

MARKUS REPS

Rechtswettbewerb
und Debt Governance
bei Anleihen

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
15*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

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

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

15



Markus Reps

Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen

Eine rechtsökonomische, -vergleichende
und -politische Untersuchung

Mohr Siebeck

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

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

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

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

© 2014 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

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

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

*Meinen Eltern und meiner Frau
in tiefer Dankbarkeit*

Vorwort

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

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

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

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

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

Frankfurt am Main, im April 2014

Markus Reps

Inhaltsübersicht

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

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

§ 19 Reformperspektiven	373
Schlussbemerkungen und Ausblick.....	379
Anhang: Fragenkatalog zu Unternehmensanleihen	385
Glossar	389
Literaturverzeichnis.....	395
Sachregister.....	425

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XIX

Einführung..... 1

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

Kapitel 1: Unternehmensanleihen zwischen Markt und Gesetz..17

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

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

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

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

III. Institut der zentralen Interessenwahrnehmung für die Gläubigermasse	237
1. Anleihevertreter als Informations- und Verhandlungsintermediär	237
2. Anleihevertreter als ständige Institution	240
3. Koordination und Zentralisierung von Rechtsausübung und -durchsetzung	242
4. Vermeidung von Interessenkonflikten und <i>Ex-post</i> - Opportunismus	244
5. Haftungs- und Vergütungsregime	247
IV. Auswirkungen auf Fremdkapitalkosten	250

<i>Zusammenfassung des dritten Kapitels und Folgerungen für Debt-Governance-Arrangements</i>	254
--	-----

Kapitel 4: Anleihevertragsrecht zwischen <i>common law</i> und <i>civil law</i>	258
--	-----

§ 12 Schweiz	261
--------------------	-----

A. Überblick und Rechtsrahmen	261
B. Verfassung der Gläubiger	264
C. Anleihevertreter	266
D. Gesamtschau	268

§ 13 England und Wales	271
------------------------------	-----

A. Überblick und Rechtsrahmen	271
B. Verfassung der Gläubiger	274
C. <i>Trustee</i>	276
D. Gesamtschau	282

§ 14 Vereinigte Staaten von Amerika	285
---	-----

A. Überblick und Rechtsrahmen	285
B. Verfassung der Gläubiger	289
C. <i>Trustee</i>	292
D. Gesamtschau	298

Kapitel 5: Debt Governance unter dem SchVG	302
--	-----

§ 15 Anwendungsbereich des SchVG	304
--	-----

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

Abkürzungsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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

U. Miami Bus. L. Rev.	University of Miami Business Law Review
UmwG	Umwandlungsgesetz
Unterabs.	Unterabsatz
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
U.S.C.A.	United States Code Annotated
u. U.	unter Umständen
v.	vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Va. L. & Bus. Rev.	Virginia Law & Business Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Var.	Variante
Verf.	Verfasser
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
vs.	versus
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vor	Vorbemerkungen
VW	Versicherungswirtschaft (Zeitschrift)
Wash. U. L.Q.	Washington University Law Quarterly
WKN	Wertpapierkennnummer
WM	Wertpapiermitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz)
Yale L.J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

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

Einführung

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

*Alfred F. Conard*¹

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

A. Anleihevertragsrecht im Wettbewerb der Rechtsordnungen

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

¹ Intern. Enc. of Comp. Law, S. 3.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

B. Debt Governance bei Anleiheemissionen als Ordnungsaufgabe

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

²⁷ RegE SchVG Begr. S. 13.

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

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

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

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

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

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

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

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

C. Hauptanliegen der Untersuchung

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

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

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

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

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

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

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

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

D. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands

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

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

³⁵ *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (64, 66).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sachregister

