

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS

DIE FREMDKAPITALFINANZIERUNG DER AKTIENGESELLSCHAFT
DURCH DAS PUBLIKUM



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 48



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Theodor Baums

Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 48

05/2006

Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum

Theodor Baums

Übersicht

I. Charakteristika der Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft

1. Allgemeines
2. Die Ausstattungsmerkmale der „reinen“ Formen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung
3. Die Grenzen der Annäherung zwischen den Formen der Eigen- und der Fremdkapitalfinanzierung
4. Die beiden Grundformen der Fremdkapitalfinanzierung durch das Publikum

II. Die Mobilisierung des Fremdkapitals: Ein rechtshistorischer Rückblick

1. Vorbemerkung
2. Die Transformation von Einlagen in Unternehmenskredite
3. Vom zweiseitigen Schuldverhältnis zur börsengängigen Schuldverschreibung
 - a) Die Umformung des Schuldversprechens zu veräußerbaren Schuldverschreibungen
 - b) Die Prüfung der Bonität des Anleiheschuldners
 - c) Die Wahrnehmung der Gläubigerrechte
 - d) Die Handelbarkeit der Schuldverschreibung

III. Die Sicherung der Anleihegläubiger durch Schutzklauseln (covenants)

1. Allgemeines
2. Vermögenszuwendungen an die Aktionäre
3. Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals
4. Wertvernichtende Investitionen und „Unterinvestitionsproblem“
5. Kontrollwechsel, Schuldnerwechsel, strukturelle Änderungen
6. Verschleiern nachteiliger Entwicklungen

I. Charakteristika der Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft

1. Allgemeines

Unter Fremdkapitalfinanzierung einer Unternehmung wird gemeinhin die Finanzierung durch Geldkredit und, bei großen Unternehmen, durch Geldkredit und durch Anleihen verstanden, wobei beide Finanzierungsinstrumente in verschiedener Hinsicht atypisch ausgestaltet sein können. Zu unterscheiden ist die Fremdkapitalfinanzierung auf der einen Seite von Leistungen, die nicht im Gewähren von Kapital bestehen (Dienstleistungen, Warenlieferungen, Verpachtungen, Lizenzen usw.). Nach der anderen Seite hin ist die Fremdkapitalfinanzierung von der Außenfinanzierung durch Eigenkapital abzugrenzen. Diese Abgrenzung kann nicht vom Gegenstand des Finanzierungsbeitrags her vorgenommen werden, jedenfalls dann nicht, wenn er in Geld besteht. Die Grenzlinie zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung zu bestimmen ist bedeutsam, weil für diese Finanzierungsformen verschiedene (gesellschaftsrechtliche, bilanzrechtliche, insolvenzrechtliche, steuerrechtliche) Regeln gelten, deren Geltung von den Parteien mit der Wahl eines bestimmten Finanzierungsinstruments in der Regel auch gewollt ist oder erwartet wird. Die Abgrenzung kann im Einzelfall schwierig sein, wenn die zwischen dem Finanzier und dem Unternehmen getroffene Vereinbarung sowohl Züge der Fremd- wie der Eigenkapitalfinanzierung trägt („hybride Finanzierungsinstrumente“), und eine anzuwendende gesetzliche Regelung keine eindeutigen Vorgaben enthält. Die folgende Darstellung orientiert sich an der dem geltenden Aktienrecht zugrunde liegenden Abgrenzung.¹ Die Auslegung anderer gesetzlicher Normen, die jeweils nach deren Telos vorzunehmen ist, mag dazu führen, daß die Grenzlinie zwischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung entsprechend dem besonderen Sinn und Zweck der anzuwendenden gesetzlichen Regelung anders zu ziehen ist.

2. Die Ausstattungsmerkmale der „reinen“ Formen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung

Das klassische Instrument der Außenfinanzierung einer Aktiengesellschaft mit Eigenkapital ist die Stammaktie, das der Fremdkapitalfinanzierung der fest verzinsliche Bankkredit. Die unterschiedlichen Merkmale dieser beiden „reinen“ Formen der Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalfinanzierung können, soweit das geltende Recht dies zuläßt, in mannigfacher Weise entsprechend den Wünschen und Interessen der Kapitalanbieter und –nachfrager abgeändert und miteinander

¹ Vgl. zum Folgenden auch die in Einzelheiten abweichenden Abgrenzungen bei *Wiedemann*, in: Festschrift für Beusch, 1993, S. 893 ff.; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 515 ff.; zur Unterscheidung von Fremd- und Eigenkapital in der betriebswirtschaftlichen Finanzierungslehre etwa *Drukarczyk*, Finanzierung, 9. Aufl. 2003, S. 261 ff.

in vielfältigen Zwischenformen kombiniert werden.² Daraus ergibt sich, daß die Instrumente der Eigen- und der Fremdkapitalfinanzierung nicht dichotomisch, durch Unterteilung in zwei Gruppen mit je unterschiedlichen Ausstattungsmerkmalen, voneinander zu trennen sind. Vielmehr ist, wenn man zu einem Bild greifen will, die Vorstellung zutreffender, daß es sich bei den Instrumenten der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung um eine Reihe handelt, deren Eckpunkte auf der einen Seite durch die Stammaktie und auf der anderen Seite durch den fest verzinslichen Bankkredit markiert werden, zwischen denen sich aber durch Modifikation und unterschiedliche Kombination der verschiedenen Ausstattungsmerkmale eine Vielzahl hybrider Übergangsformen gestalten läßt, die sich zum Teil näher an der Stammaktie, zum Teil näher am fest verzinslichen Bankkredit befinden.

Ein erstes Ausstattungsmerkmal, in dem sich die „reinen“ Formen der Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung unterscheiden, ist die *Vergütung für die Kapitalüberlassung*. Der Gläubiger des fest verzinslichen Bankkredits hat einen Anspruch auf Zahlung des vereinbarten Zinses zu dem vereinbarten Termin. Der Zins ist auch dann zu zahlen, wenn die Gesellschaft keine Überschüsse erwirtschaftet. Der Aktionär hat dagegen keinen Anspruch auf eine feste Kapitalverzinsung zu einem bestimmten Termin, sondern einen Anspruch auf das „Residuum“, auf das nach der Berichtigung der Verbindlichkeiten der Gesellschaft verbleibende Vermögen der Gesellschaft entsprechend seiner Beteiligungsquote, und zwar erst nach Auflösung der Gesellschaft (§ 271 Abs. 1 AktG). Vor der Auflösung kann er nur Zahlung einer Dividende verlangen, wenn ein verteilungsfähiger Überschuß zur Verfügung steht, und die Hauptversammlung eine Gewinnausschüttung beschlossen hat (§ 58 Abs. 4 AktG). Der Kreditgeber hat also einen „Festbetragsanspruch“, der Aktionär gegebenenfalls einen „Restbetragsanspruch“.³

Das zweite Ausstattungsmerkmal, in dem sich die „reinen“ Formen der Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung unterscheiden, entspricht dem ersten. Der Zinsanspruch des Fremdkapitalgebers ist, wie erwähnt, unabhängig von einem erzielten Überschuß und auch dann zu erfüllen, wenn das durch die Kapitalgeber gemeinsam aufgebraachte Kapital der Gesellschaft durch Verluste gemindert ist oder durch die Zinszahlung gemindert wird. Dasselbe gilt vom Anspruch des Fremdkapitalgebers auf *Rückzahlung seines Kapitalbeitrages*. Demgegenüber können die Eigenkapitalgeber eine Kapitalrückzahlung nur erwirken, wenn und soweit zuvor die Fremdkapitalgeber wegen ihrer Forderungen befriedigt werden können und befriedigt worden sind bzw. ihnen Sicherheit geleistet worden ist (§ 225 AktG für die Kapitalherabsetzung; §§ 271, 272 AktG für die Auflösung und § 199 S. 2 InsO für die Insolvenz der

² Näher unten 3., 4.

³ Die Unterscheidung zwischen „Festbetragsansprüchen“ und „Restbetragsansprüchen“ geht zurück auf *Stützel*, Die Aktie und die volkswirtschaftliche Risiken-Allokation, in: Jung/Lucius/Seifert (Hrsg.), Geld und Versicherung, 1981, S. 193 ff.

Gesellschaft). Insbesondere kann nach geltendem⁴ deutschem Aktienrecht nicht vereinbart werden, daß der einzelne Aktionär seine Einlage nur für eine bestimmte Zeit zur Verfügung stellen oder seine Beteiligung ordentlich oder jedenfalls aus wichtigem Grund kündigen kann, wie dies für den Kreditgeber gilt (§§ 488 Abs. 3, 490, 314 BGB). De lege lata kann ein Rückgaberecht für den Aktionär nur in der Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital vorgesehen werden (§ 105 Abs. 2 Investmentgesetz).⁵

Das dritte Ausstattungsmerkmal, das die „reinen“ Formen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung unterscheidet, hängt unmittelbar mit den beiden zuerst erwähnten zusammen. Im Hinblick auf die unterschiedliche Form der Vergütung bzw. Ergebnisbeteiligung für das überlassene Kapital und die verschiedenen Grade der Risikotragung sind die *Informations- und Einwirkungsrechte* (Kontrollrechte) der beiden Kapitalgebergruppen unterschiedlich ausgestaltet. Die Informations- und Einwirkungsrechte der Fremdkapitalgeber beziehen sich auf die Sicherung der Zins- und Kapitalrückzahlung. Sie ergeben sich aus den zwischen den Parteien – im Rahmen des zwingenden Rechts - ausgehandelten Vertrags- bzw. Anleihebedingungen und den hieran anknüpfenden rechtlichen Instrumenten zu ihrer Durchsetzung; die Leistungsklage steht hierbei im Vordergrund. Demgegenüber kommt den Eigenkapitalgebern das von vorneherein unbestimmte „Residuum“ zu. Die Informations- und Mitwirkungsrechte der Aktionäre einschließlich der Aktionärsklagerechte sind Teil des komplexen Mechanismus, der letzten Endes sichern soll, daß der Unternehmenswert und damit dieser Überschuß gesteigert wird. Da der Anspruch auf das Residuum den Aktionären zusteht, haben sie jedenfalls im Prinzip die richtigen Anreize, von diesen Kontrollrechten auch Gebrauch zu machen und damit zur Steigerung des Unternehmenswerts beizutragen.⁶ Diese Verteilung der Kontrollrechte zwischen Eigen – und Fremdkapitalgebern ändert sich freilich in der Insolvenz, wo die Kontrolle über die Gesellschaft in die Hände des Insolvenzverwalters gelegt wird, der im Interesse der Gläubigerbefriedigung das Gesellschaftsvermögen verwaltet und verwertet (§§ 1, 56 ff., 80 InsO).

⁴ Empfehlung zur Einführung „rückerwerbbarer Aktien“ (redeemable shares) auf Verlangen der Gesellschaft oder des Investors durch die Regierungskommission Corporate Governance; vgl. Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 235 f.; eingehend dazu *Habersack*, Rückerwerbbar Aktien auch für deutsche Gesellschaften! in: Festschrift für Lutter, 2000, S. 1329 ff.

⁵ Dazu *Baums/Kiem*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, in: Festschrift für Hadding, 2004, S. 741, 749 ff.

⁶ Die Darstellung sieht von den besonderen Anreizproblemen (Kollektivhandlungsproblem; Trittbrettfahrerproblem) ab, die sich insbesondere bei Anteilszersplitterung in der Publikumsgesellschaft ergeben können.

3. Die Grenzen der Annäherung zwischen den Formen der Eigen- und der Fremdkapitalfinanzierung

Für die Aktie legt das Aktiengesetz weitgehend zwingend (§ 23 Abs. 5 AktG) den Rahmen fest, innerhalb dessen dieses Finanzierungsinstrument ausgestaltet und Formen der Fremdkapitalfinanzierung angenähert werden kann. Feste Zinsen, d.h. eine Vergütung der Kapitaleinlage des Aktionärs ohne Rücksicht auf einen verteilbaren Bilanzgewinn, dürfen dem Aktionär nicht zugesagt werden (§ 57 Abs. 2 AktG).⁷ Auch von dem Prinzip, daß eine Vermögensauszahlung an die Aktionäre jenseits einer Dividendenausschüttung nur nach Befriedigung bzw. Sicherstellung der Fremdkapitalgeber erfolgen darf (§ 225 AktG für die Kapitalherabsetzung; §§ 271, 272 AktG für die Auflösung und § 199 S. 2 InsO für die Insolvenz der Gesellschaft) kann in der Satzung nicht abgewichen werden; sämtliche Vorschriften sind insoweit zwingend.⁸ Das schließt freilich nicht aus, daß im einzelnen Kreditvertrag oder in den Anleihebedingungen auf die Gläubigersicherung bzw. den Gläubigervorrang der §§ 225, 272, 272 AktG verzichtet werden kann.⁹ Schließlich gewährt jede Aktie die im Aktiengesetz vorgesehenen Mitwirkungsrechte, insbesondere das Stimmrecht (§ 12 Abs. 1 S. 1 AktG). Ein Ausschluß oder eine Beschränkung des Stimmrechts ist nur unter den im Gesetz genannten Voraussetzungen und in den vorgesehenen Formen zulässig (insbesondere Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, §§ 139 ff. AktG; Höchststimmrechte in nicht börsennotierten Gesellschaften, § 134 Abs. 1 S. 2 AktG).

Anders als die Außenfinanzierung durch Eigenkapital ist die Fremdkapitalfinanzierung durch eine große Formenvielfalt geprägt, die sich durch die weitgehende Gestaltungsfreiheit der Parteien in diesem Bereich erklärt. So können Kredite und Schuldverschreibungen „mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht“ (§ 221 Abs. 1 S. 1 AktG; s. auch § 216 Abs. 3 AktG), d.h. sie können gewinnabhängig¹⁰ und sogar mit einer partizipierenden Dividende¹¹ ausgestattet werden. Der Anspruch auf Rückzahlung des Kapitals kann nicht nur gegenüber dem Rückzahlungsanspruch anderer Fremdkapitalgeber mit einem Nachrang versehen werden (vgl. für die Insolvenz § 39 Abs. 2 InsO), sondern es kann auch ein fester Rückzahlungsanspruch ganz oder teilweise ausgeschlossen und durch eine Beteiligung am Abwicklungserlös ersetzt werden.¹² Dagegen kann dem

⁷ Zu den Einzelheiten *Baums*, Das Zinsverbot im Aktienrecht, in: Festschrift für Horn, 2006, S. 245 ff.

⁸ Zur Unzulässigkeit von „redeemable shares“ nach deutschem Recht – mit der Ausnahme des § 105 Abs. 2 InvestmentG – oben Fn. 4.

⁹ Vgl. dazu weiter unten im Text.

¹⁰ Vgl. die Ausstattung des Genußrechts in BGHZ 140, 141, 148: Zusage eines Jahreszinses von 7,5% auf den Nennbetrag, der aber nur beansprucht werden kann, sofern und soweit die Auszahlung nicht zu einem Bilanzverlust führen würde.

¹¹ Z. B. wird den Obligationären ein Zusatzzins in Höhe der Jahresdividende für die Aktien zugesagt; vgl. BGHZ 28, 259, 260.

¹² Vgl. die in BGHZ 28, 259, 261 mitgeteilte Gestaltung; Einzelheiten bei *Habersack*, in: Kropff/Semler (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., Bd. 6, 2005, § 221 Rdz. 111 ff.

