eidenmüller*, WM 2010, 1343 ff. Zu früheren Überlegungen in dem deutschen Recht und zu internationalen Vorbildern *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 170 f.

⁷ Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen v. 7. Dezember 2011, BGBl. I S. 2582.

⁸ Die Beschränkung auf eine Reform des förmlichen Insolvenzverfahrens dürfte u. a. auf Vorbehalte in Bezug auf Eingriffe in Eigentumsrechte im Gewand eines vorinsolvenzlichen Restrukturierungsverfahrens zurückzuführen sein. Hierzu *Fockenbrock*, *Geschäft mit Pleiten geht nach London*, Handelsblatt v. 27.06.2011, S. 24 (25); ferner *Eidenmüller*, WM 2010, 1343 (1345).

⁹ Vgl. *Bork*, *Sanierungsrecht*, Rn. 5.2 ff.; *Thole*, KszW 2012, 286 (287, 291). Auf das Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten (KredReorgG) mit seinem präventiven Sanierungs- und Reorganisationsverfahren als Spezialgesetz des Kreditwesens sei hingewiesen.

verschreibungsgesetz)¹⁰ (nachfolgend SchVG), das am 5. August 2009 in Kraft trat und sich in Bezug auf die Klasse der Anleihegläubiger bei signifikanter Fremdkapitalisierung durch Anleihen als wichtiges Werkzeug zur Reorganisation im Vorfeld einer materiellen Insolvenz erweisen kann.¹¹

Im Hinblick auf das neu gefasste SchVG lässt sich eine weitere Facette der Initiative des deutschen Gesetzgebers zur Verbesserung seiner „Rechtsprodukte“ im Allgemeinen und zur Erleichterung von Reorganisationen wirtschaftlich und finanziell angeschlagener Emittenten im Besonderen beobachten. Sein Vorgängergesetz, das aus dem Jahr 1899 stammende und zeitgleich mit dem BGB am 1. Januar 1900 in Kraft getretene Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen¹² (nachfolgend SchVerschG 1899), führte weitgehend ein Schattendasein und wurde seiner Funktion, vorinsolvenzliche Restrukturierungen von Anleihen zu erleichtern, nicht gerecht. Es galt im Hinblick auf die bereitgestellten Instrumente und Möglichkeiten der *Organisation der Anleihegläubigerschaft* als unflexibel, rigide und ineffizient.¹³ International verbreitete Instrumente der Anleiheorganisation konnten nicht bzw. zumindest nicht rechtssicher nach deutschem Recht in Anleihebedingungen inkorporiert werden. Selbst Schuldverschreibungen deutscher Emittenten wurden daher nicht selten nach

¹⁰ Art. 1 des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung v. 31. Juli 2009, BGBl. I S. 2512, zuletzt geändert durch Art. 2 des Gesetzes zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes v. 13. September 2012, BGBl. I S. 1914.

¹¹ Vgl. *Beissenhirtz*, ZInsO 2011, 57 (61); *U. Simon*, Treuepflichten, S. 117 f.

¹² Gesetz v. 4. Dezember 1899, RGBl. I S. 691, in der im BGBl. III, Gliederungsnummer 4134-I, veröffentlichten bereinigten Fassung. Es trat mit Inkrafttreten des SchVG außer Kraft. Zu dem geschichtlichen Kontext *Vogel*, Schuldverschreibungsgesetz, S. 6 ff.; *ders.*, Vergemeinschaftung, S. 64 ff.

¹³ Als Auswahl aus der zahlreichen Literatur mögen folgende Verdikte und Stellungnahmen dienen: *Baums*, Fremdfinanzierung, Rn. 27 („totes Recht“); *Bredow/Vogel*, ZBB 2008, 221 (222 f.) („Dornröschenschlaf“, 222); *Grieser*, ZfgK 2008, 397 (397 ff.); *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (26 f.) („unbefriedigende[r] Rechtszustand“, 26); *Leuering*, NZI 2009, 638 (639); *ders./Zetzsche*, NJW 2009, 2856 (2857); *Schmolke*, ZBB 2009, 8 (9) („Dornröschenschlaf“); *H. Schneider*, Änderung von Anleihebedingungen, S. 69 (77 ff., 83 ff.) („totes Recht“, 79); *Schwenk*, jurisPR-BKR 1/2009 Anm. 4, sub E („Schattendasein“); *Vogel*, Schuldverschreibungsgesetz, S. 23, 30 („Dornröschenschlaf“, S. 30); *Wefers*, Mehr Flexibilität für Anleiheemittenten, Börsen-Zeitung v. 13.05.2008, S. 7. Bezeichnend für die Bedeutungslosigkeit des SchVerschG 1899 ist die Tatsache, dass der letzte Kommentar zu diesem Gesetz (*Ansmann*, Schuldverschreibungsgesetz) auf das Jahr 1933 datiert. Zu den vereinzelt Anwendungsfällen der jüngeren Vergangenheit *Plank/Lürken*, Anleiherestrukturierung, Rn. 67 mit Fn. 81, 190 ff.

englischem oder US-amerikanischem Recht begeben.¹⁴ Es war gar von einem „Rechtsexodus“¹⁵ die Rede.

In einem Interview aus dem Jahr 2008 brachte die damalige Bundesministerin der Justiz *Zypries* vor dem geschilderten Hintergrund zum Ausdruck, dass man sich dem wahrgenommenen Rechtswettbewerb im Schuldverschreibungsrecht stellen wolle. Sie sprach mit Blick auf den Erlass des SchVG von einer Annäherung an „international übliche[] Standards“¹⁶ und zielte damit offenkundig auf Anleiheemissionen nach englischem und US-amerikanischem Recht ab. Diese Rechtsordnungen dominieren die Rechtswahl bei internationalen Anleihen nach wie vor: das englische Recht bei „klassisch“ ausgestalteten Unternehmensanleihen (*straight bonds*) einerseits¹⁷ sowie die traditionell starke Präsenz des Rechts des US-Bundesstaats New York in dem mit höheren Ausfallrisiken behafteten Segment der hochverzinslichen Anleihen (*high-yield bonds*) andererseits.¹⁸

Diese kursorischen rechtspolitischen und -tatsächlichen Eindrücke werfen eine Reihe von Fragen auf, die thematisch unter dem ersten zentralen Untersuchungsgegenstand der Arbeit, dem *Rechtswettbewerb bei Anleiheemissionen*, behandelt werden: Inwiefern lassen sich im Anleihesegment Ausprägungen von Rechtswettbewerb feststellen? Sofern sich spezifisch mit Blick auf das *Anleihevertragsrecht*, verstanden als das auf die Anleihe anwendbare Vertragsrecht einschließlich etwaiger spezialgesetzlicher Regelungen der Anleiheorganisation, ein Nachfrageverhalten nach ausländischem Recht zeigen lässt: Was sind hier die Treiber bzw. Determinanten der Rechts- und Gerichtsstandswahl? Welche Bedürfnisse und Interessen der involvierten Marktteilnehmer sind für die Attraktivität einer Rechtsordnung bei Anleihen maßgeblich?

