

**Untersuchungen über das  
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

---

**Abteilung B: Rechtswissenschaft**

Herausgegeben von Peter O. Mühlert,  
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

**Band 199**

**Restrukturierungsklauseln  
in den Anleihebedingungen  
von High-Yield Anleihen**

**Von**

**David Penner**



**Duncker & Humblot · Berlin**

DAVID PENNER

Restrukturierungsklauseln in den Anleihebedingungen  
von High-Yield Anleihen

# Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und  
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens  
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 199

# Restrukturierungsklauseln in den Anleihebedingungen von High-Yield Anleihen

Eine rechtsvergleichende Untersuchung  
der deutschen und amerikanischen Emissionspraxis

Von

David Penner



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München  
hat diese Arbeit im Wintersemester 2013/2014 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  
© 2015 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin  
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 0720-7352  
ISBN 978-3-428-14410-5 (Print)  
ISBN 978-3-428-54410-3 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-84410-4 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

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

*Meinem Onkel T.*



## Geleitwort

Mit den Restrukturierungsklauseln, wie sie typischerweise einen Bestandteil der Emissionsbedingungen von „High-Yield-Anleihen“ bilden, nimmt sich die Untersuchung eines dogmatisch reizvollen und praktisch bedeutsamen, bislang nur wenig erforschten Themas an. Vor dem Hintergrund, dass der hohe Zins, den High-Yield-Anleihen im Allgemeinen vorsehen, das erhöhte Ausfallrisiko desjenigen, der entsprechende Anleihen erwirbt, kompensiert, dieses erhöhte Ausfallrisiko typischerweise in einem Rating mit einem *sub-investment grade* zum Ausdruck kommt und dieses Rating entweder auf Nachrangvereinbarungen oder schlicht auf der eingeschränkten Bonität des Emittenten und dem Verzicht auf eine hinreichende Besicherung basiert, stellt sich bei derlei Anleihen vielfach die Frage einer Änderung der das Leistungsversprechen des Emittenten (Rückzahlung, Zins) ausgestaltenden Anleihebedingungen. Das deutsche Recht sieht hierfür mit dem Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen (SchVG) aus dem Jahr 2009 einen Rechtsrahmen vor, der die Änderung von Anleihebedingungen durch einen Mehrheitsbeschluss der Anleihegläubiger und damit eine Anpassung der Anleihebedingungen auch gegen den Willen einzelner Anleihegläubiger ermöglicht. Das neue SchVG ist rasch auf das Interesse des Schrifttums gestoßen; neben einführenden Aufsätzen sind Kommentierungen und auch Monografien zu verzeichnen. Vor diesem Hintergrund hat Verf. gut daran getan, von einer allgemeinen Darstellung abzuweichen und sich nicht nur ganz auf die besondere Problematik von High-Yield-Anleihen zu konzentrieren, sondern dieses Thema rechtsvergleichend und mit einem rechtstatsächlichen Ansatz anzugehen. Der Arbeit ist das gesteigerte Interesse der Fachwelt zu wünschen.

*Univ.-Prof. Dr. Mathias Habersack*





## Vorwort

Nachdem das zugrundeliegende Promotionsvorhaben kurz nach Inkrafttreten des neuen SchVG im Jahr 2009 begonnen wurde, ist die vorliegende Arbeit im Wintersemester 2013/2014 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen worden. Insbesondere aufgrund des engen Austausches mit Experten aus der Kapitalmarktpraxis, der Inbezugnahme wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnisse sowie des Forschungsaufenthaltes in den USA ist diese Dissertation zu einem ganz erheblichen Maße durch den Austausch mit anderen (Rechts-)Wissenschaftlern und Praktikern geprägt und ist auch im Übrigen erheblich gefördert worden. Ohne diese Unterstützung und diesen Input wäre die Dissertation nicht darstellbar gewesen. Hierfür möchte ich mich herzlich bedanken:

Zu danken habe ich in erster Linie meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Mathias Habersack, der mein Interesse für finanzwirtschaftliche Rechtsthemen bereits im Studium gefördert hat und der mir während der Promotion bei der freien Entwicklung der Dissertation stets unterstützend zur Seite stand. In diesem Zusammenhang möchte ich auch Herrn Vizepräsidenten des Bundesverfassungsgerichts Professor Dr. Ferdinand Kirchhof, Frau VRI'inVGH Dr. Else Kirchhof sowie Frau Privatdozentin Dr. Iris Kemmler, LL.M. danken. Unter ihren fördernden Augen und dank ihres (bisweilen mahnenden) Zuspruchs durfte ich in Tübingen viele Jahre akademisch wachsen und gedeihen. Zu Dank verpflichtet bin ich zudem Herrn Prof. Dr. Horst Eidenmüller, LL.M. für die Erstellung des Zweitgutachtens. Das Promotionsvorhaben wurde durch die Stiftung der Deutschen Wirtschaft und die Drucklegung dieses Manuskripts durch die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung finanziell gefördert; hierfür habe ich im besonderen Maße zu danken.