Fremdkapitalgeber ein Recht zur Mitwirkung in der Hauptversammlung durch Mitstimmen bei Beschlüssen nicht eingeräumt werden.¹³ Denn die unterschiedliche Ausstattung der Instrumente der Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung schafft gegenläufige Anreize und Interessenlagen. Das könnte je nach Stimmverteilung zum einen zu wechselseitigen Blockaden und anderen negativen Auswirkungen auf die Gesellschaft führen, zum anderen zu nachteiligen Veränderungen der Ausstattung der von der Minderheit gehaltenen Finanzierungsinstrumente (soweit solche Veränderungen in der Kompetenz der Hauptversammlung liegen und das Mehrheitsprinzip gilt). Letzteres würde einen entsprechenden Schutz der betroffenen Seite vor solchen Beschlüssen erfordern, den das Aktiengesetz aber nur im Verhältnis von Aktionären untereinander vorsieht (§§ 141, 179 Abs. 3 AktG). Das Fehlen entsprechender Schutzvorkehrungen für den von uns betrachteten Fall belegt, daß dem Aktiengesetz die Vorstellung einer Mitwirkung von Fremdkapitalgebern bei der Beschlußfassung der Aktionäre fremd ist.

Das Fehlen der wesentlichen einem Aktionär zustehenden Kontrollrechte führt freilich für denjenigen Fremdkapitalgeber, dessen vermögensrechtliche Position weitgehend der eines Eigenkapitalgebers angenähert ist,¹⁴ auf den ersten Blick zu einer offenen Flanke. So mögen zum Beispiel die Bedingungen einer Genußscheinanleihe vorsehen, daß bei einer Herabsetzung des Grundkapitals zwecks Verlustausgleichs (§ 229 AktG) per se auch das Genußkapital im gleichen Verhältnis herabgesetzt ist.¹⁵ Die Genußscheingläubiger sind aber auch in einem solchen Fall, obwohl ihnen ein Stimmrecht und ein Anfechtungsrecht (§ 243 AktG) fehlen, nicht hilflos der Willkür der Aktionäre und der Verwaltung des Emittenten ausgesetzt. Ergibt sich etwa später, daß ein Verlust in Höhe der vorgenommenen Rückstellungen nicht eingetreten ist, kann die Gesellschaft, wie der Bundesgerichtshof in der Klöckner – Entscheidung überzeugend festgestellt hat, die Genußscheininhaber auch dann nicht mit dem herabgesetzten Genußkapitalbetrag abspeisen, wenn die Kapitalherabsetzung als solche nicht beanstandet werden kann. Da in dem betreffenden Fall die Genußscheinbedingungen keine Wiederauffüllung des Genußkapitals oder einen anderen vertraglichen Anpassungsmechanismus vorsahen, war diese Lücke vielmehr im Wege der ergänzenden Auslegung zu schließen, aus der sich ein Anspruch auf anteilige Auszahlung des Rückstellungsbetrages ergeben konnte.¹⁶

¹³ Einhellige Ansicht; s. je m. w. Nachw. *Hüffer*, AktG, 6. Aufl. 2004, § 12 Rdz. 3; *Lutter*, in: Kölner Komm. zum AktG, Bd. 5/1, 2. Aufl., 1993, § 221 Rdz. 197; aus der Rechtsprechung zuletzt BGHZ 119, 305, 316; BGHZ 120, 141, 147; zur vertraglichen Stimmrechtsbindung gegenüber Nichtgesellchaftern *Priester*, Drittbinding des Stimmrechts und Satzungsautonomie, in: Festschrift für Werner, 1984, S. 657 ff. Zur Einräumung sonstiger Verwaltungs- und Kontrollrechte an Gläubiger s. BGHZ 119, 305, 316 f.; *Habersack*, a.a.O. (Fn. 12), § 221 Rdz. 120 m. Nachw.

¹⁴ Dies gilt in der Praxis insbesondere für den sog. aktienähnlichen Genußschein; dazu etwa *Berghaus/Bardelmeier*, Genussscheine, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, S. 342 f. m. Nachw.

¹⁵ Vgl. die in BGHZ 119, 305, 307 wiedergegebenen Genußscheinbedingungen.

¹⁶ BGHZ, a.a.O., S. 324 ff. Der BGH erörtert des weiteren einen Schadensersatzanspruch wegen schuldhafter Verletzung von Nebenpflichten aus dem Genußrechtsverhältnis zwischen Gesellschaft und

Der Anlegerschutz ist deshalb auch bei aktienähnlichen Instrumenten der Fremdkapitalfinanzierung nicht durch eine weitgehende Angleichung an die Rechte und Pflichten der Aktionäre und entsprechende Anwendung der diesbezüglichen Vorschriften zu bewerkstelligen, sondern unter Berücksichtigung dessen, daß es sich bei den Instrumenten der Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung um verschiedene von der Rechtsordnung anerkannte Gestaltungsformen handelt, denen je besondere Rechte, Pflichten und Rechtsbehelfe zugeordnet sind.¹⁷ Es kann hier offenbleiben, ob im theoretischen Fall der Schaffung eines „Genußrechts“ ohne Stimmrecht, im übrigen aber mit den Ausstattungsmerkmalen einer Stamm- oder Vorzugsaktie, zum Zweck der Umgehung der Schutzvorkehrungen der §§ 139 - 141 AktG diese Vorschriften anzuwenden wären, oder ob auch dann die für Genußrechte geltenden Regeln und Behelfe genügen würden.¹⁸ Typische Konflikte zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern und deren Bewältigung sind unten noch eingehend zu erörtern.¹⁹

4. Die beiden Grundformen der Fremdkapitalfinanzierung durch das Publikum

Eine systematische Ordnung und Darstellung sämtlicher Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung, die hier nicht geleistet werden kann, würde zunächst wohl die Einteilung in Bankkredite einerseits²⁰ und die Fremdkapitalfinanzierung durch sonstige Investoren, insbesondere durch Schuldverschreibungsgläubiger, andererseits²¹ zugrundelegen und dann für jede dieser Gruppen die zahlreichen Modifikationen, Unterformen und Zwischenformen²² aufzählen, die sich in der Praxis herausgebildet haben. Wollte man auch diese Modifikationen und Unterformen ordnen, dann böte sich etwa eine Unterteilung in solche an, die sich lediglich als Variationen der oben dargestellten „reinen“ Form der Fremdkapitalfinanzierung darstellen, ohne aber das betreffende Finanzierungsinstrument bereits in die Nähe der Eigenkapitalfinanzierung zu rücken, wie z.B. Variationen der Laufzeit einer Anleihe (Stichworte: *commercial paper*, *medium term note*, *bond*), und solche Formen, die das betreffende Finanzierungsinstrument der

Genußrechtsgläubigern (vgl. §§ 280, 241 Abs. 2 BGB), weil die Organe der Emittentin unververtretbare Spekulationsgeschäfte getätigt hatten; BGHZ, a.a.O., S. 326 ff.

¹⁷ Zum Anlegerschutz bei Genußrechten eingehend m. umfangr. Nachw. *Lutter*, a.a.O. (Fn. 13), § 221 Rdz. 347 ff. sowie allgemein zum Anlegerschutz bei den Finanzierungsinstrumenten des § 221 AktG *Habersack*, a.a.O. (Fn. 12), Rdz. 245 ff.

¹⁸ Zur Behandlung „aktienähnlicher“ und „aktiengleicher“ Genußrechte *Habersack*, a.a.O. (Fn. 12), Rdz. 123 ff.

¹⁹ Unten III.

²⁰ Überblick über Kreditformen etwa in Hellner/Steuer (Hrsg.), *Bankrecht und Bankpraxis*, Loseblattausgabe, Bd. 1, Stand 04/2005, sub 3.

²¹ Überblick etwa bei Achleitner/Thoma (Hrsg.), *Handbuch Corporate Finance*, Loseblattausgabe, Bd. 2, Stand 04/2005, sub 4. und Bd. 3 sub 5; *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 14), 3. – 5. Teil. Einen Überblick über Innovationen auf den internationalen Anleihemärkten geben *Brealey/Myers*, *Principles of Corporate Finance*, 7. Aufl. 2003, S. 717 f.

²² An Zwischenformen zwischen dem Kredit eines einzelnen Instituts und der börsengängigen Anleihe wäre etwa an den Konsortialkredit, das Schuldscheindarlehen und die Emission nicht börsennotierter Schuldverschreibungen und unverbriefter Genußrechte zu denken.

Eigenkapitalfinanzierung annähern, wie z.B. partiarische Darlehen, Mezzanine-Kredite oder *equity linked*-Emissionen (Wandelschuldverschreibungen, Umtauschanleihen, Genußscheine u.a.m.).

Im Folgenden sollen die Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung unter einem anderen Blickwinkel betrachtet werden, nämlich dem ihrer Funktion der Finanzierung von Großunternehmen. In aller Regel wird es sich dabei um die Rechtsform der Aktiengesellschaft handeln, weshalb sich die nachfolgenden Ausführungen hierauf beschränken. Die Aktiengesellschaft ist die klassische Rechtsform des Großunternehmens; sie ist als Rechtsinstitution speziell zum Zweck der Gründung und Leitung von Großunternehmen ausgebildet worden. Das gilt auch für die Formen ihrer Finanzierung (Aktiengesellschaft als „Kapitalsammelbecken“), und zwar nicht nur der Außenfinanzierung durch Eigenkapital. Auch die Formen und besonderen Merkmale der Fremdkapitalfinanzierung der großen Aktiengesellschaft erklären sich daraus, daß hier große Kapitalbeträge nicht durch einen einzelnen Anleger oder eine kleine Gruppe von Investoren mit Hilfe eigener Mittel, sondern mittelbar oder unmittelbar durch das Publikum aufgebracht werden sollen, weil die erforderlichen Eigenmittel Einzelpersonen entweder nicht zu Gebote stehen, oder sich die Eigenmittelfinanzierung durch Einzelpersonen aus Erwägungen der Risikostreuung verbietet. In diesem Falle muß das Publikum angesprochen werden. Bei der Fremdkapitalfinanzierung geschieht dies auf zwei Wegen: Durch Einschaltung von Finanzintermediären, typischerweise eines oder mehrerer Kreditinstitute, denen die Investoren ihre Gelder als Einlagen anvertraut haben, und die diese Gelder in Unternehmenskredite transformieren, oder durch gezielte Ansprache des Kapitalmarkts seitens des kapitalnachfragenden Unternehmens, z. B. durch Emission einer Anleihe. Die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Kreditinstitute wird allerdings herkömmlich nicht mit der Unternehmensfinanzierung durch das Publikum in Verbindung gebracht. Vielmehr wird die bankgestützte Unternehmensfinanzierung in der Regel geradezu als Gegensatz zur Publikumsfinanzierung verstanden. Aus ökonomischer Sicht hat aber die Kreditfinanzierung durch einen Finanzintermediär, also etwa durch ein Kreditinstitut, das sich, neben dem Eigenkapital seiner Gesellschafter, vor allem durch Einlagen seiner Kunden, also des Publikums, refinanziert, dieselbe Funktion wie die unmittelbare (Anleihe-) Finanzierung durch das Publikum; darauf ist sogleich zurückzukommen.²³ Auch der rechtshistorische Rückblick (unter II.) wird belegen, daß Entwicklung und Einsatz des mit Depositen refinanzierten Großkredits und die Entwicklung der Anleihefinanzierung der Aktiengesellschaft in Deutschland etwa zur selben Zeit eingesetzt haben.

²³ Unten II. 2.

Die folgende Darstellung ist wie folgt gegliedert: Abschnitt II. beleuchtet in einem rechtshistorischen Rückblick die Mobilisierung des Fremdkapitals zu Zwecken der Finanzierung der Aktiengesellschaften; Abschnitt III. befaßt sich mit typischen Konflikten zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern bei Publikumsfinanzierung und den Vorkehrungen zur Bewältigung solcher Konflikte.

II. Die Mobilisierung des Fremdkapitals: Ein rechtshistorischer Rückblick

1. Vorbemerkung

An dieser Stelle können die Erschließung und der tatsächliche Gebrauch der verschiedenen Quellen der Finanzierung der deutschen Aktiengesellschaften und die quantitative Bedeutung der Fremdkapitalfinanzierung im historischen Verlauf nicht dargestellt werden. Hierzu ist auf die einschlägigen wirtschaftsgeschichtlichen Darstellungen zu verweisen.²⁴ Auch die Geschichte des Rechts der Unternehmensfinanzierung und der rechtlichen Ausformung der einzelnen Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung kann hier nicht umfassend nachgezeichnet werden. Auch dafür kann auf weiterführende Literatur verwiesen werden.²⁵ Die nachfolgende kurze Darstellung beschränkt sich

²⁴ Auswahl aus der Literatur, jeweils m.w. Nachweisen: *Bösselmann*, Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert, 1939, S. 144 ff.; *Gehr*, Das Verhältnis zwischen Banken und Industrie in Deutschland seit der Mitte des 19. Jahrhunderts bis zur Bankenkrise von 1931 unter besonderer Berücksichtigung des industriellen Großkredits. Diss. Tübingen 1959; *Winkel*, Kapitalquellen und Kapitalverwendung am Vorabend des industriellen Aufschwungs in Deutschland, *SchmollersJ* 90 (1970), S. 275 ff.; *Eister/Ringel*, Die Finanzierung des wirtschaftlichen Wachstums durch Banken. Eine quantitativ-empirische Untersuchung für Deutschland 1850 – 1930, in: *Walther Hoffmann* (Hrsg.), Untersuchungen zum Wachstum der deutschen Wirtschaft, 1971, S. 93 ff.; *Coym*, Unternehmensfinanzierung im frühen 19. Jhd. - dargestellt am Beispiel der Rheinprovinz und Westfalens. Diss. Hamburg 1971; *E. Klein*, Zur Frage der Industriefinanzierung im frühen 19. Jhd., in: *Kellenbenz* (Hrsg.), Öffentliche Finanzen und privates Kapital im späten Mittelalter und in der ersten Hälfte des 19. Jhdts., 1971, S. 118 ff.; *E. Klein*, Von den Anfängen bis zum Ende des alten Reiches (1806), in: *Ashauer u.a.* (Hrsg.), Deutsche Bankengeschichte Bd. 1, 1982, passim; *M. Pohl*, Festigung und Ausdehnung des deutschen Bankwesens zwischen 1870 und 1914, in: *Ashauer u.a.* (Hrsg.), Deutsche Bankengeschichte Bd. 2, 1982, S. 221, 277 ff.; *H. Pohl*, Formen und Phasen der Industriefinanzierung bis zum Zweiten Weltkrieg, in: *Wandlungen in der Industriefinanzierung* (9. Beiheft zum Bankhistorischen Archiv), 1983, S. 13 ff.; *T. Bezenberger*, Das Kapital der Aktiengesellschaft, 2005, S. 39 ff. sowie verschiedene Beiträge in: *Breuer* (Hrsg.), Handbuch Finanzierung, 3. Aufl. 2001.

²⁵ Vgl. (Auswahl) *Endemann*, Studien in der Romanistisch-Kanonistischen Wirtschafts- und Rechtslehre bis gegen Ende des 17. Jhdts, Bd. 2, 1883, Neudruck 1962, S. 357 ff. (Darlehen); *Goldschmidt*, Handbuch des Handelsrechts, Teil A, Bd. 1, Universalgeschichte des Handelsrechts, 1891, S. 290 ff. (Anleihen); S. 408 ff. (Wechselkredit); *A. Leist*, Privatrecht und Kapitalismus im 19. Jahrhundert, 1911, S. 96 ff. (kaufmännische Verpflichtungsscheine); S. 102 f. (Wechselkredite); S. 153 ff. (Inhaberschuldverschreibungen); S. 226 ff. (Schuldscheindarlehen); *Lederer*, Die Verwaltungs- und Kontrollbefugnisse der Obligationäre einer Aktiengesellschaft nach inländischem und ausländischem Recht, 1941, S. 17 ff. (Inhaberschuldverschreibungen); *Lammel*, Die Gesetzgebung des Handelsrechts, in: *Coing* (Hrsg.), Handbuch der Quellen und Literatur der neueren europäischen Privatrechtsgeschichte, Bd. II, 1976, S. 571 ff. (zur Entwicklung des Wechselrechts und des Anleiherechts), passim; *Coing*, Europäisches Privatrecht, II., 1989, S. 575 ff. (Inhaberschuldverschreibungen); *Siebel*, Rechtsfragen internationaler Anleihen, 1997, S. 89 ff. und passim (internationale Anleihen); *H.G. Vogel*, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, 1998, S. 64 ff. (Anleihen); *Luttermann*, Unternehmen, Kapital und Genußrechte, 1998, S. 31 ff. (Genußrechte); *Scherner*, Rechtsvereinheitlichung für grenzüberschreitende Leistungen: Eisenbahnen, Banken, Versicherungen, in: ders. (Hrsg.), Handel, Wirtschaft und Recht in Europa,

vielmehr, wie angedeutet, auf einen für die Finanzierung großer Unternehmen und Projekte besonders bedeutsamen, bisher im Zusammenhang aber noch nicht beleuchteten Aspekt, den man als die „Mobilisierung des Fremdkapitals“ bezeichnen könnte.

