

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 81

# Besicherung von Gläubigermehrheiten bei der Unternehmensfinanzierung

Zentralisierung dinglicher Kreditsicherheiten durch  
Treuhandkonstruktionen am Beispiel der syndizierten  
Kredit- und Anleihefinanzierung

Von

Carl-Philipp Eberlein



Duncker & Humblot · Berlin

CARL-PHILIPP EBERLEIN

Besicherung von Gläubigermehrheiten  
bei der Unternehmensfinanzierung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 81

# Besicherung von Gläubigermehrheiten bei der Unternehmensfinanzierung

Zentralisierung dinglicher Kreditsicherheiten durch  
Treuhandkonstruktionen am Beispiel der syndizierten  
Kredit- und Anleihefinanzierung

Von

Carl-Philipp Eberlein



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaft  
der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main hat diese Arbeit  
im Jahre 2013 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten  
© 2014 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin  
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany  
ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-14263-7 (Print)  
ISBN 978-3-428-54263-5 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-84263-6 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

## Vorwort

Die vorliegende Untersuchung zur Besicherung von Gläubigermehrheiten bei der Unternehmensfinanzierung ist im Rahmen meiner Tätigkeit am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht und Bankrecht am House of Finance der Goethe-Universität entstanden und wurde im Mai 2013 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertation angenommen. Die Arbeit befindet sich weitgehend auf dem Stand vom 1. April 2013. Hiernach veröffentlichte Literatur sowie gesetzliche Änderungen (einschließlich der am 1. Januar 2014 in Kraft getretenen neuen bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften der CRR sowie die Änderungen des KWG durch die CRD IV) konnten ebenfalls berücksichtigt werden.

In dieser Zeit habe ich unglaublich viel Unterstützung erfahren dürfen, die diese Arbeit erst möglich gemacht hat. Besonderer Dank gilt zu allererst der Betreuerin der Dissertation, Frau Prof. Dr. Katja Langenbucher, die nicht nur durch die intensive und umsichtige Betreuung der Dissertation deren Inhalt und Qualität maßgeblich geprägt hat, sondern mir auch im Rahmen der Lehrstuhl­tätigkeit die notwendige Infrastruktur und den Freiraum für die eigene Forschungstätigkeit gewährt hat. Selten erlebt man solch unbedingte Unterstützung, ohne die die Forschungsarbeit weder mit dem qualitativen Anspruch noch in dem zeitlichen Rahmen möglich gewesen wäre.

Dank schulde ich auch Herrn Prof. Dr. Dres. h.c. Theodor Baums, der nicht nur besonders zügig das Zweitgutachten für diese Dissertation erstellt hat, sondern auch sehr wertvolle Hinweise und Anregungen für diese Arbeit gegeben und mein Verständnis für die hier untersuchten Finanzierungsinstrumente wesentlich geprägt hat. Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Uwe Blaurock, an dessen Lehrstuhl meine Freude an der rechtswissenschaftlichen Arbeit entstanden ist und dessen Fürsprache im Zusammenhang mit dieser Dissertation vieles erst ermöglicht hat. Ferner danke ich Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt für die freundliche Aufnahme in diese Schriftenreihe.

Wer selbst ein solches Forschungsvorhaben hinter sich hat, weiß, wie wichtig und unabdingbar finanzielle Freiheit und Unabhängigkeit für den Autor ist. Besonders danke ich deshalb der FAZIT-Stiftung für die Gewährung des Promotionsstipendiums und die dadurch vermittelte finanzielle Förderung meiner Arbeit. Zu Dank verpflichtet bin ich auch der Stiftungs-

gastdozentur für Internationales Bankrecht der Goethe-Universität sowie der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland für die großzügigen Druckkostenzuschüsse, die die Veröffentlichung in dieser Form ermöglicht haben.

Besonders danken möchte ich auch meinen Freunden David Barst und Matthias Filker, die die mühevollen Arbeit der Durchsicht des Manuskripts auf sich genommen und viele wertvolle Hinweise gegeben haben. Fehler und Irrtümer bleiben solche des Autors. Zuletzt gilt mein Dank meiner Familie und meiner Verlobten Sandra, die mir in der gesamten Zeit den Rückhalt im Privaten gegeben haben und all die mit der Promotion verbundenen Mühen und Herausforderungen leicht erscheinen ließen.

