



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Bondholder Governance nach dem Schuldverschreibungsgesetz.
Eine Untersuchung der Reichweite der Rechte der Gläubiger bei
einer außergerichtlichen Anleiherestrukturierung“**

Dissertation vorgelegt von Galina Matjuschkin

Erstgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht

ZUSAMMENFASSUNG DER WESENTLICHEN ERGEBNISSE

Bondholder Governance nach dem Schuldverschreibungsgesetz;

Eine Untersuchung der Reichweite der Rechte der Gläubiger bei einer außergerichtlichen Anleiherestrukturierung

Seit der Finanzkrise 2007-2009 zeichnet sich die Tendenz für die starke Nutzung des Anleihemarktes in Deutschland ab. Wegen der verschärften regulatorischen Anforderungen und der damit verbundenen Pflicht zur erhöhten Eigenkapitalunterlegung zeigen sich Banken weniger bereit, Kredite an Unternehmen zu vergeben, was solche Unternehmen zwingt, nach Alternativen zu suchen und unter anderem Fremdkapital unmittelbar am Kapitalmarkt aufzunehmen. Man spricht bereits über strukturelle Verschiebungen in der Unternehmensfinanzierung, weil Bankkredit als klassische Form der Fremdfinanzierung mehr und mehr durch Anleiheemissionen ersetzt wird. Die noch andauernde Niedrigzinsphase stärkt außerdem das Interesse der Anleger, in Produkte mit höheren Renditen zu investieren. Die Nachfrage am Anleihemarkt steigt. Als Ergebnis treibt der sog. *search for yield* der Investoren das Emissionsvolumen von Anleihen kontinuierlich nach oben. Diese zwei Faktoren, die zugenommene Risikoaversion der Anleger und der starke Anstieg des Anleihemarktes, beunruhigen viele Marktforscher, denn es ist ein deutliches Anzeichen – wenn nicht für die Überhitzung des Marktes, dann zumindest – für eine Blasenbildung.

Unter diesen Umständen steigt insbesondere die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes (im Folgenden „SchVG“), das am 5. August 2009 in Kraft getreten ist. Dieses Gesetz verfolgt das Ziel, Koordination der Anleihegläubiger (*Bondholder Governance*) zu ermöglichen. Das SchVG soll den Anleihegläubigern helfen, gegenüber dem Emittenten der Anleihe wie einen Verband oder eine organisierte Gruppe aufzutreten und einheitlichen Willen zu bilden, wenn die Notwendigkeit entsteht, die notleidende Anleihe außergerichtlich zu restrukturieren. In der Arbeit wird die Frage untersucht, ob das SchVG einen Regelungsrahmen für eine effektive Anleihegläubigerorganisation bereitet und insbesondere den Wünschen der Praxis entspricht. Außerdem wird untersucht, ob das Gesetz im Vergleich zu den anderen Rechtsordnungen, die für den Anleihemarkt große Bedeutung aufweisen, nämlich das US-amerikanische und englische Recht, einen besseren Regelungsvorschlag anbieten kann oder – umgekehrt – eine Anpassung an die Standards dieser Rechtsordnungen dringend erforderlich erscheint. Das Problem der anleiheübergreifenden Restrukturierung, insolvenzrechtliche Aspekte und das Abstimmungsverfahren gehören nicht zum Gegenstand der Untersuchung. Außerdem lässt die Arbeit unterschiedliche Arten von Anleihen außer Acht: Die Darstellung wird anhand der Rechtsbeziehung aus einer klassischen Anleihe vorgenommen.

Das erste Kapitel der Arbeit führt in die Erklärung des Hauptproblems der Anleihegläubiger bei einer Anleiherestrukturierung ein: In ihrem Naturzustand sind sie nicht koordinationsfähig. Wenn es notwendig ist, Anleihebedingungen an neue tatsächliche oder rechtliche Gegebenheiten (Abwendung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Emittenten, Durchführung der Umstrukturierungsmaßnahmen, Umtausch des Schuldners, Verschärfung der Steuerpraxis etc.) anzupassen, sind sie nicht in der Lage, einstimmig einer Abänderung der Anleihebedingungen