Diese Mobilisierung des Fremdkapitals geschieht auf zwei Wegen: Durch Einschaltung eines Finanzintermediärs, typischerweise eines Kreditinstituts, dem die Investoren ihre Gelder als Einlagen anvertrauen, und das diese Gelder in Unternehmenskredite transformiert (dazu sogleich unter 2.), oder durch gezielte Ansprache des Kapitalmarkts seitens des kapitalnachfragenden Unternehmens durch Emission einer Anleihe (dazu unten 3.). In beiden Fällen kann der Investor seine Anlage kurzfristig liquidieren, ohne daß dem Unternehmen die vielleicht längerfristig benötigten Finanzmittel entzogen werden müßten, nämlich durch Abzug der Einlage beim zwischengeschalteten Kreditinstitut beziehungsweise durch Verkauf der Schuldverschreibung am Sekundärmarkt. „Mobilisierung des Fremdkapitals“ kann also in einem doppelten Sinne verstanden werden: Zum einen ist damit die Erschließung der Gelder eines breiteren Publikums für die Zwecke der Finanzierung der Unternehmen gemeint; zum anderen bezeichnet die „Mobilisierung des Fremdkapitals“ die Transformation langfristig bewilligter Finanzierungsmittel in kurzfristig liquidierbare Einlagen oder jederzeit veräußerliche Finanzinstrumente.

2. Die Transformation von Einlagen in Unternehmenskredite

Die Einschaltung eines Finanzintermediärs zwischen kapitalnachfragendem Unternehmen und kapital anbietenden Investoren hat spezifische Vorteile: Der Informations-, Transaktions- und Überwachungsaufwand zwischen den Investoren und dem kapitalnachfragenden Unternehmen wird im Vergleich mit einem System ohne funktionierende Finanzintermediation und ohne entwickelte Kapitalmärkte erheblich reduziert; es ergeben sich Synergievorteile. Zudem genießen die Investoren infolge der Verteilung ihrer Einlagen auf Kredite an verschiedene Schuldner mittelbar einen Diversifizierungsvorteil; ihr Ausfallrisiko bezieht sich auf einen diversifiziert anlegenden und überdies der Kreditwesenaufsicht unterliegenden Schuldner. Und schließlich können die Finanzintermediäre eine Fristentransformation leisten: Sie können liquide Mittel ihrer Einlegerkundschaft in illiquide Anlagen auf der Aktivseite ihrer Bilanz, insbesondere auch in langfristige Unternehmenskredite, transformieren. Anders gewendet kann der Einleger seine Einlage abziehen, ohne daß der Kreditnehmer seine Finanzierung verlöre.²⁶

1999, S. 539, 551 ff (Wechselgeschäfte); S. 560 ff. (Kreditgeschäfte); *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 223 ff. (Wechsel; Schuldverschreibungen). Nachweise zur Entstehung von Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen, Genußrechten und Gewinnschuldverschreibungen etwa bei *Lutter*, a.a.O. (Fn. 13), § 221 Rdz. 7 f., 14 ff., 23 ff., 34.

²⁶ Zur Ökonomie der Finanzintermediation s. *Leland/Pyle*, Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32, 1977, Nr. 2, S. 371 ff.; *Fama*, Banking in the Theory of

Die Transformation von Depositen bei Banken in Kredite ist alt.²⁷ Was die Finanzierung der Aktiengesellschaft betrifft, so wurde allerdings bis ca. 1840 der Kapitalbedarf der Unternehmen in Deutschland nahezu ausschließlich durch Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Mittel²⁸ gedeckt, da ein ausgebautes System der Finanzintermediation durch Banken zwecks Einsammelns von Einlagen breiter Bevölkerungskreise und Transformation in Kreditkapital noch fehlte.²⁹ Dieses System wurde in Deutschland in der 2. Hälfte des 19. Jahrhunderts auf- und ausgebaut; insbesondere die Großbanken nahmen eine eminente Stelle in der Finanzierung einschließlich der Kreditfinanzierung der deutschen Aktiengesellschaften ein.³⁰ Große Kreditbeträge wurden durch Konsortialkredite³¹ und durch Schuldscheindarlehen³² zur Verfügung gestellt; Privatbanken wie Aktienbanken beteiligten sich in großem Stil auch bei der Gründung oder weiteren Ausstattung von Unternehmen mit Eigenkapital und im Emissionsgeschäft. Die Gesetzgebung hat diesen Prozeß vor allem durch die Einrichtung der Kreditwesenaufsicht begleitet, um Systemrisiken zu verhüten.³³

Eine neuere Entwicklung geht heute, neben der Abgabe von Kreditrisiken an andere Marktteilnehmer durch Kreditderivate,³⁴ dahin, die verschiedenen ökonomischen Leistungen der traditionellen Kreditbanken in diesem Bereich (Bewertung der Kreditrisiken ex ante; Refinanzierung; Kreditnehmerüberwachung einschließlich Forderungsmanagement) aufzuspalten und arbeitsteilig durch verschiedene Dienstleister und Institutionen erbringen zu

Finance, *Journal of Monetary Economics* 6, 1980, S. 39 ff.; *Diamond*, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, *Review of Economic Studies*, 1984, S. 393 ff.; *M. Hellwig*, *Banking, Financial Intermediation, and Corporate Finance*, in: Giovannini/Mayer (Hrsg.), *European Financial Integration*, 1991, S. 35 ff.; *Gorton/Winton*, *Financial Intermediation*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 43 ff.; einführend *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, 2. Aufl. 2000, S. 114 ff.

²⁷ Vgl. *E. Klein*, in: *Deutsche Bankengeschichte Bd.1*, a.a.O. (Fn. 24), S. 35 zur Entwicklung des „depositum irregulare“; zur späteren Entwicklung des Depositengeschäfts *Scherner*, a.a.O. (Fn. 25), S. 554 ff.

²⁸ Bereits die alten Handelskompagnien des 17. und 18. Jahrhunderts kannten zwei Gattungen von Eigenkapitalfinanziers, die „Hauptpartizipanten“ und die „gemeinen Partizipanten“. Letztere nahmen an Überschuß und Verlust der Unternehmung entsprechend ihrer Quote teil, hatten aber kein Stimmrecht und oft auch kein Anwesenheitsrecht in den Hauptversammlungen. Vgl. *Gmür*, in: *Festschrift für H. Westermann*, 1974, S. 167, 188 f.

²⁹ *H. Pohl*, *Formen und Phasen der Industriefinanzierung*, a.a.O. (Fn. 24), S. 33; *H. Pohl*, *Das deutsche Bankwesen (1806 – 1848)*, in: *Ashauer u.a. (Hrsg.), Deutsche Bankengeschichte, Bd. 2*, 1982, S. 11, 120 f.

³⁰ Vgl. dazu die in Fn. 24 zitierte Literatur; s. ferner *Riesser*, *Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland*, 1912; *Gerschenkron*, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, 1962; zur neueren Entwicklung *Edwards/Fischer*, *Universal Banking in Germany*, 1996; *Krahen/H. Schmidt (Hrsg.), The German Financial System*, 2003.

³¹ Vgl. dazu etwa *Hadding*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch II*, 2002, S. 2447 ff.

³² Dazu m. Nachw. *Friüh*, *Kreditvertragsrecht*, in: *Hellner/Steuer (Hrsg.), Bankrecht und Bankpraxis, Band 1*, Loseblattausgabe, 65. Lief. 2005, Rdz. 3/261 ff.; zur Entwicklung *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 226 ff.

³³ Vgl. *Tambert*, *Die Banken und der Staat in Deutschland. Die Entwicklungsgeschichte bankpolitischer Maßnahmen des Staates bezüglich einer Beaufsichtigung und Reglementierung des Kreditbankwesens in Deutschland*. Diss. Köln 1938; *Ruland*, *Zur Entwicklung des Bankaufsichtsrechts bis 1945*, Diss. Münster 1988; *C. Müller*, *Die Entstehung des Reichsgesetzes über das Kreditwesen vom 5. Dez. 1934*, 2003; ökonomische Analyse der Bankenaufsicht bei *C.C. von Weizsäcker*, *Inwieweit ist es notwendig, Kapitalmärkte zu regulieren?* in: *Kapitalmärkte und Finanzierung (Schriften des Vereins für Socialpolitik n.F. Bd. 165)*, 1987, S. 71 ff.

³⁴ *S. Burghof/Henke/Rudolph/Schönbucher/Sommer*, *Kreditderivate*, 2. Aufl. 2005.

lassen (“disintermediation“)³⁵. Das Kreditinstitut tritt in einem solchen Fall nur mehr als Begründer von Kreditverbindlichkeiten (“originator“) auf, die von ihm zur Eigenkapitalentlastung oder zwecks Bereinigung der Bilanz von bestimmten Kreditengagements an eine Zweckgesellschaft (“special purpose vehicle“) veräußert werden. Die Refinanzierung der Kredite erfolgt dann im Wesentlichen über die Emission von Wertpapieren durch die Zweckgesellschaft am Kapitalmarkt. Anleiheschuldner ist hier also die Zweckgesellschaft, nicht das einzelne Unternehmen, um dessen Finanzierung es letzten Endes geht. Die Kredite werden nur mehr vorübergehend durch die Einlagen der Bankkunden und –aktionäre refinanziert, die in Kredite transformiert werden; langfristig erfolgt die Refinanzierung mit Hilfe der von der Zweckgesellschaft emittierten Wertpapiere, die von Investoren am Kapitalmarkt erworben werden. Damit nähert sich heute die bankgestützte der kapitalmarktgestützten Fremdkapitalfinanzierung an, auf die im Folgenden einzugehen ist.

3. Vom zweiseitigen Schuldverhältnis zur börsengängigen Schuldverschreibung

Im Ausland wurden schon früh neben Aktien auch Obligationen an das Publikum ausgegeben. *Pringsheim* berichtet bereits für das 17. Jahrhundert, daß Obligationen der Ost-Indischen Kompagnie an der Amsterdamer Börse gehandelt worden seien.³⁶ In Deutschland scheinen Schuldverschreibungen von Privaten³⁷ in größerem Umfang dagegen erst während und nach den Napoleonischen Kriegen emittiert worden zu sein.³⁸ Deutsche Aktiengesellschaften, zunächst vor allem Eisenbahngesellschaften, treten als Emittenten sogenannter „Prioritätsobligationen“ seit Beginn der vierziger Jahre des 19. Jahrhunderts auf.³⁹ Diese wurden zu Beginn terminologisch noch mit den „Prioritätsaktien“ vermennt,⁴⁰ was damit zusammenhing, daß letztere häufig

³⁵ S. dazu etwa *L. Fischer*, Unternehmensanleihen - eine Alternative zur Kreditfinanzierung? in: Breuer (Hrsg.), Handbuch Finanzierung, a.a.O. (Fn. 24), S. 251, 267 ff.; Auerbach/Zerey (Hrsg.), Handbuch Verbriefungen, 2005; *Weller/Kronat*, Verbriefung von Non-Performing Loans (NPL), in: Kohler/Obermüller/Wittig (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Praxis. Gedächtnisschrift für U. Bosch, 2006, S. 261 ff.

³⁶ Don Joseph de la Vega, Die Verwirrung der Verwirrungen. Vier Dialoge über die Börse in Amsterdam. Nach dem spanischen Original übersetzt und eingeleitet von *O. Pringsheim*, 1919, Einleitung S. XVI; vgl. auch *Walter*, Geld – und Wechselbörsen vom Spätmittelalter bis zur Mitte des 17. Jhdts, in: H. Pohl (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte, 1992, S. 13, 19.

³⁷ Staatsanleihen, Fürstenanleihen und kirchliche Anleihen wurden dagegen in großer Anzahl seit dem Mittelalter begeben; vgl. nur die Nachweise bei *Kuntze*, Die Lehre von den Inhaberpapieren oder Obligationen au porteur, rechtsgeschichtlich, dogmatisch und mit Berücksichtigung der deutschen Partikularrechte, 1857, S. 54 ff.; *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 155 ff.; *Lammel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 619; *Walter*, a.a.O. (Fn. 36), S. 40 ff.; *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 95 ff.; *Coing*, Europäisches Privatrecht, a.a.O. (Fn. 25), S. 575; *Sethe*, a.a.O. (Fn. 25), S. 224 f.

³⁸ Vgl. *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 158, 174.

³⁹ Nachweise dazu bei *Meili*, Die Lehre der Prioritätsactien. Ein Beitrag zum Aktienrechte, 1874, S. 13 ff.

⁴⁰ S. dazu aus der Lit. v. *Savigny*, Das Obligationenrecht als Teil des heutigen römischen Rechts, Band 2, 1853, Neudruck 1973, § 64 S. 114 f; *Brinckmann*, Lehrbuch des Handelsrechts, 1853, S. 487 f.; *Auerbach*, Das Gesellschaftswesen in juristischer und volkswirtschaftlicher Hinsicht, 1861, S. 395 ff.; *Meili*, a.a.O. (Fn. 39), S. 15 ff.; *Renaud*, Das Recht der Actiengesellschaften, 2. Aufl. 1875, S. 772 ff.

vorrangig zu bedienen, mitunter sogar fest zu verzinsen waren,⁴¹ und ihrem Inhaber nicht notwendig ein Stimmrecht vermittelten.

Die Mobilisierung des von den Aktienunternehmungen in großem Umfang nachgefragten Fremdkapitals durch die Emission handelbarer Schuldverschreibungen erforderte die Entwicklung eines Rechtsinstituts mit Merkmalen, die sowohl den Interessen der Kapitalnachfrager als auch denen der Kapitalanleger Rechnung zu tragen vermochten. Diese Entwicklung hat sich in mehreren Etappen vollzogen, die im Folgenden nur angedeutet werden können.

a) Die Umformung des Schuldversprechens zu veräußerbaren Schuldverschreibungen

Der erste Schritt auf diesem Wege bestand in der Umformung der Schuldversprechen staatlicher oder kirchlicher Schuldner zu veräußerbaren Schuldverschreibungen. Dieser Schritt war bereits vollzogen, ehe auch private Gesellschaften solche handelbaren Schuldversprechen abgaben und als Emittenten von Anleihen auftraten. Schon nach älterem gemeinem Recht konnte der Schuldner, wenn die Schuldurkunde eine Inhaberklausel enthielt, mit befreiender Wirkung an den *solutionis causa adiectus*, den zum Empfang der Zahlung ermächtigten Inhaber der Urkunde, leisten.⁴² Einziehungs- und klagebefugt war der Inhaber nach den Regeln des römischen Rechts, das keine Zession kannte,⁴³ aber zunächst nur, wenn er als *procurator in rem suam* zum Einzug im eigenen Namen ermächtigt war.⁴⁴ Im 17. Jahrhundert war jedoch bereits anerkannt, daß der Inhaber der Schuldurkunde ohne Nachweis einer solchen Legitimation des Gläubigers einfach aus der Inhaberklausel klagen könne, da der Besitz einer Urkunde mit Inhaberklausel eine Vermutung der Ermächtigung hierfür begründe.⁴⁵ Im 19. Jahrhundert hat sich dann durchgesetzt, daß beim Inhaberpapier das Gläubigerrecht mit dem Eigentum am Papier, der Schuldurkunde, verbunden ist, und zwar so, daß die Forderung mit dem Eigentum am Papier, also nach sachenrechtlichen Grundsätzen, übertragen wird. Der Besitzer, zu dessen Gunsten die Eigentumsvermutung streitet, kann demzufolge die Forderung aus dem Papier geltend machen, und der Schuldner kann an ihn mit befreiender Wirkung zahlen.⁴⁶ Der Erwerber der Schuldverschreibung wird in der Folge auch vor Einwendungen des Schuldners geschützt, die dieser bei einer Zession der Forderung dem Zessionar hätte

⁴¹ Dazu *Baums*, Das Zinsverbot im Aktienrecht, in: Festschrift für Horn, 2006, S. 245 ff.