Mein großer Dank gebührt ferner denjenigen Rechtsgelehrten und Rechtspraktikern, die mir beim Entwickeln von Rechtsgedanken, Verständnis der US-amerikanischen Rechtsordnung, Erlernen und Einhalten methodentheoretischer Vorgaben, Einblicknehmen in die Emissionspraxis in Deutschland und den USA sowie beim Vermitteln von Interviewpartnern eine unerlässliche Hilfe und engagierte Sparrings-Partner für Diskussionen waren, insbesondere Prof. Dr. Tobias Tröger LL.M., Professor Charles K. Whitehead, Professor Mark J. Roe, Dr. Markus Reps, Dr. Christoph Weber, Dr. Rüdiger Malaun und Dr. Stephan Hutter.

Darüber hinaus habe ich auch all jenen Freunden zu danken, die diese Dissertation und ihre Begleiterscheinungen durch Anregungen, Diskurs, Kritik, Korrekturlesen und technische Unterstützung ermöglicht haben: Dr. Eike Mönkemeier, Dr. Patriz Ergenzinger, Dr. Stefanie Baller, Anne Schlipphak, Dr. Matthias Schmidt, Dr. Florian Sittig, Dr. Boris Häfele, Patricia Pehrsson und Jacob Fontaine.

In persönlicher Hinsicht möchte ich mich bei meinen Eltern, meiner Freundin und insbesondere meiner Schwester Ariana und meinem Bruder i. S. Vinzent bedanken; sie tragen schon seit vielen Jahren die menschliche Hauptlast meiner Existenz. Zum größten Dank bin ich schließlich meinem Onkel, Herrn Rechtsanwalt Klaus-Christian Penner, verpflichtet, der – schon immer ein fachliches Vorbild – mir gerade während der Studien- und Promotionszeit auch zu einem geschätzten Freund wurde und der stets darauf achtete, dass in den vielen Jahren der Ausbildung auch das Menschwerden nicht zu kurz kam. Ihm ist diese Arbeit gewidmet.

München, im Januar 2015

*David Penner*

## Inhaltsübersicht

<b>A. Einleitung</b> .....	21
I. Gegenstand und Ziel der Untersuchung .....	21
II. Methodik der Untersuchung .....	25
III. Gang der Untersuchung .....	28
<b>B. High-Yield Anleihen als Erscheinung eines internationalen Kapitalmarktes</b> .....	30
I. Definition des Anleihebegriffs .....	30
II. High-Yield Anleihen als Erscheinung der Finanzmärkte .....	32
III. High-Yield Anleihen und deutsches Recht .....	56
IV. High-Yield Anleihen nach US-amerikanischem Recht .....	73
<b>C. Das Problem der Anleihenrestrukturierung</b> .....	98
I. Der Restrukturierungsfall .....	98
II. Das Einstimmigkeitserfordernis als Ausgangspunkt des Restrukturierungsproblems .....	99
III. Unmöglichkeit eines einstimmigen Gläubigerbeschlusses .....	100
IV. Das Kollektivhandlungsproblem .....	100
<b>D. Collective Action Clauses</b> .....	103
I. Collective Action Clauses als Mechanismus zur Problembewältigung .....	103
II. Die Rechtslage in Deutschland bis 2009 .....	104
III. Hintergrund der Einführung von Collective Action Clauses .....	108
IV. Reform des Schuldverschreibungsrechts .....	111
<b>E. Quantitative Bewertung von Collective Action Clauses</b> .....	115
I. Vorzugswürdigkeit privater Restrukturierungslösungen .....	115
II. Erhöhte Finanzierungskosten .....	123
III. Moral Hazard .....	128
IV. Ergebnisse der quantitativen Bewertung von CAC .....	130
<b>F. Anleihenrestrukturierung nach deutschem Recht</b> .....	132
I. Ziel und Gang der Untersuchung .....	132
II. Die Restrukturierung von Schuldverschreibungen nach dem neuen SchVG .....	133
III. Rechtsnatur der Anleihegläubigergemeinschaft .....	172
IV. Ergebnisse der Untersuchung der Anleihenrestrukturierung nach deutschem Recht .....	211
<b>G. Empirie der Verwendung von Restrukturierungsklauseln in deutschen High-Yield Anleihen</b> .....	212