¹⁴ Im Hinblick auf die Situation vor der Neufassung des SchVG *Kenadjian*, Bond Issues Under U.S. Law, S. 245 (246); *von Randow*, Inhaltskontrolle, S. 25 (26) (von einer Scheu vor dem deutschen Recht sprechend); *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477 (479); Veranneman-SchVG/*Oulds* § 1 Rn. 21.

¹⁵ So *Leuering/Zetzsche*, NJW 2009, 2856 (2860); ähnlich *H. Schneider*, Änderung von Anleihebedingungen, S. 69 (84) („Abwanderung in fremdes Recht“); *Vogel*, Anleihetreuhänder, S. 94 (99 f.) („Flucht aus dem deutschen Recht“, 100).

¹⁶ Schuldverschreibungsrecht „wird moderner“, Börsen-Zeitung v. 13.05.2008, S. 7; ähnlich RegE SchVG S. 1.

¹⁷ *Engert/Hornuf*, Network Effects, S. 18 und Abb. 5; *Hornuf*, Regulatory Competition, S. 157, 159. Vgl. ferner *Dixon/Wall*, 8 Fin. Stability Rev. 142 (145 f.) (June 2000); *Eidenmüller*, JZ 2009, 641 (645); *Hopt*, FS Steindorff, S. 341 (344 in Fn. 19); *Kenadjian*, Bond Issues Under U.S. Law, S. 245 (246); *Menz*, VW 2002, 1746 (1749); *von Randow*, Inhaltskontrolle, S. 25 (26).

¹⁸ *Kenadjian*, Bond Issues Under U.S. Law, S. 245 (246); *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745 (745); *Litten*, WM 2006, 839 (839); *Plepelits*, Corporate Finance law 2010, 119 (121); Unternehmensfinanzierung³/*Kaulamo* § 17 Rn. 106.

Ausprägungen, Umfang, Treiber und Hemmnisse des Rechtswettbewerbs im Anleihevertragsrecht sind bislang kaum erforscht.¹⁹ An dem Versuch einer systematischen Aufarbeitung fehlt es, soweit ersichtlich, gänzlich. Die vorliegende Untersuchung möchte diese Lücke schließen und Erklärungsansätze dafür liefern, warum bestimmte Vertragsrechte in der Rechtspraxis bei internationalen Anleihen häufiger gewählt werden als andere. Die Betrachtungen und aus ihnen zu ziehende Folgerungen sind nicht nur von theoretischem Interesse, sondern haben in Bezug auf das Bestreben um die weitere Verbesserung des deutschen Rechtsrahmens für Anleiheemissionen rechtspraktische und -politische Bedeutung.

B. Debt Governance bei Anleiheemissionen als Ordnungsaufgabe

Der bis in die 1990er Jahre zurückreichende Reformprozess des SchVG²⁰ koinzidiert mit einer stetig wachsenden Bedeutung der Finanzierung von Unternehmen über Anleihen.²¹ Er ist zugleich Spiegel der eingangs angesprochenen steigenden rechtspolitischen Relevanz und rechtstatsächlichen Nachfrage nach Instrumenten zur Einbindung von Fremdkapitalgebern in vorinsolvenzliche und privatautonom initiierte Sanierungsbemühungen (sog. *bail-in*).²² Die Neufassung des Gesetzes steht nicht zuletzt in einem engen Kontext mit verschiedenen Verschuldungskrisen hoheitlicher Emittenten, die national wie international Bestrebungen zur Schaffung eines flexiblen Rechtsrahmens zur Restrukturierung von Anleihen entfachten.²³

Kann ein Schuldner seine Verbindlichkeiten nicht mehr vollumfänglich bedienen und erscheint der Unternehmensträger fortführungswürdig, stellt sich

¹⁹ Soweit ersichtlich, beschäftigten sich mit diesem Thema dezidiert bisher nur *Eidenmüller/Engert/Hornuf*, Issuer Location; *Hornuf*, Regulatory Competition, S. 144 ff. sowie jüngst erneut *Engert/Hornuf*, Network Effects.

²⁰ Hierzu instruktiv *Bliesener/H. Schneider*, BankrechtsKom, Vor Kap. 17 Rn. 11 ff.; *Sester*, AcP 209 (2009), 628 (630 ff.); *Veranneman-SchVG/Oulds* § 1 Rn. 1.

²¹ *H. Schneider*, Änderung von Anleihebedingungen, S. 69 (84); *Sester*, AcP 209 (2009), 628 (632). Näher hierzu mit empirischem Material *sub* § 1, A (S. 18).

²² *Eidenmüller*, ZZP 121 (2008), 273 (273) beschrieb diese Tendenzen griffig als „Privatisierung der Insolvenzabwicklung“ (Hervorhebungen ausgelassen). Vgl. auch *Thole*, ZGR 2013, 109 (152 f.) sowie zu früheren Entwicklungen in den Vereinigten Staaten stellvertretend *CoffeelKlein*, 58 U. Chi. L. Rev. 1207 (1272) (1991) m. w. N.

²³ Überblick bei *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204 (208 f.); *Bliesener/H. Schneider*, BankrechtsKom, Vor Kap. 17 Rn. 13 ff.; *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (27 f.); *Schönhaar*, Kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte, S. 11 ff.; *Veranneman-SchVG/Oulds* Vor § 5 Rn. 27 ff. Mit Blick auf die Zahlungsschwierigkeiten staatlicher Schuldner wie Mexiko (1994/95), Ekuador (1993 und 1999/2000), Argentinien (2001/02) und Uruguay (2002/03) *Hartwig-Jacob*, FS Horn, S. 717 ff.; *Keller*, Umschuldung, S. 157 ff. Spezifisch im Kontext mit Kollektivhandlungsklauseln *Becker/Richards/Thaicharoen*, 61 J. Int'l Econ. 127 (128 ff.) (2003); IWF, Sovereign Bonds, S. 3 f.