⁴² *Coing*, Europäisches Privatrecht, I, 1985, S. 543; vgl. auch den Hinweis auf eine entsprechende Ordonnanz Karls V. von 1573 bei *R. Ehrenberg*, Das Zeitalter der Fugger, Bd. 2, S. 26, 140.

⁴³ Vgl. *Luig*, Zession und Abstraktionsprinzip, in: *Coing/Wilhelm* (Hrsg.), Wissenschaft und Kodifikation im 19. Jahrhundert, Bd. 2, 1977, S. 112 ff.

⁴⁴ *Coing*, a.a.O. (Fn. 42), S. 544; eingehende Nachweise bei *Goldschmidt*, a.a.O. (Fn.25), S. 395 f.

⁴⁵ Nachweise dazu bei *Coing*, a.a.O. (Fn. 42), S. 544.

⁴⁶ Vgl. jetzt § 793 Abs. 1 BGB. Umfassende Darstellung der Entwicklung bei *Kuntze*, a.a.O. (Fn. 37); zur Fortentwicklung der §§ 793 ff BGB seit Inkrafttreten des BGB *Koller*, Wertpapierrecht, in: Bundesminister der Justiz (Hrsg.), Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, Bd. II, 1981, S. 1427, 1437 ff. m. Nachw.

entgegenhalten können, wie den Einwand, daß die Forderung mangels Zahlung seitens des Zeichners der Anleihe nicht entstanden sei,⁴⁷ daß die Verbindlichkeit des Anleiheschuldners bereits getilgt sei, oder daß Nebenabreden das Geltendmachen der Forderung derzeit ausschließen usw.⁴⁸ Ebenso wird dem Schuldner der Einwand, die Urkunde sei ohne seinen Willen in den Verkehr gelangt, abgeschnitten,⁴⁹ und der redliche Erwerber einer Schuldverschreibung wird vor der Vindikation eines Dritten, dem die Urkunde gestohlen worden oder sonst abhanden gekommen war, geschützt.⁵⁰ Diese für den Eigentümer, der sein Papier verliert, sehr harte Rechtsfolge wird aber dadurch abgemildert, daß ihm die Möglichkeit eröffnet wird, das verlorene Papier für kraftlos erklären zu lassen.⁵¹ - Wieweit diese im 19. Jahrhundert abgeschlossene Verknüpfung des Rechts aus dem Papier mit dem Eigentum an einer Urkunde im heutigen Effektengiroverkehr rechtspolitisch noch überzeugt, steht auf einem anderen Blatt.⁵²

Mit der geschilderten Entwicklung waren freilich nur die formalen Voraussetzungen dafür geschaffen, daß die Forderung des Investors gegen das Unternehmen problemlos an dritte Investoren übertragen werden konnte, und der Erwerber der Schuldverschreibung eine gefestigte Rechtsposition erlangte. Die Prüfung der Bonität des um die Finanzierung nachsuchenden Unternehmens, die (kollektive) Wahrnehmung von Gläubigerrechten einschließlich der laufenden Überwachung des Anleiheschuldners und des Forderungseinzugs sowie die Entwicklung eines effizienten Sekundärmarktes waren weitere Erfordernisse, die erfüllt werden mußten, um das Publikum dazu zu bewegen, in dem benötigten Maße Kapital zur Verfügung zu stellen. In dem oben unter 2. erörterten Modell der Einschaltung eines Finanzintermediärs zwischen Investoren und kapitalnachfragenden Unternehmen übernimmt die Aufgaben der Bonitätsprüfung ex ante und der Überwachung des Kreditschuldners ex post anstelle der Investoren das darauf spezialisierte Kreditinstitut; und eines Sekundärmarktes für die von den Investoren zur Verfügung gestellten Mittel bedarf es insoweit nicht, als es sich dabei um auf Sicht oder nach Kündigung liquidierbare Mittel handelt, selbst wenn der mittels der Depositen finanzierte Kredit dem Unternehmen langfristig gewährt worden ist (vgl. oben unter 2.). Die intermediationsfreie Fremdkapitalfinanzierung durch

⁴⁷ S. dazu ROHGE 17, 149, 155 f.

⁴⁸ Eingehend dazu m. Nachweisen *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 154 ff. Vgl. jetzt § 796 BGB.

⁴⁹ ROHGE 17, 149, 154 f.; *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 164 ff. Vgl. jetzt §§ 794, 796 BGB.

⁵⁰ Eingehend dazu *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 169 ff. Vgl. jetzt § 935 Abs. 2 BGB i. V. mit § 366 HGB. Teilweise war im 19. Jhd. sogar befürwortet worden, dem Schuldner zu verwehren, auch die Zahlung an einen unredlichen Erwerber, z.B. den Dieb, zu verweigern; vgl. *Leist*, a.a.O. (Fn. 7), S. 188 ff. Dies hat das BGB anders entschieden (§ 793 Abs. 1 S. 1, letzter Halbsatz).

⁵¹ Dazu *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 181 ff. Vgl. jetzt §§ 799, 800 BGB; §§ 1003 ff ZPO; eingehend dazu und weiteren Rechtsschutzmöglichkeiten des Berechtigten *Einsele*, Wertpapierrecht als Schuldrecht, 1995, S. 134 ff.

⁵² Vgl. dazu *Einsele*, a.a.O. (Fn. 51); *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, 2004; zuletzt die Beiträge in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Zukunft des Clearing und Settlement, 2006.

Schuldverschreibungen bedurfte daher der Entwicklung funktional entsprechender Institutionen.

b) Die Prüfung der Bonität des Anleiheschuldners

Die Bonitätsprüfung des Schuldners, der eine Inhaberschuldverschreibung emittieren wollte, wurde in Deutschland zunächst dem Staat überantwortet. In Preußen geschah dies durch Gesetz vom 17. Juni 1833.⁵³ Das Gesetz untersagt die Ausstellung von Papieren auf den Inhaber, sofern nicht eine staatliche Genehmigung hierfür eingeholt ist. Die Begründung hierfür ist bei *v. Savigny* nachzulesen: Die Emission von Partialobligationen an das Publikum könne leicht dazu mißbraucht werden, Schwindelgeschäfte zu verstecken; der Emittent, dessen Bonität auf bloßer Täuschung beruhen könne, könne mit dem zusammengebrachten Gelde spekulieren, während das Geldwesen des Staates empfindliche Störungen erleiden könne, da ihm der Vorteil genommen werde, auf welchen er durch die Ausgabe von Papiergeld ausschließlichen Anspruch habe.⁵⁴ Das kurz darauf erlassene preußische Eisenbahngesetz bekräftigt nochmals, daß eine Aktiengesellschaft ohne staatliche Genehmigung keine Fremdmittel aufnehmen dürfe, und daß die Genehmigung davon abhängig gemacht werden könne, daß ein hinreichender Zins- und Tilgungsfonds angelegt werde.⁵⁵ Die Genehmigungspraxis in den folgenden Jahren belegt denn auch, daß die zuständigen Behörden auf das Stellen hinreichender Sicherheiten seitens der Emittenten hinwirkten und auf das Vorhandensein eines Tilgungs- oder Amortisationsfonds achteten.⁵⁶ Andere Bundesstaaten folgten dem preußischen Vorbild.⁵⁷ Als das BGB in Kraft trat und die Genehmigungspflicht für Inhaberschuldverschreibungen übernahm (§ 795 BGB),⁵⁸ war das Genehmigungserfordernis in nahezu allen Einzelstaaten eingeführt.⁵⁹ Es wurde freilich bereits damals und später häufig dadurch umgangen, daß Orderschuldverschreibungen mit Blankoindossament in Verkehr gebracht

⁵³ Gesetz-Sammlung für die Kgl. Preußischen Staaten, 1833, S. 75; bekräftigt durch Cirkular-Erlaß vom 14. 5. 1857, Ministerial-Blatt für die gesamte innere Verwaltung in den Kgl. Preuß. Staaten, 18. Jg. 1857, S. 95, wo außerdem ausgeführt wird, daß die Emission von längerfristigen Schuldverschreibungen und die Aufnahme längerfristiger Kredite der Zustimmung der Hauptversammlung der Gesellschaft bedürften.

⁵⁴ Obligationenrecht, Band 2, a.a.O. (Fn. 40), S. 122 ff., 125 f.

⁵⁵ § 6 Gesetz über die Eisenbahn-Unternehmungen vom 3. 11. 1838, preuß. GS 1838 S. 505 ff.

⁵⁶ Vgl. etwa die Bedingungen in dem Privileg wg. Emission von Prioritäts-Obligationen der Potsdam-Magdeburger Eisenbahngesellschaft vom 17. 8. 1845, preuß. GS 1845, S. 572 ff. sowie das Privileg wg. Emission von ... Prioritäts-Obligationen der Magdeburg-Köthen-Halle-Leipziger Eisenbahngesellschaft vom 5. 11. 1851, preuß. GS 1851, S. 721 ff.; vgl. auch die bei *Meili*, a.a.O. (Fn. 39), S. 16 ff. und bei *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 152 Anm. 2) mitgeteilten Genehmigungen.

⁵⁷ Nachweise dazu bei *Kuntze*, a.a.O. (Fn. 37), S. 546 ff.; *Endemann*, Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts. 2. Bd, Buch II, 1882, S. 199 f.; *Pauly*, Schuldverschreibungen auf den Inhaber und das Erfordernis staatlicher Genehmigung zu ihrer Ausgabe, 1913.

⁵⁸ Motive hierzu bei Mugdan, Die gesammten Materialien zum BGB, II. Bd., Recht der Schuldverhältnisse, 1899, S. 401.

⁵⁹ Jakobs/Schubert, Die Beratungen des Bürgerlichen Gesetzbuchs, Recht der Schuldverhältnisse, Bd. III, §§ 652 – 853, 1983, S. 656.

wurden.⁶⁰ Im Hinblick darauf erstreckte der Gesetzgeber schließlich durch das „Gesetz über den Kapitalverkehr“⁶¹ die Genehmigungspflicht auch auf im Inland ausgestellte Orderschuldverschreibungen.⁶² Nach Ablauf dieses Gesetzes Ende 1953 entfiel die Genehmigungspflicht für DM-Auslandsanleihen. Die Unternehmen reagierten hierauf mit der Gründung ausländischer Finanzierungstöchter, die genehmigungsfreie Auslandsanleihen auflegten und die aufgenommenen Mittel an die deutschen Konzernholdings weiterreichten.⁶³ Dies gab schließlich den Ausschlag dafür, daß der Gesetzgeber 1990, durch das „Gesetz zur Vereinfachung der Ausgabe von Schuldverschreibungen“,⁶⁴ die Genehmigungspflicht ganz aufhob. Das Genehmigungserfordernis sei einer der Gründe, weshalb deutsche Unternehmen ihre Anleihen weitgehend im Ausland auflegten. Das Zinszahlungs- und das Tilgungsrisiko könne dem Anleihegläubiger nicht durch eine auf den Emissionszeitpunkt beschränkte Prüfungs- und Genehmigungspflicht abgenommen werden.⁶⁵ An die Stelle der Prüfung und Genehmigung durch staatliche Behörden ist seither neben eine veränderte Prospektpflicht und –haftung⁶⁶ die Bewertung öffentlich angebotener Schuldverschreibungen (Emissionsrating) oder ihrer Emittenten (Emittentenrating) durch Marktinstitutionen, nämlich die Ratingagenturen, getreten.⁶⁷

In den hier erörterten Zusammenhang der Bonitätsprüfung des Schuldners gehört auch die Frage, welche Sicherheiten er bestellen kann. Die Bestellung von Grundstücks- und Fahrnispfandrechten zugunsten von wechselnden

⁶⁰ *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 152 Anm. 2); *Hefermehl*, in: Schlegelberger, HGB, 5. Aufl., Bd. IV, 1976, § 363 Rdz. 35.

⁶¹ Gesetz vom 15. 12. 1952, BGBl. I, 801. Dieses Gesetz trat bereits am 31. 12. 1953 außer Kraft. Die Genehmigungspflicht auch für Orderschuldverschreibungen wurde aber alsbald, durch „Gesetz über die staatliche Genehmigung der Ausgabe von Inhaber- und Orderschuldverschreibungen“ (Gesetz vom 26.6. 1954, BGBl. I, 147) wieder eingeführt (§ 808a BGB).

⁶² Zur Genehmigungspraxis *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 289 ff. „Die Genehmigung wurde grundsätzlich nur erteilt, wenn der Emittent über ein bestimmtes Eigenkapital verfügte und die Gesamtheit der vom Emittenten ausgegebenen Wertpapiere nicht 150% des haftenden Eigenkapitals überstieg. Daneben war für die Genehmigung regelmäßig eine grundbuchliche Besicherung erforderlich. Die formalisierten Mindestanforderungen an Liquidität und Bonität des Emittenten sollten sicherstellen, daß der Emittent aller Voraussicht nach seinen Verpflichtungen zur Tilgung und Zinszahlung nachzukommen in der Lage war. Emissionsgenehmigungen wurden auf die Dauer eines Jahres ausgesprochen; eine Verlängerung war möglich.“ (*Vogel*, a.a.O., S. 289).

⁶³ *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 290 f.; eingehend dazu *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, 1972; *U. Siebel*, Rechtsfragen internationaler Anleihen, 1997; *Theisen*, Konzerneigene Finanzierungsgesellschaften, in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, S. 717 ff.

⁶⁴ Gesetz vom 17. 12. 1990, BGBl. I, 2839.

⁶⁵ Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Vereinfachung der Ausgabe von Schuldverschreibungen, BT-Drucks. 11/5830, S. 4, 5. Eingehend zu den verschiedenen Gründen, weshalb Auslandsanleihen der Vorzug gewährt wird, *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 286 ff.

⁶⁶ Nachweise hierzu bei *Schwark*, in: ders. (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl. 2004, § 45 Rdz. 2, 3; ferner dazu jetzt das Wertpapierprospektgesetz vom 22. 6. 2005, BGBl. I, 1698.

⁶⁷ Vgl. dazu etwa *Everling*, Nutzenaspekte des Ratings, in: Achleitner/Thoma (Hrsg.), Handbuch Corporate Finance, Loseblattausgabe, 2. Aufl. 2001, Bd. 2, Nr. 4.5.1; *Holzschläger/Fischer*, Rating Advisory, ebda., Nr. 4.5.2.; eingehend *Achleitner/Everling*, Handbuch Ratingpraxis, 2004; *Reidenbach*, Aktienanalysten und Ratingagenturen. Wer überwacht die Überwacher? Jur. Diss. Frankfurt/Main 2006; zur Überprüfung von Emittenten von High Yield – Anleihen ohne Rating *Kusserow/Dittrich*, Die Begebung von High Yield-Anleihen unter deutschem Recht, WM 2000, S. 745, 747; vgl. dazu auch noch unten III. 6.