zuzustimmen. Es bildet sich die opponierende Minderheit (Akkordstörer), die ihre Mitwirkung aus bestimmten Gründen verweigert. Entweder versuchen Akkordstörer, sich an der Restrukturierung auf Kosten der Mehrheit der Gläubiger zu beteiligen (*free-ride-Problem*), oder sie lassen sich für die Beteiligung an der Anpassung ausbezahlen (*side-payments-Problem*). Die opponierende Minderheit, die an die Entscheidung der Mehrheit rechtlich nicht gebunden ist, verfolgt lediglich das Ziel, ihren eigenen Profit zu generieren (individuell rationales Verhalten). Ihr Blockadepotenzial gefährdet aber die Anleiherestrukturierung, die für die ganze Gruppe vorteilhaft wäre (kollektiv rationales Verhalten). In der Spieltheorie wird die Situation, wenn eine Diskrepanz zwischen der individuellen und kollektiven Rationalität besteht, als Gefangenendilemma bezeichnet. Das Dilemma entsteht selbst dann, wenn in der Rolle der Anleihegläubiger institutionelle Investoren auftreten. Denn die Ursache des Dilemmas der Anleihegläubiger liegt nicht bloß in der fehlenden Kommunikation oder Verhandlungsmöglichkeit während des Restrukturierungsprozesses. Der Grund für das obstruktive Verhalten besteht in erster Linie darin, dass das Ergebnis der Abstimmung nicht zwingend ist. Solange keine Zwangsmechanismen eingreifen, ist es auch für institutionelle Investoren von Vorteil, der Logik des individuell rationales Handelns zu folgen.

Da Anleihebedingungen wegen ihrer zukunftsbezogenen Natur das Rechtsverhältnis zwischen dem Emittenten und den Anleihegläubigern *ex ante* nur lückenhaft regeln (unvollständige Verträge) und die Koordinationsfunktion nicht übernehmen können, versucht der Gesetzgeber, das Dilemma der Anleihegläubiger mit Hilfe des SchVG zu lösen. Es wird gesetzlich festgelegt, dass die Mehrheit den Willen der ganzen Gruppe der Anleihegläubiger bestimmen darf (*minor pars sequatur maiorem*). Im Unterschied zu den Verfassern des alten SchVG 1899 sieht der Gesetzgeber in umfassenden Mehrheitsklauseln die Möglichkeit, den Anleihegläubigern die erforderliche Autonomie zu gewähren. Er verzichtet auf die Idee, die Anleiherestrukturierung ausschließlich als Instrument der Unternehmenssanierung anzusehen oder zeitliche Wirkung der Mehrheitsbeschlüsse einzuschränken. Der Katalog des § 5 SchVG erfasst die wichtigsten Restrukturierungsoptionen (einschl. *hair cut* oder *debt equity swap*), die in der Praxis von internationalen Anleihen angewendet werden.

Im Weiteren wird in der Arbeit die Frage nachgegangen, ob das deutsche Recht der Anleiherestrukturierung nicht bloß eine umfassende Änderung der Anleihebedingungen erlaubt, sondern auch im Vergleich zum US-amerikanischen und englischen Recht konkurrenzfähig ist.

Im US-amerikanischen Recht stellt § 316b *Trust Indenture Act* 1939 (im Folgenden „TIA“) die zentrale Vorschrift dar, die die Kompetenz der Gläubigermehrheit bestimmt. Sie zeigt, dass ihre Rechte nicht unbeschränkt sind, denn eine Änderung der Hauptbedingungen (*core terms*) ist ausdrücklich verboten. Die Ansprüche auf Zahlung des Kapitals und der Zinsen sowie individuelle Klagerechte, die diese Ansprüche betreffen, dürfen ohne Zustimmung jedes einzelnen Anleihegläubigers nicht beeinträchtigt werden. Obwohl Mehrheitsklauseln in den Anleihebedingungen auch ohne spezielle gesetzliche Grundlage zulässig sind, ist eine umfassende Änderung der Hauptbedingungen der „Verfügungskompetenz“ der Anleihegläubigermehrheit entzogen. An der Position des US-Gesetzgebers über die Notwendigkeit, die Rechte der restrukturierungswilligen Mehrheit durch § 316b TIA einzuschränken, hat bis heute nichts geändert, selbst wenn die Argumente für die Einführung der Restriktion im Jahr 1939 ihre Bedeutung im Laufe der Zeit verloren haben. Verwundert in diesem Zusammenhang aber eher die Position der Praxis: In vielen Fällen, in denen das Gesetz nicht eingreift, übernehmen Emittenten die Schranken des § 316b TIA freiwillig in ihre Anleihebedingungen, weil der Anleihemarkt die Regelung als Standardklausel ansieht. Um die Restrukturierung der notleidenden Anleihe zu

