

JULIAN FRANKE

Credit Default Swap- Aktivismus

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
140*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

140



Julian Franke

Credit Default Swap- Aktivismus

Eine ökonomische Analyse und rechtliche Bewertung
der Einflussnahme von Credit Default
Swap-Investoren auf Unternehmen

Mohr Siebeck

Julian Franke, geboren 1995; Studium der Rechtswissenschaft an der Humboldt-Universität zu Berlin und am Trinity College Dublin; 2019 Erste Juristische Prüfung; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Wirtschaftsrecht der Humboldt-Universität zu Berlin; Rechtsreferendariat am Kammergericht Berlin; 2025 Promotion und Zweite Juristische Prüfung.
orcid.org/0009-0003-7184-5238



Die Veröffentlichung wurde gefördert aus dem Open-Access Publikationsfonds der Humboldt-Universität zu Berlin.

ISBN 978-3-16-200276-1 / eISBN 978-3-16-200277-8
DOI 10.1628/978-3-16-200277-8

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-44802
(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar. Zugl.: Berlin, Humboldt-Universität zu Berlin, Juristische Fakultät, Dissertation 2025, u. d. T. CDS-Aktivismus – Eine ökonomische Analyse und rechtliche Bewertung der Einflussnahme von Credit Default Swap-Investoren auf Unternehmen.

2026 Mohr Siebeck Tübingen.

© Julian Franke



Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung 4.0 International“ (CC BY 4.0)

Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>. Jede Verwertung die nicht von der genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Urhebers unzulässig und strafbar. Das Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Satz: SatzWeise, Bad Wünnenberg. Gedruckt auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Wintersemester 2024/2025 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Sie entstand im Wesentlichen während meiner dortigen Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur sind bis August 2025 berücksichtigt. Auch die Weblinks wurden zu diesem Zeitpunkt zuletzt abgerufen. Die Arbeit wurde mit dem Promotionspreis der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin 2025 im Fachgebiet Zivilrecht und dem Förderpreis 2025 der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland ausgezeichnet.

Mein Dank gilt an erster Stelle meinem Doktorvater Prof. Dr. Lars Klöhn, an dessen Lehrstuhl ich während meiner Forschung als wissenschaftlicher Mitarbeiter tätig sein durfte. Er hat nicht nur den Entstehungsprozess dieser Arbeit stets unterstützend begleitet und mir den notwendigen wissenschaftlichen Freiraum bei der Wahl des Themas und beim Verfassen der Arbeit gewährt, sondern mich darüber hinaus durch sein wissenschaftliches Selbstverständnis als akademischer Lehrer entscheidend in meinem (rechtlichen) Denken geprägt und inspiriert. Prof. Dr. Christoph Paulus danke ich herzlich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens sowie für wertvolle Anmerkungen zu der Arbeit und Prof. Dr. Andreas Nelle für die Übernahme des Prüfungsvorsitzes bei der Disputation. Bei den Herausgebern bedanke ich mich für die Aufnahme in ihre Schriftenreihe.

Für ihre hilfreiche Kritik zu dieser Arbeit danken möchte ich zudem Professor of Law Gina-Gail S. Fletcher, Prof. Dr. Giesela Rühl, der zu früh verstorbenen Prof. Dr. Heike Schweitzer, Prof. Dr. Andreas Engert, Professor of Finance Andrea Gamba sowie Prof. Dr. Moritz Renner.

Der Studienstiftung des deutschen Volkes bin ich für ihre finanzielle und ideelle Förderung während des Studiums und der Promotion ausgesprochen dankbar, die mir meine akademische Ausbildung in dieser Form erst ermöglicht hat.

Die Stiftung Geld und Währung sowie der Open-Access-Publikationsfonds der Humboldt-Universität zu Berlin haben die Veröffentlichung der Arbeit finanziell erheblich gefördert, wofür ich mich ebenfalls herzlich bedanke.

In besonderem Maße beeinflusst haben diese Arbeit und meine Jahre am Lehrstuhl Lola Witt, Dr. Jannik Adam, Dr. Jakob Jochmann, Dr. Nils Weinberg

und Jacob Zell. Ihnen danke ich in freundschaftlicher Verbundenheit für zahlreiche anregende Diskussionen und eine großartige gemeinsame Zeit.

Der größte Dank gilt jedoch meiner Familie und meiner Partnerin Mila, die mich nicht nur bei dieser Arbeit, sondern stets liebevoll und bedingungslos unterstützt haben. Meine insofern herausragende Dankbarkeit gegenüber meiner Mutter Steffi Franke für ihre aufopferungsvolle lebenslange Förderung vermag ich schlicht nicht in Worte zu fassen. Ihr ist dieses Buch gewidmet.

Berlin, im Januar 2026

Julian Franke

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXI
<i>Einleitung</i>	1
§ 1 Definition des Themas und Forschungsstand	1
§ 2 Forschungsprogramm	4
§ 3 Gang der Untersuchung	6
§ 4 Methodik	7
<i>Teil 1: Grundlagen</i>	9
§ 1 CDS	9
§ 2 Aktivismus	35
§ 3 CDS-Aktivismus	46
<i>Teil 2: Net-short-Sabotage</i>	51
§ 1 Problembeschreibung	51
§ 2 Ökonomische Analyse	80
§ 3 Rechtliche Bewertung	92
<i>Teil 3: Kooperative Strategien</i>	237
§ 1 Problembeschreibung	237
§ 2 Ökonomische Analyse	249
§ 3 Rechtliche Bewertung	272
<i>Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse</i>	379
Literaturverzeichnis	393
Stichwortverzeichnis	415

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
<i>Einleitung</i>	1
§ 1 Definition des Themas und Forschungsstand	1
§ 2 Forschungsprogramm	4
§ 3 Gang der Untersuchung	6
§ 4 Methodik	7
<i>Teil I: Grundlagen</i>	9
§ 1 CDS	9
A. Überblick	9
B. Rechtliche Rahmenbedingungen	11
I. Rechtsnatur	11
II. Vertragsarchitektur	12
1. Rahmenverträge	13
a) Überblick	13
b) Gründe der Nutzung	14
2. <i>Definitions</i>	14
a) Überblick	14
b) Kreditereignisse	15
III. Abwicklung	17
1. Credit Derivatives Determinations Committees	17
2. Abwicklungsmethoden	18
a) <i>Physical settlement</i>	18
b) <i>Cash settlement</i>	19
c) <i>Auction settlement</i>	19
IV. Aufsichtsrechtlicher Rahmen	20
1. Verbot ungedeckter CDS	20
2. Zentrales Clearing	21

3. Transparenz- und Meldepflichten	22
4. Ausweitung des Marktmissbrauchsrechts	23
V. Insolvenzrechtliche Transparenzpflichten	24
C. Struktur und Volumen des CDS-Markts	24
D. Ökonomische Bedeutung	26
I. Motive für den Einsatz	26
1. Risikoabsicherung	26
2. Risikodiversifikation	27
3. Spekulation	28
4. Arbitrage	29
II. Nutzen des Einsatzes	29
1. Beitrag zur Vervollkommnung des Kapitalmarkts	29
2. Beitrag zur Vervollständigung des Kapitalmarkts	31
III. Kosten des Einsatzes	32
1. Vergabe unprofitabler Kredite und reduziertes Monitoring	32
2. Systemische Risiken	33
3. Transaktionskosten	34
4. Anreizverzerrungen	35
§2 Aktivismus	35
A. Überblick	35
I. Begriffliches	35
II. Differenzierungskriterien	37
B. <i>Distressed debt investing</i>	38
I. Passive Strategien	39
II. Aktive Strategien	40
1. Kontrollorientierte Strategien	40
2. Nicht-kontrollorientierte Strategien	41
a) Konstruktive Strategien	41
b) Destruktive Strategien	42
aa) Anfechtung von Restrukturierungsbeschlüssen	42
bb) Kündigungsgläubiger	42
cc) Holdout-Strategie	43
dd) Breach-tax-Strategie	43
ee) Net-short-Sabotage	44
C. Kooperative Strategien	45
§3 CDS-Aktivismus	46
A. Charakteristika	47
B. Bisherige Kategorisierungen	47

<i>Teil 2: Net-short-Sabotage</i>	51
§1 Problembeschreibung	51
A. Liquidation oder Sanierung	51
B. <i>Empty creditor</i>	54
I. Beeinträchtigung der vorinsolvenzlichen Restrukturierung	55
II. Ineffiziente Nutzung der Gläubigerrechte im Insolvenzverfahren	56
III. Lösungsvorschläge	59
C. <i>Net short creditor</i>	60
I. Abgrenzung <i>net short creditor</i> und <i>empty creditor</i>	61
II. Mögliche Sabotagetaktiken	62
1. Kündigung aufgrund einer vergangenen Verletzung der <i>Covenants</i>	63
2. Blockade eines Restrukturierungsversuchs	63
III. Praxisfälle	64
1. Sabotagetaktik „Kündigung“	64
a) Windstream	64
b) Lyondell Chemical	67
2. Sabotagetaktik „Blockade“	67
IV. Zweifel an der Plausibilität der Net-short-Sabotage	68
1. Skepsis nach dem Coase-Theorem	68
2. Alternative Erklärung der Praxisfälle (Breach-tax- Strategie)	71
3. Bewertung	72
a) Liquiditätsquellen und ihre Verhandlungshindernisse	73
aa) Verhandlungshindernisse für die Sicherungsgeber	73
bb) Verhandlungshindernisse für die übrigen Gläubiger	74
cc) Verhandlungshindernisse für die Gesellschafter	75
dd) Keine Überwindung der Verhandlungshindernisse	75
b) Kombination der Strategien	77
c) Fehlende Überzeugungskraft der alternativen Erklärung	77
4. Ergebnis	80
§2 Ökonomische Analyse	80
A. Wohlfahrtsverluste durch Insolvenzen	80
B. Effekte der Durchsetzung von Gläubigerrechten durch Hedgefonds	81
I. Austausch des Underenforcement-Problems durch das Selective-enforcement-Problem	82
1. Underenforcement-Problem	82
2. Selective-enforcement-Problem	83
3. Zwischenergebnis	84
II. Unvollständige Verträge	85
1. Zweck der vertraglichen Kündigungsrechte	86
2. Konträres Ziel des Net-short-Saboteurs	89

III. Ergebnis	90
C. Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des CDS- und Anleihemarkts	90
D. Fazit	91
§ 3 Rechtliche Bewertung	92
A. Lösung durch Vertragsgestaltung?	92
I. Überblick	93
II. Beispiele und Verbreitung der Anti-net-short-Klauseln	93
III. Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland	96
1. Übertragungsbeschränkungen	97
a) Darlehensforderungen	97
b) Anleihen	100
2. Kündigungsbeschränkungen und Stimmrechtsverbote	100
a) Darlehensforderungen	100
b) Anleihen	103
3. Absolute Ausschlussfrist	106
a) Darlehensforderungen	106
b) Anleihen	108
4. Zusammenfassung	108
IV. Effektivität	109
B. Allgemeines Zivilrecht	112
I. Vorüberlegungen	112
1. Aufgabe des Vertragsrechts	112
2. Wie sollten Verträge ausgelegt werden?	113
a) Textualismus vs. Kontextualismus	114
b) Füllen von Vertragslücken	114
c) Kontextualistische Interpretation bei Standardverträgen	116
d) <i>Market design</i> durch Rahmenverträge	117
e) Gerichtliche Auslegungspraxis	118
f) Bewertung	119
aa) Herauskontrahieren aus dem <i>penalty default</i>	119
bb) „ <i>Stickiness</i> “ von Vertragsklauseln	120
(1) Prinzipal-Agenten-Konflikte	121
(2) Zeitdruck, Spezifikationskosten und Trittbrettfahrerproblem	122
(3) Koordinierungskosten und zentrale Normsetzerin	123
(4) Kompartimentalisierung von Wissen	123
(5) Ergebnis	124
cc) <i>Contractual arbitrage</i>	124
dd) Analytische Schwachstelle des Textualismus	126
ee) Fähigkeit von Richtern zur effizienten Vertragsausfüllung	127
ff) Kosten der Entscheidungsfindung	128