Inhabern zahlreicher Teilschuldverschreibungen und ihre Durchsetzung warfen vor Erlaß des BGB⁶⁸ besondere Schwierigkeiten auf, wie eine Reihe von Gesetzentwürfen, partikularrechtlichen Regelungen und die Versuche kautelarjuristischer Bewältigung u.a. durch Einsetzung eines Sicherheitentreuhänders belegen. Darauf kann hier nur hingewiesen werden.⁶⁹

c) Die Wahrnehmung der Gläubigerrechte

Die Wahrnehmung der Gläubigerrechte einschließlich der Überwachung des Anleiheschuldners während des Bestehens eines Schuldverhältnisses aus Kreditvertrag oder Anleihe zielt darauf ab, die Rückzahlung von Zins und Kapital sicherzustellen. Mit „Überwachung“ sind hier die Information des Gläubigers über die Zahlungsfähigkeit des Schuldners sowie das Ergreifen von Maßnahmen gemeint; solche Maßnahmen können in vertraglich vereinbarten oder gesetzlich festgelegten Sanktionen für pflichtwidriges Verhalten des Schuldners (Verzugsschadensersatz; Kündigung), aber auch z. B. in einvernehmlichen Änderungen der Kredit – bzw. Anleihebedingungen bestehen. Im Modell der durch einen Finanzintermediär vermittelten Fremdkapitalaufnahme (dazu oben 2.) übernimmt das „monitoring“ des Schuldners das als Kreditgeber zwischen dem Publikum und dem Unternehmen stehende Kreditinstitut, das hierfür die richtigen Anreize hat, da Kreditausfälle in erster Linie von ihm bzw. seinen Eigenkapitalgebern zu tragen sind. Um dieses im Modell der Anleihefinanzierung fehlende Zwischenglied zu ersetzen, mußten hier andere Überwachungsmechanismen entwickelt werden, die den Kollektivhandlungsproblemen einer großen Zahl von Gläubigern, die u.U. jeweils nur wenige Teilschuldverschreibungen mit geringem Nennbetrag besitzen, Rechnung trugen.

Die ersten nach preußischem Recht erteilten Genehmigungen für Inhaberschuldverschreibungen von Aktiengesellschaften beschränkten sich darauf, zu Gunsten der Anleihegläubiger Sicherheiten, Schutzklauseln (in der heutigen Fachsprache „covenants“⁷⁰) gegen Vermögensauszahlungen an die Aktionäre, den Verkauf von Anlagegütern oder die Erhöhung des Verschuldungsgrads, Vorzugsrechte gegenüber weiteren Anleihen und Kündigungsrechte bei Eintritt bestimmter Ereignisse (insbesondere bei Zahlungsstockungen, in „cross default“ - Fällen⁷¹ oder bei Einstellung des

⁶⁸ Vgl. de lege lata §§ 1187 ff BGB i.V. mit § 50 GBO; Art. 112 EGBGB. In der Praxis hat heute die Wertpapierhypothek (§§ 1187 ff BGB) keine Bedeutung mehr; eingehend zur Besicherung in der heutigen Anleihepraxis etwa *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 425 ff.; *Hutter*, Anleihen, in: *Habersack/Mülbart/Schlitt* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 14), S. 418, 432 ff.; *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, 2001, S. 361 ff.

⁶⁹ Eingehende Darstellungen hierzu bei *Leist*, a.a.O. (Fn. 25), S. 196 ff.; *Lederer*, a.a.O. (Fn. 25), S. 17 ff.; *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 93 ff.

⁷⁰ S. dazu noch eingehend unten III.

⁷¹ Dazu etwa *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 202 ff.

Betriebs) vorzusehen.⁷² Die Kautelarpraxis ging wegen der angedeuteten Kollektivhandlungsprobleme der Anleger offenbar alsbald dazu über, in den Anleihebedingungen Treuhänder zur kollektiven Wahrnehmung der Rechte der Anleihegläubiger vorzusehen. Diese von den Obligationären zu wählenden oder vom Emittenten zu ernennenden Treuhänder sollten die vom Schuldner bestellten Sicherheiten entgegennehmen, auf ihren Erhalt achten und sie, falls erforderlich, zu Gunsten der Gläubiger verwerten können. In einem vom Reichsgericht 1888 entschiedenen Fall hatte nun die Versammlung der Obligationäre mit Mehrheit nicht nur einen solchen Treuhänder gewählt, sondern außerdem beschlossen, den Anleihezins zu ermäßigen.⁷³ Das Reichsgericht hielt diesen Beschluß für unwirksam, weil es sich um einen in den Anleihebedingungen nicht vorgesehenen Eingriff in das Individualrecht jedes Schuldverschreibungsgläubigers handele. Diese seien nämlich, obwohl Gläubiger einer einheitlichen Anleihe, nicht zu einem Verband zusammengeschlossen, der ihre Rechte kollektiv einbinde und dem Mehrheitswillen unterwerfe. Dies gab den Anstoß dazu, nach dem Vorbild ausländischer Rechte⁷⁴ und der bereits vorliegenden Entwürfe zur Sicherheitentreuhand zugunsten von Pfandbriefgläubigern und Gläubigern von Eisenbahnunternehmen⁷⁵, das gleichzeitig mit dem BGB in Kraft getretene und heute noch geltende „Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen“ einzuführen.⁷⁶

Dieses Gesetz ist freilich wegen seines beschränkten Anwendungsbereichs und seiner restriktiven, den praktischen Bedürfnissen nicht gerecht werdenden Vorgaben weitgehend „totes Recht“ geblieben⁷⁷. So ist der Anwendungsbereich des Schuldverschreibungsgesetzes auf Schuldverschreibungen beschränkt, die von Schuldnern mit Sitz im Inland emittiert werden; Auslandsemissionen der Finanzierungstöchter deutscher Konzerne sind ebensowenig erfaßt wie Optionsscheine und staatliche Schuldverschreibungen; und die Anwendbarkeit auf Genußscheine ist zweifelhaft.⁷⁸ Eine Änderung der Anleihebedingungen zwecks Anpassung an veränderte wirtschaftliche Verhältnisse ist nicht vorgesehen, selbst dann nicht, wenn dies unmittelbar im Interesse der Anleihegläubiger läge.⁷⁹ Hier müssen daher die Anleihebedingungen von vorneherein geeignete Anpassungsmechanismen vorsehen. Sanierungsmaßnahmen, die für die Anleihegläubiger wie für den Schuldner

⁷² Vgl. die Bedingungen in den in Fn. 56 zitierten Privilegien vom 17. 8. 1845 und 5. 11. 1851.

⁷³ RGZ 22, 61 ff.

⁷⁴ Dazu *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 106 ff.

⁷⁵ Dazu *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 81 ff.

⁷⁶ Gesetz vom 4. 12. 1899, RGBl. S. 691 (BGBl. III 4134-1).

⁷⁷ So das Urteil von *H. Schneider*, Die Änderungen von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69, 79.

⁷⁸ *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 255 f.

⁷⁹ Z.B. Austausch von Sicherheiten; Änderungen von Nebenverpflichtungen des Schuldners gegen Gewährung zusätzlicher Sicherheiten; eingehend *H. Schneider*, a.a.O. (Fn. 77), S. 81 ff.; *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 245 f.; 286.; s. aber auch *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 579 ff.

gleichermaßen von Bedeutung sein können, können von der Gläubigerversammlung nach dem Schuldverschreibungsgesetz nur in ganz beschränktem Umfang⁸⁰ und nur unter sehr restriktiven Voraussetzungen⁸¹ beschlossen werden. Die Befugnisse des von der Gläubigerversammlung zu wählenden Treuhänders nach dem Schuldverschreibungsgesetz sind dementsprechend beschränkt. Auch insoweit muß durch Gestaltung der Anleihebedingungen (Erweiterung der Befugnisse der Gläubigerversammlung; Bestellung eines Vertragsvertreters mit weitergehenden Befugnissen) von vorneherein Vorsorge getroffen werden.⁸² Die dem von der Gläubigerversammlung gewählten Vertreter vom historischen Gesetzgeber durchaus auch zugeordnete Aufgabe, den Anleiheschuldner in dem oben umschriebenen Sinne zu überwachen,⁸³ kann er nicht wahrnehmen. In der Praxis wird in der Regel vertraglich nur ein Sicherheitstreuhänder eingesetzt,⁸⁴ dem dann freilich auch Informationen, die die Schuldverschreibungsgläubiger berühren könnten, zu erteilen sind.⁸⁵ Vertreter mit den Befugnissen eines Treuhänders nach dem Schuldverschreibungsgesetz werden – bei Anwendbarkeit dieses Gesetzes – allenfalls im Vorfeld einer Insolvenz des Schuldners bestellt.⁸⁶ Auch wenn dem Treuhänder Informationen zu erteilen sind, die er gegebenenfalls an die Schuldverschreibungsgläubiger weiterzuleiten hat, ist die Überwachung des Schuldners nach den in der Praxis üblichen Anleihebedingungen nicht Aufgabe des Treuhänders.⁸⁷ Vielmehr unterliegt heute der Anleiheschuldner, dessen Emission ein Rating erhalten hat, einer laufenden Beobachtung durch die Rating-Agentur, die gegebenenfalls das Rating durch eine Herauf- oder Herabstufung verändert.⁸⁸ Im Hinblick auf diese Defizite des geltenden deutschen Rechts hat das Bundesministerium der Justiz 2003 einen „Diskussionsentwurf eines Gesetzes

⁸⁰ Stundung der Kapitalforderung; Ermäßigung des Zinssatzes; Nichtausübung gegebener Kündigungsrechte. Dagegen sind nicht möglich: ein Kapitalverzicht; ein Umtausch der Schuldverschreibungen in Aktien („debt-equity swap“); die dauerhafte Ermäßigung des Zinssatzes; die Vereinbarung eines Rangrücktritts u.a.m.; eingehend zum Ganzen *H. Schneider*, a.a.O. (Fn. 77), S. 75 ff.

⁸¹ Qualifizierte Mehrheit in der Gläubigerversammlung; nur zur Abwendung der Zahlungseinstellung oder des Insolvenzverfahrens; nur auf die Dauer von 3 Jahren.

⁸² Zu den Möglichkeiten und Grenzen kautelarischer Gestaltung eingehend mit umfangreichen Nachweisen *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 231 ff.; zur Stellung des Treuhänders nach US-amerikanischem Recht ders., S. 113 ff.; *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 544 ff.; *Kenadjian*, in: Baums/Cahn, a.a.O. (Fn. 77), S. 245, 247 ff.; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 588 ff.; zum englischen Recht *Burn*, in: Baums/Cahn, a.a.O. (Fn. 77), S. 219, 230 ff.; *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 540 ff.; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 588 ff.

⁸³ Vgl. *Vogel*, Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht, in: Baums/Cahn, a.a.O. (Fn. 77), S. 97, 113.

⁸⁴ *Horn*, a.a.O. (Fn. 63), S. 414 ff.; *Than*, Anleihegläubigerversammlung bei DM-Auslandsanleihen? in: Festschrift für Coing, Bd. 2, 1982, S. 521, 526 f.; *Vogel*, a.a.O. (Fn. 83), S. 102; *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 531; *Hutter*, a.a.O. (Fn. 68), S. 454.

⁸⁵ *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 575; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 354 f.

⁸⁶ *Vogel*, a.a.O. (Fn. 83), S. 112 f.

⁸⁷ *Horn*, a.a.O. (Fn. 63), S. 280 ff.; *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 590 f.; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 355 ff.

⁸⁸ *Caouette/Altman/Narayanan*, Managing Credit Risk, 1998, S. 70; Standard & Poor's (Hrsg.), Corporate Ratings Criteria 2006, S. 17, 18 (www.corporatecriteria.standardandpoors.com); zur Überprüfung der Einhaltung der Zusicherungen bei nicht einem Rating unterliegenden High Yield – Anleihen *Hutter*, a.a.O. (Fn. 68), S. 442; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 759 f.; s. dazu auch noch unten III. 6.

zur Änderung des Schuldverschreibungsrechts“ vorgelegt, der derzeit von der Fachöffentlichkeit diskutiert wird.⁸⁹

Zur Wahrnehmung der Gläubigerrechte gehört auch ihre gerichtliche Durchsetzung. Hier zeigt sich eine weitere Besonderheit der in viele Einzelschuldverhältnisse aufgespaltenen Anleihe, wenn man sie mit der Kreditvergabe durch ein Kreditinstitut vergleicht. Während im Modell der durch einen einzigen Finanzintermediär vermittelten Fremdkapitalaufnahme (dazu oben 2.) nur eine einzige Klage zu erheben ist, sind dies im Fall der Anleihe theoretisch ebenso viele, wie Teilschuldverschreibungen emittiert worden sind. Dementsprechend vervielfachen sich die Kosten der Rechtsdurchsetzung im Vergleich mit der Kreditfinanzierung, was bei korrekter Information der Beteiligten *ceteris paribus* für Emittenten die Kosten der Kapitalaufnahme durch Anleihen erhöhen müßte. Zur Vervielfachung der Rechtsdurchsetzungskosten tritt bei Zersplitterung der Investorenseite das auch in anderen Bereichen des Kapitalanlegerschutzrechts bekannte Anreizproblem hinzu, daß selbst begründete Ansprüche nicht durchgesetzt werden, weil der auch bei Prozeßerfolg nicht erstattungsfähige Aufwand und das Prozeßkostenrisiko prohibitiv wirken können.⁹⁰ Die Bewältigung von Massenverfahren stellt auch die Gerichte vor erhebliche Probleme, und für den Beklagten ergeben sich gleichfalls u.U. Kostenerhöhungen und Erschwernisse etwa beim Aushandeln eines Prozeßvergleichs. Die Regeln des Zivilprozeßrechts sind auf solche Massenverfahren nicht zugeschnitten. Für den Bereich der Anlegerschädigung durch fehlerhafte Kapitalmarktinformation und für Erfüllungsansprüche aus öffentlichen Übernahmeangeboten hat der Gesetzgeber insoweit jüngst Abhilfe geschaffen.⁹¹ Dagegen sieht das deutsche Recht für die prozessuale Durchsetzung der Rechte von Teilschuldverschreibungsgläubigern ein entsprechendes Musterverfahren bisher nicht vor.

d) Die Handelbarkeit der Schuldverschreibung

Die Planungs- und Investitionshorizonte von kapitalnachfragenden Unternehmen und Investoren können auseinanderfallen. Im Modell der Publikumsfinanzierung mit zwischengeschaltetem Finanzintermediär (oben 2.) kann das zwischengeschaltete Kreditinstitut, wenn ihm viele Einleger Kapital

⁸⁹ S. dazu die Beiträge in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004.

⁹⁰ Vgl. dazu etwa Baums, Empfiehlt sich eine Neuregelung des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts, insbesondere der Klagemöglichkeiten von Aktionären? Gutachten F zum 63. DJT, 2000, S. F 27; eingehend m. Nachw. dazu zuletzt Hopt/Voigt, Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, in: dies. (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 9, 99 ff. - Zum nach § 91 ZPO auch bei Obsiegen nicht erstattungsfähigen Aufwand des Klägers und denkbaren materiellrechtlichen Ersatzansprüchen Baums, Die Prozeßkosten der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, in: Festschrift für M. Lutter, 2000, S. 283, 284 m. Nachweisen.

⁹¹ Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz) vom 16. 8. 2005, BGBl. I, 2437.

zur Verfügung stellen, eine Fristentransformation leisten. Da die einzelnen Einleger nicht koordiniert handeln und bei hinreichend verlässlicher Bankregulierung ihre Einlagen, auch wenn diese kurzfristig zurückgefordert werden können, nicht koordiniert abziehen werden, kann das Kreditinstitut einen Teil dieser liquiden Einlagen in langfristige Kredite transformieren. Im Modell der unmittelbaren Fremdkapitalfinanzierung durch eine Anleihe entfällt diese Fristentransformation jedoch. Sollen über diejenigen (in der Regel institutionellen) Anleger hinaus, die zu langfristiger Vergabe erheblicher Finanzmittel an ein Unternehmen bereit sind,⁹² weitere Anleger mit anderen Investitionshorizonten angesprochen werden, erfordert dies die Schaffung eines Sekundärmarkts, der ohne hohen Informations- und Transaktionsaufwand die jederzeitige Veräußerbarkeit der Schuldverschreibung ermöglicht. An die Stelle des Abzugs des Kapitals beim Schuldner tritt in diesem Modell der Ausschluß des freien Kündigungsrechts des Anlegers gekoppelt mit der Möglichkeit des Verkaufs der Schuldverschreibung an Dritte auf einem effizienten Sekundärmarkt.