ermöglichen, werden spezielle Restrukturierungstechniken angewendet, deren Rechtmäßigkeit nicht ohne Grund bezweifelt wird. Das stärkste Restrukturierungspotenzial weist die sog. „*exit consents*“-Technik auf. Der Emittent schlägt vor, der Änderung der Anleihebedingungen (*covenant stripping*) im Wege eines Mehrheitsbeschlusses zuzustimmen und die Schuldverschreibungen gegen neue mit den neuen Bedingungen umzutauschen. Der Umtausch wird als freiwillige Option konstruiert. Dennoch fühlt sich die Mehrheit der Gläubiger gezwungen, dem *covenant stripping* und dem Umtausch zuzustimmen, weil sonst die Gefahr besteht, dass ihr nach der Restrukturierung nur nachrangige und wertlose (Alt-)Schuldverschreibungen verbleiben. Das Angebot des Emittenten wird nach dem Prinzip „*an offer you can't refuse*“ gestaltet. Die US-Gerichte erkennen in dieser faktisch bestehenden Zwangskomponente noch keinen Grund dafür, an der rechtlichen Zulässigkeit dieser Technik zu zweifeln, solange der Emittent sein Angebot an alle Anleihegläubiger unter gleichen Bedingungen richtet. Bei der Beurteilung der Frage, ob die Restrukturierung nach der „*exit consents*“-Technik die Rechte der opponierenden Minderheit im Sinne von § 316b TIA verletzt, fällt es ihnen – wie die jüngste Rechtsprechung zeigt – dagegen schwer, eine einheitliche Meinung zu bilden. Obwohl die wesentlichen Anleihebedingungen formal nicht geändert werden, sehen viele Gerichte im vollzogenen *covenant stripping* eine Umgehung des absoluten Verbots des § 316b TIA. Ihre Argumentation beruht auf der Vorstellung, dass es notwendig ist, die Vorschrift weit auszulegen und die *holdouts* bei jeder Transaktion zu schützen, wenn sie zum Ziel hat, die notleidende Anleihe wertlos zu machen. Die Gerichte gehen davon aus, dass Gläubiger in ihrer *practical ability to recover payment* geschützt sein sollen, selbst wenn dem Emittenten und der Anleihegläubigermehrheit – wenn ihnen verboten wird, die umstrittene Technik anzuwenden – die letzte Möglichkeit genommen wird, Anleihen außergerichtlich zu restrukturieren. Das *US Court of Appeals* hat diese Auffassung nicht geteilt (siehe *Marblegate Asset Management, LLC v. Education Management Corp.*, 846 F.3d 1 ff. (2017)). Erst vor kurzem hat es – mit einem Sondervotum – entschieden, dass die Vorschrift des § 316b TIA keinen absoluten Schutz für die *holdouts* gewährt und die Vorschrift eng auszulegen ist. Trotzdem scheint diese Entscheidung des Berufungsgerichts nicht in der Lage zu sein, die Diskussion über die Zulässigkeit der Hauptrestrukturierungstechnik zu Ende zu führen, denn viele wichtige Fragen hat das Gericht nicht geklärt. Für die Praxis bleibt z.B. noch die Frage offen, ob die Restrukturierung im Wege des „*exit consent*“ zulässig ist, wenn die Anleihe nur durch eine Garantie der Muttergesellschaft oder einer der operativen Gesellschaften im Konzern gesichert ist, wie es meistens in der Praxis ist. Offen bleibt aber auch das Verhältnis zum Rechtsinstitut der *successor liability* oder *fraudulent conveyance*. Die Anwendung des US-amerikanischen Rechts kann insofern Rechtsunsicherheit für die Praxis bei der außergerichtlichen Anleiherestrukturierung bereiten.