gg) Übermäßig interventionistische Richter vs. <i>contractual arbitrage</i>	128
hh) Fazit	129
3. Dogmatische Instrumente	130
4. Zusammenfassung	133
II. Sabotagetaktik „Kündigung“	134
1. Beziehung zwischen Gläubiger und Schuldner	134
a) Anwendbares Recht und Gerichtsstand	134
b) Besondere Treuepflichten	138
c) Rechtsmissbrauchsverbot	139
aa) <i>Venire contra factum proprium</i>	140
bb) Fehlendes schutzwürdiges Eigeninteresse	141
cc) Hypothetischer Parteiwille	142
(1) Abweichendes Ergebnis beim <i>empty creditor</i>	145
(2) Zwischenergebnis	147
dd) Ergebnis	147
d) Schadensersatzpflicht	147
e) Seitenblick auf das US-amerikanische Recht	149
f) Fortwirkung in der Insolvenz	150
2. Beziehung zwischen aktivistischem Investor und CDS-Gegenparteien	151
a) Anwendbares Recht und Gerichtsstand	151
b) Vertragsrechtliche Bewertung	153
aa) <i>Additional representation</i>	153
bb) Self-interest-Klausel	153
(1) Keine AGB-Kontrolle von CDS-Verträgen	154
(2) Good Hill-Fall	155
(a) Sachverhalt und Entscheidung	156
(b) Entscheidungsgründe	157
(3) Gutachten von <i>Pickel</i> und <i>User's Guide Credit Derivatives Definitions</i>	158
(4) BGH-Rechtsprechung	159
(5) Bedeutungsgehalt der Klausel und Anwendung auf die Net-short-Sabotage	160
cc) Ergebnis	163
c) Deliktische Ansprüche	163
3. Beziehung zwischen den Gläubigern	163
a) Gesellschaftliche oder gesellschaftsähnliche Verbindung	164
b) § 826 BGB	167
aa) Materielles Recht	167
bb) Internationale Gerichtszuständigkeit	169
(1) Abgrenzung EuInsVO und EuGVVO	169
(a) Relevante Rechtsprechung des EuGH	170
(b) Anwendung	171
(2) Gerichtsstände der EuGVVO	173

(a)	Allgemeiner Gerichtsstand	173
(b)	Gerichtsstand der unerlaubten Handlung	173
(3)	Gerichtsstände der ZPO	178
(a)	Allgemeiner Gerichtsstand	178
(b)	Gerichtsstand der unerlaubten Handlung	178
cc)	Anwendbares Recht	179
dd)	Ergebnis	182
c)	Seitenblick auf das US-amerikanische Recht	182
III.	Sabotagetaktik „Blockade“	184
1.	Beziehung zwischen Gläubiger und Schuldner	184
2.	Beziehung zwischen aktivistischem Investor und CDS-Gegenparteien	187
3.	Beziehung zwischen den Gläubigern	188
IV.	Rechtsdurchsetzung und diesbezüglicher Regelungsbedarf	190
C.	Kapitalmarktrecht	191
I.	Anwendbarkeit der MAR	191
II.	Insiderhandelsverbot	193
1.	Erwerb von Finanzinstrumenten	193
2.	Insiderinformation	193
a)	Informationsgegenstände	194
aa)	Grundlage der Sabotagestrategie	194
bb)	Sabotageabsicht und daraus folgende Umstände	194
b)	Nicht öffentlich bekannt	197
c)	Kursrelevanz	197
3.	Verfügen über Insiderinformation	198
4.	Nutzung der Insiderinformation	198
a)	Kauf der Anleihe	199
b)	Abschluss des CDS-Geschäfts	199
aa)	Aktivistische Investmentstrategien und Zweck des Insiderhandelsverbots	199
(1)	Informationeller Aktivismus	200
(2)	Operativer Aktivismus	200
(3)	Insiderrechtliche Bewertung von Aktivismus im Schrifttum	201
bb)	Diskussion	203
(1)	Unterscheidung nach der Auswirkung auf die Gesamtwohlfahrt	204
(2)	Unterscheidung nach der rechtlichen Zulässigkeit der Einflussnahme	207
(3)	Unterscheidung nach dem Konzept von <i>Lombardo</i>	208
(4)	Position der Aufsichtsbehörden	208

(5) Lösung: Kein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot bei operativem Aktivismus	209
(a) Wertungen aus anderen europäischen Rechtsakten	209
(b) Keine Kausalität, sondern einheitlicher Entschluss	211
(c) Property-rights-Theorie an Informationen	212
c) Zwischenergebnis	213
5. Ergebnis	214
III. Marktmanipulationsverbot	214
1. Handelsgestützte Marktmanipulation durch den Erwerb der Anleihen	214
a) Schutzzweck von Art. 12 Abs. 1 lit. a) i) MAR	215
b) Irreführendes Signal effektiver Geschäfte	216
aa) Absichtserfordernis	216
bb) Art. 13 MAR und teleologische Reduktion	217
cc) Stellungnahme	217
c) Anwendung	219
2. Handelsgestützte Marktmanipulation durch den Erwerb des CDS	220
a) Signalwirkung bei OTC-Transaktionen	221
b) Keine Täuschung durch Abschluss des CDS	222
3. Handlungsgestützte Marktmanipulation durch den Sabotageakt	225
a) Vergleich mit manipulativer Praxis „Creation of a floor or a ceiling in the price pattern“	226
b) Erfordernis eines täuschenden Elements bei handlungsgestützten Marktmanipulationen	227
c) Täuschung durch den Sabotageakt	231
d) Keine Lösung des Problems	233
4. Ergebnis	234
IV. Seitenblick auf das US-amerikanische Recht	234
<i>Teil 3: Kooperative Strategien</i>	<i>237</i>
§ 1 Problembeschreibung	237
A. Grundgedanke der Strategien	237
B. Kategorisierung und Praxisbeispiele	238
I. Strategie „Herbeiführung eines Kreditereignisses“	238
1. Codere	239
2. Hovnanian	240

II. Strategie „Vermeidung eines Kreditereignisses“	242
1. Überbrückungshilfe	242
a) Radioshack	243
b) Norske Skog	244
2. <i>Orphaning</i>	247
a) McClatchy	247
b) Matalan	249
 §2 Ökonomische Analyse	 249
A. Innovativer Kapitalzugang oder ineffiziente Kapitalallokation?	250
I. Innovativer Kapitalzugang	250
II. Ineffiziente Kapitalallokation	250
1. Strategie „Vermeidung eines Kreditereignisses“	251
aa) Studienlage zum Fortführungs- und Liquidationswert insolvenzbedrohter Unternehmensträger	253
bb) Liquiditätszufuhr durch den Sicherungsgeber	255
2. Strategie „Herbeiführung eines Kreditereignisses“	257
III. Fazit	257
B. Geschädigte neben den CDS-Gegenparteien	257
C. Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des CDS-Markts	258
D. Beeinträchtigung des Informationswerts von CDS	260
E. Lösung des Empty-creditor-Problems?	261
I. Strategie „Herbeiführung eines Kreditereignisses“	262
II. Strategie „Vermeidung eines Kreditereignisses“	262
1. Theoretische Modellierung von <i>Danis</i> und <i>Gamba</i>	262
2. Kritik	263
a) Keine Berücksichtigung von ungedeckten CDS-Positionen	263
b) Annahme von Informationssymmetrie	265
c) Keine Berücksichtigung der möglichen ineffizienten Kapitalallokation	266
F. Korrektur durch Marktmechanismen	268
I. Bilaterale Vertragsänderungen	268
II. Verhandlungen nach Vertragsabschluss	269
III. Boykott	270
G. Fazit und Ausblick auf die Kalibrierung rechtlicher Verbotstatbestände	271

§ 3 Rechtliche Bewertung	272
A. Zivilrecht	273
I. Beziehung zwischen aktiver CDS-Partei und CDS- Gegenparteien	273
1. Vertrags- und deliktsrechtliche Bewertung	273
a) Überblick	273
b) Strategie „Herbeiführung eines Kreditereignisses“	276
aa) Vertragsrechtliche Bewertung	276
(1) Vorteilsanrechnung bei Dealern	278
(2) Zwischenergebnis	279
bb) Deliktsrechtliche Bewertung	280
(1) § 826 BGB	280
(2) Internationale Gerichtszuständigkeit und anwendbares Recht	281
(3) Seitenblick auf das US-amerikanische Recht	283
c) Strategie „Vermeidung eines Kreditereignisses“	283
2. Narrowly Tailored Credit Event Supplement der ISDA	284
a) Überblick	285
b) Regelungsinhalt	286
c) Bewertung	288
aa) Credit-deterioration-Erfordernis	288
bb) Ausnahmetatbestand	291
cc) Fazit	292
3. Zusammenfassung	293
II. Beziehung zwischen aktiver CDS-Partei und Gläubigern des Referenzunternehmens	295
1. Strategie „Vermeidung eines Kreditereignisses“	295
a) Materielles Recht	295
aa) Überblick	295
bb) Kriterien der Insolvenzverschleppungshaftung in der bisherigen Rechtsprechung	296
(1) Sittenwidrigkeit	297
(a) Krise des Unternehmens	297
(b) Eigennutz	297
(c) Sorgfaltswidrig	297
(d) Sonderfall: Überbrückungskredit	298
(2) Schädigungsvorsatz	299
(3) Schaden	300
(a) Altgläubiger	300
(b) Vertragliche Neugläubiger	301
cc) Änderungen durch Restrukturierungsrichtlinie und StaRUG	302
(1) Ungeregelte Sanierung als Sittenverstoß per se	303

(2) Auswirkungen auf die richterrechtlich geprägten Sorgfaltsanforderungen	304
(3) Erstreckung der Privilegierungswirkung auf die drohende Zahlungsunfähigkeit	305
dd) Anmerkungen aus dem Schrifttum und eigene Position	306
(1) Grund der Haftung und alternative Haftungs- kriterien	306
(2) Sonderfall: Überbrückungskredit	307
(3) Zeitpunkt der Haftung	308
ee) Anwendung	310
(1) Bewertung nach den Haftungskriterien der Rechtsprechung	311
(2) Bewertung nach den Haftungskriterien von <i>Engert</i>	312
(3) Modifikation der Haftungskriterien von <i>Engert</i> speziell für CDS-Sicherungsgeber	313
(4) Ausschluss der Haftung durch Offenlegung der CDS-Position	315
(5) Rechtsdurchsetzung und diesbezüglicher Regelungsbedarf	316
(6) Zusammenfassung	317
b) Internationale Gerichtszuständigkeit	318
aa) Abgrenzung EuInsVO und EuGVVO	318
(1) Altgläubiger	318
(2) Neugläubiger	320
(3) Ergebnis	320
bb) Gerichtsstände der EuGVVO	321
(1) Allgemeiner Gerichtsstand	321
(2) Gerichtsstand der unerlaubten Handlung	321
(a) Erfolgsort	321
(b) Handlungsort	324
cc) Gerichtsstände der ZPO	324
(1) Allgemeiner Gerichtsstand	325
(2) Gerichtsstand der unerlaubten Handlung	325
(a) Erfolgsort	325
(b) Handlungsort	326
c) Anwendbares Recht	326
d) Seitenblick auf das US-amerikanische Recht	328
2. Strategie „Herbeiführung eines Kreditereignisses“	330
a) Materielles Recht	330
b) Internationale Gerichtszuständigkeit und anwendbares Recht	332
c) Seitenblick auf das US-amerikanische Recht	333