Diese Entwicklung war in England und in den Niederlanden, wo sich frühzeitig ein lebhafter Börsenhandel nicht nur in Aktien, sondern auch in staatlichen Rentenpapieren entwickelt hat, im Wesentlichen bereits gegen Ende des 17. Jahrhunderts abgeschlossen.⁹³ In Deutschland setzte der börsenmäßige Handel mit Staatsanleihen und Pfandbriefen gegen Ende des 18. Jahrhunderts ein;⁹⁴ ab der Mitte des 19. Jahrhunderts folgte dem der Börsenhandel in in- und ausländischen Industrieobligationen.⁹⁵ Einen reichseinheitlichen Rechtsrahmen für den börsenmäßigen Effektenhandel hat das Börsengesetz vom 22. 6. 1896 geschaffen,⁹⁶ das seither, den sich wandelnden Marktverhältnissen und technologischen Entwicklungen folgend, mehrfach geändert worden ist.⁹⁷ Gerade bei Schuldverschreibungen spielt freilich der außerbörsliche Handel die weitaus bedeutsamere Rolle.

⁹² Z. B. im Rahmen eines Konsortialkredits, eines Schuldscheindarlehens, nicht börsennotierter Schuldverschreibungen oder nicht verbriefter Genußrechte.

⁹³ Vgl. *Vogel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 70 m. w. Nachw.; *Walter*, a.a.O. (Fn. 36), S. 19; vgl. auch Text oben zu Fn. 36.

⁹⁴ *Kaufhold*, Der Übergang zu Fonds- und Wechselbörsen vom ausgehenden 17. Jahrhundert bis zum ausgehenden 18. Jahrhundert, in: H. Pohl (Hrsg.), *Börsengeschichte*, a.a.O. (Fn. 36), S. 79, 94 und passim; *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 99 ff. m. Nachw.

⁹⁵ *Coing*, Die Frankfurter Börse in der Entwicklung unserer freiheitlichen Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung, ZHR 150 (1986), S. 141, 146; *Gömmel*, Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19. Jahrhundert bis 1914, in: H. Pohl (Hrsg.), *Börsengeschichte*, a.a.O. (Fn. 36), S. 135, 144, 160 f.

⁹⁶ Dazu eingehend *Gömmel*, a.a.O. (Fn. 95), S. 170 ff.; *Merkt*, Zur Entwicklung des deutschen Börsenrechts von den Anfängen bis zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), *Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, 1997, S. 17 ff.

⁹⁷ Eingehend dazu *Merkt*, a.a.O. (vorige Fn.).

III. Die Sicherung der Anleihegläubiger durch Schutzklauseln (covenants)

1. Allgemeines

Im Folgenden geht es, dem bereits oben dargelegten Konzept entsprechend,⁹⁸ nicht um eine umfassende Darstellung der Konflikte zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern, der vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten zur Beherrschung solcher Konflikte und der gesetzlichen Rechtsbehelfe beider Seiten in solchen Fällen. Vielmehr sollen einige typische Konflikte zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern bei Publikumsfinanzierung des Fremdkapitals und deren Behandlung erörtert werden. Vorzugsweise finden sich Vorkehrungen gegen solche Konflikte in den Anleihebedingungen als „covenants“.⁹⁹ Solche covenants oder Schutzklauseln finden sich auch in Kreditverträgen¹⁰⁰; sie sind in der Praxis internationaler Anleihen und Kreditverträge entwickelt worden.¹⁰¹ Allerdings können Zusicherungen in Kreditverträgen und privat plazierten Anleihen, bei denen kein Kollektivhandlungsproblem besteht, anders ausgestaltet werden als die Bedingungen einer Anleihe, die für eine Vielzahl nicht koordiniert handelnder Investoren mit Splitterbesitz bestimmt ist,¹⁰² und die Schutzklauseln, die einem Schuldner mit „erster“ Adresse - wenn überhaupt - abgefordert und ihm gegenüber durchgesetzt werden können, unterscheiden sich deutlich von den Bedingungen einer High Yield – Anleihe.¹⁰³ Ferner ist wegen der verschiedenen Anreize kurz- und langfristiger Verbindlichkeiten für den Schuldner die Struktur kurzfristiger Verbindlichkeiten anders ausgestaltet als die Struktur von langfristigen Krediten und Anleihen.¹⁰⁴ Die nachstehenden Ausführungen stehen daher unter dem Vorbehalt, daß sich die Bedingungen je nach den Besonderheiten des Einzelfalls mehr oder weniger stark voneinander unterscheiden können; einheitlich für alle Fälle geltende Standards sind nicht zu

⁹⁸ Oben unter I. 4.

⁹⁹ „A covenant is an agreement or promise by a party to a contract to take or not to take certain actions“ (*Tighe*, *The Structure of the Loan Agreement*, 1991, S. 21). Solche Abreden oder covenants sind nicht nur in einem engen Wortsinn auf die Umschreibung und Vermeidung von „Konflikten“ zwischen den Eigen- und Fremdkapitalgebern beschränkt, sondern in ihnen kann sich z.B. auch die Festschreibung bestimmter Finanzkennzahlen finden, deren Unterschreiten oder Verfehlen auch nicht im Interesse der Aktionäre liegen mag. Eingehende Erörterung des Für und Wider von covenants und Angaben zu ihrem Einsatz in der Kredit- und Anleihenpraxis bei Standard & Poor's, a.a.O. (Fn. 88), S. 35 ff.

¹⁰⁰ S. nur *Wittig*, *Financial Covenants im inländischen Kreditgeschäft*, WM 1996, S. 1381 ff.; *Thießen*, *Covenants in Kreditverträgen: Alternative oder Ergänzung zum Insolvenzrecht?*, ZBB 1996, S. 19 ff.; *Köndgen*, *Financial Covenants – „Symbiotische“ Finanzierungsverträge im Spannungsfeld von Vertrags-, Gesellschafts- und Insolvenzrecht*, in: Prütting (Hrsg.), *Insolvenzrecht 1996*, S. 127 ff.; *Fleischer*, *Covenants und Kapitalersatz*, ZIP 1998, S. 313 ff.; *Eidenmüller*, *Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz*, 1999, S. 136 ff.; *Habersack*, *Subordination von Gesellschafterkrediten*, ZGR 2000, S. 384, 393 ff.; *Diem*, *Akquisitionsfinanzierungen. Kredite für Unternehmenskäufe*, 2005, S. 88 ff.

¹⁰¹ S. dazu eingehend *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 479 ff.; *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 478 ff.

¹⁰² Das betonen *Kahan/Tuckman*, *Private vs. Public Lending: Evidence from Covenants*, in: Finnerty/Fridson (Hrsg.), *The Yearbook of Fixed Income Investing 1995*, S. 253 ff.

¹⁰³ Dazu *Bosch*, *Emissionsgeschäft*, in: Hellner/Steuer (Hrsg.), *Bankrecht und Bankpraxis*, Loseblattsammlung, Band 5, Lieferung 12/97, Rdz. 10/184 ff. einerseits und (für High Yield – Anleihen) *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 749 ff.; *Hutter*, a.a.O. (Fn. 68), S. 443 f. andererseits.

¹⁰⁴ S. nur *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 518.

erwarten. Und schließlich unterscheiden sich die Schutzklauseln zugunsten solcher Anleihegläubiger, deren Ansprüche auf Kapital und Zins fest definiert sind, von Schutzvorkehrungen, die zugunsten derjenigen Gläubiger getroffen werden müssen, deren Ansprüche nicht wohldefiniert, sondern den „Residualansprüchen“ der Aktionäre angenähert sind und deshalb gegen andersartige Eingriffe geschützt werden müssen. Zum Teil werden „covenants“ sogar durch hybride Fremdkapitalinstrumente substituiert, insbesondere durch das Recht, gegebenenfalls Umwandlung in eine Aktie verlangen und so an den Vorteilen für die Aktionäre teilnehmen zu können, statt sie durch Schutzklauseln zu verhindern.¹⁰⁵ Von den besonderen Gestaltungen in den Emissionsbedingungen und Rechtsbehelfen für Gläubiger hybrider Fremdkapitalinstrumente soll im Folgenden aber abgesehen werden.¹⁰⁶ Auch international sind Schutzklauseln nicht ohne weiteres miteinander zu vergleichen. Hier dürfte sich zum einen auswirken, daß nach deutschem Recht der Kollektivvertretung der Teilschuldverschreibungsgläubiger durch eine Gläubigerversammlung und einen Anleihetreuhänder verhältnismäßig enge Grenzen gesetzt sind, gleich, ob es sich um die nach dem Schuldverschreibungsgesetz vorgesehenen Organe oder aufgrund der Anleihebedingungen eingesetzte Gläubigervertretungen handelt.¹⁰⁷ Jedenfalls können Anleihebedingungen nach US-amerikanischem und englischem Recht einerseits der Gläubigerversammlung und andererseits dem „Trustee“ weitreichende Befugnisse einräumen und dabei den einzelnen Anleihegläubiger weitergehend beschränken, als dies nach deutschem Recht möglich ist.¹⁰⁸ Zum anderen divergieren die Gläubigerschutzregeln der verschiedenen nationalen Gesellschaftsrechte, an deren Vorhandensein oder Fehlen sich die covenants zugunsten der Fremdkapitalgeber jeweils orientieren, gerade in diesem Punkt zum Teil erheblich, so daß infolgedessen auch verschiedene Schutzklauseln zu erwarten und anzutreffen sind.

Die Literatur, die sich mit Beeinträchtigungen von Anleihegläubigern seitens der Eigenkapitalgeber bzw. des im Interesse der Aktionäre handelnden Managements des Emittenten befaßt, hat folgende Maßnahmen identifiziert, die sich zum Vorteil der Aktionäre auswirken mögen, aber ohne geeignete Vorkehrungen die Stellung der Fremdkapitalgeber beeinträchtigen können:¹⁰⁹

¹⁰⁵ So für Wandelschuldverschreibungen die empirische Studie von *Kahan/Yermack*, *Investment Opportunities and the Design of Debt Securities*, *Journal of Law, Economics and Organization*, 1998, S. 136 ff.

¹⁰⁶ S. dazu die Nachweise zum Anlegerschutz bei den Finanzierungsinstrumenten des § 221 AktG oben in Fn. 17.

¹⁰⁷ S. dazu bereits oben II. 3. c).

¹⁰⁸ S. den eingehenden Vergleich für internationale Anleihen bei *Horn*, a.a.O. (Fn. 63), S. 343 ff.; 378 ff.; 413 ff.; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 549 ff., 563 ff. (Befugnisse der Gläubigerversammlung nach deutschem und angelsächsischen Rechten); S. 581 ff., 588 ff. (Anleihetreuhänder nach deutschem und angelsächsischen Rechten); *Bosch*, a.a.O. (Fn. 103), Rdz. 10/200 ff.; 10/233 ff.; weitere Nachweise oben Fn. 82.

¹⁰⁹ Grundlegend *Clifford W. Smith/J.B. Warner*, *On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants*, *Journal of Financial Economics* 7, 1979, S. 117 ff.; Teilabdruck auch in: Posner/K.Scott (Hrsg.), *Economics of Corporation and Securities Regulation*, 1980, S. 258 ff.; ferner etwa *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 21), S. 504 ff.;

Erstens, Vermögenszuwendungen aller Art an die Aktionäre oder verbundene Unternehmen ohne marktübliche Gegenleistung; zweitens, die Aufnahme zusätzlicher Fremdkapitalmittel; drittens, den Wechsel zu einer für die Fremdkapitalgeber riskanteren Unternehmenspolitik insbesondere im Zusammenhang mit einer Unternehmenskrise; viertens, Kontrollwechsel, Schuldnerwechsel und strukturelle Änderungen des Emittenten; fünftens, das Verschleiern von Entwicklungen des Unternehmens, die sich auf die Stellung der Fremdkapitalgeber nachteilig auswirken könnten. Im Folgenden ist der Frage nachzugehen, ob und wie die Anleihebedingungen diesen Konflikten begegnen, und welche Rolle dabei dem zwingenden Recht zukommt.

2. Vermögenszuwendungen an die Aktionäre

Vermögenszuwendungen einer Aktiengesellschaft an ihre Aktionäre können in verschiedenen Formen erfolgen: Als Ausschüttung von Dividenden, als Kaufpreiszahlung im Rahmen eines Rückkaufprogramms für Aktien, als Zahlung infolge einer Kapitalherabsetzung, als Übernahme von Verbindlichkeiten, Garantien oder Bürgschaften zugunsten eines Aktionärs, aber auch als verdeckte Vermögenszuwendung im Rahmen eines Geschäfts zwischen Aktionär und Gesellschaft oder als indirekte Zuwendung, wie zum Beispiel bei einer Zuwendung an ein Schwesterunternehmen der zahlenden Gesellschaft in einem Konzern, die mittelbar dem herrschenden Unternehmensaktionär zugute kommt. Solche Zuwendungen können für die Fremdkapitalgeber der Gesellschaft verschiedene Gefahren heraufbeschwören. So kann ein solcher Vermögenstransfer im Extremfall bewirken, daß Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit der leistenden Gesellschaft eintritt oder ihre Solvenz in Frage gestellt, sie also voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, bei Fälligkeit ihren Zahlungspflichten nachzukommen. Sieht man von diesen eher theoretischen Extremfällen einmal ab, dann kann eine Vermögensauszahlung doch das Risiko für die Fremdkapitalgeber erhöhen, mit ihren Forderungen ganz oder teilweise auszufallen, ohne daß dies durch eine Anpassung ihrer Risikoprämie kompensiert würde; dabei hängt das Ausmaß dieser Risikoerhöhung von der Höhe des nach dem Vermögenstransfer an die Aktionäre verbleibenden vorrangig haftenden Eigenkapitals ab.¹¹⁰ Und schließlich können sich bei einem hohen Verschuldungsgrad (“leverage“), der durch Ausschüttungen weiter erhöht wird, für Eigenkapitalgeber und Manager Anreize zu wertvernichtenden Über- und Unterinvestitionen ergeben.¹¹¹

William A. Klein/John C. Coffee, Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles, 9. Aufl. 2004, S. 252 ff.

¹¹⁰ Angemerkt werden darf, daß nicht jede Erhöhung des Verschuldungsgrads den Wert der Altforderungen senkt. Die Erhöhung des Verschuldungsgrads durch Ausschüttungen kann auf das Management disziplinierend und damit insgesamt unternehmenswertsteigernd wirken; vgl. *Jensen*, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76, 1986, S. 323 ff.; *Milgrom/Roberts*, Economics, Organization and Management, 1992, S. 492 f., 496.

¹¹¹ Zu diesen Anreizen zu wertvernichtenden Investitionen s. gesondert unten 4.