- Abgeltungsteuer *siehe* Quellensteuern
- Abstimmungsregel
 - Einstimmigkeitsprinzip 6, 232
 - Konsensquorum 322
 - Mehrheitsprinzip 132, 231, 233–36, 355
 - Mehrheitsschutz vor Minderheiten 322–24
 - Minderheitenschutz 233–36, 320–22
 - Prinzip der kollektiven Bindung 230–36, 316–20
 - Repräsentanzquorum 322
 - Zufallsmehrheiten 322
- Acceleration siehe*
 - Vorfälligkeitskündigung
- Agenturkosten 171, 173
- Agenturkostenökonomik 13, 167
- Akkordstörer *siehe* Holdouts und Kollektivhandlungsprobleme
- Akkordstörer-Entscheidung 38
- Änderungsvorbehalte 357, 370
- Anfechtung *siehe* Beschlusskontrolle
- Anlegerschutz *siehe* Investorenschutz
- Anleihebedingungen 30
 - Änderungsvorbehalte 357
 - *covenants siehe* Covenants
 - Einbeziehungskontrolle 130
 - Inhaltskontrolle 129–34, 143, 354–60
 - Leistungsbestimmungsrechte 357
 - Modellanleihebedingungen 370–72
 - Nachverhandlungen 6, 185–205, 188–91
 - Schuldnerersatzungsklauseln 133, 136, 357
 - unvollständige Verträge 134, 188, 200
 - Vertragsfreiheit 31
- Anleiheemission
 - Emissionsprogramme 111
 - Ersterwerb 27, 151
 - Fremdemission 28, 367
 - Privatplatzierungen 73, 286
 - Prospektspflichten 73–77
 - Transparenzpflichten 73–77
 - über Finanzierungsvehikel 79–86
 - *wholesale debt* 74, 329
 - Zahlstelle 29, 393
 - Zweiterwerb 28, 151
- Anleihefinanzierung
 - Anleihevolumen 22
 - Bedeutung für Unternehmensfinanzierung 22–25
 - Fristentransformation 21
 - im System der Unternehmensfinanzierung 18–21
 - Losgrößentransformation 21
- Anleihegläubiger
 - Forderungsgemeinschaft nach Bruchteilen 37
 - Gesellschaft bürgerlichen Rechts 37
 - Mindestorganisation 7, 302
 - Organisationsprobleme *siehe* Kollektivhandlungsprobleme
 - räuberische 352
 - Rechtsgemeinschaft *sui generis* 39
 - Risikogemeinschaft 36–40
- Anleihenmärkte
 - Anleihevolumen 22
 - Euroanleihemarkt 64–68, 64–68, 76, 365
 - internationale 65
 - nationale 65
 - *over the counter* 76
 - Primärmarkt 393
 - Sekundärmarkt 191, 393
- Anleihen
 - Anleihereorganisation *siehe* Reorganisation
 - Anleiherestrukturierung *siehe* Reorganisation
 - Anleihevertragswerk 26
 - Ausfallrate von Emittenten 41

- Auslandsanleihen 64, 389, 390
- Bankschuldverschreibungen 10
- *corporate bonds* 9
- Euroanleihen (*Eurobonds*) 64, 390
- ewige Anleihen 33
- Festzinsanleihen 9, 31
- Finanzierungsfunktion *siehe*
Anleihefinanzierung
- *floating-rate notes* 32
- Fungibilität 22, 150, 354, 359, 391
- Gerichtsstandswahl *siehe*
Gerichtsstandswahl
- Industrieobligationen 10
- Inlandsanleihen 65, 391
- internationale Anleihen *siehe*
Internationale Anleihen
- Investorenschutz *siehe*
Investorenschutz
- Laufzeit 33
- Mittelstandsanleihen 11, 24, 365–68
- Nachrananleihen 33
- Nullcouponanleihen 33
- *plain-vanilla corporate bonds* 9
- Rang in der Insolvenz 33
- Rechtswahl *siehe* Rechtswahl
- Staatsanleihen 9, 24, 132, 288
- *straight bonds* 4, 31
- Zinsgestaltung 31
- Anleiheorganisation *siehe* Debt
Governance
- Anleihereorganisation *siehe*
Reorganisation
- Anleiherestrukturierung *siehe*
Reorganisation
- Anleihefinanzierung *siehe* Reorganisation
- Anleihevertragsrecht
 - als Rechtswahlfaktor 121–41
 - Harmonisierung 158
 - Marktversagen 157
 - Pfadabhängigkeiten 123
 - prohibitive Effekte 131, 136, 138,
355, 380
 - Rechtswettbewerb 1–5, 91–94, 121–
41
 - Standardisierung 122
 - Vertragsfreiheit 31
- Anleihevertreter 214, 237–50, 259
 - Anreiz- und Risikostruktur 247
 - Berufshaftpflichtversicherung 342
 - *business judgment rule* 249, 348
 - Eignung 340–44
 - Haftung 247–49, 344–49
 - Informationsintermediär 226, 237,
330–32
 - Interessenkonflikte 244–47, 340–44
 - Offenlegungspflichten 342
 - Spezialisierungsvorteile 226, 244
 - ständige Institution 240–42, 325–29
 - Vergütung 250, 349–50
 - Verhandlungsintermediär 239, 332
 - Vertragsvertreter 240, 325, 338, 342,
393
 - Wahlvertreter 241, 326, 333, 338,
342, 393
 - zentralisierte Rechtsausübung 242–
44, 333–40
 - zentralisierte Überwachung und
Kontrolle 223–28
 - Zitronenmarktproblem 245
 - zwingende *Ex-ante*-Ernennung 325–
29
- Arbitrage 58
 - *debt shifting* 90
 - *profit shifting* 89
 - Regulierungsarbitrage 91–94
 - Standortarbitrage 87–91
 - Steuerarbitrage 90
- Auslandsanleihen 64, 389, 390
- Bail-in* 5
- Bankschuldverschreibungen 10
- Basel III 23
- Begebungsvertrag 27
- Behavioral biases* *siehe* *Behavioral
Finance*
- Behavioral Finance* 14
 - Kurzfristdenken 259, 382
 - *overoptimism* 259, 362
 - reaktive Abwertung 240
 - risikoaverses Verhalten 171, 227,
247, 297, 348
 - Unterschätzung von Risiken 259,
363, 382
 - Verhaltensanomalien (*behavioral
biases*) 362
- Beschlussanfechtung *siehe*
Beschlusskontrolle
- Beschlusskontrolle