B. Kapitalmarktrecht	333
I. SEC-Rule als Antwort auf kooperative Strategien	334
1. Entwicklungsgeschichte	334
2. Regelungen	334
a) Preismanipulationsverbot gem. Rule 9j-1(a)(6)	335
b) Transparenzfordernis gem. Rule 10B-1(a)	337
3. Bedeutung für europäische Marktteilnehmer	338
4. Bewertung	339
a) Allgemeines	339
b) Rule 9j-1(a)(6)	340
aa) Strategie „Herbeiführung eines Kreditereignisses“	342
bb) Strategie „Vermeidung eines Kreditereignisses“	343
c) Rule 10B-1	344
5. Fazit	348
II. Europäisches Kapitalmarktrecht	349
1. Anwendbarkeit	350
2. Insiderhandelsverbot	350
a) Erwerb bzw. Veräußerung von Finanzinstrumenten	351
b) Insiderinformation	351
aa) Informationsgegenstände	351
(1) Grundlage der kooperativen Strategie	351
(2) Absicht und Umsetzung der kooperativen Strategie	353
bb) Nicht öffentlich bekannt	354
cc) Kursrelevanz	354
c) Verfügen über Insiderinformation	355
d) Nutzung der Insiderinformation	355
aa) Absicht und Umsetzung der kooperativen Strategie	355
bb) Grundlage der kooperativen Strategie	356
e) Ergebnis	357
3. Marktmanipulationsverbot	357
a) Handelsgestützte Marktmanipulation durch den Erwerb des CDS	357
b) Handlungsgestützte Marktmanipulation	359
aa) Vorrang des Gesellschaftsrechts	360
bb) Vergleich mit manipulativer Praxis „Creation of a floor or a ceiling in the price pattern“	361
cc) Künstliches Kursniveau gem. Art. 12 Abs. 1 lit. a) ii) MAR	362
dd) Irreführung gem. Art. 12 Abs. 1 lit. a) i) MAR bzw. Täuschung gem. Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR	363
(1) Informationsniveau durch Ad-hoc-Meldungen	363
(2) Irreführung bzw. Täuschung über das Motiv der tatsächlichen Handlung	366
(3) Keine Lösung des Problems	369

c) Ergebnis	369
C. Regelungsbedarf	369
I. Effektivierte private Rechtsdurchsetzung durch ein Transparenzregime für CDS-Positionen	371
II. Staatlich durchzusetzendes Verbot	374
III. Komplementärer Regelungsansatz	376
 <i>Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse</i>	 379
 Literaturverzeichnis	 393
Stichwortverzeichnis	415

Abkürzungsverzeichnis

A.2d	Atlantic Reporter, Second Series
A.D.3d	Appellate Division Reports, Third Series
a. A.	anderer Ansicht
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Zeitschrift für deutsches, europäisches und internationales Aktien-, Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGBG	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
al.	alia
Am. Bankr. Inst. J.	American Bankruptcy Institute Journal
Am. Bankr. Inst. L. Rev.	American Bankruptcy Institute Law Review
Am. Econ. J.: Microecon.	American Economic Journal: Microeconomics
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. L. & Econ. Rev.	American Law and Economics Review
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
Annu. Rev. Fin. Econ.	Annual Review of Financial Economics
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Artt.	Artikel (Plural)
AT	Allgemeiner Teil
Aug.	August
B.J.I.B. & F.L.	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
B.R.	West's Bankruptcy Reporter
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bankr. D. Del.	Bankruptcy Court for the District of Delaware
Bankr. D. New Jersey	Bankruptcy Court for the District of New Jersey
Bankr. S. D. Ohio	Bankruptcy Court for the Southern District of Ohio
Bankr. S.D. Fla.	Bankruptcy Court, Southern District of Florida
Bankr. S.D.N.Y.	Bankruptcy Court for the Southern District of New York
BB	Betriebs-Berater
BeckOGK	Beck-online Großkommentar
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Begr.	Begründer/Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof/Bundesgerichtshofes
BGHST	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Strafsachen

BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law
BR-Drs.	Bunderatsdrucksache
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus. Law.	Business Lawyer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
C. A.	United States Court of Appeals
CA	Court of Appeal of England and Wales
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cambridge L.J.	Cambridge Law Journal
Cardozo J. Conflict Resol.	Cardozo Journal of Conflict Resolution
CCM	Credit and Capital Markets
CDS	Credit Default Swap/Credit Default Swaps
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
Cir.	Circuit
Civ	Civil
CMLJ	Capital Markets Law Journal
Co.	Compagnie/Company
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
COMI	Center of Main Interests
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 179
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl. EU Nr. L 176 v. 27.06.2013, S. 1
DC	Credit Derivatives Determinations Committee
DCs	Credit Derivatives Determinations Committees
Dec.	December
Del.	Delaware Supreme Court
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery
DeIVO 2016/522	Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17. Dezember 2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschub zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften, ABl. EU Nr. L 88 v. 5.4.2016, S. 1

DJT	Deutscher Juristentag
Doc.	Document
DRV	Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte
Duke L.J.	Duke Law Journal
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche
EMA	European Master Agreement
EMEA	Europe, Middle East and Africa
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU Nr. L 201 v. 27.07.2012, S. 1
ESMA	European Securities and Markets Authority
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGVVO	Verordnung (EU) Nr. 1215/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2012 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen, ABl. Nr. L 351 v. 20.12.2012, S. 1
EuInsVO	Verordnung (EU) 2015/848 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2015 über Insolvenzverfahren, ABl. Nr. L 141 v. 5.6.2015, S. 19
Eur. Econ. Rev.	European Economic Review
Eur. Fin. Manag.	European Financial Management
Eur. J. Leg. Stud.	European Journal of Legal Studies
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWCA	England and Wales Court of Appeal
EWHC	England and Wales High Court
EZB	Europäische Zentralbank
F. Supp.	Federal Supplement
F2d	Federal Reporter, Second Series
F3d	Federal Reporter, Third Series
FCA	Financial Conduct Authority
Feb.	February
Fed. Reg.	Federal Register
Fin. Rev.	Financial Review
Fn.	Fußnote
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate & Financial Law
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
grds.	grundsätzlich
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. J.L. & Pub. Pol'y	Harvard Journal of Law and Public Policy

Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance	Harvard Law School Forum on Corporate Governance
HGB	Handelsgesetzbuch
h. M.	herrschende Meinung
ICMA	International Capital Market Association
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IIB	Institute of International Bankers
Inc.	Incorporated
InsO	Insolvenzordnung
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts im Sinne des
i. S. d.	
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
i. V. m.	in Verbindung mit
J. Bus.	Journal of Business
J. Bus. Entrepreneurship & L.	Journal of Business, Entrepreneurship & the Law
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Dyn. Control	Journal of Economic Dynamics and Control
J. Econ. Surv.	Journal of Economic Surveys
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Intermediation	Journal of Financial Intermediation
J. Fin. Regul. Compl.	Journal of Financial Regulation and Compliance
J. Fin. Services Res.	Journal of Financial Services Research
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Monet. Econ.	Journal of Monetary Economics
J. Risk Financial Manag.	Journal of Risk and Financial Management
J.L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J.L. Econ. & Organ.	Journal of Law, Economics, and Organization
Jan.	January
JBF	Journal of Banking and Finance
JEP	Journal of Economic Perspectives
JIBFL	Journal of International Banking & Financial Law
JITCL	UC Irvine Journal of International, Transnational, and Comparative Law
JMCB	Journal of Money, Credit and Banking
JOD	Journal of Derivatives
JuS	Juristische Schulung
JZ	JuristenZeitung
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KTS	Konkurs – Treuhand – Sanierung Zeitschrift für Insolvenzrecht
KWG	Kreditwesengesetz
LCDS	Loan-only-Credit Default Swap/Loan-only-Credit Default Swaps
Leerverkaufs-VO	Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.03.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU Nr. L 86 v. 24.03.2012, S. 1

LG	Landgericht
LLC	Limited Liability Company
LLP	Limited Liability Partnership
LP	Limited Partnership
LSI	Law and Social Inquiry
Ltd.	Limited
MA	Massachusetts/Master Agreement
Manag. Sci.	Management Science
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1
Mar.	March
Marktmissbrauchs-RL	Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, Abl. EU Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 85
Mod. L. Rev.	Modern Law Review
MüKo	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
N.J. Super. Ct. Law Div.	Superior Court of New Jersey, Law Division
N.Y. App. Div.	Appellate Division of the Supreme Court of the State of New York
N.Y. Sup. Ct.	Supreme Court of the State of New York
N.Y.2d	New York Reports, Second Series
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
No.	Number
Norton J. Bankr. L. & Pract.	Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice
Nov.	November
NTCE	Narrowly Tailored Credit Event
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
Oct.	October
OLG	Oberlandesgericht

OTC	over the counter
o. V.	ohne Verfasser
Philos. Q.	Philosophical Quarterly
PLC	Public Limited Company
Prac. L. Fin.	Practical Law Finance
Pratt's J. Bankr. L.	Pratt's Journal of Bankruptcy Law
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
QB	Queen's Bench
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Regulation SBSR	Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
Rev. L. & Econ.	Review of Law and Economics
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL 2013/50	Richtlinie 2013/50/EU des europäischen Parlaments und des Rates v. 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/ 109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffent- lichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulas- sung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richt- linie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294 v. 6.11.2013, S. 13
Rn.	Randnummer/Randnummern
Rom II-VO	Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Par- laments und des Rates vom 11. Juli 2007 über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht („Rom II“), ABl. EU Nr. L 199 v. 31.7.2007, S. 40
Rom I-VO	Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Par- laments und des Rates vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I), ABl. Nr. L 177 v. 4.7.2008, S. 6
RRL	Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 über präventive Restruk- turierungsrahmen, über Entschuldung und über Tätigkeits- verbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effi- zienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entscheidungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132 (Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz), ABl. 2019 L 172, S. 18

Rs.	Rechtssache
RW	Rechtswissenschaft
S.	Seite
S.Ct.	Supreme Court
S.D.N.Y.	District Court for the Southern District of New York
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
StaRUG	Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen
StGB	Strafgesetzbuch
Temp. L. Rev.	Temple Law Review
Transparenz-RL	Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
u.	und
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
U. Pa. J. Int'l L.	University of Pennsylvania Journal of International Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U.S.	United States
U.S.C.	United States Code
UAbs.	Unterabsatz
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
UK	United Kingdom
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil
USA	United States of America
v.	versus/vom/von
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Wash. L. Rev.	Washington Law Review
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WL	Westlaw
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHR	Wertpapierhandelsrecht
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L.J.	Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft

XXVIII

Abkürzungsverzeichnis

ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenz- und Sanierungsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRI	Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZuFinG	Zukunftsfinanzierungsgesetz
Zweite Aktionärsrechte-RL	Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. EU Nr. L 132 v. 20.5.2017, S. 1
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess

Einleitung

Credit Default Swaps (CDS) ermöglichen es Marktteilnehmern, auf die Insolvenz von Unternehmen zu wetten. Was aber, wenn einzelne Marktteilnehmer aktiv auf das Unternehmen einwirken und so sicherstellen, dass sie ihre Wette gewinnen? Dieses jüngst zu beobachtende Verhalten sorgt nicht nur für Empörung auf den Finanzmärkten, sondern könnte auch einen destruktiven Einfluss auf Unternehmen der Realwirtschaft und ihren Wettbewerb um Kapital haben.

§ 1 Definition des Themas und Forschungsstand

CDS dienen Hedgefonds in jüngerer Zeit nicht mehr allein als Absicherung passiver Investmentstrategien, Mittel für Arbitragestrategien oder Spekulationsobjekt. Vielmehr ist zu beobachten, dass CDS-Investoren gezielt auf das Unternehmen Einfluss nehmen, auf das sich ihr CDS bezieht (Referenzunternehmen). Dieser Aktivismus nimmt verschiedene Formen an, baut aber immer auf der folgenden Idee auf: Eine Partei eines CDS-Vertrags beeinflusst das Referenzunternehmen, um sicherzustellen, dass ihre CDS-Position rentabel sein wird. Sie führt dazu einen Zahlungsausfall bei dem Referenzunternehmen herbei oder zögert diesen hinaus, bis der CDS ausgelaufen ist. Vereinfacht ausgedrückt stellt die jeweilige Partei des CDS also aktiv sicher, dass das Ereignis, auf das sie „gewettet“ hat, tatsächlich eintritt bzw. ausbleibt. Dieses Verhalten wirkt sich nicht nur auf den Kapitalmärkten aus, sondern verkompliziert auch die Restrukturierung von Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten.

Als Reaktion auf die im CDS-Markt auftretenden Strategien veröffentlichten die US-amerikanische SEC, die US-amerikanische CFTC sowie die britische FCA am 24. Juni 2019 folgendes gemeinsames Statement:

„The continued pursuit of various opportunistic strategies in the credit derivatives markets, including but not limited to those that have been referred to as ‚manufactured credit events,‘ may adversely affect the integrity, confidence and reputation of the credit derivatives markets, as well as markets more generally. These opportunistic strategies raise various issues under securities, derivatives, conduct and antifraud laws, as well as public policy concerns.“¹

¹ SEC, Press Release, Joint Statement on Opportunistic Strategies in the Credit Derivatives Market (24. Juni 2019), abrufbar unter: <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-106>.