Frankfurt am Main, Juni 2014

*Carl-Philipp Eberlein*

# Inhaltsübersicht

<b>Einleitung</b> .....	17
-------------------------	----

## *Teil 1*

<b>Kreditrisikomanagement durch und bei Gläubigermehrheiten</b>	31
§ 1 Gemeinschaftliche Fremdfinanzierung – Risikomanagement durch Diversifikation .....	33
§ 2 Kreditrisikominimierungstechniken .....	50
§ 3 Risikomanagement bei institutionellen Investoren – Aufsichtsrechtliche Perspektive .....	83

## *Teil 2*

<b>Effizienz als Gestaltungsvorgabe, Auslegungstopos und Bewertungsmaßstab</b>	97
§ 4 Transaktionskosten und Effizienzanalyse als Gestaltungs- und Methodenproblem .....	99
§ 5 Implikationen regulatorischer Anreizmechanismen auf das Privatrechtssystem .....	110
§ 6 Folgen für die Untersuchung des Privatrechts .....	124

## *Teil 3*

<b>Rechtsrahmen für die effiziente Umsetzung des Risikomanagements</b>	127
§ 7 Effiziente Umsetzung der Kreditrisikominimierung durch Zentralisierung dinglicher Sicherheiten .....	129
§ 8 Individuelle Rechtsinhaberschaft und zentrale Verwaltung (Ermächtigungstreuhand) .....	141
§ 9 Zentralisierte Rechtsinhaberschaft (Vollrechtstreuhand) .....	155
§ 10 Insolvenzrisiken bei der Sicherheitenzentralisierung .....	274



*Teil 4*

<b>Grenzen der rechtlichen Gestaltung – Rechtspolitische Bewertung und Reformbedarf</b>	317
§ 11 Defizite des deutschen Rechts und internationaler Vergleich .....	319
§ 12 Reformvorschläge .....	332
Zusammenfassung und Ergebnis .....	349
Anhang I .....	354
Literaturverzeichnis .....	357
Sachwortregister .....	373

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	17
A. Fremdfinanzierung und Risikomanagement.....	17
B. Dingliche Sicherheiten bei der Unternehmensfinanzierung.....	19
C. Rechtswissenschaftlicher Forschungsstand.....	24
D. Grenzen der Untersuchung und notwendige Generalisierung .....	26
E. Gang der Untersuchung .....	28

## *Teil 1*

<b>Kreditrisikomanagement durch und bei Gläubigermehrheiten</b>	31
<b>§ 1 Gemeinschaftliche Fremdfinanzierung – Risikomanagement durch Diversifikation</b> .....	33
A. Kreditrisikodiversifikation durch Teilgläubigerschaft .....	34
B. Typen und Gläubigerstruktur gemeinschaftlicher Fremdfinanzierung..	37
I. Syndizierte Kredite .....	37
1. Begriffsbestimmung – der syndizierte Kredit als Unter- suchungsgegenstand .....	40
2. Gläubigerstruktur des modernen syndizierten Kredits .....	42
II. Anleihefinanzierung (Corporate Bonds).....	44
III. Schuldscheindarlehen .....	46
C. Vorteile bestimmter Fremdfinanzierungsinstrumente.....	47
<b>§ 2 Kreditrisikominimierungstechniken</b> .....	50
A. Evaluation der Kreditwürdigkeit bzw. Ausfallwahrscheinlichkeit .....	50
I. Kreditvergabe/Platzierung .....	50
II. Laufende Information .....	52
III. Zentralisierung des Evaluationsprozesses.....	52
B. Schuldrechtliche Beschränkungen und Einflussmöglichkeiten („atypische Sicherheiten“) .....	54
C. Kreditsicherheiten .....	56
I. Wirkungen der Kreditsicherung – ökonomische Perspektive .....	57
1. Sachsicherheiten .....	57
a) Individuelle Vorteile und Kosten.....	58
aa) Vorteile für den Fremdkapitalgeber.....	58
bb) Vorteile für den Fremdkapitalnehmer .....	60
cc) Transaktionskosten .....	61