die Frage, welche Beiträge die Gläubiger zu einer erforderlichen Reorganisation im Interesse der Vermeidung eines Insolvenzverfahrens leisten können.²⁴ Machen Schuldverschreibungen einen bedeutenden Anteil der Gesamtverbindlichkeiten aus, kommt der Einbindung der Gruppe(-n) der Anleihegläubiger für die Erfolgsaussichten eines Reorganisationsversuchs eine Schlüsselrolle zu. Die übrigen Gläubiger der Gesellschaft (Darlehensgeber, Mezzaninekapitalgeber, Lieferanten etc.) und gegebenenfalls auch die Anteilseigner mit Blick auf Kapitalerhöhungen werden in solchen Fällen ihre Bereitschaft zu außergerichtlichen Reorganisationsversuchen nicht selten von einem substantiellen Beitrag der Anleihegläubiger abhängig machen.²⁵

Betrachtet man die Anleihegläubiger in ihrem *unorganisierten* „Naturzustand“, begegnet ihre Einbindung in Sanierungsversuche erheblichen Schwierigkeiten. Anleihen bestehen aus einer Vielzahl von zu einer Emission zusammengefassten Inhaberteilschuldverschreibungen, die inhaltsgleiche Schuldverhältnisse des Emittenten zu den häufig zahlreichen und geografisch verstreuten Anlegern begründen.²⁶ Für jeden Obligationär stünden in wirtschaftlichen Emittentenkrisen grundsätzlich individuelle Nachverhandlungen mit dem Schuldner und gegebenenfalls Entscheidungen über die Ausübung bestimmter Rechte, etwa Kündigungs- und Klagerechte, an. Wollte man die Einheitlichkeit der inhaltlichen Ausgestaltung der Teilschuldverschreibungen einer Anleihe im Interesse ihrer Handelbarkeit auf den Kapitalmärkten erhalten, bedürfte es zu etwaigen Änderungen des Anleihevertragswerks der Zustimmung *aller* Obligationäre (Einstimmigkeitsprinzip).²⁷ Eine solche wäre aber in Nachverhandlungen angesichts der vielfachen großen Anzahl und anonymen Masse von Gläubigern aufgrund bestimmter Kollektivhandlungsprobleme nicht erreichbar. In Sanierungssituationen muss die Zustimmungsquote mindestens eine Schwelle erreichen, welche zur Erhaltung der Emittentensolvvenz erforderlich ist. Auch deren Erreichung wäre allerdings keineswegs ausgemacht.

Die Behandlung der angedeuteten *Organisationsprobleme der Anleihegläubigerschaft* ist im Bestreben um die Vermeidung eines Insolvenzverfahrens von hoher praktischer Relevanz. Die korrespondierenden Ordnungs-

²⁴ Vgl. *Bredow/Vogel*, ZBB 2008, 221 (221 f.); *Podewils*, DStR 2009, 1914 (1915); *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477 (477 f.).

²⁵ *Roe*, 97 Yale L.J. 232 (238 f. mit Fn. 19, 273) (1987); *Wilken/Felke*, Auch Bondbesitzer müssen Beitrag leisten, Handelsblatt v. 31.05.2010, S. 61. Als Anschauungsbeispiele mögen die *Praktiker*-Restrukturierung (vgl. Aufforderung zur Stimmabgabe v. Februar 2012, S. 4, abrufbar unter: http://www.praktiker.com/pb/site/praktiker_com/get/561749/120229_Aufforderung%20zur%20Stimmabgabe_dt.pdf [zuletzt abgerufen am 07.01.2014]) sowie die gescheiterte *Escada*-Umschuldung (vgl. *Busse/Hoffmann*, Das Spiel der Gläubiger, Süddeutsche Zeitung Online v. 17.05.2010, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/escada-insolvenz-das-spiel-der-glaebiger-1.177973> [zuletzt abgerufen am 07.01.2014]) dienen.

²⁶ Hierzu stellvertretend *Claussen/Ekkenga* § 6 Rn. 139, 157; *Horn*, Internationale Anleihen, S. 1 ff.

²⁷ RegE SchVG Begr. S. 13.

aufgaben rufen die Befassung mit geeigneten Ordnungsmechanismen auf den Plan: Wie kann die Anleihegläubigerschaft für Nachverhandlungen, seien sie ausgelöst durch finanzwirtschaftliche Krisenerscheinungen aufseiten des Emittenten oder durch sonstige Veränderungen rechtlicher bzw. wirtschaftlicher Art mit Auswirkungen auf die Anleihe, mobilisiert werden? Wie lässt sich ihre kollektive Willens- bzw. Entscheidungsfindung strukturieren? Wie kann ein Gläubigerwettbewerb um den Erstzugriff auf das (verbliebene) Schuldnervermögen verhindert bzw. kanalisiert werden?

Auch abseits von Nachverhandlungssituationen benötigen die Obligationäre ordnende Arrangements, um ihre Interessen gegenüber dem Emittenten während der Laufzeit der Anleihe abgesichert zu wissen. Aufgrund der jeder Finanzierungsbeziehung inhärenten Informationsasymmetrien und des unterschiedlichen Risiko-Chance-Profiles zwischen Anteilseignern/Management des Emittenten einerseits und Anleihegläubigern andererseits besteht Bedarf für Vorkehrungen zum Schutz der Gläubiger gegen *ex post* opportunistische Einwirkungsmöglichkeiten des Schuldners und im Hinblick auf eine effiziente Überwachung von dessen Aktivitäten. Mit Blick auf Letztere begegnet die verstreute Masse der Schuldverschreibungsinhaber wiederum Kollektivhandlungsproblemen. Auch in Bezug auf diese Ordnungsdefizite der Anleihefinanzierung wird der Frage nachzugehen sein, welche institutionellen Vorkehrungen sich zu ihrer Lösung bzw. Abschwächung eignen.

Damit ist der zweite zentrale Untersuchungsgegenstand der Abhandlung in seinen Facetten umrissen: die Erarbeitung eines institutionellen Rahmens für eine sachgerechte *Mindestorganisation*²⁸ der Gruppe der Anleihegläubiger und ihre Finanzierungsbeziehung zum Emittenten einerseits sowie die kritische Hinterfragung der Ausgestaltung von Kernthemen der Anleiheorganisation durch das SchVG andererseits. Die Antizipation und Behandlung typischer Probleme der Anleihefinanzierung durch institutionelle Arrangements für kosteneffiziente und interessengerechte Organisationsstrukturen – seien sie vertraglicher oder gesetzlicher Natur – werden nachfolgend mit dem für die Untersuchung namensgebenden Terminus „*Debt Governance*“ bezeichnet.