- gemeinsame Interessen der Anleihegläubiger 235, 321
- räubische Anleihegläubiger 352
- Vollziehungssperre 351
- Blockholders* 181, 185
- Bondholder value* 166
- Börsenplätze 76, 78, 94, 104
- Breach of covenant* siehe *Covenants*
- Business judgment rule* 249, 348
- Centre of main interests* (COMI) 119
- Coase-Theorem* 186–87, 192
- Collective action clauses* siehe Kollektivhandlungsklauseln
- Company voluntary arrangement* 272
- Corporate bonds* siehe Anleihen und Unternehmensanleihen
- Corporate Governance 165–69
 - Debt Governance 168
 - Equity Governance 165
- Covenants* 135, 208–23, 389
 - *acceleration* siehe Vorfälligkeitskündigung
 - *Agency Theory of Covenants* 217–21
 - Auswirkungen auf Fremdkapitalkosten 217–21
 - *breach of covenant* 210, 216, 346
 - *change of control/ownership* 213
 - Drittverzugs Klauseln (*cross-default clauses*) 215
 - *events of default* 216
 - *financial covenants* 223
 - *gross-up clauses* 82, 137, 201
 - Kontroll- und Warnsystem 210
 - *materially prejudicial effect* 214
 - Negativklauseln 212, 221
 - *non-financial covenants* 211
 - Opportunitätskosten 219
 - *Pari-passu*-Klauseln 212
 - *poison-put provisions* 216
 - *reporting covenants* 211, 214
 - *signaling* 219
 - Verwendungshäufigkeit 221–23
- Credit default swaps* 195, 197
- Cross-default clauses* siehe Drittverzugs Klauseln
- Dauerschuldverhältnis 335
- Debt buy-back* 48
- Debt Governance 5–8, 34–35, 168
 - Anleiheorganisationsregeln 34–35
 - *covenants* 135
 - *Ex-post*-Opportunismus bei Nachverhandlungen 193–200
 - *Ex-post*-Opportunismus des Emittenten 172–80
 - Informationsasymmetrien 7, 147, 171, 173, 182, 195, 214, 224, 226, 238, 364
 - Kollektivhandlungsprobleme siehe Kollektivhandlungsprobleme
 - *Principal-agent*-Konflikt siehe *Principal-agent*-Konflikt
 - Rechtswettbewerb 121–41
 - Überwachungs- und Kontrolldefizit 180–83
- Debt shifting* 90
- Debt-Governance-Arrangements
 - Anleiheorganisationsregeln 69
 - Anleihevertreter 223–28, 237–50
 - Auswirkungen auf Fremdkapitalkosten 217–21, 250–53
 - *behavioral biases* siehe Behavioral Finance
 - *covenants* 208–23
 - elektronische Informationsübermittlung 307–14
 - Mindestorganisation der Anleihegläubiger 7, 302
 - Opportunitätskosten 219
 - Prinzip der kollektiven Bindung siehe Prinzip der kollektiven Bindung
 - Realisierung von Kooperationsgewinnen 206
 - *signaling* 219, 250
 - *trust* 138
 - Willensbildungs- und Beschlussorgan 230–36
 - zentralisierte Rechtsausübung 242–44, 242–44
 - zentralisierte Überwachung und Kontrolle 223–28
- Debt-to-equity swap* 48, 118, 265, 317
- Deikon*-Fall 339
- Delegated monitoring* siehe Anleihevertreter
- Disintermediation 25
- Distressed debt* 197
- Doppelbesteuerung 81
- Drittverzugs Klauseln 215