In den USA waren einzelne Fälle des CDS-Aktivismus bereits Gegenstand von Gerichtsverfahren.² Mitte 2019 reagierte auch die ISDA auf den CDS-Aktivismus und legte ein ihren Rahmenvertrag ergänzendes *supplement* vor. Darüber hinaus sah sich die SEC durch die Ereignisse auf dem Kreditderivatemarkt dazu veranlasst, im Dezember 2021 eine umfassende Überarbeitung des Aufsichtsrechts in Bezug auf *security-based swaps* vorzuschlagen.³ Im Juni 2023 verabschiedete sie einen Teil dieses Vorschlags als *final rule*.⁴ Dass sich auch die Finanzaufsicht des größten Kapitalmarkts der Welt mit dem Thema CDS-Aktivismus auseinandersetzt, unterstreicht dessen Bedeutung.

Es handelt sich jedoch keinesfalls um ein rein US-amerikanisches Problem. CDS werden weltweit gehandelt, sodass von CDS-Aktivismus regelmäßig CDS-Parteien in der Europäischen Union betroffen sind. Auch die im Rahmen von CDS-Aktivismus beeinflussten Referenzunternehmen haben in zahlreichen Fällen ihren Sitz in Europa. Daher ist es nur konsequent, dass die britische Finanzaufsichtsbehörde (damals noch als Teil des europäischen Finanzaufsichtssystems) im Dezember 2018 in ihrem Newsletter „Market Watch“ anmerkte, dass die Beeinflussung des Referenzunternehmens durch CDS-Parteien Marktmissbrauch darstellen könnte.⁵ Auch die Beteiligung der FCA am gemeinsamen kritischen Statement der Aufsichtsbehörden zum CDS-Aktivismus im Jahr 2019 verdeutlicht den Bezug zum europäischen Kapitalmarkt.

Spätestens seit der Finanzkrise 2007/2008 beschäftigen CDS sowohl die Wirtschafts- als auch die Rechtswissenschaft im besonderen Maße. In der deutschen Rechtswissenschaft sind CDS bisher entmystifiziert und systematisiert worden.⁶ Die möglichen Vertragsgestaltungen bei CDS wurden herausgearbeitet.⁷ Zudem wurden die in Reaktion auf die Finanzkrise erlassenen regulatorischen Vorgaben bezüglich CDS analysiert und bewertet.⁸ Demgegenüber fand der Einfluss von CDS auf die Restrukturierung von Referenzunternehmen im deutschen Schrifttum bemerkenswert wenig Aufmerksamkeit.

² U.S. Bank N.A. v. Windstream Services, LLC, 2019 WL 948120 (S.D.N.Y. Feb. 15, 2019); Solus Alt. Asset Mgmt. LP v. GSO Capital Partners L.P., 2018 WL 620490 (S.D.N.Y. Jan. 29, 2018).

³ SEC, Prohibition Against Fraud, Manipulation, or Deception in Connection With Security-Based Swaps; Prohibition Against Undue Influence Over Chief Compliance Officers; Position Reporting of Large Security-Based Swap Positions, 87 Fed. Reg. 6652 (Feb. 4, 2022).

⁴ SEC, Prohibition Against Fraud, Manipulation, or Deception in Connection With Security-Based Swaps; Prohibition Against Undue Influence Over Chief Compliance Officers, 88 Fed. Reg. 42546 (June 30, 2023).

⁵ FCA, Market Watch, Newsletter on Market Conduct and Transaction Reporting Issues, Issue No. 58 (Dec. 2018) S. 7, abrufbar unter: <https://www.fca.org.uk/publication/newsletters/market-watch-58.pdf>.

⁶ Siehe *Reiner*, Derivative Finanzinstrumente im Recht, 2002; *Roberts*, Rechtliche Behandlung von Derivaten, 2012; *Thönissen*, Die Versicherung von Bonitätsrisiken, 2017.

⁷ Siehe *Reiner*, ISDA Master Agreement, 2013; *Storck/Zerey* in: Finanzderivate, 5. Aufl. 2023, § 13 Rn. 14 ff.

⁸ Siehe *Brambring*, Zentrales Clearing von OTC-Derivaten unter EMIR, 2018; *Schmidt-Wenzel*, Die Regulierung von Kreditderivaten, 2017.

In der US-amerikanischen Literatur wird der Einfluss von CDS auf das Referenzunternehmen dagegen bereits seit über fünfzehn Jahren unter dem Stichwort *empty creditor* diskutiert.⁹ Der Begriff *empty creditor* beschreibt Konstellationen, in denen Gläubiger das Ausfallrisiko ihres Schuldners durch CDS vollständig abgesichert haben. In der deutschen Rechtswissenschaft fand das Empty-creditor-Problem lange allenfalls andeutungsweise Beachtung.¹⁰ Hirte, damals Mitglied des Deutschen Bundestages, machte in einem Gesetzesentwurf 2017 jedoch darauf aufmerksam und zeigte mögliche Lösungswege auf.¹¹ Aufgrund politischen Widerstands wurde der Vorschlag allerdings nicht Gegenstand eines formellen Gesetzgebungsverfahrens.¹² Klungenbrunn geht im Kontext der Notwendigkeit eines Verbots von ungedeckten CDS, wenn auch nur am Rande, ebenfalls auf den *empty creditor* ein.¹³ Horst erwähnt das Problem im Zusammenhang mit *sovereign* CDS.¹⁴ In der 2020 erschienenen Monografie „Gläubiger ohne Risiko“ nimmt Koa sich des Phänomens ausführlich an und beleuchtet Missbrauchspotentiale von Gläubigerrechten in der InsO sowie mögliche Gegenmaßnahmen.¹⁵

Tatsächlich zeigen aktuelle Fälle jedoch, dass das durch *empty creditors* verursachte Problem gerade einmal „die Spitze des Eisberges“ an Verwerfungen darstellt, die CDS bei Unternehmensrestrukturierungen hervorrufen können.¹⁶ Diese jüngst zu beobachtenden Fälle lassen sich in zwei Kategorien einteilen: Einerseits nehmen Gläubiger mittels CDS eine Short-Position bei ihrem Schuldnerunternehmen ein und stoßen dieses gezielt in die Insolvenz. Diese sog. Net-short-Sabotage stellt ein Paradebeispiel der „*weaponization of financial instruments*“ dar.¹⁷ Andererseits ist zu beobachten, dass CDS-Parteien versuchen, die Profitabilität ihrer Position über Finanzierungsabkommen mit dem Referenzunternehmen ihres CDS-Vertrags sicherzustellen. Bei diesen kooperativen Strategien arbeiten die jeweilige CDS-Partei und das Referenzunternehmen bewusst zum Nachteil der anderen CDS-Vertragspartei zusammen.

International kam es als Reaktion auf diese Markterscheinungen zu einer zweiten Welle der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit dem Einfluss

⁹ Grundlegend *Hu/Black*, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 728 ff. (2008); *Hu/Black*, 14 Eur. Fin. Manag. 663, 680 ff. (2008); siehe auch *Bolton/Oehmke*, 24 Rev. Fin. Stud. 2617 (2011); *Coco*, 2008 Colum. Bus. L. Rev. 610 (2008); *Fleming*, 17 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 189 (2009); *Gamper*, 9 J. Bus. Entrepreneurship & L. 179 (2016); *Hemel*, 27 Yale J. on Reg. 159 (2010); *Kidder*, 58 UCLA L. Rev. 803 (2011).

¹⁰ Etwa *Luttermann*, RIW 2008, 737, 740; *Mittermeier*, Empty Voting, 2015, S. 404; *Theuvsinger/Möriz*, NZG 2010, 607, 608.

¹¹ *Hirte*, ZInsO 2017, 642, 644.

¹² Vgl. *Hirte*, ZInsO 2017, 592, 594 f.

¹³ *Klungenbrunn*, Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität, 2018, S. 179 ff.

¹⁴ *Horst*, Transnationale Rechtserzeugung, 2019, S. 114 f.

¹⁵ *Koa*, Gläubiger ohne Risiko, 2020.

¹⁶ So auch *Augustin/Subrahmanyam/Tang/Wang*, 8 Annu. Rev. Fin. Econ. 175, 185 (2016).

¹⁷ *Klöhn/Franke* in: FS Paulus, 2022, S. 409; begriffsschöpfend *Paulus*, ZRP 2018, 151, 152.

von CDS auf Restrukturierungen.¹⁸ Die Beiträge beschränken sich jedoch auf die Diskussion einzelner Fälle oder jedenfalls einzelner Strategien. Gesamtheitlich wurde das Phänomen CDS-Aktivismus auch international noch nicht untersucht. In der deutschen Rechtswissenschaft wurde die Strategie der Net-short-Sabotage zunächst allenfalls unter anderer Bezeichnung andeutungsweise angesprochen.¹⁹ *Renner* behandelte die Strategie dagegen jüngst ausführlicher.²⁰ Daran knüpften *Klöhn* und der Verfasser in einem gemeinsamen Beitrag an.²¹ Kooperative Strategien sind in der deutschen Rechtswissenschaft bisher vollkommen unbehandelt.

Die Forschung zu CDS-Aktivismus steht somit noch am Anfang. In welche Kategorien lässt sich CDS-Aktivismus unterteilen? Sind die auf CDS aufbauenden aktiven Investmentstrategien innovativ oder manipulativ? Sind sie rechtlich zulässig oder verboten? Besteht Regelungsbedarf? Jene Fragen sind bislang nicht umfassend untersucht worden, bedürfen aber einer Antwort. An dieser Stelle setzt die Arbeit an. Ihr Anspruch ist eine erste gesamtheitliche Untersuchung des Phänomens „CDS-Aktivismus“.

§ 2 Forschungsprogramm

Jon Stewart, der damalige Moderator der US-amerikanischen Nachrichtensatire „The Daily Show“, beschrieb kooperative Strategien im Jahr 2013 als „Corporate things [...] that should be illegal but for some reasons are not at all illegal.“²² Anlass war der Fall *Codere*, einer der ersten Fälle von CDS-Aktivismus, mit dem sich *Stewart* in dieser Sendung auseinandersetzte. Diese humoristische Beschreibung kann als Blaupause für das Forschungsprogramm dieser Arbeit verstanden werden. Die Arbeit untersucht das Phänomen CDS-Aktivismus dementsprechend in drei Schritten:

¹⁸ Zur Net-short-Sabotage *Buccola/Mah/Zhang*, 87 U. Chi. L. Rev. 2029 (2020); *de Fontenay*, CMLJ 2020, 443; *Janger/Levitin*, 104 Iowa L. Rev. 1857 (2019); *Renner* in: FS Hopt, 2020, S. 993; *Renner*, 5 JITCL 113 (2020); *Sotos*, 107 Iowa L. Rev. 1317 (2022); zu kooperativen Strategien aus rechtswissenschaftlicher Sicht *Borowicz*, CMLJ 2021, 72, 87f.; *Fletcher*, 94 N.Y.U. L. Rev. 1073 (2019); *Green*, 9 B.J.I.B. & F.L., 576 (2019); *Henkel*, 88 U. Chi. L. Rev. 397, 433ff. (2020); *Rasmussen/Simkovic*, 10 Harv. Bus. L. Rev. 117, 130ff. (2020); aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht *Danis/Gamba*, 70 Manag. Sci., 952 (2024); in Ansätzen zum Phänomen CDS-Aktivismus gesamtheitlich *Hu*, 13 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 5, 21ff. (2018); *Eisenbud*, 22 Cardozo J. Conflict Resol. 153 (2020); *Wedoff/Ballew*, 38 Am. Bankr. Inst. J. 36 (2019).

¹⁹ Im Kontext des *empty creditor* dazu *Koa*, Gläubiger ohne Risiko, 2020, S. 91 f., 101 f.; siehe auch *Florstedt*, ZIP 2015, 2345, 2351; *Palenker*, Loan-to-own, 2019, S. 85.

²⁰ *Renner* in: FS Hopt, 2020, S. 993; *Renner*, 5 JITCL 113 (2020); *Renner*, ZHR 185 (2021), 840, 864 ff.