b) Gesamtökonomische Vorteile und Kosten . . . . .	62
2. Personalsicherheiten . . . . .	64
II. Dingliche Besicherung typischer Schuldnerstrukturen . . . . .	66
1. Mögliche Sicherungsgegenstände . . . . .	66
2. Sicherungsrechte und ihre Typologie . . . . .	73
III. Internationale Komponente und anwendbares Recht . . . . .	77
<b>§ 3 Risikomanagement bei institutionellen Investoren – Aufsichtsrechtliche Perspektive . . . . .</b>	<b>83</b>
A. Kreditrisikostreuung – bankaufsichtsrechtliche Vorgaben . . . . .	85
B. Kreditsicherheiten – bankaufsichtsrechtliche Vorgaben und Anreize . . . . .	89
I. Berücksichtigung von Kreditsicherheiten bei der Eigenmittelunterlegung . . . . .	90
II. Berücksichtigung von Kreditsicherheiten bei Großkreditgrenzen . . . . .	94

## *Teil 2*

<b>Effizienz als Gestaltungsvorgabe, Auslegungstopos und Bewertungsmaßstab . . . . .</b>	<b>97</b>
<b>§ 4 Transaktionskosten und Effizienzanalyse als Gestaltungs- und Methodenproblem . . . . .</b>	<b>99</b>
A. Transaktionskosten als Determinante der Effizienzanalyse . . . . .	99
I. Ökonomische Effizienz . . . . .	99
II. Regulatorischer Rahmen als Basis einer Effizienzanalyse . . . . .	100
III. Transaktionskosten . . . . .	101
B. Auswirkungen der Effizienzanalyse auf die rechtswissenschaftliche Untersuchung . . . . .	103
I. Effizienz als Problem der Rechtsgestaltung . . . . .	103
II. Ökonomische Effizienz als rechtswissenschaftliches Methodenproblem . . . . .	104
1. Ökonomische Effizienz als Auslegungstopos . . . . .	104
2. Ökonomische Effizienz als Bewertungsmaßstab für die Rechtsentwicklung . . . . .	106
a) Effizienz als Ziel der Gesetzgebung . . . . .	106
b) Wechselwirkungen mit Interessen Dritter . . . . .	107
<b>§ 5 Implikationen regulatorischer Anreizmechanismen auf das Privatrechtssystem . . . . .</b>	<b>110</b>
A. Berücksichtigungsfähigkeit <i>de lege lata</i> – Ausstrahlungswirkungen des Aufsichtsrechts? . . . . .	111
I. Theorie einer Ausstrahlungsdoktrin europäisch-regulatorischer Vorgaben . . . . .	111
1. Wertpapierrechtliche Wohlverhaltensregeln und zivilrechtliches Pflichtenprogramm . . . . .	111

2. Banken-Corporate Governance und Gesellschaftsrecht . . . . .	113
3. Risikoadjustierte Zinskonditionen . . . . .	114
II. Übertragbarkeit auf das Kreditsicherungsrecht . . . . .	115
1. Ausstrahlungswirkung zum Abbau von Systemspannungen . . . . .	115
2. (Subsidiäre) Berücksichtigungsfähigkeit rechtsgebiets- übergreifender Erwägungen . . . . .	117
B. Rechtspolitische Bedeutung – regulatorische Effizienz . . . . .	122
<b>§ 6 Folgen für die Untersuchung des Privatrechts . . . . .</b>	<b>124</b>