- Einstimmigkeitsprinzip 6, 232, 265, 282
 Emissionsabgaben 80
 Emissionsprogramme 111
 England und Wales 271–84
 – *acceleration* 279
 – *company voluntary arrangement* 272
 – Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen 273
 – Konsensquorum 275
 – Mehrheitsklauseln 274
 – *no-action clauses* 279
 – Repräsentanzquorum 275
 – *scheme of arrangement* 46, 140, 272
 – *trust corporations* 277
 – *trustee* 276–82
 Euroanleihemarkt 64–68, 64–68, 76, 365
 Euroanleihen (*Eurobonds*) 64, 65, 390
Events of default 216, 278, 293, 335, 343, 345, 370
Exempted offerings 73
Ex-post-Opportunismus 7
 – bei Nachverhandlungen 193–200
 – des Emittenten 172–80
 – *holdups* 200–202
 – *overinvestment* 178
 – *underinvestment* 179
 – unvollständige Verträge 134, 188, 200
 – Vermögens- und Risikoverschiebungen 172–80
 Externe Effekte
 – der Individualbefriedigung 205
 – der Kollektivhandlung 198
 – der Überwachung und Kontrolle 182
 Finanzierungsvehikel 79–86
Fiscal agent 276, 292
Floating-rate notes 32
Free-rider problem *siehe* Trittbrettfahrerverhalten
 Freigabeverfahren 133, 352
 Fremdemission 28, 367
 Fremdkapitalkosten
 – *Agency Theory of Covenants* 217–21
 – Agenturkosten 171, 173
 – Kollektivhandlungsklauseln 250–53
 – *legal bonding* 91
 – Quellensteuern 79–86
 Fristentransformation 21
 Fungibilität 22, 150, 354, 359, 391
 Gefangenendilemma 199
 Genussrechte 48
 Gerichtsstandswahl
 – ausschließlicher Gerichtsstand 152
 – Beschränkungen 150–53
 – Determinanten 96–144
 – *home bias* 112
 – Netzwerkeffekte 110–12
 – Paketentscheidung 97
 – Rechtsrahmen 72–73
 – Verbraucherschutz 150–53
 – Zitronenmarktproblem 154
 Gläubigerautonomie 232
 Gläubigergleichbehandlung 235, 320
 Gläubigerschutz *siehe* Investorenschutz
 Gläubigerversammlungen
 – elektronische Informationsübermittlung 307–14
 – Präsenzversammlungen 314
 – virtuelle Versammlungen 315
 – Willensbildungs- und Beschlussorgan 230–36
 Gleichbehandlungsgebot *siehe* Gläubigergleichbehandlung
 Globalurkunden 28, 287
Gross-up clauses 82, 137, 201
 Haftung
 – *business judgment rule* 249, 348
 – des Anleihevertreters 247–49, 344–49
 – nach SchVG 344–49
 – Prognoserisiko 248, 348
Haircuts 47
 Hedgefonds 176, 181, 195, 197
 Herdenverhalten *siehe* Kollektivhandlungsprobleme
 Herkunftslandprinzip 67, 120
 – Wahlmöglichkeiten 77–78
Hidden action 170
Hidden information 170
High-yield-Anleihen 4, 9, 32, 41, 76, 110, 142, 155, 176, 214, 221, 366, 391
Holdouts 45, 193–200, 230, 291
 – Informations-, Erwartungs- und Wahrnehmungsasymmetrien 194
 – widerstreitende Interessen 195
Holdups 200–202