I.	Qualitative Erhebung .....	212
II.	Untersuchte Emissionen .....	212
III.	Vorhandensein von „true“ High-Yield Anleihen im deutschen Recht .....	216
IV.	Umfang der Restrukturierbarkeit .....	222
V.	Gemeinsamer Vertreter .....	226
VI.	Gläubigerversammlung .....	230
VII.	Mehrheitserfordernisse .....	232
VIII.	Ergebnisse der empirischen Untersuchung .....	236
<b>H.</b>	<b>Anleihenrestrukturierung nach amerikanischem Recht .....</b>	<b>246</b>
I.	Darstellung als Grundlage der Rechtsvergleichung .....	246
II.	Restrukturierung im Rahmen des Trust Indenture Act .....	246
III.	Restrukturierung von nicht registrierten High-Yield Anleihen .....	256
IV.	Rechtsbeziehung der Bondholder .....	260
V.	Ergebnisse der Untersuchung der Anleihenrestrukturierung nach amerikanischem Recht .....	263
<b>I.</b>	<b>Vergleich der Restrukturierungsmechanismen in Deutschland und den USA .....</b>	<b>264</b>
I.	Funktionaler Vergleich auf ökonomischer Grundlage .....	264
II.	Regelungstechnik .....	264
III.	Kontrolle von Mehrheitsbeschlüssen .....	268
IV.	Umfang der Restrukturierbarkeit .....	271
V.	Beschlussmehrheiten .....	274
VI.	Zentrale Wahrnehmung der Gläubigerinteressen .....	280
VII.	Ergebnisse des Rechtsvergleichs .....	297
<b>J.</b>	<b>Schlussbemerkung .....</b>	<b>299</b>
I.	Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse .....	299
II.	Resümee und Ausblick .....	303
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>305</b>
	<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>318</b>

## Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einleitung</b> .....	21
I. Gegenstand und Ziel der Untersuchung .....	21
II. Methodik der Untersuchung .....	25
III. Gang der Untersuchung .....	28
<b>B. High-Yield Anleihen als Erscheinung eines internationalen Kapitalmarktes</b> .....	30
I. Definition des Anleihebegriffs .....	30
II. High-Yield Anleihen als Erscheinung der Finanzmärkte .....	32
1. Begriff .....	32
2. Wirtschaftliche Bedeutung des Marktsegments .....	35
3. Emittenten und Investoren .....	36
a) Emittenten .....	36
b) Investoren .....	38
4. Covenant Package .....	39
a) Hintergrund der <i>covenants</i> .....	39
b) Erfasste Unternehmen .....	41
c) Unterschied zu den Zusicherungen in Kreditverträgen .....	41
d) Regelungsziele der <i>covenants</i> .....	43
e) Typische Zusicherungen .....	45
5. Kündigung durch die Anleihegläubiger .....	49
a) Kündigungsrechte .....	49
b) Events of Default .....	50
c) Change of Control .....	52
6. Vorzeitige Rückzahlung durch die Emittentin .....	52
a) Interessenkonflikt .....	52
b) Call Protection .....	53
c) Make Whole .....	54
d) Equity Clawback .....	54
7. Rangverhältnis und Sicherheiten .....	55
III. High-Yield Anleihen und deutsches Recht .....	56
1. Verschiedene Ebenen von Rechtsthemen .....	56
2. Anleihe als Inhaberschuldverschreibung .....	57
3. Herstellung des Rangverhältnisses .....	58
4. Bestellung von Sicherheiten .....	64
5. Gesellschaftsrechtliche Grenzen der <i>covenants</i> .....	67
6. Rechtswahl .....	69

7. Prospekt und Börsennotierung . . . . .	70
8. Beherrschbarkeit von High-Yield Anleihen im deutschen Recht . .	72
IV. High-Yield Anleihen nach US-amerikanischem Recht . . . . .	73
1. Anleihebegriff . . . . .	73
a) Kein wirtschaftlicher Unterschied zwischen Anleihe und Bond	73
b) Bonds und Debentures . . . . .	73
c) Notes . . . . .	74
2. Anwendbares Recht . . . . .	75
a) Privatrecht . . . . .	75
b) Bundesrecht . . . . .	76
c) Recht der High-Yield Anleihen als „amerikanisches Recht“ . . .	77
3. Registration . . . . .	78
a) Grundsatz . . . . .	78
b) Ausnahmen . . . . .	78
c) Gründe für die Nichtregistrierung . . . . .	79
d) Formen der RegistrierungsAusnahmen bei High-Yield Anleihen	81
aa) Section 4(2) Securities Act und Regulation D . . . . .	81
bb) Rule 144A . . . . .	83
cc) Exxon Capital bzw. A/B Exchange Offer . . . . .	84
dd) Rule 144A for life . . . . .	85
ee) Regulation S und Rule 144A . . . . .	87
4. Indenture . . . . .	89
a) Rechtsnatur . . . . .	89
b) Model Indentures . . . . .	90
c) Kenntnisnahme der Anleihebedingungen . . . . .	91
d) Exkurs: Zulässigkeit von Description of Notes in Anleihen nach deutschem Recht . . . . .	92
5. Trust Indenture Act . . . . .	95
<b>C. Das Problem der Anleihenrestrukturierung . . . . .</b>	<b>98</b>
I. Der Restrukturierungsfall . . . . .	98
II. Das Einstimmigkeitserfordernis als Ausgangspunkt des Restrukturierungsproblems . . . . .	99
III. Unmöglichkeit eines einstimmigen Gläubigerbeschlusses . . . . .	100
IV. Das Kollektivhandlungsproblem . . . . .	100
<b>D. Collective Action Clauses . . . . .</b>	<b>103</b>
I. Collective Action Clauses als Mechanismus zur Problembewältigung	103
II. Die Rechtslage in Deutschland bis 2009 . . . . .	104
1. Dogmatische Ausgangslage . . . . .	104
2. Das Schuldverschreibungsgesetz von 1899 . . . . .	105
III. Hintergrund der Einführung von Collective Action Clauses . . . . .	108
1. Internationale Diskussion um Staatsanleihen . . . . .	108
2. Zunehmender Druck der Privatwirtschaft wegen wachsender Bedeu- tung der Anleihenfinanzierung . . . . .	110