*Teil 3*

**Rechtsrahmen für die effiziente Umsetzung  
des Risikomanagements 127**

<b>§ 7 Effiziente Umsetzung der Kreditrisikominimierung durch Zentralisierung dinglicher Sicherheiten . . . . .</b>	<b>129</b>
A. Effizienz als Strukturproblem der Gläubigermehrheit und des Gläubigerwechsels . . . . .	129
I. Risikovermeidung durch Wertrisikostreuung und kollektive Verwertung . . . . .	129
II. Kosteneffizienz des Sicherheitenmanagements . . . . .	132
III. Kostenvermeidung bei Übertragung oder Ablösung des Fremdkapitalinstruments . . . . .	135
B. Treuhandkonstruktionen als Zentralisierungsmodell . . . . .	139
<b>§ 8 Individuelle Rechtsinhaberschaft und zentrale Verwaltung (Ermächtigungstreuhand) . . . . .</b>	<b>141</b>
A. Rechtsinhaberschaft des Investors . . . . .	141
I. Begründung des Sicherungsrechts . . . . .	141
II. Übertragung des Fremdkapitalinstruments . . . . .	144
1. Anleiheveräußerung . . . . .	144
2. Veräußerung von Kreditbeteiligungen . . . . .	145
3. Möglichkeit und Grenzen der Rechtsgestaltung ( <i>Future Pledgee</i> -Klauseln) . . . . .	149
B. Verwaltung durch den Treuhänder (Security Agent) . . . . .	151
C. Defizite der Konstruktion . . . . .	153
<b>§ 9 Zentralisierte Rechtsinhaberschaft (Vollrechtstreuhand) . . . . .</b>	<b>155</b>
A. Zentrale Bestellung bei nicht akzessorischen Sicherheiten . . . . .	155
B. Zentrale Bestellung bei akzessorischen Sicherheiten . . . . .	158
I. <i>Parallel Debt</i> -Konstruktion . . . . .	159
1. Interessenlage . . . . .	163
2. Typologische Einordnung der Parallelverpflichtung . . . . .	167
a) Praktische Relevanz der Einordnung . . . . .	168
b) Bisheriges Meinungsspektrum . . . . .	170

aa)	Neuere Kritik an der Einordnung als abstraktes Schuldversprechen .....	171
bb)	Einordnung als kausales Erfüllungsversprechen .....	173
cc)	Umdeutung des Versprechens in ein „echtes“ abstraktes Schuldversprechen.....	175
dd)	Abstraktes Schuldversprechen aufgrund einer Abrechnung (§ 782 BGB).....	176
ee)	Vereinbarung einer Gesamtgläubigerschaft (§ 428 BGB) .....	177
c)	Stellungnahme .....	177
aa)	Zur Gesamtgläubigerschaft.....	177
bb)	Zur Frage der Akzessorietät.....	179
cc)	Zur Frage der geltungserhaltenden Auslegung .....	183
dd)	Zur Frage des Abrechnungscharakters.....	184
ee)	Zum kausalen Erfüllungsversprechen.....	186
ff)	Einordnung als abstrakter Schuldvertrag im Sinne der §§ 780, 781 BGB .....	188
(1)	Ungeeignetheit typischer Definitionen .....	189
(2)	Abstraktion als rechtstechnischer Ausschluss der <i>causa</i> aus dem Rechtsgeschäft .....	193
(3)	Kausalverhältnis des abstrakten Schuldvertrags ..	197
(4)	<i>Causa</i> der Parallelverpflichtung .....	203
(5)	Rolle der Verknüpfung mit den Darlehensforderungen .....	207
(6)	Praktische Unterschiede .....	214
(7)	BGH v. 15.6.1987 (II ZR 209/86), WM 1987, 1198.....	216
(8)	Auslegung der Klauseln .....	218
d)	Zwischenergebnis und rechtliche Folgen.....	219
3.	Zulässiger Inhalt der Parallelverpflichtung.....	222
a)	AGB-Kontrolle.....	223
b)	Verstoß gegen sachenrechtliche Grundsätze .....	227
4.	Bestellung akzessorischer Sicherheiten auf Grundlage der Parallelverpflichtung .....	229
a)	Verstoß gegen den sachenrechtlichen Typenzwang.....	230
aa)	Parallelverpflichtung als besicherbare Forderung .....	231
bb)	Gläubigeridentität .....	234
cc)	Bestimmtheit der gesicherten Forderung.....	234
(1)	Term Loan oder einzelne Anleihe als Primärforderung .....	236
(2)	Schwierigkeiten bei revolvingierenden Kreditlinien oder Anleihemehrheiten .....	237
(3)	Nachträglicher und anfänglicher Gestaltungsspielraum .....	241