Die Arbeit beteiligt sich damit an der auf nationaler wie internationaler Ebene andauernden Diskussion über die adäquate Organisation der Anleihegläubigerschaft und Ausgestaltung der Finanzierungsbeziehungen zwischen Emittenten und Schuldverschreibungsinhabern. Während systematische Darstellungen der Kautelarpraxen betreffend die Rechtsbeziehungen der Emittenten zu allen regelmäßig an einer Anleiheemissionen Beteiligten und die Emissionsdokumentation in monografischer Form vorliegen,²⁹ harteten die spezifi-

²⁸ Begriff bei *Hopt*, WM 1990, 1733 (1733).

²⁹ Für Darstellungen, welche die Vertragsbeziehungen der Emittenten zu den an internationalen Anleiheemissionen typischerweise Beteiligten, insbesondere die internationale

schen Organisationsprobleme der Anleihegläubigerschaft bis in die jüngere Vergangenheit einer facettenreichen und systematischen Aufarbeitung.³⁰ Letzteres gilt freilich auch mit Blick auf die Leistungsfähigkeit und Praxistauglichkeit des noch jungen SchVG.

Mit dem Erlass des SchVG wollte man nicht nur der Internationalisierung der Finanzmärkte und den Bedürfnissen der Marktteilnehmer Rechnung tragen sowie die Rechtssicherheit bei der Verwendung deutschen Rechts erhöhen. Es sollte auch der angloamerikanischen Rechtsdominanz in diesem Bereich begegnet werden.³¹ Die sachgerechte Lösung der Organisationsprobleme der Anleihegläubiger mag daher nicht nur über Erfolg oder Misserfolg von Reorganisationen angeschlagener Anleiheemittenten entscheiden, sondern womöglich auch Einfluss auf die Attraktivität der sie umfassenden Rechtsordnung zeitigen und als Teilaspekt im Rahmen der Rechts- und Gerichtsstandswahl bei Anleihen von Bedeutung sein.

C. Hauptanliegen der Untersuchung

Die Suche nach optimierten rechtlichen Vorgaben für die Verfassung der Anleihegläubigerschaft und die Anleihefinanzierung erledigte sich mit der Neufassung des SchVG keineswegs. Das unterstrichen bereits frühe Besprechungen einzelner Bestimmungen der Neuregelung, die zum Teil weiteren Reformbedarf anmahnten.³² Vor diesem Hintergrund ist es das Ziel der Studie, den deutschen Rechtsrahmen für Anleiheemissionen hinsichtlich seiner *Leistungsfähigkeit und Praxistauglichkeit* zu hinterfragen und wo angezeigt, weitere *Reformperspektiven* für das hiesige Anleihevertragsrecht mit seinem neu gefassten Kernbestandteil SchVG aufzuzeigen und damit zugleich einen Beitrag zu der besseren Positionierung des deutschen Rechts im Wettbewerb der Anleihevertragsrechte zu liefern. Mit Blick auf letzteren Aspekt wären positive Rückkopplungen auf die Attraktivität des Finanzstandorts Deutschland nicht unwahrscheinlich.³³

Diese „*Belastungsprobe*“ des deutschen Anleihevertragsrechts wird vor dem Spiegel von Erkenntnissen vorgenommen, die aus der Analyse der Position des deutschen Rechts im Wettbewerb der Anleihevertragsrechte und der rechtstatsächlichen Ordnungsdefizite der Gruppe der Anleihegläubiger zu ge-

Kautelarpraxis mit ihren Bezügen zu nationalen Vorschriften, abbilden *Hartwig-Jacob*, Internationale Anleiheemissionen; *Horn*, Internationale Anleihen; *Siebel*, Internationale Anleihen.

³⁰ *Schmidtbleicher*, Anleihegläubigermehrheit, S. 33 ff. lieferte in dieser Hinsicht die erste umfassende, rechtsvergleichende und interdisziplinäre Untersuchung.

³¹ Vgl. RegE SchVG Begr. S. 13; ferner *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (26 ff.).

³² Exemplarisch *Cranshaw*, BKR 2008, 504 (509, 511); *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (65); *Podewils*, DStR 2009, 1914 (1918, 1920); *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477 (487).

³³ Vgl. *Horn*, Europäisches Finanzmarktrecht, S. 75; *dens.*, ZHR 173 (2009), 12 (29); *Vogel*, Schuldverschreibungsgesetz, S. 37.

winnen sind. Hat der Gesetzgeber die richtigen Schlüsse aus den Defiziten des SchVerschG 1899 gezogen? Wie fällt die Bilanz nach der Neufassung mit Blick auf ihre Eignung zur Lösung der Ordnungsdefizite der Anleihefinanzierung und in Bezug auf das Unterfangen aus, die Attraktivität des deutschen Rechts im Wettbewerb der Anleihevertragsrechte zu erhöhen? Zur Beantwortung dieser Fragen werden neben dem SchVG, das mit seinem Instrumentarium zur Mindestorganisation der Anleihegläubigerschaft einen wesentlichen Baustein des Anleiheorganisationsrechts bildet, auch bestimmte, für die Anleihefinanzierung relevante Charakteristika des Schuldrechts und die korrespondierende gerichtliche Anwendungspraxis, etwa mit Blick auf die Problematik der Inhaltskontrolle, Beachtung finden müssen. Die Ergebnisse der Untersuchung fallen insgesamt ambivalent aus: Neben deutlichen Verbesserungen durch das neue SchVG wird aufgezeigt, dass die Position des deutschen Anleihevertragsrechts auch nach der Neufassung stark verbesserungsbedürftig ist und sein erster Promotor der deutsche Gesetzgeber sein muss.

D. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands

Das Erkenntnisinteresse der Untersuchung gilt „klassisch“ ausgestalteten Unternehmensanleihen, häufig auch als Festzinsanleihen, *plain-vanilla corporate bonds*, *fixed-rate bonds* oder *straight bonds* bezeichnet. Dabei handelt es sich um (dinglich) unbesicherte Teilschuldverschreibungen mit traditionellen Leistungspflichten des Emittenten, d. h. insbesondere einer festen Verzinsung und der Pflicht zur Rückzahlung des Nennbetrags bei Endfälligkeit nach vereinbarter Laufzeit.³⁴ Der Fokus auf klassisch ausgestaltete Anleihen entspricht der den Organisationsregeln des SchVG immanenten Orientierung.³⁵ Eine Unterscheidung nach den verschiedenen Segmenten der Anleihemärkte hinsichtlich des involvierten Ausfallrisikos und des Anleiheratings (*investment-grade* vs. *high-yield*) wird nur vorgenommen, wenn dergleichen durch bestehende Besonderheiten, etwa Unterschiede in der Gestaltung der Anleihebedingungen, indiziert ist. Obschon vereinzelt Seitenblicke auf die Organisationspraxis der Gläubigerschaft bei Staatsanleihen (*sovereign bonds*) und die diesbezüglich vorhandene empirische Forschung geworfen werden, finden sowohl deren völker- und staatsrechtliche Besonderheiten³⁶ als auch diejenigen besonders

³⁴ Zu den „klassischen“ Merkmalen Horn, BKR 2009, 446 (453); Unternehmensfinanzierung³/Kaulamo § 17 Rn. 40, 62.