- Home bias* 92, 98, 112
- Industrieobligationen 10
- Informationsasymmetrien 7, 226
 - ausländischer Anleger 311
 - bei der Anleihefinanzierung 147, 171, 173, 182, 214, 224, 238, 364
 - bei Nachverhandlungen 195
- Informationsintermediär *siehe* Anleihevertreter
- Inhaberschuldverschreibungen *siehe* Schuldverschreibungen
- Inhaltskontrolle von
 - Anleihebedingungen
 - Änderungsvorbehalte 357
 - Bereichsausnahme 368
 - Institutionalisiertes Klauselkontrollverfahren 369
 - Leistungsbestimmungsrechte 357
 - Mittelstandsanleihen 365–68
 - Modellanleihebedingungen 370–72
 - nach SchVG 354–60
 - prohibitive Effekte 131, 355
 - Schuldnerersatzungsklauseln 133, 136, 357, 380
 - Transparenzgebot 356
 - Verzicht *de lege ferenda* 360–69
 - Zitronenmarktproblem 361
- Inlandsanleihen 65, 391
- Insolvenzverfahren 2, 6, 11, 40, 43–45, 119, 194, 198, 344, 350
 - *centre of main interests* (COMI) 119
 - indirekte Kosten 44, 186
 - Reputationskosten 44
- Interessenkonflikte
 - Anleihevertreter 244–47, 340–44
 - *trustee* 277, 283, 293, 299
- International Capital Market Association* (ICMA) 123
- Internationale Anleihen 64, 391
 - Auslandsanleihen 64, 389, 390
 - Euroanleihen (*Eurobonds*) 64, 390
- Interpretive precedents* 128, 143, 379
- Investment-grade*-Anleihen 9, 22, 32, 41, 66, 221, 222, 391
- Investorenschutz 114–21
 - bei Gerichtsstandswahl 150–53
 - bei Rechtswahl 148–50
 - Beschlusskontrolle *siehe* Beschlusskontrolle
 - durch Gesellschaftsrecht 118
 - durch Kapitalmarktrecht 119
 - Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen *siehe* Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen
 - *Law-and-Finance*-Bewegung 114
 - Mehrheitsschutz vor Minderheiten 322–24
 - Minderheitenschutz 233–36, 320–22
 - nach SchVG 351–71
 - Rechtswettbewerb 114–21
- Kapitalmärkte
 - Aktienmärkte 22
 - Anleihemärkte *siehe* Anleihemärkte
 - Euroanleihemarkt *siehe* Euroanleihemarkt
 - Primärmarkt 393
 - Rentenmärkte *siehe* Anleihemärkte
 - Sekundärmarkt 191
- Kapitalverkehrsfreiheit 67
- Klagerechte *siehe* Kündigungs- und Klagerechte
- Kollektivhandlungsklauseln 233, 242, 389
 - Mehrheitsklauseln 132, 233, 250, 275, 392
 - *moral hazard* 250
 - *signaling* 250
- Kollektivhandlungsprobleme 185–205
 - Ausübung von Kündigungs- und Klagerechten 203–5
 - bei Nachverhandlungen 185–205
 - Durchsetzung von Zahlungsansprüchen 203–5
 - Einstimmigkeitsprinzip 6
 - Gefangenendilemma 199
 - Herdenverhalten 203–5
 - *holdouts* *siehe* *Holdouts*
 - *holdups* 200–202
 - Marktversagen 205, 228, 232
 - Mobilisierungshindernisse 191
 - rationale Apathie *siehe* Rational apathische Verhaltensweisen
 - Trittbrettfahrerverhalten 183, 197
 - Überwachungs- und Kontrolldefizit 180–83
- Kooperationsgewinne 206
- Kooperationspflichten 38, 48

