

**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

A. Einleitung	21
I. Gegenstand und Ziel der Untersuchung	21
II. Methodik der Untersuchung	25
III. Gang der Untersuchung	28
B. High-Yield Anleihen als Erscheinung eines internationalen Kapitalmarktes	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
C. Das Problem der Anleihenrestrukturierung	98
I. Der Restrukturierungsfall	98
II. Das Einstimmigkeitserfordernis als Ausgangspunkt des Restrukturierungsproblems	99
III. Unmöglichkeit eines einstimmigen Gläubigerbeschlusses	100
IV. Das Kollektivhandlungsproblem	100
D. Collective Action Clauses	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
E. Quantitative Bewertung von Collective Action Clauses	115
I. Vorzugswürdigkeit privater Restrukturierungslösungen	115
II. Erhöhte Finanzierungskosten	123
III. Moral Hazard	128
IV. Ergebnisse der quantitativen Bewertung von CAC	130
F. Anleihenrestrukturierung nach deutschem Recht	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
G. Empirie der Verwendung von Restrukturierungsklauseln in deutschen High-Yield Anleihen	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
H.	Anleihenrestrukturierung nach amerikanischem Recht	246
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
I.	Vergleich der Restrukturierungsmechanismen in Deutschland und den USA	264
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
J.	Schlussbemerkung	299
I.	Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse	299
II.	Resümee und Ausblick	303
	Literaturverzeichnis	305
	Sachwortverzeichnis	318

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	21
I. Gegenstand und Ziel der Untersuchung	21
II. Methodik der Untersuchung	25
III. Gang der Untersuchung	28
B. High-Yield Anleihen als Erscheinung eines internationalen Kapitalmarktes	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
C. Das Problem der Anleihenrestrukturierung	98
I. Der Restrukturierungsfall	98
II. Das Einstimmigkeitserfordernis als Ausgangspunkt des Restrukturierungsproblems	99
III. Unmöglichkeit eines einstimmigen Gläubigerbeschlusses	100
IV. Das Kollektivhandlungsproblem	100
D. Collective Action Clauses	103
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
E.	Quantitative Bewertung von Collective Action Clauses	115
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
F.	Anleihenrestrukturierung nach deutschem Recht	132
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
G.	Empirie der Verwendung von Restrukturierungsklauseln in deutschen High-Yield Anleihen	212
	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
H.	Anleihenrestrukturierung nach amerikanischem Recht	246
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
I. Vergleich der Restrukturierungsmechanismen in Deutschland und den USA	264
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

J. Schlussbemerkung	299
I. Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse	299
II. Resümee und Ausblick	303
Literaturverzeichnis	305
Sachwortverzeichnis	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 Geschäftstätigkeit¹ 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.² 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.³ Die Restrukturierung⁴ 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)⁵ im Jahr 2009 beabsichtigte der deutsche Gesetzgeber, die vorinsolvenzliche Restrukturierung

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

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

³ Zur wissenschaftlichen Fundierung dieses Problems siehe unten in Abschnitt C.

⁴ 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.

⁵ 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.⁶ Die Kombination aus der großen und weiter zunehmenden Bedeutung von Unternehmensanleihen als Anlage- und Finanzierungsinstrument⁷ 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.⁸ 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.⁹ 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,¹⁰ 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-

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

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

⁸ *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.

⁹ Siehe dazu unten in Abschnitt B.II.

¹⁰ Vgl. *Fröndhoff*, Handelsblatt.com 15.5.2007, o. S.

trieb.¹¹ Ein Teil dieser Sanierung betraf die Restrukturierung einer nach New Yorker bzw. amerikanischem Recht¹² 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.¹³

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.“¹⁴ 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-

¹¹ 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.

¹² 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).

¹³ 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.

¹⁴ *Oulds*, in: Veranneman, § 1 Rdnr. 22 m. w. N.