(4) Schwierigkeiten eines weiten Sicherungszwecks..	242
dd) Forderungsaustausch .....	243
b) Gesetzesumgehung .....	244
aa) Akzessorische Sicherungsrechte zur Sicherung abstrakter Schuldversprechen – eine Bestands- aufnahme .....	247
bb) Analyse der Parallelverpflichtung .....	253
(1) Ausschluss der reinen Sachhaftung .....	254
(2) Umgehung der Gläubigeridentität .....	257
(3) Verbot des (freien) Forderungsaustauschs .....	261
c) Zwischenergebnis .....	262
II. Abstrahierung durch abstrakte Schuldversprechen (Summenversprechen).....	263
1. Funktionsweise.....	263
2. Nachteile zur <i>Parallel Debt</i> .....	264
III. Gesamtgläubigermodelle .....	266
1. Typologische Einordnung .....	270
2. Zulässige Grundlage für die Bestellung akzessorischer Sicherheiten.....	272
3. Nachteile zur <i>Parallel Debt</i> .....	272
<b>§ 10 Insolvenzkrisen bei der Sicherheitenzentralisierung .....</b>	<b>274</b>
A. Insolvenz des Schuldners bzw. Sicherungsgebers .....	275
I. Rechtsstellung der Fremdkapitalgeber .....	275
II. Rechtsstellung des Sicherheitentreuhänders.....	276
III. Zusätzliche Anfechtungsrisiken bei Zentralisierung der Sicherheiten.....	279
1. Anfechtung der Parallelverpflichtung .....	279
2. Anfechtung des Sicherungsrechts .....	285
3. Zwischenergebnis.....	287
B. Insolvenz des Treuhänders.....	287
I. Insolvenzfestigkeit der Treuhand im Sicherheitenpool.....	288
1. Treuhandverhältnisse bei der besicherten Kredit- und Anleihefinanzierung .....	288
2. Treuhand als prinzipiell aussonderungsberechtigender Tatbestand (§ 47 InsO).....	290
3. Voraussetzungen des Aussonderungsrechts .....	294
a) Problematik und Berechtigung des „Unmittelbarkeitsprinzips“ .....	294
aa) Unmittelbarkeit der Treugutübertragung als Abgrenzungskriterium.....	295
bb) Vertragliche Gestaltungsmöglichkeiten und ihre Defizite .....	296

cc)	Aufweichung und Ablösung des Unmittelbarkeitsprinzips .....	300
(1)	Ausnahme bei Treuhandkonten.....	300
(2)	Entsprechende Anwendung bei der Sicherheitenverwaltungstreuhand .....	301
(3)	Fortgeltung der Unmittelbarkeit als Prinzip.....	302
b)	Verbleibende Voraussetzungen .....	304
aa)	Sachenrechtliche Bestimmbarkeit des Treuguts .....	304
bb)	Gleichzeitiger dinglicher Übertragungsvorgang .....	305
cc)	Offenkundigkeit oder Erkennbarkeit als Kriterien .....	306
c)	Sonderfall der Immobiliarsicherheiten .....	308
d)	Forderungsgläubiger als Treuhänder – Aussonderung bei nur teilweise fremdnütziger Treuhand .....	310
II.	Insolvenzfestigkeit bei persönlichen Ansprüchen des Treuhänders (akzessorische Sicherheiten).....	313
1.	Aussonderung der parallelen Forderung des Treuhänders .....	314
2.	Abtretungsmodelle .....	316