Das deutsche Aktienrecht enthält eine Reihe zwingender Vorkehrungen, die solche für die Fremdkapitalgeber u. U. nachteiligen Vermögensauszahlungen an die Eigenkapitalgeber tunlichst ausschließen sollen. Verdeckte Vermögenszuwendungen an die Aktionäre und Geschäfte zugunsten von Aktionären, die diese im Marktvergleich zum Nachteil der Gesellschaft begünstigen, sind gänzlich verboten (§§ 57, 62 AktG); für Vermögensverschiebungen zwischen verbundenen Unternehmen enthält das Gesetz hierzu besondere Vorschriften (§§ 311 ff AktG). Die Ausschüttung von Dividenden, der Rückerwerb von Aktien und die Zahlung an Aktionäre infolge einer Kapitalherabsetzung unterliegen engen Restriktionen im Interesse des Gläubigerschutzes (§§ 58¹¹², 71 ff., 222 ff AktG). In Anleihen nach US-amerikanischem Recht, das weniger restriktive gesetzliche Schutzvorkehrungen zugunsten der Gläubiger einer Gesellschaft gegen Vermögensauszahlungen an Aktionäre kennt,¹¹³ finden sich denn auch – wenig überraschend – zwingende covenants, die den Schutzvorkehrungen des zwingenden deutschen Aktien- und Handelsbilanzrechts ähneln.¹¹⁴ Gleichwohl vermitteln aber auch die zwingenden Gläubigerschutzvorschriften des deutschen Rechts keinen lückenlosen und erst recht nicht den vielleicht gewünschten „maßgeschneiderten“ Schutz der Anleihegläubiger, so daß sich in den Anleihebedingungen weitergehende beschränkende Klauseln finden. Denn immerhin bleiben in dem angedeuteten gesetzlichen Rahmen Dividendenausschüttungen und der Rückkauf eigener Aktien möglich; der Gläubiger ist nicht vor der Auflösung stiller Reserven, zum Beispiel im Wege eines Sale and Lease-back-Vertrages über notwendiges Betriebsvermögen, und ihrer Ausschüttung im Rahmen der für die Gewinnverwendung geltenden Regeln geschützt; die Auslagerung von Vermögen in Tochtergesellschaften führt dazu, daß die Gläubiger der Obergesellschaft ohne ihre Mitwirkung in einen „strukturellen Nachrang“ geraten, ohne eine entsprechende Nachrangvereinbarung getroffen zu haben;¹¹⁵ das deutsche Recht kennt keine, jedenfalls keine ausdrückliche,¹¹⁶ Verpflichtung der Gesellschaftsorgane zu einem „insolvency test“ vor jeder Vermögensauszahlung an Aktionäre wie andere Rechtsordnungen;¹¹⁷ und auch Vorkehrungen gegen die angedeuteten Fehlanreize bei dünner

¹¹² Ergänzend sind hier die gleichfalls am Gläubigerschutzprinzip orientierten Vorschriften des Handelsbilanzrechts für die Einzelbilanz zum Zweck der Berechnung des ausschüttungsfähigen Jahresüberschusses zu nennen (§§ 246 ff, 264 ff HGB; 150 ff AktG).

¹¹³ Darstellungen dazu etwa bei *Bauer*, Gläubigerschutz durch eine formelle Nennkapitalziffer – Kapitalgesellschaftsrechtliche Notwendigkeit oder überholtes Konzept? (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Bd. 23), 1995, passim; *Rickford* (Hrsg.), *Reforming Capital. Provisional Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, London 2004; *Engert*, *Kapitalgesellschaften ohne gesetzliches Kapital: Lehren aus dem US-amerikanischen Recht*. Unveröff. Manuskript, München 2006.

¹¹⁴ S. *Alberth*, USA: Vertraglicher Gläubigerschutz und Ausschüttungsbemessung durch Covenants als Vorbild zur Änderung des deutschen Bilanzrechts?, *Die Wirtschaftsprüfung* 1997, S. 744 ff.; *Bauer*, a.a.O. (Fn. 113), S. 310 f.; s. auch *Schön*, Wer schützt den Kapitalschutz? in: *ZHR* 166 (2002), S. 1, 4.

¹¹⁵ Dazu *U. H. Schneider*, Die konzernweite Negativklausel, in: *Festschrift für Stimpel*, 1985, S. 887, 895 f.

¹¹⁶ Zu Ansätzen, auch nach deutschem Kapitalgesellschaftsrecht eine Pflicht der Geschäftsleiter zur Solvenzprüfung vor Auszahlungen an die Anteilseigner anzunehmen, *K. Schmidt*, in: *K. Schmidt/Uhlenbruck* (Hrsg.), *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz*, 3. Aufl. 2003, Rz. 80.

¹¹⁷ S. die rechtsvergleichenden Nachweise bei *Rickford*, a.a.O. (Fn. 113), Anhang C.

Eigenkapitaldecke bestehen nicht.¹¹⁸ So finden sich in Anleihebedingungen denn auch Dividendenbegrenzungen;¹¹⁹ Beschränkungen des Rückerwerbs eigener Aktien;¹²⁰ Beschränkungen der Ausstattung verbundener Unternehmen mit Kapital;¹²¹ das Verbot, bestimmte Gegenstände des Anlagevermögens zu veräußern, oder die Vorkehrung, daß die Veräußerung nur mit Zustimmung des Anleihetreuhänders erfolgen darf oder der Verkaufserlös zur Rückzahlung der Anleihe eingesetzt werden muß;¹²² sowie weitgehende Beschränkungen von Geschäften des Emittenten mit seinen Aktionären und verbundenen Unternehmen.¹²³ Solche Anleihebedingungen werfen - ungeachtet der Frage nach ihrer rechtlichen Zulässigkeit und Durchsetzbarkeit (dazu sogleich) - mehrere Probleme auf¹²⁴: Erstens sind Verstöße gegen die entsprechenden Klauseln je nach Klausel nur schwer zu beobachten und effektiv zu sanktionieren.¹²⁵ Zweitens greifen solche Klauseln u.U. erheblich in die unternehmerische Bewegungsfreiheit des Schuldnerunternehmens ein, und die Bewegungsfreiheit des Schuldners kann, auch wenn sich die tatsächlichen Verhältnisse geändert haben, bei Aufspaltung der Gläubigerstellung auf viele Teilschuldverschreibungsgläubiger nur sehr schwer, durch Anpassung oder Aufhebung der covenants, wieder hergestellt werden. Drittens gewährleisten die Klauseln nicht ohne weiteres allein den gewollten Schutz der Anleihegläubiger. So kann das haftende Eigenkapital nicht nur durch Ausschüttungen, sondern auch durch Verluste aufgezehrt werden. Wollen die Gläubiger bei Unterschreiten einer bestimmten Eigenkapitalquote ihr Kapital zurückfordern können, dann ist es nicht zielführend, lediglich Ausschüttungen zu beschränken, sondern dann muß unmittelbar diese Eigenkapitalquote in den Anleihebedingungen festgelegt werden. Tatsächlich findet sich denn auch häufig statt (oder auch zusätzlich) in Anleihebedingungen die Festlegung von Finanzkennzahlen („financial ratios“),¹²⁶ deren Verfehlen Sanktionen auslösen können soll.¹²⁷

¹¹⁸ Vgl. dazu auch noch unten 4. Konzeptionell hierfür vorgesehen ist etwa die Haftung für „wrongful trading“ im englischen Recht; dazu, daß diese Haftung aber in der Praxis bei einem Vergleich mit der Insolvenzverschleppungshaftung des deutschen Rechts nicht zu einer entsprechenden Vorverlagerung der Haftung führt, *Habersack/Verse*, *Wrongful Trading - Grundlage einer europäischen Insolvenzverschleppungshaftung?* ZHR 168 (2004), S. 174 ff.; *Fleischer*, *Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, ZGR 2004, S. 437, 449 ff.

¹¹⁹ *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 521 f.; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 750 f.; *Hutter*, a.a.O. (Fn. 68), S. 443; zur Gestaltungsvielfalt solcher Klauseln in den Anleihebedingungen nach US-amerikanischem Recht *Alberth*, a.a.O. (Fn. 114), S. 744, 745 ff.

¹²⁰ *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 750; *Hutter*, a.a.O. (Fn. 68), S. 443.

¹²¹ *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 750.

¹²² *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 750.

¹²³ *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 750.

¹²⁴ Eingehende Analyse und Abwägung der Kosten bei *Smith/Warner*, a.a.O. (Fn. 109); *Eidenmüller*, a.a.O. (Fn. 100), S. 140 ff.; *Standard & Poor's*, a.a.O. (Fn. 88), S. 35 ff.

¹²⁵ S. dazu auch noch unten 6.

¹²⁶ Darstellung etwa bei *Alberth*, a.a.O. (Fn. 114), S. 746. *Alberth* führt als Beispiele die Festlegung einer Mindesteigenkapitalquote (debt to equity ratio), einer Mindestbetriebskapitalgröße (working capital als Differenz zwischen Umlaufvermögen und kurzfristigem Fremdkapital) und die Festschreibung der Fremdkapitalquote an. Weitere Gestaltungsvarianten bei *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 520 ff.; zu Finanzkennzahlen bei *High*

Die rechtliche Zulässigkeit von Klauseln, die Vermögenszuwendungen an die Aktionäre beschränken, ist nach allgemeinen Regeln zu beurteilen. So könnte die Befugnis der Gesellschaft, über Gegenstände ihres Anlagevermögens zu verfügen, nicht mit dinglicher Wirkung beschränkt werden (§ 137 S. 1 BGB); praktisch wird eine dingliche Beschränkung auch nicht gewollt sein.¹²⁸ Die Beschränkungen des Anleiheschuldners, denen er sich unterworfen hat, dürfen nicht in ihrer Summe seine Knebelung bewirken oder zu anderen sittenwidrige Beeinträchtigungen führen (§ 138 BGB), was freilich nur bei außergewöhnlichen Gestaltungen vorkommen dürfte.¹²⁹ Ferner unterliegen die vorformulierten Anleihebedingungen der Inhaltskontrolle nach Maßgabe der §§ 305 b ff BGB.¹³⁰

Auch in gesellschaftsrechtlicher Hinsicht sind Schranken zu beachten, insbesondere wenn der Vorstand durch die Vereinbarung von Schutzklauseln die Zuständigkeit der Hauptversammlung oder den vom Aktiengesetz zwingend ausgestalteten Schutz der Eigenkapitalinvestoren berührt. So würde der Vorstand, der die Gesellschaft in den Anleihebedingungen entgegen § 58 Abs. 1, 2 und 4 AktG dazu verpflichten wollte, den gesamten Jahresüberschuß in Gewinnrücklagen einzustellen und diese bis zur Fälligkeit der Anleihe nur für Zwecke der Verlustdeckung oder der Bedienung der Anleihe zu verwenden, seine Geschäftsführungsbefugnis überschreiten. Selbst mit Zustimmung der Hauptversammlung dürfte eine solch weitgehende Bindung für die Zukunft nicht übernommen werden, wie sich aus § 58 Abs. 1, 3 und 4 AktG ergibt. In der Literatur wird daraus denn auch gefolgert, daß der Gesellschaft eine gleichwohl beschlossene Ausschüttung nicht untersagt werden könnte, da sich die Übernahme einer solchen Verpflichtung seitens des Vorstands als evidenter Mißbrauch seiner Vertretungsmacht darstellen würde.¹³¹ In aller Regel sollen nach dem ausdrücklichen Wortlaut der Anleihebedingungen oder jedenfalls nach ihrem durch Auslegung zu ermittelnden Sinn und Zweck diese allerdings keine durch die Anleihegläubiger einklagbaren primären Handlungs- oder Unterlassungspflichten des Emittenten begründen, sondern nur einen Sekundäranspruch auf Stellung von (weiteren) Sicherheiten,¹³² einen Anspruch

Yield-Anleihen *Hutter*, a.a.O. (Fn. 68), S. 441 f.; zu Finanzkennzahlen in Kreditverträgen *Diem*, a.a.O. (Fn. 100), S. 90 ff.

¹²⁷ Diskussion der Sanktionen in solchen Fällen bei *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 523 ff.

¹²⁸ Dazu *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 754 f.

¹²⁹ *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 755 f.; *Diem*, a.a.O. (Fn. 100), S. 101 ff., je m. Nachw.

¹³⁰ Vgl. BGHZ 163, 311 ff.; aus der Literatur dazu zuletzt mit Nachweisen *von Randow*, Die Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen: Abschied vom AGB-Recht, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Reform, a.a.O. (Fn. 77), S. 25 ff.; zu Einzelfragen *Eidenmüller*, a.a.O. (Fn. 100), S. 224 ff.

¹³¹ *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 752 f., die allerdings für einen Mißbrauch der Vertretungsmacht zusätzlich ein Handeln des Vorstands zum Nachteil der Gesellschaft fordern; vgl. zu diesem Erfordernis aber m. w. Nachweisen *Habersack*, in: AktG, Großkommentar, 4. Aufl., 19. Lieferung 2003, § 82 Rdz. 11 f. - Anders liegen die Dinge bei der Beschränkung des Rückerwerbs von Aktien. Der Beschluß der Hauptversammlung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG stellt für den Vorstand nur eine Ermächtigung dar. Seinen danach ihm verbleibenden Entscheidungsfreiraum kann er durch eine schuldrechtliche Bindung beschränken, ohne in die Zuständigkeit der Hauptversammlung einzugreifen.

¹³² *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 525; zu Kreditverträgen *Wittig*, WM 1996, S. 1381, 1386 f.; *Diem*, a.a.O. (Fn. 100), S. 94.

auf eine festgelegte Zinserhöhung,¹³³ auf eine „Abstandsgebühr“ für den Verzicht auf die betreffende Klausel¹³⁴ oder notfalls das Recht der Anleihegläubiger zur Kündigung¹³⁵ auslösen. Bezogen auf die vorstehend erörterte Klausel würde sich also etwa die Frage stellen, ob der Vorstand für den Fall, daß die Hauptversammlung nicht den hierfür verfügbaren Jahresüberschuß in eine Gewinnrücklage einstellt, sondern eine Ausschüttung an die Aktionäre beschließt, ein Kündigungsrecht zugunsten der Anleihegläubiger vereinbaren könnte. Dagegen scheint zu sprechen, daß der Vorstand durch die Vereinbarung eines solchen Kündigungsrechts die Hauptversammlung im praktischen Ergebnis ebenso binden könnte wie mit der Begründung einer echten primären Unterlassungspflicht. Auf der anderen Seite muß aber gesehen werden, daß es dem Vorstand mit der Vereinbarung einer solchen Klausel nicht darum geht, sich zu Lasten der Hauptversammlung und der Aktionäre mittels einer vertraglichen Abrede mit einem Dritten über die Kompetenzregeln des § 58 AktG hinwegzusetzen. Die Vereinbarung dieser und der anderen Bedingungen der Anleihe soll vielmehr erwirken, daß die Investoren zur Bewilligung des vorgesehenen Zinses und zur Zeichnung der Anleihe bewogen werden. Könnte der Vorstand ein solches Kündigungsrecht bei einer Verschlechterung der Eigenkapitalquote durch Vermögensauszahlungen aller Art nicht einräumen, würde sich dies ceteris paribus zinserhöhend auswirken müssen. Von einem pflichtwidrigen Verstoß des Vorstands gegen seine Geschäftsführungspflichten und damit von einem evidenten Mißbrauch seiner Vertretungsmacht kann insoweit also keine Rede sein. In den offenbar häufigeren Fällen, in denen Auszahlungsbeschränkungen nicht unmittelbar über ein Kündigungsrecht bei Ausschüttung von Dividenden usw., sondern mittelbar über die Festlegung von Finanzkennzahlen bewirkt werden, stellt sich die Frage eines Eingriffs in die Kompetenz der Hauptversammlung ohnehin nicht.¹³⁶

3. Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals

Die Zufuhr zusätzlichen Fremdkapitals kann zwar für die Eigenkapitalgeber zu einer Steigerung der Eigenkapitalrentabilität führen,¹³⁷ insbesondere, wenn die Gläubiger der „Altforderungen“ keine Vorkehrungen gegen die Erhöhung des Verschuldungsgrads getroffen haben und keine Zinsanpassung für ihr gestiegenes Ausfallrisiko verlangen können. Daher kann für die Eigenkapitalgeber ein entsprechender Anreiz zur Erhöhung des

¹³³ Diem, a.a.O. (Fn. 100), S. 94; Standard & Poor's, a.a.O. (Fn. 88), S. 36.

¹³⁴ Vgl. Standard & Poor's, a.a.O. (Fn. 88), S. 36.

¹³⁵ Siebel, a.a.O. (Fn. 25), S. 484 f.; Kusserow/Dittrich, WM 2000, S. 745, 751 f.; Hartwig-Jacob, a.a.O. (Fn. 68), S. 523 ff.; zu Kreditverträgen Wittig, WM 1996, S. 1381, 1387 ff.; Diem, a.a.O. (Fn. 100), S. 94.