IV.	Reform des Schuldverschreibungsrechts .....	111
1.	Reformprozess .....	111
2.	Das neue Schuldverschreibungsgesetz von 2009 und seine Ziele ..	113
<b>E.</b>	<b>Quantitative Bewertung von Collective Action Clauses</b> .....	<b>115</b>
I.	Vorzugswürdigkeit privater Restrukturierungslösungen .....	115
1.	Fragestellung .....	115
2.	Amerikanische Studien als Argumentationsquellen .....	115
3.	Theoretische Argumentation .....	117
4.	Empirische Befunde I: Messung der direkten Kosten .....	119
5.	Empirische Befunde II: Aktienrendite .....	121
6.	Bewertung .....	122
II.	Erhöhte Finanzierungskosten .....	123
1.	Fragestellung .....	123
2.	Studien zu Staatsanleihen als Argumentationsquellen .....	124
3.	Empirische Befunde .....	125
4.	Bewertung .....	127
III.	Moral Hazard .....	128
IV.	Ergebnisse der quantitativen Bewertung von CAC .....	130
<b>F.</b>	<b>Anleihenrestrukturierung nach deutschem Recht</b> .....	<b>132</b>
I.	Ziel und Gang der Untersuchung .....	132
II.	Die Restrukturierung von Schuldverschreibungen nach dem neuen SchVG .....	133
1.	Das neue Schuldverschreibungsgesetz .....	133
a)	Begrenzter Regelungsgehalt .....	133
b)	Anwendungsbereich .....	134
c)	Kollektive Bindung .....	135
d)	Kontrolle von Anleihebedingungen .....	136
e)	Restrukturierungsvorschriften .....	138
2.	Zulässige Abänderungen .....	139
a)	Grundsätzlich .....	139
b)	Katalog der Änderungsmaßnahmen .....	140
3.	Änderungsbeschlüsse der Gläubiger .....	142
a)	Mehrheitsbeschluss .....	142
b)	Bekanntmachung und Vollzug des Beschlusses .....	143
4.	Modalitäten der Beschlussfassung .....	144
a)	Gläubigerversammlung versus Abstimmung ohne Versammlung .....	144
b)	Beschlussfähigkeit .....	147
5.	Der gemeinsame Vertreter .....	148
a)	Funktion des gemeinsamen Vertreters .....	148
b)	Bestellung .....	150
c)	Befugnisse und Pflichten .....	152



	d) Haftung . . . . .	154
	e) Interessenkonflikte . . . . .	159
	6. Kündigungsrechte . . . . .	160
	a) Dogmatische Ausgangslage . . . . .	160
	b) Praxisrelevanz . . . . .	163
	c) Kollektivierung des Kündigungsrechts . . . . .	167
	d) Anforderungen an Kündigungsrechte für wirksame CAC . . . . .	169
	7. Rechtsschutz . . . . .	170
III.	Rechtsnatur der Anleihegläubigergemeinschaft . . . . .	172
	1. Nach altem SchVerschG . . . . .	173
	a) Herrschende Lehre zum SchVerschG . . . . .	173
	b) Äußerungen der Rechtsprechung . . . . .	173
	c) Versuch der Begründung einer gesellschaftsähnlichen Sonderverbindung . . . . .	174
	d) Fazit zum SchVerschG 1899 . . . . .	177
	2. Nach dem SchVG . . . . .	178
	a) Andere dogmatische Einordnung nach dem SchVG. . . . .	178
	b) Gesellschaft bürgerlichen Rechts . . . . .	178
	c) Bruchteilsgemeinschaft . . . . .	182
	d) Rechtsgemeinschaft gesellschaftsrechtlicher Prägung . . . . .	183
	e) Teilgläubigerschaft . . . . .	186
	f) Unpassende Vorschriften in den §§ 705 ff. BGB und §§ 741 ff. BGB . . . . .	189
	g) Schuldverschreibungsgemeinschaft als Kollektiv sui generis. . . . .	192
	3. Die Schuldverschreibungsgemeinschaft im Restrukturierungs- prozess . . . . .	195
	a) Folgen der Kategorisierung als Schuldverschreibungs- gemeinschaft . . . . .	195
	b) Kooperations- und Treuepflichten . . . . .	196
	c) Grenzen der Rechtsausübung . . . . .	203
IV.	Ergebnisse der Untersuchung der Anleihenrestrukturierung nach deutschem Recht . . . . .	211
<b>G.</b>	<b>Empirie der Verwendung von Restrukturierungsklauseln in deutschen High-Yield Anleihen . . . . .</b>	<b>212</b>
	I. Qualitative Erhebung . . . . .	212
	II. Untersuchte Emissionen . . . . .	212
	1. Nach deutschem Recht begebene Anleihen mit hohem Risikoprofil . . . . .	212
	2. „True“ High-Yield Anleihen . . . . .	213
	3. High-Yield Anleihen im weiteren Sinne . . . . .	214
	4. Mittelstandsanleihen mit High-Yield Charakteristika . . . . .	215
III.	Vorhandensein von „true“ High-Yield Anleihen im deutschen Recht . . . . .	216
	1. Tatsächliche Existenz eines High-Yield Segments . . . . .	216
	2. Angleichung an den amerikanischen Standard . . . . .	217
	3. Kausalität mit der Einführung des SchVG . . . . .	219