³⁵ Horn, ZHR 173 (2009), 12 (64, 66).

³⁶ Es sei an dieser Stelle nur hingewiesen auf den (jedenfalls im Ausgangspunkt) souveränen Status hoheitlicher Emittenten, das Nichtvorhandensein eines geordneten Staateninsolvenzverfahrens sowie die damit verbundenen Probleme bei dem Versuch der Gläubiger, auf Aktiva des Staats in dessen Hoheitsgebiet zuzugreifen, nachdem sich ein hoheitlicher Schuldner als zu der weiteren Leistung des Anleihedienstes unfähig erklärte – so geschehen in der Argentinien-Krise. Hierzu Bliesener/H. Schneider, BankrechtsKom, Vor Kap. 17

strukturierter Unternehmensanleihen³⁷ keine Berücksichtigung. So stellen Anleihen hoheitlicher Emittenten nach hergebrachter Betrachtung aufgrund der unterschiedlich ausgeprägten Risikoaffinität der Investorenschaft eine eigene Anlageklasse dar.³⁸

Unternehmensanleihen erfassen als Schuldner Finanzinstitutionen (sog. Bankschuldverschreibungen bzw. *financials*) und Industrieunternehmen (sog. Industrieobligationen bzw. *industrials*).³⁹ Diese Emittentengruppen unterscheiden sich vor allem hinsichtlich der Absichten, welche mit der Kapitalnachfrage verbunden sind,⁴⁰ zunehmend aber auch durch spezifische, an Kreditinstitute gerichtete Regelwerke, die auch Sonderregelungen in Bezug auf die Emission und Restrukturierung von Anleihen vorsehen.⁴¹ Da statistische Erhebungen über Marktaktivitäten häufig nicht nach Emittentengruppen differenzieren, werden mit dem Begriff „Unternehmensanleihe“ beide Gruppen in Bezug genommen, sofern im Text keine genauere Aufschlüsselung erfolgt. Was die Rechtsform der Emittenten angeht, liegen der Darstellung *kapitalmarktgeneigte Publikumsgesellschaftsformen* zugrunde. So machen nach wie vor hauptsächlich als offene Kapitalgesellschaften organisierte Großunternehmen, d. h. in Deutschland in erster Linie Aktiengesellschaften, von dem

Rn. 41 ff.; *Horn*, Internationale Anleihen, S. 61 ff.; *ders.*, WM 1984, 713 (714 ff.); *ders.*, ZHR 173 (2009), 12 (30 f., 41 ff.); *Siebel*, Internationale Anleihen, S. 139 ff.; *Tietje*, Staateninsolvenz, S. 193 ff.

³⁷ Gedacht sei an derivative Produkte (Optionsscheine, Zertifikate), strukturierte Anleihen (*asset-backed securities*), Hybridanleihen (Gruppe der Aktien-, Options- und Wandelanleihen) und gedeckte Anleihen (etwa die deutschen Pfandbriefe, vgl. § 1 Abs. 2 Satz 1 SchVG). So stellen sich beispielsweise bei Hybridformen zahlreiche gesellschafts- und bilanzrechtliche Fragestellungen. Ausführlich zu verschiedenen Produktkategorien *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (18 ff.); zu gedeckten Schuldverschreibungen monografisch *Koppmann*, Gedeckte Schuldverschreibungen.

³⁸ Angesichts der jüngsten europäischen Staatsschuldenkrise konkurrieren privatwirtschaftliche Emittenten allerdings mehr und mehr mit Staaten um Anlegerkapital. Einige Großunternehmen gelten bereits als solidere Schuldner als bestimmte europäische Staaten. Hierzu *Cünnen/Sommer*, Firmenanleihen profitieren von der Euro-Krise, Handelsblatt v. 12.07.2011, S. 36 f.; *Maisch/Afhüppe*, Kapitalhunger der Staaten macht Unternehmen zu schaffen, Handelsblatt v. 05.03.2010, S. 5. Zur Gefahr eines Verdrängungseffekts (sog. *crowding out*) *Hennes/Metzger*, Ganz kurzer Frühling für Bond-Blasen, Handelsblatt v. 22.03.2010, S. 24 (24).

³⁹ Näher *Fabozzi*, Bond Markets, S. 147; *Frank*, Kommissionsentwurf Europäische Aktiengesellschaft, S. 17 f.; *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, S. 395 ff.

⁴⁰ Näher *Coyle*, Corporate Bonds, S. 21; Unternehmensfinanzierung³/*Grüning/Hirschberg* § 16 Rn. 32 ff.

⁴¹ Näher *Kusserow*, WM 2013, 1581 ff.

Finanzierungsinstrument Anleihe Gebrauch.⁴² Bei diesen sind auch die typischen Governance-Themen am stärksten ausgeprägt,⁴³ so dass im Kontext mit bestimmten Einzelaspekten der Anleiheorganisation Seitenblicke auf das Aktienrecht angezeigt sind. Kleineren und mittleren Unternehmen steht die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts nicht in demselben Maße zur Verfügung. Das liegt insbesondere an den bei herkömmlichen Anleiheemissionen anfallenden Kosten, die eine Finanzierung über Anleihen erst ab gewissen Volumina (ab ca. € 200 Mio.) lohnenswert machen, sowie in ausbleibenden „Synergieeffekten“ bei Offenlegungspflichten und der Finanzkommunikation begründet.⁴⁴ Kleinere und mittlere Unternehmen sind herkömmlich auf Formen der Innenfinanzierung und ihre „Hausbanken“, oftmals Sparkassen bzw. Volks- und Raiffeisenbanken, angewiesen.⁴⁵ In jüngerer Zeit greifen allerdings in Deutschland auch größere mittelständische Unternehmen immer häufiger auf das Instrument der Anleihe zurück, indem sie Fremdkapital über speziell ins Leben gerufene Segmente der Börsen aufnehmen (sog. Mittelstandsanleihen).⁴⁶

Während der Laufzeit der Finanzierungsbeziehung kann durch vielfältige Entwicklungen Nachverhandlungsbedarf in Bezug auf das Anleihevertragswerk entstehen. Von besonderer praktischer Relevanz sind wirtschaftliche Krisensituationen der Emittenten von längerfristigen Anleihen und dabei die Behandlung derjenigen Ordnungsprobleme, welche sich während Reorganisationsversuchen *im Vorfeld* förmlicher Insolvenzverfahren bei der Einbindung der Schuldverschreibungsgläubiger stellen. Sie nehmen daher im Rahmen der Debt-Governance-Betrachtungen die zentrale Rolle ein. Regelungen förmlicher Insolvenzverfahren mit Relevanz für die Organisation und Verfassung

⁴² Vgl. *Baums*, Fremdfinanzierung, Rn. 12; Deutsche Bundesbank, Juli 2004, S. 33 (46); *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, S. 396.