#### *Teil 4*

### **Grenzen der rechtlichen Gestaltung – Rechtspolitische Bewertung und Reformbedarf** 317

<b>§ 11</b>	<b>Defizite des deutschen Rechts und internationaler Vergleich</b> .....	319
A.	Defizite des deutschen Rechts aus Transaktionskostensicht.....	319
I.	Defizite bei der Zentralisierung der akzessorischen Sicherungsrechte .....	320
II.	Insolvenzrechtliche Defizite der Treuhandlösung.....	321
III.	Rechtsunsicherheit als transaktionskostenerhöhender Faktor .....	323
B.	Besicherung von syndizierten Kredit- und Anleihefinanzierungen im internationalen Vergleich.....	323
I.	Parallelprobleme kontinentaleuropäischer Rechtsordnungen .....	324
1.	Sicherheitszentralisierung.....	324
2.	Wirkungen der Treuhand in der Insolvenz.....	327
II.	<i>Common Law Trust</i> als Vergleichsmaßstab der internationalen Finanzierungspraxis .....	328
<b>§ 12</b>	<b>Reformvorschläge</b> .....	332
A.	Änderung (grund-)pfandrechtlicher Regelungen .....	332
B.	Regelung insolvenzrechtlicher Fragen .....	332
I.	(Teil-)Rezeption des englischen <i>Trust</i> .....	333
II.	Änderung der Insolvenzordnung .....	334
III.	Register als insolvenzrechtliches Modell .....	336
1.	Insolvenzschutz durch Registereintragung .....	336

2. Reformvorhaben .....	337
a) Erweiterung des Refinanzierungsregisters durch das CRD IV-Umsetzungsgesetz .....	337
b) Referentenentwurf eines Konsortialregisters .....	339
c) Bewertung und Grenzen der Reformvorschläge .....	340
3. Einführung eines Sicherheitenregisters .....	342
C. Zusammenfassender Reformvorschlag .....	346
Zusammenfassung und Ergebnis .....	349
Anhang I .....	354
Literaturverzeichnis .....	357
Sachwortregister .....	373



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Verwendungszwecke syndizierter Kredite 2012 (Q1–Q3) . . . . .	20
	Quelle: Thomson Reuters, Global Syndicated Loans Review, Managing Underwriters, First Nine Months 2012, S. 7.	
Abbildung 2:	Fälligkeiten syndizierter Kredite in Westeuropa. . . . .	22
	Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2011, S. 35 (unter Verweis auf Daten von Dealogic).	
Abbildung 3:	Gesamtvolumen syndizierter Kredite (seit 1986) . . . . .	39
	Quellen: <i>Gadanecz, Blaise</i> , The syndicated loan market: structure, development and implications, BIS Quarterly Review, December 2004, S. 75, 76 (unter Verweis auf Daten von Dealogic Loanware; Euromoney; BIS); Thomson Reuters, Global Syndicated Loans Review, Full Year 2011, S. 2.	
Abbildung 4:	Gesamtvolumen ausstehende Unternehmensanleihen Deutschland . . . . .	45
	Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli 2012, S. 102.	
Abbildung 5:	Beispiel Konzernstruktur . . . . .	67
Abbildung 6:	Beispiel Akquisitionsstruktur. . . . .	72
Abbildung 7:	Beziehung Transaktionskosten – ökonomische/regulatorische Vorteile . . . . .	102
Abbildung 8:	Sicherheitenpooling durch Einsatz eines Sicherheitentreuhänders bei nicht akzessorischen Sicherheiten . . . . .	156
Abbildung 9:	Sicherheitenpooling durch Einsatz eines Sicherheitentreuhänders auf Grundlage der Parallel Debt . . . . .	162
Abbildung 10:	Sicherheitenpooling durch Einsatz eines Sicherheitentreuhänders auf Grundlage eines abstrakten Summenversprechens. . . . .	263
Abbildung 11:	Sicherheitenpooling durch Einsatz eines Sicherheitentreuhänders auf Grundlage des <i>Joint Creditor</i> -Modells. . . . .	268
Abbildung 12:	Anfechtung der <i>Parallel Debt</i> . . . . .	282
Abbildung 13:	Vertragliche Beziehungen und Ansprüche bei der Doppel-treuhand . . . . .	298

# Einleitung

„That’s too risky for me.“

*Lloyd Blankfein*

(CEO der Investmentbank Goldman Sachs)  
zum klassischen Bankgeschäft, Geld anzunehmen,  
Geld zu verleihen und dafür Zinsen zu verlangen.<sup>1</sup>