IV.	Umfang der Restrukturierbarkeit	222
1.	Gesetzliches Leitbild	222
2.	„True“ High-Yield Anleihen	222
3.	High-Yield Anleihen im weiteren Sinne	224
4.	Mittelstandsanleihen	226
V.	Gemeinsamer Vertreter	226
1.	Gesetzliches Leitbild	226
2.	Englische Terminologie	227
3.	„True“ High-Yield Anleihen	227
4.	High-Yield Anleihen im weiteren Sinne	229
5.	Mittelstandsanleihen	229
VI.	Gläubigerversammlung	230
1.	Gesetzliches Leitbild	230
2.	„True“ High-Yield Anleihen	230
3.	High-Yield Anleihen im weiteren Sinne	231
4.	Mittelstandsanleihen	231
VII.	Mehrheitserfordernisse	232
1.	Gesetzliches Leitbild	232
2.	„True“ High-Yield Anleihen	232
3.	High-Yield Anleihen im weiteren Sinne	234
4.	Mittelstandsanleihen	235
VIII.	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	236
1.	Zusammenfassung	236
2.	Auffälligkeiten	236
3.	Exkurs: Inferiore Anleihebedingungen von Mittelstandsanleihen als Rechtsproblem	240
a)	Problem	240
b)	Rechtliche Mängel bei Mittelstandsanleihen	241
c)	Besondere Beratungspflichten bei Mittelstandsanleihen	242
<b>H.</b>	<b>Anleihenrestrukturierung nach amerikanischem Recht</b>	<b>246</b>
I.	Darstellung als Grundlage der Rechtsvergleichung	246
II.	Restrukturierung im Rahmen des Trust Indenture Act	246
1.	Grundsätzliche Rahmenbedingungen	246
2.	Restrukturierung durch Mehrheitsbeschlüsse	247
3.	Section 316(b) Trust Indenture Act	248
4.	Exit Consents	249
5.	Indenture Trustee	251
a)	Obligatorisches Vorhandensein des Trustee	251
b)	Interessenkonflikte	252
c)	Aufgaben	253
d)	Haftung	255
III.	Restrukturierung von nicht registrierten High-Yield Anleihen	256