- Koordinationsprobleme *siehe*
 Kollektivhandlungsprobleme
- Körperschaftsbesteuerung *siehe*
 Quellensteuern
- Kündigungs- und Klagerechte
- Dauerschuldverhältnis 335
 - drohende Zahlungsunfähigkeit 339
 - Herdenverhalten 203–5, 243
 - Kündigungsgründe *siehe Events of default*
 - *no-action clauses* 279, 296, 338
 - *rush to the exit* *siehe*
 Herdenverhalten
 - Vorfälligkeitskündigung 216, 242, 279, 296, 335, 336, 339, 346
 - zentralisierte Rechtsausübung durch Anleihevertreter 242–44, 333–40, 333–40
- Law-and-finance*-Forschung 114–17, 120
- Leistungsbestimmungsrechte 357, 370
- Leitbildcharakter
- SchVG 131, 134, 136, 143, 355, 370, 381
 - Schweizer Obligationenrecht 263
 - US-amerikanischer *Trust Indenture Act* 1939 288
- Leveraged buyouts* 176
- Losgrößentransformation 21
- Marktliche Kontrolle
- Disziplinierungsfunktion der Kapitalmärkte 153, 224, 365
 - Reputationsmechanismen 224, 252
- Marktschutzprinzip 119
- Marktversagen
- Anleihebedingungen 361
 - bei Nachverhandlungen 205, 228, 232
 - Eignung des Anleihevertreterers 245
 - Rechtswettbewerb im Anleihevertragsrecht 157
- Materially prejudicial effect* 214, 346
- Mehrheitsklauseln *siehe*
 Kollektivhandlungsklauseln
- Mehrheitsprinzip 132, 231, 233–36, 355
- Minderheitenschutz 233–36, 320–22
- Mindestorganisation der Anleihegläubiger 7, 302
- Mittelstandsanleihen 11, 24, 365–68
- Modellanleihebedingungen 370–72
- Moral hazard* 250
- Nachrangsanleihen 33
- Nachverhandlungen
- Auslöser 188–91
 - der Anleihebedingungen 6, 185–205
 - *Ex-post*-Opportunismus 193–200
 - Gefangenendilemma 199
 - Kollektivhandlungsprobleme *siehe*
 Kollektivhandlungsprobleme
 - Marktversagen 205
 - Transaktionskosten 205
- Negativklauseln 212, 221
- Netzwerkeffekte 110–12, 142, 154
- Netzwerkvorteile 110, 124, 379
- Neue Institutionenökonomie 13, 167
- Niederlassungsfreiheit 54
- No-action clauses* 279, 296, 338
- Nullcouponanleihen 33
- Öffentliche Güter 182, 197
- Opportunismus *siehe Ex-post*-
 Opportunismus
- Opportunitätskosten 219
- Opt-in* 137, 305, 316, 319
- Opt-out* 338
- Over the counter* 76
- Overinvestment* 178
- Pfadabhängigkeiten 62, 123, 155
- Pfandbriefe 65
- Pfleiderer*-Fall 137, 352, 380
- Pre-packaged plans* 46, 292
- Primärmarkt 393
- Principal-agent*-Konflikt 168, 170–84
- Agenturkosten 171, 173
 - *Ex-post*-Opportunismus des Emittenten 172–80
 - *holdups* 201
 - Überwachungs- und Kontrolldefizit 180–83
 - unvollständige Verträge 134, 188, 200
- Prinzip der kollektiven Bindung 230–36, 316–20
- Privatplatzierungen 73, 286
- Profit shifting* 89
- Prohibitive Effekte 131, 136, 138, 228, 230, 247, 355
- Prospektpflichten 73–77
- *exempted offerings* 73

- Q-Cells-Fall* 137, 352, 380
- Quellensteuern 79–86
 - Doppelbesteuerung 81
 - Zahlstellenanknüpfung 82
- Rating
 - Ausfallrisiko 32
 - *high-yield* siehe *High-yield*-Anleihen
 - *investment-grade* siehe *Investment-grade*-Anleihen
 - *Junk-bond*-Niveau 174, 213, 216
- Rational apathische Verhaltensweisen 363
 - bei Nachverhandlungen 192
 - bei Rechtswahl 147
 - bei Überwachung 180–83
- Rechtsgemeinschaft *sui generis* 39
- Rechtswahl
 - Anleiheorganisationsregeln 69
 - Beschränkungen 148–50
 - Determinanten 96–144
 - *home bias* 92, 98, 112
 - Netzwerkeffekte 110–12
 - Paketentscheidung 97
 - prohibitive Effekte 131, 136, 138, 355
 - Rechtsrahmen 69–71
 - *scheme of arrangement* 140
 - Verbraucherschutz 148–50
 - Wertpapierrechtsstatut 69
 - Zitronenmarktproblem 154
- Rechtswettbewerb
 - Arbitrage siehe Arbitrage
 - Ausprägungen im Anleihesegment 86–94
 - *debt shifting* 90
 - Delaware 104
 - der Reorganisationsregime 1–5
 - Determinanten 96–144
 - *discovery procedure* 60
 - Funktionsbedingungen 53–56
 - Funktionshemmnisse 61, 145–58
 - Gerichtsstandswahl siehe Gerichtsstandswahl
 - *home bias* 92, 98, 112
 - im Anleihevertragsrecht 1–5, 91–94
 - im Kapitalmarktrecht 91–94
 - im Steuerrecht 87–91, 94
 - Ineffizienzen 61
 - Investorenschutz 114–21
 - *Law-and-finance*-Forschung 114–17, 120
 - Marktmechanismus 54
 - Netzwerkeffekte 110–12, 142, 154
 - optimierte Fremdkapitalbedingungen 68
 - Pfadabhängigkeiten 62, 155
 - privatautonome Wahlmöglichkeiten 55, 69–79
 - *profit shifting* 89
 - prohibitive Effekte 131, 136, 138, 355
 - *Public-choice*-Probleme 61
 - Rechtswahl siehe Rechtswahl
 - Regulierungswettbewerb siehe Regulierungswettbewerb
 - Standortwettbewerb siehe Standortwettbewerb
- Reformperspektiven 373–78
- Regulierungswettbewerb 57
 - Netzwerkeffekte 154
 - Pfadabhängigkeiten 155
 - Regulierungsarbitrage 91–94
- Rentenmärkte siehe Anleihemärkte
- Reorganisation 40, 392
 - Ausfallrate von Emittenten 41
 - Außenseite einer Unternehmensreorganisation 12
 - *bail-in* 5
 - Beiträge von Anleihegläubigern 47–48
 - förmliche Insolvenzverfahren siehe Insolvenzverfahren
 - Hybridverfahren 47
 - *pre-packaged plans* 46, 292
 - Reorganisationsbedarf des Emittenten 40–47, 188–91
 - Reorganisationsmechanismen 43–47
 - *scheme of arrangement* 46, 140, 272
 - Unternehmensfortführung 42
 - vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren siehe Vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren
 - *workouts* 45
- Reputationskosten 44
- Restrukturierung 40, 392, siehe auch Reorganisation
- Rush to the exit* siehe Herdenverhalten