## A. Fremdfinanzierung und Risikomanagement

Geld zu „verleihen“ und hierfür Zinsen zu verlangen ist das wohl älteste Geschäftsmodell der Banken. Noch heute ist das Kreditgeschäft das klassische Bankgeschäft, das trotz zahlreicher Innovationen des Finanzsektors in absehbarer Zeit nicht an Bedeutung verlieren wird. Als großvolumiges Eigengeschäft gehört es zugleich zu den größten Risikoaktiva in der Bilanz und wengleich sich die eine oder andere deutsche Geschäftsbank im Rückblick gewünscht hatte, stärker im klassischen Kreditgeschäft investiert gewesen zu sein, als in vermeintlich risikolosen Immobilienpapieren, ist die Bemerkung des CEO einer der weltweit größten Investmentbanken paradigmatisch für das auch dort stärker in den Fokus gerückte Kreditrisikomanagement der Banken.

Ein angemessenes Management von Kreditrisiken ist wesentlicher Teil der Leitung eines Kreditinstituts. Nicht wenige historische Beispiele belegen Abhängigkeiten zwischen der Abwesenheit eines effektiven Kreditrisikomanagements und der (beinahe) Insolvenz des Kreditgebers. Doch selbst wenn das Investment kein existenzbedrohendes Volumen aufweist, bestimmt das Kreditrisiko zumindest aus Sicht des Kreditnehmers die wirtschaftlichen Bedingungen der Kreditvergabe, denn neben den Refinanzierungskosten ist es der wesentliche Parameter zur Bestimmung der Kosten der Fremdkapitalaufnahme.

Die Risikoeinschätzung einer Kreditposition hängt im Wesentlichen von zwei Faktoren ab: Erstens der Wahrscheinlichkeit der rechtzeitigen Rückzahlung (Ausfallwahrscheinlichkeit, *Probability of Default*) und zweitens dem möglichen Verlust bei Ausfall des Kredits (*Loss Given Default*). Während der erste Aspekt bei der Fremdfinanzierung von professionellen Investoren

---

<sup>1</sup> Handelsblatt vom 19.10.2011, S. 1.

toren durch eine komplexe finanzmathematische Risikomodellierung (*Risk Modelling*) und die laufende Überwachung relevanter Kreditparameter (*Monitoring*) adressiert werden kann, befasst sich die folgende Untersuchung mit den beiden wesentlichen Techniken, mit denen sich eine mögliche Ausfallquote reduzieren lässt.

Zum einen können Gläubiger den Maximalverlust durch die Beschränkung des Kreditvolumens hinsichtlich eines bestimmten Schuldners minimieren. Die Diversifikation des Kreditportfolios ist dabei das wesentliche Instrument der Risikostreuung zur Vermeidung sog. Klumpenrisiken (*Risk Clusters*). Für den Kapitalnachfrager bedeutet dies höhere Anforderungen an die Gestaltung des Fremdfinanzierungsinstruments. Es muss die Anlage eines überschaubaren Kapitalbetrags ermöglichen, was bei größeren Beträgen zwangsläufig zu einer Mehrheit von Gläubigern führt. Der Gedanke eines Gesamtemissionsbetrags und mehreren (mehr oder weniger selbständigen) Fremdkapitalinvestoren findet sich zunächst bei der Unternehmensanleihe. Als Folge eines verbesserten Risikomanagements und regulatorischer Vorgaben werden aber heute auch großvolumige Kredite praktisch nicht mehr durch eine einzelne Bank, sondern von einer Vielzahl von Banken gewährt (syndizierter Kredit). Auch dem liegt der Gedanke zugrunde, dass die Verteilung der Kreditsumme auf mehrere Gläubiger das individuelle Kreditrisiko der einzelnen Konsortialbanken auf die Höhe der Beteiligung limitiert.