1. Grundsätzliche Rahmenbedingungen . . . . .	256
2. Dichotomie im Markt für amerikanische High-Yield Bonds . . . . .	257
IV. Rechtsbeziehung der Bondholder . . . . .	260
1. Unverbundenheit als Ausgangspunkt . . . . .	260
2. Tortious Interference . . . . .	260
3. Implied Duties . . . . .	261
4. Grenzen der Rechtsausübung . . . . .	262
V. Ergebnisse der Untersuchung der Anleihenrestrukturierung nach amerikanischem Recht . . . . .	263
<b>I. Vergleich der Restrukturierungsmechanismen in Deutschland     und den USA . . . . .</b>	<b>264</b>
I. Funktionaler Vergleich auf ökonomischer Grundlage . . . . .	264
II. Regelungstechnik . . . . .	264
1. Regelungstechnik als Anknüpfungspunkt eines Vergleichs . . . . .	264
2. Auswirkung des unterschiedlichen kollisionsrechtlichen Ansatzes . . . . .	265
3. Zwingender Charakter von TIA und SchVG . . . . .	266
III. Kontrolle von Mehrheitsbeschlüssen . . . . .	268
1. Funktional gleiche Grenzen der Rechtsausübung . . . . .	268
2. Bedürfnis nach einem weitergehenden Schutz . . . . .	269
IV. Umfang der Restrukturierbarkeit . . . . .	271
1. Beschlussmöglichkeiten als Kern der Anleihenrestrukturierung . . . . .	271
2. Maximale Flexibilität vs. Gläubigerschutz . . . . .	272
V. Beschlussmehrheiten . . . . .	274
1. Unterschiedliche gesetzliche Beschlussvoraussetzungen und Beschlussmehrheiten . . . . .	274
2. Beschlussmehrheiten in der Praxis . . . . .	276
3. Vorzugswürdige Beschlussmehrheiten . . . . .	277
VI. Zentrale Wahrnehmung der Gläubigerinteressen . . . . .	280
1. Der Trustee und der gemeinsame Vertreter als zwei unter- schiedliche Konzepte der zentralen Interessenvertretung . . . . .	280
2. Funktionen des zentralen Vertretungsorgans . . . . .	281
a) Rechtsökonomisches Leitbild . . . . .	281
b) Informationsfunktion . . . . .	281
c) Koordinationsfunktion . . . . .	285
d) Wahrnehmungsfunktion . . . . .	286
e) Diskussion . . . . .	288
3. Haftung der zentralen Institution . . . . .	290
a) Haftungsregime als Funktionsvoraussetzung . . . . .	290
b) Sorgfaltsmaßstab für die Interessenwahrnehmung . . . . .	291
c) Haftung für missbräuchliches Verhalten . . . . .	296
VII. Ergebnisse des Rechtsvergleichs . . . . .	297

<b>J. Schlussbemerkung</b> .....	299
I. Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse .....	299
II. Resümee und Ausblick .....	303
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	305
<b>Sachwortverzeichnis</b> .....	318

## Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1:	Fälligkeiten von High-Yield Anleihen deutscher Emittenten (Anzahl) nach Jahreszahlen. . . . .	24
Abbildung 2:	Fälligkeiten von High-Yield Anleihen deutscher Emittenten (Summe) nach Jahren. . . . .	24
Abbildung 3:	Rating-Skala . . . . .	34
Abbildung 4:	Notierungen von High-Yield Anleihen deutscher Emittenten an der Börse Luxemburg und der Irischen Börse von 2006 bis 2011 im Vergleich. . . . .	71
Abbildung 5:	Das „Schuldenerlass-Spiel“ . . . . .	102
Tabelle 1:	Kosten des Austauschgebots bei <i>Gilson et al. (n = 18)</i> . . . . .	120
Tabelle 2:	Zusammenfassung der Untersuchungen der direkten Kosten von Insolvenzverfahren . . . . .	121
Tabelle 3:	Beobachtete „True“ High-Yield Anleihen nach deutschem Recht. . . . .	213
Tabelle 4:	Beobachtete High-Yield Anleihen i. w. S. nach deutschem Recht. . . . .	215
Tabelle 5:	Beobachtete Mittelstandsanleihen nach deutschem Recht . . . . .	216
Tabelle 6:	Zusicherungen in Anleihebedingungen von „wahren“ High-Yield Anleihen nach deutschem Recht . . . . .	217
Tabelle 7:	Vorzeitige Rückzahlung nach den Anleihebedingungen von „wahren“ High-Yield Anleihen nach deutschem Recht . . . . .	218
Tabelle 8:	Änderungsmehrheiten in den Restrukturierungsklauseln von „wahren“ High-Yield Anleihen nach deutschem Recht . . . . .	233

## A. Einleitung

### I. Gegenstand und Ziel der Untersuchung

Sobald ein Unternehmen zur Finanzierung seiner Geschäftstätigkeit<sup>1</sup> Fremdkapital in Anspruch nimmt, ist es seinen Gläubigern gegenüber verpflichtet, diesen nach Maßgabe der jeweiligen Bedingungen für die Überlassung der liquiden Mittel einen Gegenwert (in der Regel Zinsen) zuzuwenden.<sup>2</sup> Gerät das Unternehmen in eine Krise oder kann es aus einem anderen Grund seine Verpflichtungen den Fremdkapitalgebern gegenüber nicht mehr erfüllen, muss das Unternehmen Insolvenz anmelden, es sei denn es gelingt, die Bedingungen für die Fremdkapitalüberlassung so anzupassen, dass das Unternehmen weiterhin in der Lage ist, seine Verbindlichkeiten zu bedienen. Eine solche Restrukturierung ist ein sowohl wirtschaftlich als auch rechtlich komplexer Vorgang, und es ist schon intuitiv einleuchtend, dass eine Restrukturierung umso schwieriger ist, je mehr Gläubiger an ihr teilhaben.<sup>3</sup> Die Restrukturierung<sup>4</sup> von Anleihen ist dabei der Prototyp einer Restrukturierungssituation, in der dem Unternehmen als Schuldner eine Vielzahl von (unverbundenen) Gläubigern gegenübersteht. Eine erfolgreiche Restrukturierung in einer solchen Situation hängt entscheidend davon ab, ob dem aus der Vielzahl der Gläubiger entstehenden Kollektivhandlungsproblem durch wirksame vertragliche oder gesetzliche Instrumente begegnet werden kann.