Die Anwendung des englischen Rechts kann auch problematisch sein. Zwar ist es im englischen Recht nicht verboten, wesentliche Anleihebedingungen zu ändern; jedoch scheint eine umfassende Restrukturierung nicht möglich zu sein. Das Richterrecht tritt insofern in der Rolle des „Korrektivs“ auf. Englische Gerichte beanstanden die „*expropriation*“-Wirkung der Technik „*exit consents*“ und schließen ihre Zulässigkeit mit dem Argument aus, dass ihre Anwendung die Anleihegläubiger *as a class* nicht begünstigt (siehe *Assénagon Asset Management S.A. v. Irish Bank Resolution Corporation Ltd.*, [2012] EWHC 2090 (Ch)). Eine klare Aussage, unter welchen konkreten Umständen eine aushöhlende Wirkung ausscheidet, können die Gerichte nicht liefern. Insofern scheint das englische Recht noch weniger konkret zu sein als das US-amerikanische Recht.

Die Untersuchung des englischen und US-amerikanischen Rechts der Anleiherestrukturierung hat gezeigt, dass ihre Anwendung für den Emittenten noch keine Rechtssicherheit bieten kann. Es ist auch wichtig zu verstehen, dass sich die Hauptdiskussion heutzutage auf die rechtliche Zulässigkeit der Technik „*exit consents*“ konzentriert. Für den Anleihemarkt scheint die Klärung dieser Frage von großer Bedeutung zu sein, weil die Praxis die umstrittene Technik selbst in dem Fall nutzt, wenn eine umfassende Anleiherestrukturierung gesetzlich erlaubt ist; eine bloße Änderung der Anleihebedingungen im Wege eines Mehrheitsbeschlusses ist als Restrukturierungsoption für den Anleihemarkt nicht ausreichend. Aus diesem Grund wird in der Arbeit der Versuch unternommen, die rechtliche Zulässigkeit der Technik nach deutschem Recht zu untersuchen. Über diese Frage wird im deutschen Schrifttum kaum diskutiert. Es wird im Wege der Untersuchung festgestellt, dass die Technik nicht gegen das Gesetz verstößt. Es besteht keine Verletzung der Normen des SchVG, BGB oder kapitalmarktrechtlichen Vorschriften. Insbesondere scheidet eine Ungleichbehandlung der Anleihegläubiger oder ein unzulässiger Stimmenkauf seitens des Emittenten aus. Eine Verletzung von verbandsrechtlichen oder ähnlichen Rücksichtnahmepflichten seitens der restrukturierungswilligen Mehrheit wird in der Arbeit ausdrücklich verneint, weil das Mehrheitsprinzip als Rechtsgrundlage für die Existenz solcher Pflichten nicht ausreicht. Nicht begründet ist auch das Argument, dass der Emittent rechtsmissbräuchlich handelt: Er bestimmt lediglich die Bedingungen seines (Restrukturierungs-)Angebots, das die Gläubiger, finden sie das Angebot nicht günstig, ablehnen können. Bei einem unfairen oder schlechten Angebot, den Vertrag abzuändern, besteht noch kein Fall der unzulässigen Nötigung. Gegen die Abänderung der Anleihebedingungen sind die Anleihegläubiger ausreichend durch § 311 Abs. 1 BGB geschützt. Als Ergebnis wird festgestellt, dass die Technik „*exit consents*“ nach deutschem Recht zulässig ist. Im Vergleich zum angloamerikanischen Recht scheint das SchVG in der Lage zu sein, ein besseres Modell für die Gestaltung der *Bondholder Governance* anzubieten.