²¹ *Klöhn/Franke* in: FS Paulus, 2022, S. 409.

²² *Stewart*, Blackstone & Codere, The Daily Show (04.12.2013), abrufbar unter: <https://thedailyshow.cc.com/videos/0g8sum/blackstone--codere>.

Zunächst wird herausgearbeitet, was CDS-Aktivismus meint. In diesem ersten Schritt geht es darum, zu erörtern und zu illustrieren, was diese „corporate things“, von denen *Stewart* spricht, konkret ausmacht.

In einem zweiten Schritt werden die verschiedenen Strategien ökonomisch analysiert. Dies ermöglicht es, die Frage zu beantworten, ob die Strategien des CDS-Aktivismus illegal sein sollten.

Im dritten Schritt wird abschließend untersucht, wie die Strategien rechtlich zu bewerten sind. Es wird also erörtert, ob die Strategien tatsächlich, wie von *Stewart* behauptet, zulässig sind. Nachgelagert wird darauf eingegangen, ob Regelungsbedarf besteht.

Um bestimmen zu können, was CDS-Aktivismus meint, müssen seine verschiedenen Ausprägungen erfasst werden. Welche Verhaltensweisen lassen sich unterscheiden und welche Praxisfälle lassen sich für die Strategien finden? Zur Beantwortung dieser Fragen muss sich zunächst allgemein dem Begriff des Aktivismus genähert werden. Die dem CDS-Aktivismus zuzuordnenden Strategien sind sodann von anderen Investmentstrategien abzugrenzen und in die bisherige Diskussion um den *empty creditor* einzuordnen.

Die Auswirkungen von CDS-Aktivismus zeigen sich auf verschiedenen Ebenen. Zunächst ist fraglich, wer durch CDS-Aktivismus unmittelbare Verluste erleidet und insoweit individuell „geschädigt“ wird. Darüber hinaus ist zu erörtern, ob die Strategien des CDS-Aktivismus gesamtgesellschaftlich einen negativen oder positiven Effekt haben. Dazu sind etwa ihre Folgen für die Funktionsfähigkeit des Kredit- und Derivatemarkts, ihre Auswirkungen auf die Fremdkapitalkosten von Unternehmen und ihr Einfluss auf den Informationswert von CDS-Spreads aus ökonomischer Perspektive zu untersuchen.

Aufbauend auf die gewonnenen ökonomischen Erkenntnisse werden die Strategien des CDS-Aktivismus rechtlich bewertet. Die Arbeit beurteilt die Strategien vorrangig aus Sicht des deutschen bzw. europäischen Zivil- und Kapitalmarktrechts und zeigt auf, wann dieses zur Anwendung kommt. Eine gesamtheitliche Betrachtung von CDS-Aktivismus kann die Augen jedoch nicht vor der US-amerikanischen Regulierung verschließen. Denn gerichtliche Auseinandersetzungen im Bereich des CDS-Aktivismus fanden bisher in den USA statt. Auch der Vorstoß der SEC zur Überarbeitung des US-amerikanischen Aufsichtsrechts als Antwort auf CDS-Aktivismus zeigt die Bedeutung dieser Rechtsordnung für die Regulierung des Phänomens. Um CDS-Aktivismus möglichst umfassend zu untersuchen, wird der Blick an ausgewählten Stellen daher auch auf das US-amerikanische Recht gerichtet.

Die rechtliche Bewertung wirft eine Reihe grundsätzlicher Fragen auf: Wie sind standardisierte, marktweit verwendete Verträge auszulegen? Welche Kooperationspflichten bestehen zwischen den an einer Unternehmensrestrukturierung Beteiligten? Wie ist Aktivismus marktmissbrauchsrechtlich zu bewerten? Wie sind selbst geschaffene innere Tatsachen insiderrechtlich zu behandeln? Wann stellen effektive Geschäfte eine handelsgestützte Markt-

manipulation dar? Wann sind Preise künstlich? Die Arbeit wird sich dieser Debatten soweit nötig annehmen und sie um einen weiteren Bezug zu konkreten rechtlichen Konstellationen bereichern.

Das Erkenntnisziel der Arbeit liegt darin, den aktuellen Diskurs über CDS um die Dimension des CDS-Aktivismus zu erweitern. Damit soll der Debatte über die Regulierung von CDS ein weiteres Puzzlestück hinzugefügt werden.

§ 3 Gang der Untersuchung

Die Untersuchung gliedert sich in drei Teile. Im ersten Teil wird beschrieben, was unter CDS [§ 1] und Aktivismus [§ 2] zu verstehen ist, um in einer Zusammenführung herauszustellen, worum es bei CDS-Aktivismus geht [§ 3]. Die so geschaffene Grundlage ermöglicht es, die herausgearbeiteten Kategorien des CDS-Aktivismus in den beiden darauffolgenden Teilen differenziert mit dem nötigen Hintergrundwissen zu untersuchen.

Im zweiten Teil wird die Net-short-Sabotage als erste Kategorie des CDS-Aktivismus erörtert. Der Teil beginnt mit einer Darstellung des Problems, denn die Net-short-Sabotage kann nur ökonomisch analysiert und rechtlich bewertet werden, wenn sie als ein eigenständiges Phänomen verstanden wird. Dafür ist die Net-short-Sabotage vom verwandten Problem des *empty creditor* abzugrenzen. Um das Verwerfungspotential der Net-short-Sabotage einordnen zu können, ist zuvor aufzuzeigen, welche Grundannahme des Rechts die Net-short-Sabotage in Frage stellt. Damit die Net-short-Sabotage als reales Problem erfasst werden kann, ist abschließend herauszuarbeiten, welche Sabotagetaktiken dem Net-short-Saboteur konkret zu Verfügung stehen. Diese Taktiken sind mit Praxisfällen zu illustrieren und Zweifel an der Plausibilität der Net-short-Sabotage zu widerlegen [§ 1]. Weil nach dem hiesigen methodischen Zugriff – dazu sogleich – die rechtliche Bewertung der Net-short-Sabotage die wirtschaftlichen Auswirkungen der Strategie berücksichtigen sollte, muss die Net-short-Sabotage zunächst ökonomisch analysiert werden. So wird deutlich, wer die Geschädigten sind und ob die Net-short-Sabotage zu volkswirtschaftlichen Nettoverlusten führt [§ 2]. Unter Berücksichtigung der im ökonomischen Teil gefundenen Ergebnisse erfolgt dann eine Bewertung der Net-short-Sabotage aus Sicht der privaten Vertragsgestaltung sowie des geltenden allgemeinen Zivil- und Kapitalmarktrechts [§ 3].

Im dritten Teil der Arbeit werden die kooperativen Strategien als zweite Kategorie des CDS-Aktivismus untersucht. Die einführende Darstellung des Problems beschreibt die Spezifika der kooperativen Strategien. Diese unterscheiden sich von denen der Net-short-Sabotage und lassen daher eine abweichende ökonomische und rechtliche Bewertung möglich erscheinen. Um die kooperativen Strategien als Problem zu erfassen, werden die Grundgedanken der Strategien dargestellt, die kooperativen Strategien in verschiedene Katego-

rien unterteilt und diesen Praxisfälle zugeordnet [§ 1]. Auf dieser Basis können die kooperativen Strategien ökonomisch analysiert werden. Dabei ist unter anderem auf die im zweiten Teil erörterten Probleme des *empty creditor* und der Net-short-Sabotage zurückzukommen [§ 2]. Nachdem die Geschädigten sowie die Kosten und Nutzen der kooperativen Strategien herausgearbeitet worden sind, können die kooperativen Strategien ökonomisch informiert aus Sicht des geltenden Zivil- und Kapitalmarktrechts bewertet und ein möglicher Regulierungsbedarf thematisiert werden [§ 3].

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse in Thesen und einem tabellarischen Gesamtüberblick.

§ 4 Methodik

Um herauszuarbeiten, was CDS-Aktivismus ist, was ihn ausmacht und welche praktische Relevanz er hat, müssen die verschiedenen Strategien in ihren Eigenarten klar erfasst werden. Dies erfordert eine rechtstatsächliche Perspektive. Aufgrund der Intransparenz des CDS-Markts sind empirische Analysen zum CDS-Aktivismus nicht vorhanden und auch kaum zu erheben. Die Arbeit muss daher auf die Schilderung von Einzelfällen zurückgreifen, um die Strategien zu veranschaulichen. Die für diese qualitative deskriptive Darstellung genutzte Methode ist die Analyse von Dokumenten wie Zeitungsartikeln, „Form 8-K“-Berichten und Gerichtsurteilen.²³

Auf dieser Grundlage können die wirtschaftlichen Auswirkungen des CDS-Aktivismus erfasst werden. Dazu werden Kosten und Nutzen der Strategien herausgearbeitet. Bewertungsmaßstab ist somit das Kaldor-Hicks-Kriterium. In diesem Rahmen werden ökonomische Modelle auf CDS-Aktivismus angewandt und wirtschaftswissenschaftliche Studien zu dem Phänomen kritisch diskutiert. Anknüpfend an *Shavell* beschreibt *Klöhn* die Ökonomik „als eine besondere Sprache, mit der man Gedanken, zu denen jeder fähig [ist], präziser ausdrücken [kann] [...] als ohne ökonomische Kenntnisse.“²⁴ Dieser Sprache bedient sich die Arbeit in ihren ökonomischen Teilen.

Im Übrigen wird die Methode der Rechtsdogmatik genutzt.²⁵ Bei dieser dogmatischen Bewertung werden die durch die ökonomische Analyse zutage geförderten Ergebnisse fruchtbar gemacht. Methodisch ist die Berücksichtigung von Effizienzgesichtspunkten bei der Gesetzesanwendung ohne weiteres im

²³ Zu dieser Methode *Webley* in: *The Oxford Handbook of Empirical Legal Research*, 2010, S. 926, 928.

²⁴ *Klöhn*, AcP 216 (2016), 281, 283.

²⁵ Zur Rechtsdogmatik als Methode vgl. etwa *Stürner*, AcP 214 (2014), 7, 10 ff.

Rahmen der teleologischen Auslegung möglich.²⁶ Sachlich gerechtfertigt ist sie jedenfalls dann, wenn der Gesetzgeber Effizienz als Regelungsziel anerkannt hat.²⁷ Das ist im Kapitalmarktrecht der Fall.²⁸ Im Vertrags- und Deliktsrecht ist dies strittig. Für *Poelzig* etwa geht es in diesen Kernbereichen des Zivilrechts lediglich um den Interessenausgleich zwischen Privaten.²⁹ *Wagner* spricht sich dagegen überzeugend für die Zulässigkeit der Berücksichtigung von Effizienzgesichtspunkten auch bei der Anwendung des Vertrags- und Deliktsrechts aus.³⁰ Denn die Steuerungsfunktion beider Rechtsgebiete lässt sich nicht ernsthaft leugnen.³¹ Die Arbeit bezieht Effizienzgesichtspunkte dementsprechend auch bei der vertrags- und deliktsrechtlichen Bewertung ein. *Eidenmüller* macht die Zulässigkeit der Berücksichtigung von Effizienzgesichtspunkten in diesen Bereichen davon abhängig, wie nah die konkret handelnden Personen dem Modell des *homo oeconomicus* sind.³² Bei den Akteuren, die im Mittelpunkt dieser Arbeit stehen, handelt es sich um hochprofessionelle Finanzmarktteilnehmer. Diese dürften dem rational agierenden, gewinnorientierten *homo oeconomicus* weitestgehend entsprechen, sodass die Berücksichtigung von Effizienzgesichtspunkten im Vertrags- und Deliktsrecht in dieser Arbeit auch nach *Eidenmüllers* Ansatz gerechtfertigt ist.

Mitunter wirft die Arbeit einen Seitenblick auf das US-amerikanische Recht. Sie verfolgt dabei keinen genuinen rechtsvergleichenden Anspruch. Die europäische und deutsche Regulierung des CDS-Aktivismus einerseits und die US-amerikanische Regulierung andererseits sollen also nicht miteinander verglichen werden. Sie sollen stattdessen jeweils vorgestellt werden.³³ Die Darstellung der US-amerikanischen Rechtslage ermöglicht ein besseres Verständnis der Regulierung des Phänomens CDS-Aktivismus. Denn der Markt für CDS ist global, sodass die US-amerikanische Regulierung Auswirkungen auf europäische Marktteilnehmer hat. Für diese Zwecke genügen Schlaglichter auf das dort geltende Recht.