Mit der Einführung des Gesetzes über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG)<sup>5</sup> im Jahr 2009 beabsichtigte der deutsche Gesetzgeber, die vorinsolvenzliche Restrukturie-

---

<sup>1</sup> Grundlegend zur Unternehmensfinanzierung zum Beispiel *Wöhe/Bilstein*, S. 11 ff.

<sup>2</sup> Zur Finanzierung mit Fremdkapital siehe *Wöhe/Bilstein*, S. 178 ff.

<sup>3</sup> Zur wissenschaftlichen Fundierung dieses Problems siehe unten in Abschnitt C.

<sup>4</sup> Unter Restrukturierung wird in der vorliegenden Untersuchung die Anpassung von Finanzverbindlichkeiten als Beitrag zur Unternehmenssanierung verstanden; der Begriff der Sanierung wird hingegen in einem weiteren Sinne verwendet und umfasst alle zur wirtschaftlichen Gesundung des Unternehmens getätigte Maßnahmen, also etwa auch Anpassungen im Aktivgeschäft.

<sup>5</sup> Schuldverschreibungsgesetz vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2512), das zuletzt durch Artikel 2 Absatz 52 des Gesetzes vom 22. Dezember 2011 (BGBl. I S. 3044) geändert worden ist.

rung von Anleihen auf eine neue, international wettbewerbsfähige Grundlage zu stellen.<sup>6</sup> Die Kombination aus der großen und weiter zunehmenden Bedeutung von Unternehmensanleihen als Anlage- und Finanzierungsinstrument<sup>7</sup> einerseits und den unruhigen Zeiten an den internationalen Kapitalmärkten andererseits hat dazu geführt, dass dieses nur 24 Paragraphen umfassende Gesetz bereits in großem Umfang von der Rechtswissenschaft gewürdigt worden ist.<sup>8</sup> Das ermöglicht es zum einen, bei dieser Untersuchung bereits auf erste wissenschaftliche Erkenntnisse zu dem neuen Gesetz zurückgreifen bzw. auf sie Bezug zu nehmen; zum anderen erlaubt es, das globale Thema der Restrukturierung von Anleihen durch ein sehr viel spezifischeres Prisma, das der Restrukturierungsklauseln bei High-Yield Anleihen, zu betrachten. High-Yield Anleihen sind Anleihen, die aufgrund der schlechteren Bonität der Emittentin ein höheres Risikoprofil als andere Unternehmensanleihen aufweisen, weshalb die Emittenten solcher Anleihen in der Regel einen sehr viel höheren Zins für die Aufnahme von Fremdkapital am Kapitalmarkt zahlen müssen.<sup>9</sup> Das erhöhte Risikoprofil ist auch der gewichtigste Grund dafür, das Thema der Anleihenrestrukturierung gerade aus dem Blickwinkel von High-Yield Anleihen zu beleuchten. Bei dieser Art der Anleihe ist es nicht bloß eine abstrakte Möglichkeit, sondern geradezu Produktspezifikation, dass Emittentin und Anleihegläubiger mit der erhöhten Wahrscheinlichkeit umzugehen haben, dass die Anleihe restrukturiert werden muss.

Die Restrukturierung von High-Yield Anleihen stand bereits 2007 im Fokus einer größeren Bereichsöffentlichkeit,<sup>10</sup> als die Schefenacker AG ihre umfangreiche Sanierung durch Flucht in das englische Insolvenzrecht mittels Verlegung des *Center of Main Interest* (COMI) gem. Art. 3 Abs. 1 EuInsVO be-

---

<sup>6</sup> Vgl. BT-Drucks. 16/12814, S. 1 f. So auch *Eidenmüller/Engert/Hornuf*, in: Behrens/Eger/Schäfer, S. 233.

<sup>7</sup> *Rudolf*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, 2. Aufl., 2008, § 1 Rdnr. 34.