Nach der Abhandlung der Restrukturierungsoptionen geht die Arbeit auf eine alternative Organisationsmöglichkeit der Anleihegläubiger ein: Statt selbst eine Entscheidung über die Restrukturierung der Anleihe zu treffen, können sie einen Vermittler, den sog. gemeinsamen Vertreter, beauftragen und ihre Rechte auf ihn delegieren. Dadurch wird die ganze Gruppe der Gläubiger auf nur eine Person „reduziert“, was helfen soll, die Verhandlungen mit dem Emittenten zu vereinfachen und erheblich zu beschleunigen. Auch hier zeigt die rechtsvergleichende Untersuchung, dass eine Annäherung an die Standards des US-amerikanischen oder englischen Rechts nicht gewünscht ist. Das Regelungsmodell des US-amerikanischen Rechts überzeugt nicht, weil es die Haftung des Vertreters (*trustee*) nicht einheitlich regelt und Anreize schafft, den *default* zu verschieben. Es ist insbesondere als kritisch anzusehen, dass dem Vertreter die Möglichkeit zusteht, über den „Grad“ seiner Aktivität zu entscheiden. Das englische Recht sieht auch keine optimale Regelungsvariante vor. Es bestehen für die Anleihegläubiger noch mehr Gefahren, denn das englische Recht beruht auf dem Konzept, dass Anleihegläubiger ihre Rechte ohne einen Vertreter nicht geltend machen dürfen. Sie sind lediglich Berechtigte „zweiter Klasse“. Das deutsche Recht geht dagegen von der Notwendigkeit aus, den Anleihegläubigern möglichst viel Autonomie zu gewähren. D.h. sie entscheiden, ob sie überhaupt einen Repräsentanten brauchen und, wenn ja, welche Befugnisse er erlangen soll. Das deutsche Recht zeichnet sich durch einen flexiblen Rechtsrahmen aus, weil die Rechtsfigur des gemeinsamen Vertreters in erster Linie ein „Produkt“ der Entscheidung der Anleihegläubiger darstellt.

Das Einzige, was im Vertretermodell des SchVG problematisch zu sein scheint, ist die Regelung zur Lösung von Interessenkonflikten, die in der Person des Gläubigervertreters entstehen. Es ist nicht als kritisch anzusehen, dass das Gesetz einem Interessenkonflikt mit Offenlegungspflichten

begegnet. Dies kann aber andererseits nur dann akzeptiert werden, wenn die Gläubiger auch in dem Fall ausreichend geschützt sind, in dem der Vertreter seine Offenlegungspflichten verletzt. Diesen Schutz kann das Gesetz, wie die Untersuchung zeigt, gerade nicht anbieten. *De lege ferenda* könnte das SchVG ein Leistungsverbot zu Lasten des Vertreters vorsehen, wenn er in der Rolle eines Finanzgläubigers des Emittenten auftritt. Mit anderen Worten muss sichergestellt werden, dass er seine Ansprüche aus dem Rechtsverhältnis mit dem Emittenten (z.B. auf Darlehensrückzahlung) nicht auf Kosten der Gläubiger befriedigt. Zum anderen kann das Gesetz das Eingreifen der Vorschrift des § 177 BGB in dem Fall vorschreiben, in dem der gemeinsame Vertreter dem „Lager“ des Emittenten angehört. Die Anwendung dieser Vorschrift kann den Schutz bieten, wenn der Vertreter im Interesse des Emittenten handelt und mit ihm einen größeren Forderungsverzicht zu Lasten der Gläubiger vereinbart, als es für die erfolgreiche Restrukturierung der Anleihe erforderlich ist. Es ist schließlich notwendig, den Tatbestand der Ordnungswidrigkeit des § 23 Abs. 2 SchVG zu erweitern und geringere Beteiligungsquoten im § 7 Abs. 1 S. 2 SchVG festzulegen. Denn das Recht zu bestimmen, ob den Anleihegläubigern bei Beteiligungen des Vertreters am Stamm- oder Grundkapital des Emittenten bzw. der Anleihe nur ein *potential harm* droht, muss den Gläubigern selbst zustehen.

Im letzten Kapitel der Arbeit wird die gerichtliche Kontrolle von Mehrheitsbeschlüssen in Analogie zum „bewährten“ aktienrechtlichen System untersucht. Es wird die Idee des Gesetzgebers kritisiert, dem opponierenden Anleihegläubiger die Möglichkeit zu geben, gegen den Beschluss im Wege einer kassatorischen Anfechtungsklage vorzugehen und somit für den kollektivrechtlichen Schutz zu sorgen, obwohl er reine Vermögensinteressen verfolgt. Denn dadurch kann der positive Effekt der Mehrheitsentscheidung entwertet werden. Für das Anleiherecht scheint eine Beschlussmängelklage „wesensfremd“ zu sein. Weder das US-amerikanische noch englische Recht kennen ein vergleichbares Anfechtungsrecht eines einzelnen Gläubigers. Im internationalen Anleihemarkt wird die Gestaltung der Beschlusskontrolle nach dem SchVG als Wettbewerbsnachteil angesehen.