Neben der Begrenzung des Volumens von Krediten, die an einen bestimmten Schuldner vergeben werden, kann die hinreichende Besicherung der Kredite die mögliche Ausfallquote verringern. Neben einem zusätzlichen (Rückzahlungs-)Anspruch gegen einen Dritten, der in den hier untersuchten Unternehmenstransaktionen jedenfalls in Form eines Anspruchs gegen einen konzernfremden Dritten eine geringere Rolle spielt, kommt vor allem die Unterlegung des Rückzahlungsanspruchs durch Sachsicherheiten in Betracht. Die hierdurch aufgeworfenen Fragen des Kreditsicherungsrechts spielen naturgemäß in Zeiten der wirtschaftlichen Krise eine Rolle und so verwundert es nicht, dass diese Untersuchung anlässlich einer der schwersten (Re-)Finanzierungskrisen des vergangenen Jahrhunderts entstanden ist. Aufgrund der Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten nach dem Fall von Lehman Brothers im September 2008 sahen sich auch zahlreiche (deutsche) Unternehmen inmitten der Weltfinanzkrise erheblichen Schwierigkeiten bei der Umschuldung ihrer Kreditlinien in Milliardenhöhe ausgesetzt.

Entgegen dem ersten Anschein spielen die Fragen der Kreditsicherung jedoch nicht ausschließlich in Zeiten der wirtschaftlichen Krise eine bedeutende Rolle. In gleicher Weise stellen sie sich z.B. im Rahmen der Akquisitions- und Projektfinanzierung. Wenngleich die pathologischen Fälle, bei

denen die Verwertung von Sicherheiten im Raume steht, dort eher selten sind, ist die Relevanz für die Risikoeinschätzung keineswegs geringer. Es sind meist einzelne Projekt- und insbesondere Akquisitionskredite, die mit zweistelligen Milliardenbeträgen an der Spitze der einzelnen Transaktionsvolumina stehen.<sup>2</sup> Das macht nicht nur die Beteiligung eines noch größeren Investorenkreises erforderlich, sondern sollte auch zur Auseinandersetzung mit Fragen der Kreditsicherung motivieren.

## **B. Dingliche Sicherheiten bei der Unternehmensfinanzierung**

Art und Umfang des Kreditrisikomanagements hängt von mehreren Faktoren ab. Ob z.B. bei syndizierten Krediten tatsächlich eine zusätzliche Risikoabschirmung in Form von dinglichen Sicherheiten erforderlich ist, orientiert sich vornehmlich an der Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung. Diese ist wiederum abhängig von der Kreditwürdigkeit des Schuldners, deren Einschätzung letztlich die wesentliche unternehmerische Entscheidung des Kreditgebers ist. Daneben wird Art und Umfang auch durch die rechtliche Zweckbindung des Kredits bestimmt. So groß das weltweite Gesamtvolumen syndizierter Kredite ist (siehe unten § 1 B. I.), so heterogen sind Zwecke und Strukturen der Finanzierungstransaktionen. Als Teil der allgemeinen Unternehmensfinanzierung muss ein Kredit nicht notwendigerweise zweckgebunden sein. Vom (nachhaltigen) Einsatz der zur Verfügung gestellten Mittel hängt es aber ganz entscheidend ab, wie wahrscheinlich die Rückzahlung des Kredits ist. Dieser Umstand ist oftmals Anlass für die Fixierung der Mittelverwendung im Kreditvertrag. Der Zweck kann sehr allgemein gehalten sein, wie z.B. zur allgemeinen Finanzierung der Unternehmenszwecke (*General Corporate Purposes*) oder des Umlaufvermögens bzw. der nötigen Betriebsmittel (*Working Capital*). Er kann sich aber, wie z.B. bei Akquisitionskrediten (*Acquisition Finance*) oder Projektfinanzierungen (*Project Finance, Asset Finance*), auf ganz spezielle Verwendungformen beschränken.<sup>3</sup>

Analysiert man die Volumina syndizierter Kredite im EMEA-Raum im Hinblick auf ihren Verwendungszweck (siehe Abb. 1 für das Jahr 2012) und blendet den Posten Refinanzierung aus, wird zunächst deutlich, dass syndizierte Kredite ihre Bedeutung vorwiegend im Bereich der Kapitalbereitstellung zur Deckung des allgemeinen Finanzbedarfs von Unter-

---

<sup>2</sup> Vgl. Wood, *Law and Practice of International Finance* (2010), Rn. 07-02.

<sup>3</sup> Vgl. auch die Beispiele bei *Harpering*, *Die Übertragung akzessorisch besicherter Forderungen im Rahmen von syndicated loans* (2002), S. 2.