<sup>8</sup> *Schmidbleicher*, S. 1 ff.; *Schönhaar*, S. 1 ff.; *Simon*, S. 1 ff.; *Friedl/Hartwig-Jacob*, S. 1 ff.; *Preuß*, S. 1 ff.; *Veranneman*, S. 1 ff.; *Balz*, ZBB 2009, 401; *Baum*, in: Grundmann/Haar/Merkt/Mülbert/Wellenhofer; *Steffek*, in: Grundmann/Haar/Merkt/Mülbert/Wellenhofer; *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317; *Horn*, BKR 2009, 446; *Horn*, ZHR 178 (2009), 12; *Leuring*, NZI 2009, 638; *Leuring/Zetzsche*, NJW 2009, 2856; *Sester*, AcP 209 (2009), 628; *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477; *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429; *Hopt*, in: Grundmann/Kirchner/Raiser, S. 441 ff.; *Heldt*, in: Calliess, S. 315 ff.; *Heldt*, in: Grieser/Heemann, S. 315 ff.; *Podewils*, DStR 2009, 1914; *Baums*, ZBB 2009, 1 ff.; *Bredow/Vogel*, ZBB 2008, 221 ff.; *Grieser*, Kreditwesen 2008, 397; *Kuder/Obermüller*, ZInsO 2009, 2025, *Einsele*, S. 372 ff.; *Cranshaw*, BKR 2008, 504; *Otto*, DNotZ 2012, 809; *Schnorbus/Ganzer*, WM 2014, 155 ff.; *Kessler/Rühle*, BB 2014, 907 ff.

<sup>9</sup> Siehe dazu unten in Abschnitt B.II.

<sup>10</sup> Vgl. *Fröndhoff*, Handelsblatt.com 15.5.2007, o. S.

trieb.<sup>11</sup> Ein Teil dieser Sanierung betraf die Restrukturierung einer nach New Yorker bzw. amerikanischem Recht<sup>12</sup> begebenen High-Yield Anleihe. Das Thema könnte jederzeit wieder aktuell werden, wenn die in der Vergangenheit begebenen High-Yield Anleihen bei Fälligkeit abgelöst bzw. umgeschuldet werden müssen und auf ungünstigere Marktbedingungen treffen, als dies heute der Fall ist. Wie den nachfolgenden Abbildungen zu entnehmen ist, wurden allein 2013 und 2014 sechzehn High-Yield Anleihen deutscher Emittenten mit einem Nennwert von insgesamt über 9 Mrd. Euro fällig (siehe nächste Seite).

Das bei der Anleiheemission anwendbare Vertragsrecht sowie insbesondere die sogenannten Restrukturierungsklauseln, also die in den Anleihebedingungen der betreffenden High-Yield Anleihen konkret verwendeten Bestimmungen hinsichtlich potentieller Restrukturierungen, bilden vorrangig den Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit.<sup>13</sup>

Im Sinne einer rechtspolitischen Nachschau der gesetzgeberischen Tätigkeit beim SchVG versucht die vorliegende Arbeit zu klären, ob anhand der rechtlichen Rahmenbedingungen für die Restrukturierung von High-Yield Anleihen die Behauptung gestützt werden kann, dass „das SchVG [...] einen Grundstein dafür entwickelt [hat], dass sich das deutsche Recht international als eine wertvolle Alternative zum [...] New Yorker Recht etablieren kann.“<sup>14</sup> Obgleich diese Frage im Wettbewerb der Rechtsordnungen durchaus die Attraktivität des deutschen Anleiherechts insgesamt und die Aktualität des Restrukturierungsthemas nicht allein High-Yield Anleihen betrifft, soll die Erörterung vorliegend ausschließlich anhand des speziellen Anleihetypus der High-Yield Anleihe erfolgen. Dieser Ansatz bietet sich nach hier vertretener Auffassung an, weil die Regelungsmaterie des SchVG – Anleihenrestrukturierungen – die Rechtswirklichkeit von High-Yield Anleihen aufgrund ihres Risikoprofils stärker betrifft als weniger risikoreiche Anleiheklassen und weil das Kernthema des novellierten SchVG – Wett-

---

<sup>11</sup> Ausführlich zur Unternehmenssanierung durch Sitzverlegung nach England *Weller*, ZGR 2008, 835 m. w. N. Zum Fall Schefenacker siehe z. B. *Lürken*, in: Theiselmann, S. 251.

<sup>12</sup> Die erfolgte Rechtswahl bezog sich auf das Recht des Bundesstaates New York. Zur Verwendung des Begriffs „amerikanisches Recht“ im Rahmen dieser Untersuchung siehe unten in Abschnitt B.IV.2.c).

<sup>13</sup> Dadurch unterscheidet sich der Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit etwa von *Eidenmüller/Engert/Hornuf*, in: Behrens/Eger/Schäfer, S. 233 ff. Diese widmen sich in ihrem Beitrag zwar ebenfalls dem Rechtswettbewerb bei Anleihen, differenzieren aber zwei Stufen der Rechtsarbitrage, von denen die erste auf dem anwendbaren Vertragsrechts und die zweite auf den Regelungen basiert, die an den Emittenten anknüpfen, siehe *Eidenmüller/Engert/Hornuf*, in: Behrens/Eger/Schäfer, S. 235. Während *Eidenmüller et al.* die Regelungen, die an den Emittenten anknüpfen, untersuchen, geht es vorliegend um die erste, die vertragsrechtliche Stufe.

<sup>14</sup> *Oulds*, in: Veranneman, § 1 Rdnr. 22 m. w. N.