- Sanierung 41, 392, *siehe auch*
 - Reorganisation
- Sanierungskultur 384
- Sanierungsverfahren *siehe*
 - Vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren
- Scheme of arrangement* 46, 140, 272
- Schuldnerersatzungsklauseln 133, 136, 357, 380
- Schuldverschreibungen 392
 - abstraktes Schuldverhältnis 29
 - Anleihebedingungen *siehe* Anleihebedingungen
 - Begebungsvertrag 27
 - Dauerschuldverhältnis 335
 - Ersterwerb 27, 151
 - Globalurkunden 28, 287
 - Inhaberschuldverschreibungen 27
 - Skripturakt 27
 - Teilschuldverschreibungen 18
 - Übernahmevertrag (*underwriting agreement*) 28
 - Umlauf- und Kapitalmarktfähigkeit *siehe* Fungibilität
 - Vertragsfreiheit 31
 - Wertpapiersammelbank 28
 - Zweiterwerb 28, 151
- Schutzklauseln *siehe* *Covenants*
- SchVG
 - Anleihevertreter als Informationsintermediär 330–32
 - Anleihevertreter als Verhandlungsintermediär 332
 - Anwendungsbereich 137, 304–6, 381
 - Beschlusskontrolle 321, 351
 - *business judgment rule* 348
 - Eignung des Anleihevertreters 340–44
 - elektronische Informationsübermittlung 307–14
 - Ermächtigungslösung 316
 - gemeinsame Interessen der Anleihegläubiger 321
 - Haftung des Anleihevertreters 344–49
 - Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen 354–60
 - institutionalisiertes Klauselkontrollverfahren 369
 - Konsensquorum 322
 - Leitbildcharakter 131, 134, 136, 143, 355, 370, 381
 - Mehrheitsschutz vor Minderheiten 322–24
 - Minderheitenschutz 320–22
 - Mindestorganisation der Anleihegläubiger 7, 302
 - Modellanleihebedingungen 370–72
 - *opt-in* 137, 305, 316, 319
 - *opt-out* 338
 - Prinzip der kollektiven Bindung 316–20
 - Reformperspektiven 373–78
 - Repräsentanzquorum 322
 - Sonderprivatrecht 35
 - ständiger Anleihevertreter 325–29
 - Transparenzgebot 356
 - Vergütung des Anleihevertreters 349–50
 - Vertragsvertreter 338, 342
 - vorinsolvenzliches Spezialverfahren 47
 - Wahlvertreter 326, 333, 338, 342
 - zentralisierte Rechtsausübung 333–40
- Schweizer Obligationenrecht 261–70
 - Anleihevertreter 266
 - Anwendungsbereich 262
 - Genehmigungserfordernis 266
 - Gläubigergemeinschaft 264
 - Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen 263
 - Leitbildcharakter 263
- Securities and Exchange Commission* 285
- Sekundärmärkte 191, 393
- Signaling* 219, 250
- Skripturakt 27
- Solvency II* 23
- Spieltheorie 14
 - Gefangenendilemma 199
- Staatsanleihen 9, 24, 132, 288
- Standortwettbewerb 56
 - Standortarbitrage 87–91
 - Steuerarbitrage 90
- Strukturierte Befragungen 97–101
- Such- und Wechselkosten 155