⁴³ *Bachmann et al.*, ZGR Sonderheft 18 (2012), 6 f.; *von Werder*, Corporate Governance, S. 3 (5).

⁴⁴ *Blättchen/Nespethal*, Corporate Finance biz 2010, 496 (497); Deutsche Bundesbank, Januar 2000, S. 33 (37); dies., April 2004, S. 15 (18); dies., Juli 2004, S. 33 (46); *Hale/Santos*, 32 J. Banking & Fin. 1928 (1929, 1933) (2008); *Mizen/Tsoukas*, Issuance of Corporate Bonds, S. 15. Zahlen zu den gewöhnlichen Emissions- und laufenden Kosten bei *Asmar/Epp*, Capital Markets Handbook, S. 267 (278); *Coyle*, Corporate Bonds, S. 68 f.; *Drukarczyk*, Finanzierung, S. 251 f.; *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, S. 398.

⁴⁵ Vgl. Finanzplatz e. V., Corporate Bonds, S. 15; *Landgraf*, Deutsche Manager suchen nach Alternativen zu Krediten, Handelsblatt v. 22.03.2010, S. 37.

⁴⁶ Für einen allgemeinen Überblick über die mittelständischen Anleihe-segmente *Schlitt/Kasten*, Corporate Finance law 2011, 97 ff. Ferner *Blättchen/Nespethal*, Corporate Finance biz 2010, 496 (498 ff.); *Höhm*, Die Firmenanleihe findet neue Fans, Handelsblatt v. 23.02.2011, S. 56 (56 f.); *Reuter*, Mittelständler zapfen den Kapitalmarkt an, Handelsblatt v. 08.09.2010, S. 50 (51).

der Gruppe der Obligationäre werden hingegen nicht vertieft. Die Studie behandelt somit die *Außenseite einer Unternehmensreorganisation*, genauer die Umschuldung bzw. Neuordnung der schuldrechtlichen Finanzierungsverhältnisse des Unternehmensträgers zu „seinen“ Anleihegläubigern und die Beziehungen der Schuldverschreibungsinhaber untereinander.⁴⁷ Im Unterschied zu Arbeiten, die gläubigergruppen- bzw. -klassenübergreifende Koordinationsmechanismen für pluralistische Gläubigerstrukturen zu Zwecken der außergerichtlichen Unternehmenssanierung behandeln,⁴⁸ wird vorliegend eine „Mikroperspektive“ bezogen auf die Gruppe der Anleihegläubiger eingenommen.

E. Gang und Methode der Arbeit

Vor dem Hintergrund der skizzierten Erkenntnisziele der Untersuchung ergibt sich der folgende Aufbau. Das *erste Kapitel* (§§ 1 bis 3) beleuchtet die Finanzierungstheoretische und -praktische Bedeutung sowie die Formenvielfalt und die rechtlichen Grundstrukturen von zu einer Anleihe zusammengefassten Schuldverschreibungen. Er verfolgt den Zweck, den Untersuchungsgegenständen Anleihe und Schuldverschreibung klarere Konturen zu verleihen und in die Bedeutung einer Mindestverfassung der Anleihegläubigerschaft für das Gelingen vorinsolvenzlicher Reorganisationsversuche in Emittentenkrisen einzuführen.

Das *zweite Kapitel* (§§ 4 bis 7) widmet sich „phänotypischen“ Ausprägungen, Umfang, Treibern und Hemmnissen des Rechtswettbewerbs in dem Anleihesegment im Allgemeinen und dem Anleihevertragsrecht im Besonderen. Die Analyse mündet in die Beschreibung konkreter Spielräume der Nachfrager für Rechtsarbitrage und von Erscheinungsformen des Rechtswettbewerbs in jenen Rechtsbereichen, die von den zu betrachtenden Marktverhaltensweisen im Anleihesegment betroffen sind. Im Hinblick auf das Anleihevertragsrecht gilt das Augenmerk folgenden Fragen: Was sind die Determinanten der Rechts- und Gerichtsstandswahl bei Anleihen? Welche Gründe respektive Bedürfnisse und Interessen der involvierten Marktteilnehmer lassen sich für die *in praxi* augenscheinlich unterschiedliche Attraktivität bestimmter Rechtsordnungen, insbesondere die dominante Stellung des englischen Rechts bei klassisch ausgestalteten Anleihen, ausmachen? Es wird der Versuch unternommen, Faktoren und Zusammenhänge zu identifizieren, die womöglich Treiber eines Rechtswettbewerbs im Anleihevertragsrecht sind. Dabei ist auch

⁴⁷ Vgl., auch zur Terminologie, *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung, S. 552. Mit der „Innenseite“ bezeichnet er gesellschaftsrechtlich geprägte Fragestellungen, welche die Anteilseigner des Unternehmensträgers betreffen.

⁴⁸ Umfassend mit dieser Perspektive *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung. Zur Unterscheidung zwischen der Koordination des Gläubigerhandelns bezogen auf einzelne Gläubigergruppen und gläubigergruppen- bzw. -klassenübergreifend auch *ders.*, ZZP 121 (2008), 273 (280 ff.).

von Interesse, ob und bejahendenfalls in welchem Maße dem Vorhandensein und der Ausgestaltung von Regeln zur Anleiheorganisation und -restrukturierung als Teilmaterie des Anleihevertragsrechts eine Rolle als „Wettbewerbsfaktor“ zukommt.