Als Alternative zu einer Anfechtungsklage in Analogie zum Aktienrecht oder – wie im Schrifttum vertreten wird – einer Wertersatzklage (Entschädigung in Höhe der Wertminderung der Schuldverschreibungen durch den Vollzug des rechtswidrigen Beschlusses) wird in der Arbeit vorgeschlagen, den opponierenden Gläubiger zu berechtigen, ausschließlich seinen *status quo* zu schützen. Ihm muss erlaubt werden, die Unverbindlichkeit des Beschlusses mit Wirkung *inter partes* gerichtlich feststellen zu lassen. Außerdem muss die Klagfrist verlängert werden. Von dieser Lösung profitieren der Emittent und die Gläubigermehrheit, weil das stattgebende Urteil keine Kassationswirkung und die Klage des restrukturierungsunwilligen Gläubigers selbst keine den Vollzug hemmende Wirkung mehr hat. Der Vollzug ist möglich, selbst wenn der Beschluss rechtswidrig ist. Der Emittent braucht außerdem nicht mit einem möglichen Wertersatz zu rechnen, der ihn ohnehin nur zusätzlich belasten würde, weil der Emittent bereits zu diesem Zeitpunkt meistens mit finanziellen Schwierigkeiten zu kämpfen hat. Von der Einführung der Feststellungsklage kann auch der klagende Gläubiger profitieren. Denn er erlangt die Möglichkeit, seine Rechte wiederherzustellen, als ob der Beschluss für ihn keine Wirkung entfalten würde. Bei der Klageerhebung ist er weder auf die Einhaltung der kurzfristigen Anfechtungsfrist noch an weitere – wie auch im Aktienrecht geltenden – Einschränkungen, wie das Erfordernis der Widerspruchseinlegung oder die Teilnahme an der Versammlung bzw. Abstimmung, gebunden. Denn das Anleiherecht zeichnet sich dadurch aus, dass es kein Verbandsrecht ist. Das Verhältnis zwischen dem jeweiligen Anleihegläubiger und dem Emittenten ist ausschließlich schuldrechtlicher Natur. Die Verlängerung der Klagfrist bringt den entscheidenden Vorteil: Sie

nimmt dem Emittenten den Anreiz, einem rechtswidrigen Beschluss zuzustimmen, weil das Risiko, im Falle eines Rechtsverstößes verklagt zu werden, nicht gering ist. Als Folge kann der Emittent nicht mehr vorhersehen, wie viele potenzielle Kläger es geben wird. Unter solchen Umständen besteht keine Gefahr des „Freikaufens“. Gleichzeitig ist die Gefahr ausgeschlossen, dass der restrukturierungsunwillige Gläubiger sein Klagerecht wie ein „räuberischer“ Gläubiger missbraucht. Die Feststellungsklage, die den Schutz des *status quo* des Gläubigers ermöglicht, kann folglich helfen, die Einwirkungsmöglichkeiten der Mehrheit und der opponierenden Minderheit in das erforderliche Gleichgewicht zu bringen. Dabei ist zu beachten, dass die *inter-partes*-Wirkung des stattgebenden Urteils die Fungibilität der Schuldverschreibungen der restrukturierenden Anleihe nicht gefährdet. Die Schuldverschreibungen bleiben ihrem Inhalt nach identisch, denn der obsiegende Gläubiger wird (nur) auf Grundlage des stattgebenden Urteils ausbezahlt. Der Gesetzgeber ist aufzufordern, die Anfechtungsklage in Analogie zum Aktienrecht aufzuheben. Anderenfalls scheint das Hauptziel des Gesetzgebers, *Bondholder Governance* zu stärken und die Wettbewerbsfähigkeit des SchVG im internationalen Anleihemarkt zu verbessern, nicht erreichbar zu sein.