- Teilschuldverschreibungen *siehe*
 - Schuldverschreibungen
- Transaktionskosten 186
 - der Entscheidungsfindung 203
 - der Nachverhandlung 205
- Transaktionskostenökonomik 13, 167
 - *Coase*-Theorem 186–87, 192
 - Transaktionskosten *siehe* Transaktionskosten
- Transparenzgebot 356
- Transparenzpflichten 73–77
- Trittbrettfahrerverhalten 183, 197
- Trust* 138, 271
- Trust corporations* 277, 343
- Trustee* 343
 - England und Wales 276–82
 - *institutional trustee* 293
 - Interessenkonflikte 277, 283, 293, 299
 - *supertrustee* 300
 - *trust corporations* 277, 343
 - US-amerikanischer *indenture trustee* 292–98
 - zentralisierte Rechtsausübung 333–40
- Trust*-Urkunden 30, 102
 - *trust deed* 271, 281, 393
 - *trust indenture* 285, 393
- Übernahmevertrag (*underwriting agreement*) 28
- Umtauschangebote 291, 317
- Underinvestment* 179
- Underwriting agreement* *siehe* Übernahmevertrag
- Unternehmensanleihen 4, 9, 18, 27, 67, 104, 222, 305, *siehe auch* Anleihen
 - Bankschuldverschreibungen 10
 - Emissionsvolumen 19, 23
 - Industrieobligationen 10
 - Mittelstandsanleihen *siehe* Mittelstandsanleihen
- Unternehmensfinanzierung
 - Außenfinanzierung 18
 - Bedeutung der Anleihefinanzierung 22–25
 - Disintermediation 25
 - durch Anleihen 18–21
 - Fristentransformation 21
 - Innenfinanzierung 19
 - Losgrößentransformation 21
- Unternehmensfortführung 42
- Unternehmensreorganisation *siehe* Reorganisation
- Unternehmenssanierung *siehe* Reorganisation
- Unvollständige Verträge 134, 188, 200
- US-amerikanischer *Trust Indenture Act* 1939 285–301
 - *acceleration* 296
 - Anwendungsbereich 157, 285
 - *Equity*-Grundsätze 288
 - *exit consents* 291
 - *indenture trustee* 292–98
 - Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen 288
 - *institutional trustee* 293
 - Leitbildcharakter 288
 - Mehrheitsklauseln 290
 - *no-action clauses* 296
 - *Post-default*-Phase 293
 - *Pre-default*-Phase 294
 - *Revised Model Simplified Indenture* 288
 - *supertrustee* 300
 - Umtauschangebote 291
 - *unanimous consent matters* 290
- Verbraucherschutz *siehe* Investorenschutz
- Verhaltensanomalien *siehe Behavioral Finance*
- Verhandlungsintermediär *siehe* Anleihevertreter
- Vertragsvertreter *siehe* Anleihevertreter
- Vollziehungssperre 351
- Vorfälligkeitskündigung *siehe* Kündigungs- und Klagerechte
- Vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren 45–47, 140–41
 - Hybridverfahren 47
 - *pre-packaged plans* 46, 292
 - *scheme of arrangement* 46, 140, 272
 - SchVG 47
 - vorinsolvenzliches Restrukturierungsgesetz 383
- Vulture funds* 197, 291
- Wahlvertreter *siehe* Anleihevertreter
- Wertpapierrechtsstatut 69
- Wertpapiersammelbank 28

Wertpapierverwahrung 308
– Informationsdurchleitung 308
– Verwahrkette 308
Wholesale-Emissionen 74, 329
Workouts 45
Zahlstelle 29, 82, 308, 393

Zitronenmarktproblem 245
– bei Anleihebedingungen 361
– bei Rechts- und Gerichtsstandswahl
154
– Eignung des Anleihevertreters 245