Um diesen Fragen nachgehen zu können, ist es unabdingbar, die Bedürfnisse, Wahrnehmungen und Prämissen der Nachfrager und deren Berater in Bezug auf die Rechts- und Gerichtsstandswahl bei Anleihen in die Betrachtungen einzubeziehen. Der Blickwinkel der Praxis ist darüber hinaus essenziell, um die Position des deutschen Anleihevertragsrechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen zu analysieren und adäquate Reaktionen im Hinblick auf eine Verbesserung etwaiger Schwachpunkte zu empfehlen. Zum Zwecke der Ermittlung relevanter Wahlfaktoren im Besonderen sowie im Interesse eines umfassenden Einblicks in die auf den internationalen Anleihemärkten vorherrschenden Begebungs- und Vertragsgestaltungstechniken und Aspekte der Anleiheorganisation im Besonderen führte der *Verf.* strukturierte *Befragungen von Marktteilnehmern* aus Deutschland, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten durch. Das zweite Kapitel schließt mit der Betrachtung möglicher Malfunktionen und Hemmnisse des Rechtswettbewerbs im Anleihevertragsrecht sowie Folgerungen für die „Marktposition“ des deutschen Rechts und Ansatzpunkte für die weitere Reformagenda der deutschen Rechtspolitik.

Die Untersuchungen werden Hinweise dafür liefern, dass gerade den Spezifika des deutschen Schuld- und Anleiheorganisationsrechts bei der Rechts- und Gerichtsstandswahl bisweilen eine signifikante Relevanz zukam und auch nach der Neufassung des SchVG weiterhin zukommen kann. Die somit ange deuteten Einsichten unterstreichen die praktische Bedeutung des Anliegens des *dritten Kapitels* (§§ 8 bis 11): die Herausarbeitung adäquater Organisationsinstrumente für die Gruppe der Anleihegläubiger und deren Finanzierungsbeziehung zum Emittenten. Debt-Governance-Mechanismen der Anleihefinanzierung werden vorliegend als ein Baustein guter Corporate Governance verstanden, welche die Interessen der Fremdkapitalgeber einbezieht. Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht des Hauptanliegens der Untersuchung, den noch jungen Rechtsrahmen einer „Belastungsprobe“ zu unterziehen und mögliche weitere Reformperspektiven für das deutsche Anleihevertragsrecht aufzuzeigen, ist es zielführend, zunächst Licht auf die theoretischen und rechtstatsächlichen Ordnungsdefizite der Finanzierungsbeziehung und der Gruppe der Anleihegläubiger mitsamt ihren wirtschaftlichsozialen Ursachen zu werfen. Die Analyse bedient sich eines *ökonomischen Referenzrahmens*, der sich in erster Linie aus wesentlichen Gedanken der Neuen Institutionenökonomie, genauer aus dem Fundus der Transaktionskosten- und Agenturtheorie,⁴⁹ speist

⁴⁹ Das grenzt die vorliegende Untersuchung in gewisser Weise von dem (rein) transaktionskostentheoretischen Untersuchungsansatz *Schmidtbleichers* (Anleihegläubigermehrheit, S. 33 ff.) ab.

und, wo angezeigt, um informationsökonomische und spieltheoretische Erwägungen sowie verhaltenspsychologische und sozialwissenschaftliche Einsichten (insbesondere *Behavioral Finance*) ergänzt wird. Die ökonomische Analyse der involvierten Beziehungen und Interessen der Beteiligten verspricht mit Blick auf die juristische Diskussion unverbaute Einblicke und eine hohe Erklärungskraft für die Probleme der Anleihegläubiger. Anhand verschiedener Facetten wird aufgezeigt, warum es jedenfalls bei nicht lediglich überschaubarem Investorenkreis einer Mindestorganisation der Anleihegläubiger bedarf.

In dem letzten Teil des dritten Kapitels wechselt die Perspektive. Die Betrachtungen widmen sich der Art und Ausgestaltung geeigneter *Debt-Governance-Mechanismen* der Anleihefinanzierung, d. h. einem Organisationsrahmen mit institutionellen Arrangements, welche der effizienten Abmilderung der betrachteten Ordnungsdefizite dienlich und den Parteien auf ihrem Weg zur Realisierung von Kooperationsgewinnen behilflich sind. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den drei Eckpfeilern jeder Mindestorganisation der Anleihefinanzierung: (i) bestimmten Schutzklauseln zugunsten der Anleihegläubiger, (ii) der Verfassung eines gemeinsamen Forums zu deren Willensbildung sowie (iii) der Ausgestaltung der Stellung und Aufgaben eines Repräsentanten und Interessenvertreters der verstreuten Masse der Anleihegläubiger.

Für die Behandlung der Ordnungsdefizite der Anleihegläubiger existiert kein international uniformes Muster. Ansätze zur Lösung der Debt-Governance-Probleme der Anleihefinanzierung lassen sich in verschiedenen Rechtsordnungen in unterschiedlicher Ausprägung vorfinden. Die Erschließung des Erfahrungsschatzes sowie der Institute und Regeln *ausländischer Lösungsansätze* verspricht daher weitere wertvolle Erkenntnisse.⁵⁰ Zu diesem Zweck widmet sich das *vierte Kapitel* (§§ 12 bis 14) der Arbeit in einer rechtsvergleichenden Umschau dem Umgang ausgewählter Rechtsordnungen mit den Ordnungsproblemen der Anleihegläubiger. Als Referenzjurisdiktionen werden die Schweiz, England und Wales sowie die Vereinigten Staaten von Amerika eingehend betrachtet. Die referierten nationalen Lösungsansätze schließen jeweils mit einer Gesamtschau, in der Einendes und Trennendes herausgestellt wird und eine kursorische Bewertung der Eignung der jeweils vorgefundenen Kernvorkehrungen zur Bewältigung der Governance-Probleme erfolgt. Maßstab für diese funktionelle Betrachtung ist der zuvor erarbeitete Referenzrahmen, der sich aus institutionenökonomischen und marktpraktischen Einsichten speist.

Die erlangten Einblicke in ausländische Rechte fließen schlussendlich in dem *fünften Kapitel* (§§ 15 bis 19) in die Analyse der Leistungsfähigkeit und Praxistauglichkeit des neu gefassten deutschen Rechtsrahmens ein. Wie die Mehrzahl der betrachteten ausländischen Rechtsordnungen entschied sich auch

⁵⁰ Vgl. hierzu und zur Methode der Rechtsvergleichung allgemein *Zweigert/Kötz*, Rechtsvergleichung, S. 6, 14, 31 ff., 46.

der deutsche Gesetzgeber dazu, die Parteien einer Anleihefinanzierung bei ihrer Suche nach Mechanismen zur Bewältigung der Probleme der Anleiheorganisation mit einem Spezialgesetz zu unterstützen. Bewertungsmaßstab für die Analyse der durch das SchVG getroffenen Ausgestaltung von Kernthemen der Anleiheorganisation sind die Untersuchungen und Ergebnisse der vorangegangenen Teile der Arbeit. Als Beitrag zu der anhaltenden Diskussion über sachgerechte Vorgaben für die Verfassung der Anleihegläubigerschaft und die Anleihefinanzierung werden die Ausführungen des fünften Kapitels in dem letzten Teil zu konkreten Reformperspektiven für das Anleihevertragsrecht mit seinem Kernbestandteil SchVG verdichtet.