²⁶ *Wagner* in: FS Canaris, 2017, S. 282, 313f.; *Wagner* in: Rechtswissenschaft als Beruf, 2018, S. 67, 167, 170.

²⁷ *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 4. Aufl. 2015, S. 452.

²⁸ Siehe Art. 1 MAR sowie Erwägungsgrund Nr. 2 MAR. Vgl. auch *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 4. Aufl. 2015, S. 452; *Poelzig*, Normdurchsetzung durch Privatrecht, 2012, S. 11 ff., S. 26 ff.

²⁹ *Poelzig*, Normdurchsetzung durch Privatrecht, 2012, S. 26 ff.

³⁰ *Wagner* in: FS Canaris, 2017, S. 282, 313 ff.

³¹ *Wagner*, AcP 214 (2014), 602, 606f.; *Wagner* in: Rechtswissenschaft als Beruf, 2018, S. 67, 167.

³² *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 4. Aufl. 2015, S. 458.

³³ Mit *Zweigert und Kötz* kann man dies als „deskriptive Rechtsvergleichung“ bezeichnen. Siehe *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996, S. 6.

Teil 1

Grundlagen

Um das Phänomen CDS-Aktivismus bewerten und in der bisherigen Regulierungsdebatte verorten zu können, ist es hilfreich, zunächst einige Grundlagen von CDS [§ 1] und von Aktivismus [§ 2] darzulegen. Sodann wird das gemeinsame Wesensmerkmal der Strategien erläutert, die diese Arbeit unter dem Begriff CDS-Aktivismus zusammenfasst [§ 3].

§ 1 CDS

Nachfolgend wird ein kurzer Überblick über CDS und ihre Funktionsweise gegeben [A.] Daraufhin werden die rechtlichen Rahmenbedingungen von CDS erörtert [B.]. Auf dieser Basis kann auf die Struktur und das Volumen des CDS-Markts eingegangen werden [C.]. Abschließend erläutert dieser Abschnitt die ökonomische Bedeutung von CDS [D.].

A. Überblick

CDS sind zumeist außerbörslich gehandelte Kreditderivate. Derivate wiederum sind Finanzinstrumente, deren Wert sich von einem Basiswert ableitet.¹ Zinsderivate, Währungsderivate und Aktienderivate erlauben es den Marktteilnehmern, Marktpreisrisiken weiterzugeben. Den isolierten Transfer des Kreditrisikos ermöglichten erst Kreditderivate, deren Handel Anfang der 90er-Jahre in New York, Chicago und London begann.² Eines der wichtigsten Kreditderivate ist der CDS. Bei diesem verpflichtet sich der Sicherungsgeber (*protection seller*) gegenüber dem Sicherungsnehmer (*protection buyer*), ihn im Falle eines Kreditereignisses bei einem festgelegten Referenzschuldner zu kompensieren.³ Im Gegenzug zahlt der Sicherungsnehmer eine meist periodisch ausgestaltete Risikoprämie (Spread) an den Sicherungsgeber.⁴ Als Kreditereignisse sind vertraglich üblicherweise folgende Vorkommnisse festgelegt:

¹ *Sievers*, Kreditderivate, 2009, S. 33; *Schüwer* in: Finanzderivate, 5. Aufl. 2023, § 1 Rn. 1.

² *Schüwer* in: Finanzderivate, 5. Aufl. 2023, § 1 Rn. 36; *Sundaram/Das*, Derivatives, 2. Aufl. 2016, S. 755 f.

³ *Reiner/Scholl* in: Bankrechts-Handbuch, 6. Aufl. 2022, § 94 Rn. 32; *Sundaram/Das*, Derivatives, 2. Aufl. 2016, S. 763 f.

⁴ *Storck/Zerey* in: Finanzderivate, 5. Aufl. 2023, § 13 Rn. 1 ff.

„Insolvenz“, „Zahlungsausfall“, „Vorfälligkeit“, „Nichtanerkennung/Moratorium“ und „Restrukturierung“.⁵

Des Weiteren vereinbaren die Parteien, auf welche Verbindlichkeiten des Referenzschuldners sich die Kreditereignisse beziehen müssen. Auf diese Weise lässt sich der Umfang der Kreditrisikoübertragung noch präziser steuern. Lediglich das Kreditereignis „Insolvenz“ referenziert streng genommen den Referenzschuldner als solchen und nicht bestimmte in bezug genommene Verbindlichkeiten.⁶ Die weiteste Verbindlichkeitskategorie ist „Zahlung“. Sie wird als Zahlung von Geldern definiert. Daneben kommen noch folgende Verbindlichkeitskategorien in Betracht: „Darlehen“, „Anleihen“, „Anleihen oder Darlehen“ und „Aufgenommene Gelder“.⁷ Der Begriff der Verbindlichkeit als Referenzpunkt für die Kreditereignisse ist von den Begriffen der lieferbaren Verbindlichkeit⁸ und der Referenzverbindlichkeit⁹ zu trennen. Die Laufzeit des CDS muss nicht der Laufzeit der Verbindlichkeiten des Referenzunternehmens entsprechen. In der Praxis variieren sie häufig.¹⁰ Die Laufzeit eines CDS liegt typischerweise zwischen einem und zehn Jahren, wobei eine Laufzeit von fünf Jahren am verbreitetsten ist.¹¹

Referenzschuldner von CDS können sowohl Staaten als auch Unternehmen sein. Ist der Sicherungsnehmer zugleich Kreditgeber oder Anleihegläubiger des Referenzschuldners, handelt es sich um einen gedeckten CDS. Einen gedeckten CDS schließt der Sicherungsnehmer ab, um das von ihm getragene Kreditrisiko des Referenzschuldners abzusichern.¹² Hält der Sicherungsnehmer weder Anleihen des Referenzschuldners noch andere Kreditforderungen gegen ihn, liegt ein ungedeckter CDS vor. Der Zweck ungedeckter CDS ist rein spekulativer Natur.¹³

Neben der bisher thematisierten Form des CDS, der sich auf einzelne Referenzschuldner bezieht (Single-name-CDS), können CDS auch mehrere Referenzschuldner referenzieren (Multi-name-CDS), sei es als Portfolio-CDS oder als Index-CDS.¹⁴ Möglich ist zudem, dass ein CDS nur ein einzelnes forderungsbesichertes Wertpapier (*asset backed security*) in Bezug nimmt (Asset-backed-CDS).¹⁵ Von besonderem Interesse für den Gegenstand dieser Arbeit sind

⁵ *Storck/Zerey* in: *Finanzderivate*, 5. Aufl. 2023, § 13 Rn. 68.

⁶ *Storck/Zerey* in: *Finanzderivate*, 5. Aufl. 2023, § 13 Rn. 44.

⁷ *Storck/Zerey* in: *Finanzderivate*, 5. Aufl. 2023, § 13 Rn. 46.

⁸ Siehe dazu Teil 1 § 1 B. III. 2.

⁹ Siehe dazu Teil 1 § 1 B. III. 2.

¹⁰ *Culp/van der Merwe/Stärke*, *Credit Default Swaps*, 2018, S. 20.

¹¹ *Sundaram/Das*, *Derivatives*, 2. Aufl. 2016, S. 763.

¹² *Reiner/Scholl* in: *Bankrechts-Handbuch*, 6. Aufl. 2022, § 94 Rn. 86; *Thönissen*, *Die Versicherung von Bonitätsrisiken*, 2017, S. 45. Ausführlich dazu unter Teil 1 § 1 D. I. 1.

¹³ *Sundaram/Das*, *Derivatives*, 2. Aufl. 2016, S. 767. Ausführlich dazu unter Teil 1 § 1 D. I. 3.

¹⁴ Ausführlich dazu *Culp/van der Merwe/Stärke*, *Credit Default Swaps*, 2018, S. 4f., 85 ff.

¹⁵ Ausführlich dazu *Culp/van der Merwe/Stärke*, *Credit Default Swaps*, 2018, S. 6f., 99 ff.

Stichwortverzeichnis

- Absicherung 11, 26, 55, 145, 264
Abtretungsbeschränkung *siehe* Übertragungsbeschränkung
Abwicklung eines CDS 17 ff.
Abwicklungsmethoden 18 ff.
Ad-hoc-Publizität 281, 363 ff.
adverse Selektion 90, 144, 259, 265, 343, 371
AGB 99, 101, 105, 154 ff.
Akkordstörer 43, 125, 143, 166, 185
Akkordstörer-Urteil 125, 143, 185
Aktionär, aktiver 36
Aktionärsaktivismus 36 f., 374
Aktivismus 35 ff., 201 ff.
– Aktionärsaktivismus 36 f., 374
– Hedgefonds-Aktivismus 36 f., 82 ff.
– informationeller Aktivismus 38, 200
– Investor, aktiver 35 ff.
– Investor, aktivistischer 36 f.
– Investor, opportunistisch aktiver 37
– Leerverkäufer, aktivistischer 36 f.
– Long-Aktivismus 37, 205
– operativer Aktivismus 38, 200 f.
– Short-Aktivismus 37, 205
Allgemeine Geschäftsbedingungen *siehe* AGB
Allokationseffizienz *siehe* Kapitalallokation
Altgläubiger 300 f., 318 ff.
Altkredite 297, 314, 367
Anfechtung 42
Anlageklassen 37 f.
Anlegerschutz 223
Anleihebedingungen 16, 63 f., 113, *siehe auch* Covenants
Anleihen 10, 30, 39 f., 90, 100, 103, 108, 191
Annahmen 72, 263 ff., 277
Anreiz 32, 44, 52 f., 279
Anreizverzerrung 35, 52 f., 58, 251, 256
Anti-fraud-Regeln 334 ff.
Anti-net-short-Klauseln 92 ff., 143
anwendbares Recht 13, 134 ff., 151 ff., 179 ff., 281 f., 326 f., 332, 350
Arbitrage 29, 31, 39, 124 ff., 347
Arms-length-Grundsatz 157, 274
auction settlement 19, 238, *siehe auch* Abwicklung eines CDS
Aufsicht 2, 5, 20 ff., *siehe auch* Kapitalmarktrecht
Auslegung *siehe* Vertragsauslegung
Auslegungshilfe 115, 157 f., 286 ff.
Ausschlussfrist 93, 106 ff.
außerbörsliche Transaktionen *siehe over the counter*-Transaktionen

BaFin 196, 208 f.
Banken 11 f., 18, 27, 29 f., 97, 323
basis trade 40, *siehe auch negative basis trade*
Begriffssammlung *siehe* Credit Derivatives
Definitions
Beratungsfehler 121 f.
Beweislast 280
BGH 98 f., 103 ff., 125, 131, 143, 159, 185, 296 ff., 358
bilaterale Vertragsänderung 268
black list 94
Blackstone 95, 239
Blockade einer Restrukturierung 63 f., 67, 184 ff., 291 f., 344
boilerplate contracts 113, *siehe auch* standardisierte Verträge
bona fide Restrukturierung 287, 292
Boykott 270 f.
Bridge-Lösung 15, 153, 273
Bundesgerichtshof *siehe* BGH

calculation agent 19
capping 226 f.
caveat creditor 316
Chapter 11-Verfahren 254, 266
Chapter 7-Verfahren 254, 266
Cheapest-to-deliver-Obligation 18, 20, 239, 287, 291
Clearing 21
close-out netting 14
Coase-Theorem 68 ff., 72 ff., 267
Codere 239
Common Law 182, 190, 283, 333

- contractual arbitrage* 124 ff., 130, 207
Covenants 41, 63 f., 82 ff., 88 f.
 Cram-Down 43, 64
creative destruction 256 f.
 Credit Derivatives Definitions 12, 14 ff., 153, 158, 289
 Credit Derivatives Determination Committee 17 f., 244, 268, 288 ff.
 Credit-deterioration-Erfordernis 285 ff.
 Cross-Default-Klausel 42 f., 63, 66, 74, 240
- Darlegungslast 190 f., 280, 317
 Darlehen 10, 39 f., 97 ff., 100 ff., 106 ff., *siehe auch* Schuldscheindarlehen
 Darlehensbedingungen 63 f., 113, *siehe auch Covenants*
 Dealer 18, 25, 118, 162, 270, 278 f., 347, 373, *siehe auch* Market-Maker
default archeology 43, 71
default notice 43, 71, 82, 95
 Definitions *siehe* Credit Derivatives Definitions
 Deliktsrecht 163, 167 ff., 185 f., 280 ff., 295 ff., 319
 – Kreditgeberhaftung 295 ff., 329
 – Schädigungsvorsatz 149, 163, 168, 257, 299 ff.
 – sittenwidrige Schädigung 148 f., 167 ff., 280, 283, 295 ff., 330
 – *tort of deepening insolvency* 328 ff.
 – *tortious interference* 184, 241, 283, 333
 Derivate 9, 11, 12, 22, 33, 358
derivatively informed trader 215, 218
 Determination Committee *siehe* Credit Derivatives Determination Committee
 Deutscher Rahmenvertrag 13, *siehe auch* Rahmenvertrag
 dezentrale Koordinationsordnung 132
distress 253 ff., *siehe auch* Krise
distressed debt investing 38 ff.
 Diversifikation 27, 31, 75
 Dodd-Frank Act 12, 21, 24 f., 334
 Drohung 77 ff.
 DRV *siehe* Deutscher Rahmenvertrag
 Durchsetzung *siehe* Rechtsdurchsetzung
duty of good faith and fair dealing 131, 149, 276
- economic distress* 253 ff.
 effektive Geschäfte 216 f.
 effiziente Kapitalallokation *siehe* Kapitalallokation
 Effizienzgesichtspunkte bei der Gesetzesanwendung 7 f.
- Eigenkapital 17, 29 f., 46, 87, 125, 242
 Einzelabschluss 12, 14, 342
 EMIR 21 f., 374
 Emittent 20, 110, 185
 empirische Studien 7, 31, 56, 145, 146, 253 ff., 266
empty creditor 3, 40, 54 ff., 145 f., 261 ff., 287, 291, 344
empty voting 202, 206
 Equilibrium *siehe* Gleichgewichtsmodell
equity swap 335, 340, 374
 Erfolgsort 174 ff., 182, 282, 321 ff., 325 f., 332
 EuGH 170 ff., 180 f., 322
 EuGVVO 169 ff., 318 ff.
 EuInsVO 169 ff., 318 ff.
 Europäischer Gerichtshof *siehe* EuGH
 Ex-post-Opportunismus 87, 111, 114, 125, 144
 Externalität 33, 110, 260, 293, 362, 370
- fiduciary duties* 125, 131, 153, 182 f.
 Filterfunktion 256 f.
financial distress 253 ff.
 Finanzierungsabkommen 3, 45, 237
 Finanzinstrumente 9, 23, 191 ff., 200, 351
 Finanzkrise 2, 15, 21, 26, 156, 240
 Finanztermingeschäfte 11
 Fortführungswahrscheinlichkeit 256
 Fortführungswert 51, 80, 253, 256, 266
 Fremdkapital 37, 39, 47, *siehe auch* Darlehen; Anleihen
 Fremdkapitalkosten 31 f., 257 f., 265, 272, 361
 Fundamentalwert 200 f., 214, 216 ff., 223, 229, 362, 367
- Gegenparteiausfallrisiko 33
 gemeinsamer Vertreter 83
 Gerechtigkeit 115
 Gerichtsstand der unerlaubten Handlung 173 ff., 178 f., 321 ff., 325 ff.
 Gerichtsstandswahl 118, 135, 152, 281
 Gerichtsverfahren 2, 66, 156, 190, 245 f., 274
 Gesamtschaden 167, 169, 301
 Gesellschaftsrecht 164 ff., 184, 360 f.
 Gläubigerbenachteiligung *siehe* Kreditgeberhaftung
 Gleichgewichtsmodell 144, 262
 Gleichgültigkeit *siehe* rationale Apathie
good faith siehe duty of good faith and fair dealing
 Good Hill-Fall 118, 155 ff.
 Guidance Note 286 ff.

- Gütermarkt 251
- Haftungsprivilegierung *siehe* Privilegierung
- handelsgestützte Marktmanipulation 214 ff., 220 ff., 357 ff.
- Handelsvolumen 18, 25 f.
- Händler *siehe* trader
- handlungsgestützte Marktmanipulation 225 ff., 359 ff.
- Handlungsort 178, 282, 324, 326, 332
- Hebeleffekt 28 f.
- Hedgefonds 11, 24, 36, 81 ff., 259
- hedging* *siehe* Absicherung
- Herbeiführung eines Kreditereignisses 238 ff., 257 ff., 262, 276, 292, 330, 342 f.
- heterogene Erwartungen 264
- Holdout 43, 77 ff.
- homo oeconomicus* 8, 58, 133, 145, 276 f.
- Hovnanian 240 f., 365
- hypothetischer Parteiwille 131 f., 142 ff.
- IIB 293, 347
- Informationsasymmetrie 87, 90, 127, 265
- Informationseffizienz 30, 35, 200, 210, 213, 220, 375
- Informationsvorsprung 199, 204
- Informationswert 30 f., 197, 260 f., 362
- innere Tatsachen 197, *siehe auch* *self-insider*
- Innovation 121, 250
- Insiderhandel 23, 193 ff., 199 ff., 209 ff., 223, 229, 350 ff.
- Fundamentalwert 200 f.
 - Informationsvorsprung 199, 204
 - innere Tatsachen 197
 - *self-insider* 201 f., 208, 210, 234
 - Spector-Vermutung 198 f., 211
 - verständiger Anleger 198 f.
 - Zwischenschritte 195 f.
- Insolvenz 10, 15 f., 52, 56, 80 f., 150
- Akkordstörer 43, 125, 143, 166, 185
 - Akkordstörer-Urteil 125, 143, 185
 - Chapter 7-Verfahren 254, 266
 - Filterfunktion 256 f.
 - Gesamtschaden 167, 169, 301
 - Insolvenzkosten 80 f., 84, 291
 - Insolvenzquote 58, 61, 258, 321
 - Insolvenzreife 297, 319
 - Insolvenzverfahren 56, 319
 - Insolvenzverschleppungshaftung 170, 295 ff., *siehe auch* Kreditgeberhaftung
 - Insolvenzverwalter 14, 169, 172, 301
 - Liquidation 51 f.
 - Liquidationsrate 253 ff.
 - Quotenmaximierung 52, 143, 231
 - Quotenminimierung 101, 143, 147, 168, 185 f.
 - Quotenschaden 258, 300, 373
 - Todeskampf des Unternehmens 258, 296, 298, 313
 - Überschuldung 16, 309 f.
 - Zahlungsunfähigkeit 16, 170, 305, 309 f.
- Insolvenzverschleppungshaftung 170, 295 ff., *siehe auch* Kreditgeberhaftung
- Institute of International Bankers *siehe* IIB
- institutionelle Investoren 11, 36, 126
- intercreditor agreements* 166
- International Swaps and Derivatives Association *siehe* ISDA
- internationale Gerichtszuständigkeit 134, 151, 169 ff., 281 ff., 318 ff., 332
- internationales Privatrecht 169
- anwendbares Recht 13, 134 ff., 151 ff., 179 ff., 281 f., 326 f., 332, 350
 - Rechtswahl 13, 134 ff., 151 ff., 281
- internationales Zivilprozessrecht 169 ff.
- EuGVVO 169 ff., 318 ff.
 - EuInsVO 169 ff., 318 ff.
 - Gerichtsstandswahl 118, 135, 152, 281
 - internationale Gerichtszuständigkeit 134, 151, 169 ff., 281 ff., 318 ff., 332
- Interpretationshilfe *siehe* Auslegungshilfe
- Intransparenz 7, 22 f., 26, 90, 190 f., 270, 292, 316, *siehe auch* Transparenzregime
- Investor, aktiver 35 ff.
- irreführendes Signal 214 ff., 219
- Irreführung *siehe* Täuschung
- ISDA 12, 15, 284 ff., 347
- Credit Derivatives Definitions 12, 14 ff., 153, 158, 289
 - Credit Derivatives Determination Committee 17 f., 244, 268, 288 ff.
 - Guidance Note 286 ff.
 - Narrowly Tailored Credit Event Supplement 277 f., 284 ff.
 - Protokolle 12, 285, 342
 - Rahmenvertrag 13 ff., 117 f., 125, 151, 268
- Kapitalallokation 250 ff., 266 ff., 293
- Kapitalmarktrecht 191 ff., 333 ff.
- Kapitalrückzahlung 88 f., 143
- Kapitalzugang 250
- Kollektivierungsvorschriften 16, 105
- Kollisionsrecht *siehe* internationales Privatrecht
- Kollusion 46, 276, 280, 330 f.
- kollusives Zusammenwirken *siehe* Kollusion

- Kontextualismus 114, 116f., 126ff., 131, 284, 292
- Kontrolle über ein Unternehmen 40ff., 62
- Kooperationspflichten 165, 167, 183
- Kooperative Strategien 45, 237ff.
- Herbeiführung eines Kreditereignisses 238ff., 257ff., 262, 276, 292, 330, 342f.
 - Vermeidung eines Kreditereignisses 242ff., 251ff., 262, 283, 293, 295ff., 336, 343f.
- Koordinierung 74ff., 82f., 123, 130, 161, 267
- Koordinierungskosten *siehe* Koordinierung
- Kreditereignis 9f., 15ff., 55
- Kreditgeberhaftung 295ff., 329
- Kreditkaskade 315
- Kreditrisiko 9f., 27, 29, 87
- Kreditrisikoobertragung 9f.
- Kreditversicherung 264
- Kreditwürdigkeit 31, 87, 260f., 362
- Krise des Unternehmens 39, 46f., 51, 74, 297
- *distress* 253ff.
 - *economic distress* 253ff.
 - *financial distress* 253ff.
 - Liquiditätskrise 253ff.
 - Strategiekrise 253ff.
- Kündigung 41, 42f., 63ff., 100ff., 134ff., 190
- Kündigungsbeschränkung 93, 100ff.
- künstlicher Preis 229f., 362f.
-
- Laufzeit 10, 242, 290, 298f., 313
- Leerverkauf 20, 37, 211, 229
- lender of last resort* 259
- leverage* *siehe* Hebeleffekt
- leveraged buyout* 95
- leveraged loans* 75, 94, 95f.
- lex fori* 153, 169
- lieferbare Verbindlichkeiten 10, 18, 238, 290
- Liquidation 51f.
- Liquidationsrate 253ff.
- Liquidationswert 51, 80, 253
- Liquidität 29, 91, 265
- Liquiditätskrise 253ff.
- Loan-to-Own* 40, 93, 140, 367
- Loyalitätspflicht *siehe* Treuepflicht
-
- Manipulation *siehe* Marktmanipulation;
Preismanipulationsverbot
- manufactured default* 238, 276, 349, *siehe auch* Herbeiführung eines Kreditereignisses
-
- mark-to-market value* 109
- market design* 117f.
- market for lemons* *siehe* adverse Selektion
- Market-Maker 25, 155, 159, 162, 222, 259, 274, *siehe auch* Dealer
- Marktlösungen 68ff., 80, 268ff.
- Marktmanipulation 23, 214ff., 357ff.
- *capping* 226f.
 - *derivatively informed trader* 215, 218
 - effektive Geschäfte 216f.
 - Fundamentalwert 214, 216ff., 223, 229, 362, 367
 - handelsgestützte Marktmanipulation 214ff., 220ff., 357ff.
 - handlungsgestützte Marktmanipulation 225ff., 359ff.
 - künstlicher Preis 229f., 362f.
 - Mechanismen der Markteffizienz 215, 225
 - Objektmanipulation 230
 - *pegging* 226f.
 - verständiger Anleger 215, 218f., 222ff., 359, 367
- Marktmissbrauch 2, 23, 229, 340, *siehe auch* Kapitalmarktrecht
- Marktordnung 117f., 163, 187, 273
- Marktversagen 87, 90f., 133, 146, 259
- marktweite Wirkung 18, 117, 259, 269f.
- Master Agreement *siehe* Rahmenvertrag
- Matalan 249
- McClatchy 247f.
- Mechanismen der Markteffizienz 215, 225
- Mehrheitsbeschluss 16, 63, 219f.
- Meldepflichten 22, 337f., 344ff., 372
- Modell 7, 32, 55, 262ff.
- moral hazard* *siehe* Ex-post-Opportunismus
- Moratorium 10
- Mythos 68, 72, 80
-
- namings & shaming* 270
- Narrowly Tailored Credit Event Supplement 277f., 284ff.
- Negativauslese *siehe* adverse Selektion
- negative basis trade* 40, 48, 347
- net short creditor* 53, 60ff.
- Net-short-Sabotage 44f., 47f., 51ff.
- Netting *siehe* close-out netting
- neue Finanzierung 302
- Neugläubiger 301f., 320
- news trader* 215
- Normsetzer 117, 123, 130, 187
- Norske Skog 244f.
- notice of default* *siehe* default notice
- Nullsummenspiel 34, 69, 250, 269