Schlussbemerkungen und ein Ausblick beschließen die Untersuchung.

Die Studie stellt insgesamt eine deskriptive, rechtsvergleichende und ökonomische Analyse dar. Neben theoretischen und dogmatischen Erwägungen findet die Untersuchung von Fragen des Rechtswettbewerbs und der Debt-Governance-Mechanismen im Spiegel der Rechtstatsachen statt. Eingang in die Betrachtungen finden zu Zwecken der empirischen Fundierung angestellter Erwägungen, soweit vorhanden bzw. zugänglich, Ergebnisse ökonometrischer Forschung, anekdotische Befunde und statistisches Material über die Funktionsweise der internationalen Anleihemärkte, die Mechanismen der Anleihefinanzierung und die Marktwirkungen bestimmter institutioneller Arrangements. Dieser methodische Ansatz erscheint als ein *leistungsfähiger Bezugsrahmen* für die Betrachtung und Bewertung des deutschen Anleihevertragsrechts einschließlich seines neu gefassten Kernbestandteils SchVG. Er ist zugleich vielversprechend im Hinblick auf die Destillation rechtspolitischer Empfehlungen.

Häufig verwendete Begriffe finden eine nähere Erläuterung in dem angehangenen Glossar.

Kapitel 1

Unternehmensanleihen zwischen Markt und Gesetz

In dem *ersten Kapitel* werden zunächst die finanzökonomischen und rechtlichen Grundstrukturen von zu einer Anleihe zusammengefassten Schuldverschreibungen mit dem Ziel beleuchtet, den Untersuchungsgegenständen Anleihe und Schuldverschreibung klarere Konturen zu verleihen. In § 1 wird die Finanzierungstheoretische und -praktische Bedeutung von Anleihen als Instrument der Unternehmensfinanzierung nähergebracht. Daran schließt sich in § 2 ein Überblick über die Materien Schuldverschreibungsrecht und Anleiheorganisation an, der die rechtlichen Charakteristika und die Formenvielfalt von Obligationen sowie die typischen Rechte umfasst, die aus ihnen für die Inhaber fließen. Abschließend wirft § 3 einen ersten näheren Blick auf die Verfassung der Anleihegläubigerschaft. Vor dem Hintergrund von Situationen, in denen bei dem Emittenten Bedarf für eine außergerichtliche Reorganisation seiner Verbindlichkeiten entsteht, wird sodann diskutiert, welche verfahrensmäßigen Mechanismen sich generell für eine Einbindung der Anleihegläubiger anbieten und welche Gestalt deren Beiträge konkret annehmen können. Eine Zusammenfassung wesentlicher Ergebnisse beschließt das erste Kapitel.

§ 1 Anleihe als Finanzierungsinstrument

Im Folgenden wird die Bedeutung von Anleihen als Instrument der Kapitalbeschaffung von Unternehmen skizziert. An die Einordnung der Anleihe in das System der Unternehmensfinanzierung (*sub A*) schließt sich ein Überblick über die finanzierungsökonomische Grundidee und die Funktionsvoraussetzungen der Finanzierung über Anleihekaptal an (*sub B*). Der Teil widmet sich im Anschluss quantitativen Aussagen zu der heutigen Bedeutung von Unternehmensanleihen und wagt einen Ausblick auf die kommenden Jahre (*sub C*).

A. Einordnung in das System der Unternehmensfinanzierung

Die Schuldverschreibung blickt auf eine reiche Tradition zurück und stellt eines der klassischen Wertpapiere des Kapitalmarkts dar.¹ Zu einer Anleihe zusammengefasste Teilschuldverschreibungen werden auf der Grundlage einheitlicher Bedingungen emittiert, besitzen also gleichartig ausgestaltete Leistungspflichten und entsprechen *wirtschaftlich* einem in Teilbeträge aufgestückelten Großdarlehen.² In der Tagespresse sowie teilweise auch in der Fachliteratur finden sich zahlreiche Bezeichnungen für festverzinsliche Kapitalmarkttitle. Neben Anleihen stößt der geneigte Betrachter auf inhaltsgleiche Begriffe wie Rentenpapiere, Obligationen und *bonds*.³

Unternehmensanleihen (*corporate bonds*) gelten als klassisches Instrument der mittel- und langfristigen Unternehmensfinanzierung durch die Aufnahme von Fremdkapital über die Kapitalmärkte (Außenfinanzierung).⁴ Die Finanzie-

¹ Allgemeiner Überblick über die rechtshistorische Entwicklung der Fremdkapitalfinanzierung bei *Baums*, Fremdfinanzierung, Rn. 15 ff. Zur Geschichte des Finanzierungsinstruments Anleihe *Baums*, FS H. Schmidt, S. 333 (337 ff.); *Röller*, Fremdfinanzierung, S. 289 (291 f.). Vgl. hinsichtlich ihrer Kapitalmarktfähigkeit auch § 1 Abs. 11 Satz 2 Nr. 2 KWG.

² Vgl. *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 59; *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 7 Rn. 45 in Fn. 99; *Hartwig-Jacob*, Internationale Anleiheemissionen, S. 20; *Horn*, BKR 2009, 446 (450); *ders.*, ZHR 173 (2009), 12 (16, 39) („Sonderform der Darlehensaufnahme“, 12); *Knops*, BB 2008, 2535 (2536, 2539); *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.110; *Luttermann/Wicher*, ZIP 2005, 1529 (1530); Unternehmensfinanzierung³/*Kaulamo* § 17 Rn. 2. In anderen Jurisdiktionen wird die Anleihe auch rechtlich als ein in Teilbeträge aufgestückeltes Großdarlehen betrachtet, so etwa in der Schweiz und in dem romanischen Rechtskreis, hierzu *BaslerKom-OR/Steinmann/Reutter* Vor Art. 1157–1186 Rn. 1; *Horn*, Internationale Anleihen, S. 224 f.; *Vogel*, Schuldverschreibungsgesetz, S. 10.

³ Vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 2.62; *Zöllner*, Wertpapierrecht, S. 164.

⁴ *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 59; *Claussen/Ekkenga* § 6 Rn. 137. Für einen Überblick über die Grundformen der Fremdfinanzierung *Baums*, Fremdfinanzierung, Rn. 11 ff.; zum System der Unternehmensfinanzierung bei *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 272 f.