- Objektmanipulation 230
 Obstruktionsverbot *siehe* Cram-Down
 ökonomische Analyse 7 f., 80 ff., 249 ff.
 Opportunismus 37, 87, 111 f., 114, 125, 165
 Opportunitätskosten 81, 239, 242, 247
orphanning 242, 247 ff., 283 f., 336
 OTC-Derivate 21
over the counter-Transaktionen 21, 221 f., 358
- Pair-Trading-Strategie 278
 Pari-passu-Klausel 120, 122
 passive Strategie 39, 47, 126
pegging 226 f.
penalty default 115, 119 f.
 Positionslimits 334, 337 ff.
 Prävention 81
 Preismanipulationsverbot 335 ff., 340 ff.
price decoding 215, 218
 Prinzipal-Agenten-Konflikt 121 f.
 Privatautonomie 132, 303
private ordering 52, 117, 284, 292 f.
 private Regelung *siehe private ordering*
 Privilegierung 162, 202, 274, 279, 302, 305 ff.
protection buyer *siehe* Sicherungsnehmer
protection seller *siehe* Sicherungsgeber
 Protokolle 12, 285, 342
- Quorum 63, 82
 Quotenmaximierung 52, 143, 231
 Quotenminimierung 101, 143, 147, 168, 185 f.
 Quotenschaden 258, 300, 373
- RadioShack 366
 Rahmenvertrag 13 ff., 117 f., 125, 151, 268
 Ratingagentur 31, 260
 rationale Apathie 54 f., 58 f., 61, 147, 186
 Realloption 307
 Rechtsdurchsetzung 110, 190, 316, 370 ff.
 Rechtsmissbrauch 139 ff., 165, 190
 Rechtsökonomik 7 f.
 Rechtsstreit *siehe* Gerichtsverfahren
 Rechtsunsicherheit 206, 272, 288, 313 f.
 Rechtsvergleich 8
 Rechtswahl 13, 134 ff., 151 ff., 281
 Referenzschuldner 9 f.
 Referenzunternehmen 1, 277, *siehe auch*
 Referenzschuldner
 Referenzverbindlichkeit 10, 18, 19 f., 238,
siehe auch lieferbare Verbindlichkeiten
 Regelungsbedarf 190, 316, 369 ff.
 Regulierung 8, 132, *siehe auch* Regelungs-
 bedarf
 – durch Privatrecht 132 f.
- repeat player* *siehe* Wiederholungsspieler
 Repo-Geschäfte 27
representation, net short 97
 Reputation 1, 79, 122, 240, 270, 353
 Restrukturierung 2, 10, 16, 43, 46, 55, 63,
 302 f.
 – Blockade einer Restrukturierung 63 f.,
 67, 184 ff., 291 f., 344
 – bona fide Restrukturierung 287, 292
 – Chapter 11-Verfahren 254, 266
 – Cram-Down 43, 64
 – Liquidation 51 f.
 – Mehrheitsbeschluss 16, 63, 219 f.
 – neue Finanzierung 302
 – Realloption 307
 – Restrukturierungskosten 79
 – Restrukturierungsrahmen 256, 303 f.
 – Restrukturierungsrichtlinie 16, 256, 302
 – Sanierung 51 f.
 – Sanierungsgutachten 298, 310 f.
 – Sanierungskredit 29, 41 f., 243, 298, 302
 – Sanierungsplan 170, 298, 304
 – Sanierungsprüfung 297 f.
 – StaRUG 16, 43, 56, 64, 166, 302 ff.
 – Überbrückungskredit 242 ff., 298 f., 307 f.,
 311
 – Zwischenfinanzierung 302
 Restrukturierungskosten 79
 Restrukturierungsrahmen 256, 303 f.
 Restrukturierungsrichtlinie 16, 256, 302
 Richter, interventionistische 128 ff.
 Risikoabsicherung *siehe* Absicherung
 Risikoprämie *siehe* Spread
 Risikotransfermodell 264
 Rückzahlung *siehe* Kapitalrückzahlung
 Rückzug vom Markt 90, 200, 215, 218, 259 f.,
 265
- Sabotage *siehe* Net-short-Sabotage
 Sanierung 51 f., *siehe auch* Restrukturie-
 rung
 Sanierungsgutachten 298, 310 f.
 Sanierungskredit 29, 41 f., 243, 298, 302
 Sanierungsplan 170, 298, 304
 Sanierungsprüfung 297 f.
 Sitzungssitz 178 f., 282, 324, 332
 Schaden 80, 168, 185, 300
 Schädigungsvorsatz 149, 163, 168, 257,
 299 ff.
 Scheme of Arrangement 255
 schöpferische Zerstörung 256 f.
 Schuldscheindarlehen 74, 110, 134, 136, 181,
 191, *siehe auch* Darlehen
Schumpeter, Joseph 256 f.

- Schwellenbetrag 289f.
 SEC 2, 22f., 334ff.
 Securities and Exchange Commission *siehe* SEC
 Securities Exchange Act 228f., 334, 336, 339
 Securities Industry and Financial Markets Association *siehe* SIFMA
security-based swap 2, 234, 334f.
 sekundäre Darlegungslast *siehe* Darlegungslast
 Selective-enforcement-Problem 83
 Selektionsmechanismus 251
self-insider 201f., 208, 210, 234
 Self-interest-Klausel 153ff., 275
settlement *siehe* Abwicklung eines CDS
shareholder activism *siehe* Aktionärsaktivismus
 Short-Position *siehe* *net short creditor*
 Sicherungsgeber 9, 73, 242, 255, 313
 Sicherungsnehmer 9, 62f., 238
 SIFMA 293, 347
signaling 87
 Sittenverstoß 303, 312, 330
 sittenwidrige Schädigung 148f., 167ff., 280, 283, 295ff., 330
 Sittenwidrigkeit *siehe* sittenwidrige Schädigung
 Sitz *siehe* Verwaltungssitz; Sitzungssitz
 Sonderinteressen 55
 Sondervorteile 143, 149, 185, 296, 314
 Spector-Vermutung 198f., 211
 Spekulation 10, 25, 28, 250, 264f.
 Spezifikationskosten 85, 110, 114, 122
 Spiel 11
 Spieleinwand 11
 Spieltheorie 78
 Spread 9, 260f., 312, 362
 Staatsanleihen 84, 92, 120
 standardisierte Verträge 12, 85f., 113f., 116f., 129f., 268, 275
 StaRUG 16, 43, 56, 64, 166, 302ff.
steepener trade 245, 313
stickiness von Vertragsklauseln 120ff.
 Stimmrechtsverbot 94, 100ff.
 Strafrecht 206, 225, 359
 Strategiekrisis 253ff.
 Streuschäden 181
 systemische Risiken 33, 337
- Tatsachenforschung 7
 Täuschung 220, 222ff., 231, 363, 366
 teleologische Reduktion 204, 217ff., 233, 368
 Textualismus 113f., 125ff., 149, 292
- Thomas Cook 48
 Todeskampf des Unternehmens 258, 296, 298, 313
tort of deepening insolvency 328ff.
tortious interference 184, 241, 283, 333
trader 215f.
 Trägheit bei der Vertragsumgestaltung *siehe* *stickiness* von Vertragsklauseln
 Transaktionskosten 30, 34, 72, 116f., 250
 Transnationalität 289
 Transparenz 22f., 24, 337, *siehe auch* Intransparenz
 Transparenzregime 150, 190, 292f., 317, 337f., 371ff.
 Treu und Glaube 136, 139ff., 164ff., 288
 Treuepflicht 125, 130, 138f., 163ff., 188
 Trittbrettfahrerproblem 73ff., 122, 267, 270
trustee 83, 182, 245
- Überarbeitung 284ff., 334ff., *siehe auch* Regelungsbedarf
 Überbrückungskredit 242ff., 298f., 307f., 311
 Überschuldung 16, 309f.
 Übertragungsbeschränkung 93, 97ff.
 Unerenforcement-Problem 82
 ungedeckte CDS 10, 20, 263ff., 375
 – Verbot ungedeckter CDS 20, 375
 Unternehmensträger 253
 Unternehmensverkauf 254
 unvollständiger Vertrag 85f., 91f., 131, *siehe auch* Vertragslücke
 US-amerikanisches Recht 149, 182, 234, 283, 328, 333
- value trader* 215
venire contra factum proprium 140f.
 Verbindlichkeiten 10, 16
 Verbot ungedeckter CDS 20, 375
 Verbot kooperativer Strategien 273ff., 334ff., 349ff., 374ff.
 Verbriefung 75, 103, 126, 151
 Verhandlungshindernisse 73, *siehe auch* Transaktionskosten
 Vermeidung eines Kreditereignisses 242ff., 251ff., 262, 283, 293, 295ff., 336, 343f.
 Vermögensschäden, reine 174ff., 281, 321ff.
 Veröffentlichungspflichten *siehe* Transparenzregime
 Versicherung 11, 24, 31, 264
 verständiger Anleger 198f., 215, 218f., 222ff., 359, 367

- Vertragsänderung 12, 268
– bilaterale Vertragsänderung 268
– durch Protokolle *siehe* Protokolle
Vertragsauslegung 114 ff., 118, 274 f.
– *black hole problem* 120 f.
– hypothetischer Parteiwille 131 f., 142 ff.
– Kontextualismus 114, 116 f., 126 ff., 131, 284, 292
– *stickiness* von Vertragsklauseln 120 ff.
– Textualismus 113 f., 125 ff., 149, 292
– unvollständiger Vertrag 85 f., 91 f., 131
– Vertragslücke 114 f., 119 f., 127, 129 f., 142
Vertragsgestaltung 92 ff., 111, 121 ff.
Vertragslücke 114 f., 119 f., 127, 129 f., 142
Vertragspraxis 14 f., 76, 88, 93 ff., 143
Vertragsrecht 11, 112 ff., 153 ff., 276 ff.
Vertrauensschaden 301
Verwaisung eines CDS *siehe orphaning*
Verwaltungssitz 173, 176, 181, 281 f., 320
Verzinsung 88, 92, 297, 311
vollkommener Kapitalmarkt 29 ff., 145, 252
Volumen *siehe* Handelsvolumen
Vorfalligkeit 10
Vorsatz *siehe* Schädigungsvorsatz
Vorteilsanrechnung 278 f.
weaponization of financial instruments 3, 45, 150
Wertänderungsinformation 363 f.
Werteinschätzungsinformation 364 f.
Wertpapiere 10, 135, 156, 191 f.
Wettbewerb der Rechtsordnungen 136
Wettbewerb um Kapital 1, 250 f.
Wette 1, 224, 358, *siehe auch* Spiel
white list 94
Wiederholungsspieler 79
Windstream 64 ff., 78, 92 ff., 149 f., 348
Windstream-Klauseln *siehe* Anti-net-short-Klauseln
Wohlfahrtsverluste 32 ff., 54 ff., 80 f., 92, 204, 251 ff., 257 ff.
Zahlungsausfall 10, 17
Zahlungsunfähigkeit 16, 170, 305, 309 f.
Zins *siehe* Verzinsung
Zivilrecht 112 ff., 273 ff.
Zusicherung 97
Zustimmungsvorbehalt 97 f.
Zwischenfinanzierung 302, *siehe auch* Überbrückungskredit
Zwischenschritte 195 f.