¹³⁶ Anleihebedingungen können das Kündigungsrecht auch an eine Herabstufung („downgrading“) durch die Ratingagentur anknüpfen. Zu den Kriterien für eine Herabstufung (die denen für das ursprüngliche Rating entsprechen) gehört auch das durch Vermögensauszahlungen an die Aktionäre beeinflussbare Verhältnis der Gesamtverbindlichkeiten zum Eigenkapital; vgl. nur Standard & Poor's, a.a.O. (Fn. 88), S. 43; Achleitner, Handbuch Investment Banking, 2. Aufl. 2000, S. 551, 554.

¹³⁷ Hebelwirkung („leverage effect“); s. nur Drukarczyk, a.a.O. (Fn. 1), S. 144.

Verschuldungsgrads z.B. durch Zufuhr von Fremdkapital statt Eigenkapital bestehen.¹³⁸ Für die bereits begründeten Forderungen der bisherigen Gläubiger hat die Zufuhr zusätzlichen Fremdkapitals aber je nach den Umständen mehrere nachteilige Folgen. Zunächst einmal bedeutet für sie die Erhöhung des Verschuldungsgrads der Gesellschaft, wie angedeutet, eine Erhöhung ihres Ausfallrisikos.¹³⁹ Ferner können sich bei einem hohen Verschuldungsgrad für die Eigenkapitalgeber Anreize zu wertvernichtenden Über- und Unterinvestitionen ergeben.¹⁴⁰ Und schließlich kann die Begründung neuer Verbindlichkeiten das den Altgläubigern im Fall der Einzel- oder Gesamtvollstreckung haftende Vermögen verkürzen, wenn die Altforderungen nicht dinglich gesichert waren, den Neugläubigern dagegen dingliche Sicherheiten an Gegenständen des Gesellschaftsvermögens bestellt werden. Dem steht im Ergebnis gleich, wenn die Emittentin ihrer Tochtergesellschaft Aktiva als Einlage zur Verfügung stellt, die demzufolge fortan den Gläubigern der Tochter vorrangig zur Befriedigung zur Verfügung stehen, oder wenn die Emittentin Beteiligungsgesellschaften mitsamt ihren Verbindlichkeiten auf dem Wege eines Übernahmeangebots oder eines Beteiligungskaufs erwirbt und diesen Erwerb mit Geld, nicht mit eigenen Anteilen, finanziert („struktureller Nachrang der Gläubiger der Obergesellschaft“). Auch insofern bietet das gesetzliche System den Fremdkapitalgebern keinen Schutz. Dagegen ist es nach deutschem Recht nicht möglich, vertraglich Gläubigern auch ohne dingliche Besicherung einen Befriedigungsvorrang in der Insolvenz einzuräumen.¹⁴¹

Der Erhöhung des Ausfallrisikos durch Erhöhung des Verschuldungsgrads kann mit der Festlegung von entsprechenden Finanzkennzahlen begegnet werden, deren Überschreiten dann entweder eine von vorneherein vereinbarte Anpassung des Anleihezinses oder ein Recht zur Kündigung auslöst.¹⁴² Eine weit verbreitete Vorkehrung gegen die Verkürzung des haftenden Vermögens durch Bestellung dinglicher Sicherheiten zugunsten künftiger Fremdkapitalgeber stellt die „Negativklausel“ dar, die gegebenenfalls um eine Konzernklausel erweitert wird, die das Herbeiführen eines „strukturellen Nachrangs“ durch Verlagern haftender Aktiva in Tochtergesellschaften ausschließt.¹⁴³

¹³⁸ Zur Erhöhung des Verschuldungsgrads durch Vermögensauszahlungen an Aktionäre vgl. bereits oben 2.

¹³⁹ S. nur *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 21), S. 228; *Klein/Coffee*, a.a.O. (Fn. 109), S. 253. - Bei dem bei RJR Nabisco durchgeführten LBO wurden die als „Single A“ eingestufteten Schuldverschreibungen auf Ramschanleihen („junk bonds“) zurückgestuft, was einen Rückgang des Preises um 20 Prozentpunkte bewirkte und zu einem Verlust von \$ 1 Mrd. bei den Schuldverschreibungsgläubigern führte; vgl. *Kahan/Klausner*, *Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment?*, *UCLA Law Review* 40, 1993, S. 931, 932; vgl. auch die a.a.O. S. 940 zitierten empirischen Studien zu Verlusten der Anleihegläubiger infolge Erhöhung des Verschuldungsgrads des Emittenten nach Rekapitalisierungen und Übernahmen.

¹⁴⁰ Zu diesen Anreizen zu wertvernichtenden Investitionen s. gesondert unten 4.

¹⁴¹ Vgl. dagegen für die angelsächsischen Rechtsordnungen *Hinsch/Horn*, *Das Recht der internationalen Vertragskredite und Projektfinanzierungen*, 1985, S. 106; *Prime*, *International Bonds and Certificates of Deposit*, 1990, S. 182; *Tennekoon*, *The Law and Regulation on International Finance*, 1991, S. 191; *Wood*, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, 1995, Rdz. 3-27.

¹⁴² S. dazu bereits Text oben zu Fn. 126, 127.

¹⁴³ Vgl. *U. H. Schneider*, a.a.O. (Fn. 115), S. 895 f.; *Kusserow/Dittrich*, *WM* 2000, S. 745, 749 f.

Durch die Negativklausel („negative pledge clause“) verpflichtet sich der Emittent, während der Laufzeit der Anleihe keine anderen Verbindlichkeiten zu besichern oder für diese nur genau umschriebene Sicherheiten zu bestellen, ohne gleichzeitig die Gläubiger der in Betracht kommenden Anleihe in gleicher Weise und anteilig mit allen anderen besicherten Verbindlichkeiten an solchen Sicherheiten zu beteiligen.¹⁴⁴ Mitunter wird die Befreiung des Schuldners vom Verbot der dinglichen Absicherung künftiger Gläubiger auch als echte einklagbare Rechtspflicht ausgestaltet, d.h. der Schuldner ist für den Fall, daß er künftigen Gläubigern Sicherheiten an den Gegenständen des Schuldnervermögens einräumt, verpflichtet, den betreffenden Anleihegläubigern gleichartige und gleichrangige Sicherheiten zu bestellen.¹⁴⁵ Die wichtigste Sanktion für die Verletzung der Negativklausel ist freilich das Recht zur sofortigen Kündigung.¹⁴⁶

Gelegentlich findet sich zusätzlich zur Negativklausel auch die sog. „pari passu“-Klausel.¹⁴⁷ Darunter wird die Zusicherung des Emittenten verstanden, daß die Anleiheforderungen mit allen bereits bestehenden unbesicherten Forderungen anderer Gläubiger des Emittenten im gleichen Rang stehen, verbunden mit der Verpflichtung des Emittenten, auch künftig unbesicherten Gläubigern keinen Vorrang einzuräumen. Da aber nach deutschem Recht¹⁴⁸ abgesehen von den Fällen, in denen Gläubiger in der Insolvenz Aus- oder Absonderung verlangen können (§§ 47 – 51 InsO), der Schuldner Gläubigern keine vorrangige Befriedigung zusichern kann, hat die pari passu-Klausel hier nur eingeschränkte praktische Bedeutung.¹⁴⁹

4. Wertvernichtende Investitionen und „Unterinvestitionsproblem“

Je dünner die Eigenkapitaldecke des Schuldners im Verhältnis zum verfügbaren Gesamtkapital ist, desto stärker wird der Anreiz zu wertvernichtenden Investitionen¹⁵⁰; zugleich entsteht dann das erstmals von *Stewart C. Myers* 1977 analysierte „Unterinvestitionsproblem“.¹⁵¹ Bei greifbarer Bestandsgefährdung des Unternehmens haben die Eigenkapitalgeber und die Manager Anreize, „alles auf eine Karte zu setzen“ und Projekte mit hohen potentiellen Erträgen, aber

¹⁴⁴ Eingehend zu Negativklauseln bei Anleihen *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 477 ff.; zum praktischen Sicherheitswert solcher Klauseln S. 509 ff.; zu Negativklauseln in Kreditverträgen *Merkel*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, II, 2001, § 98 Rdz. 81 ff.

¹⁴⁵ *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 486 ff., 503 ff.

¹⁴⁶ Dazu *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 507 f.

¹⁴⁷ Gelegentlich wird die pari passu-Klausel auch mit der Negativklausel mit Verpflichtung zur Bestellung gleichrangiger Sicherheiten (vgl. Text zu Fn. 146) gleichgesetzt; so etwa *Harries*, *Die Negativklausel*, WM 1978, S. 1146.

¹⁴⁸ Zu den angelsächsischen Rechtsordnungen s. dagegen die Nachweise in Fn. 142.

¹⁴⁹ Einzelheiten bei *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 511 ff.; *Diem*, a.a.O. (Fn. 100), Rdz. 52 ff.; z.T. abweichend *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 474 f.

¹⁵⁰ Zum Folgenden etwa *Milgrom/Roberts*, a.a.O. (Fn. 110), S. 495 f.; *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 21), S. 504 f.; *Klein/Coffee*, a.a.O. (Fn. 109), S. 268 ff.; vgl. bereits *Jensen/Meckling*, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, S. 305, 334 ff., Teilabdruck in: *Posner/Scott* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 109), S. 39 ff.

¹⁵¹ *Myers*, *Determinants of Corporate Borrowing*, *Journal of Financial Economics* 5, 1977, S. 147 ff.

auch hohen Risiken (Ausfallwahrscheinlichkeiten) zu unternehmen. Stellen sich die Erträge ein, so profitieren hiervon abzüglich der fixen Zahlungen auf das Fremdkapital die Anteilseigner; realisiert sich das Ausfallrisiko, dann tragen annahmegemäß maßgeblich die Fremdkapitalgeber den Verlust. Unter solchen Voraussetzungen werden u.U. Projekte mit hohen Ertragsaussichten, wegen des hohen Risikos aber niedrigem Erwartungswert solchen Projekten vorgezogen, die bei geringeren Ertragsaussichten, aber auch niedrigem Risiko einen höheren Erwartungswert aufweisen. Unter Umständen werden sogar Projekte mit negativem Erwartungswert gewählt.¹⁵²

Das „Unterinvestitionsproblem“ ergibt sich gleichfalls bei dünner Eigenkapitaldecke. Die Eigenkapitalgeber werden sich weigern, zur Finanzierung von Projekten mit positivem Erwartungswert weiteres Eigenkapital von außen beizusteuern, wenn die Erträge dieser Projekte vorrangig den Fremdkapitalgebern zugute kommen („Unterinvestitionsproblem“).¹⁵³

Dem „Unterinvestitionsproblem“ setzt das Gläubigerschutzsystem des deutschen Aktienrechts keine wirksamen Schutzmechanismen, der Gläubigergefährdung durch riskante Geschäfte mit u.U. negativem Erwartungswert lediglich die denkbare Innenhaftung des Vorstands für fehlerhafte Geschäftsleitung entgegen (§ 93 AktG), die freilich in diesen Fällen mit dem Einwand der Ausübung unternehmerischen Ermessens (§ 93 Abs. 1 S. 2 AktG) behaftet ist. Eine Schadensersatzhaftung des Emittenten in solchen Fällen den Anleihegläubigern gegenüber wegen schuldhafter Verletzung von Rücksichtnahme- oder Treuepflichten aus dem Anleiheschuldverhältnis dürfte dagegen, anders als im Verhältnis zu den Gläubigern hybrider, am Gewinn und Verlust der Gesellschaft beteiligter Finanzinstrumente,¹⁵⁴ ausscheiden. Vielmehr kann entweder die Anleihe trotz der vom Vorstand unternommenen Maßnahmen noch bedient werden, oder es kommt, weil der Schuldner zur Zahlung nicht mehr imstande ist, neben dem Erfüllungsanspruch eine Schadensersatzhaftung wegen Verzuges in Betracht, die aber gerade bei Verzug wie der Erfüllungsanspruch selbst wertlos sein mag. Letzten Endes ist der Schutz der Anleihegläubiger gegen die bloße Verschlechterung der Befriedigungsaussichten daher, auch wenn sie auf schlechthin unvertretbaren unternehmerischen Maßnahmen des Vorstands beruht, de lege lata nur über die Festlegung einer Mindesteigenkapitalquote in den Anleihebedingungen zu

¹⁵² Vgl. die Beispiele bei *Brealey/Myers*, a.a. O. (Fn. 21), S. 504; *Klein/Coffee*, a.a.O. (Fn. 109), S. 268; Nachw. zur dt. Literatur bei *Fleischer*, ZGR 2004, S. 437, 446 ff.

¹⁵³ Dazu die Nachweise in Fn. 151, 152; aus der deutschen Literatur *Wagenhofer/Ewert*, Unternehmensrechnung, 2003, S. 155 f.; *Kuhner*, Zur Zukunft der Kapitalerhaltung durch bilanzielle Ausschüttungssperren im Gesellschaftsrecht der Staaten Europas, ZGR 2005, S. 753, 766 f.

¹⁵⁴ Vgl. BGHZ 119, 305, 326 ff.; eingehend zur Haftung des Emittenten gegenüber den Inhabern der hybriden Finanzierungsinstrumente des § 221 AktG *Habersack*, in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O. (Fn. 12), § 221 Rdz. 271 ff.; Nachweise rechtsvergleichender Literatur zur Außenhaftung der Geschäftsleiter wegen gläubigergefährdender Maßnahmen in Insolvenznähe oben Fn. 118.

erreichen, bei deren Verfehlen dann entweder eine risikoadjustierte Zinsanpassung¹⁵⁵ oder notfalls eine Kündigung erfolgen muß.¹⁵⁶

5. Kontrollwechsel, Schuldnerwechsel, strukturelle Änderungen

Der *Kontrollwechsel beim Emittenten* einer Anleihe kann sich in verschiedener Weise auf die Anleihegläubiger auswirken. Dabei wird die Definition des Kontrollwechsels im Übernahmegesetz¹⁵⁷ in den Anleihebedingungen z. T. anders gefaßt,¹⁵⁸ und die Form, in der sich der Kontrollwechsel vollzieht,¹⁵⁹ ist für den Schutz der Anleihegläubiger gleichgültig. Wie für die außenstehenden Aktionäre ist ein Kontrollwechsel auch für die Obligationäre einer Gesellschaft nicht in jedem Falle gleich zu bewerten: Vorteilen verbesserter Managementkontrolle oder der Einbindung der Gesellschaft in einen starken Unternehmensverbund mit entsprechender Stärkung auch der übernommenen Gesellschaft können je nach den Umständen auch Nachteile gegenüberstehen, bis hin zu einer Ausplünderung der Gesellschaft nach ihrer Übernahme, der Wahrnehmung ihrer Geschäftschancen durch verbundene Unternehmen ohne marktgerechte Entschädigung oder einer Änderung der Geschäftspolitik mit einem anderen Risikoprofil. Mitunter sehen die Schutzklauseln bei Wegfall des bisherigen herrschenden Unternehmens und der damit verbundenen „ungeschriebenen Patronatserklärung“¹⁶⁰ ein Fälligwerden des gesamten Anleihekapitals oder ein Kündigungsrecht der Teilschuldverschreibungsgläubiger vor. Damit die an den Kontrollerwerb anknüpfenden Rechte der Teilschuldverschreibungsgläubiger von diesen ausgeübt werden können, wird in den Anleihebedingungen eine Mitteilung über den Kontrollwechsel entsprechend § 21 WpHG gefordert.¹⁶¹ Bei gerateten Anleihen knüpfen Schutzklauseln auch an die mit einem Mehrheitswechsel u.U. verbundene Ratingänderung¹⁶² an und geben den Investoren bei einer Herabstufung entweder einen Anspruch auf einen entsprechend erhöhten Zins oder knüpfen notfalls ein Kündigungsrecht hieran an.¹⁶³ Klauseln, die den Schuldverschreibungsgläubigern für den Fall, daß ein Kontrollwechsel nach einem „feindlichen“ Übernahmeangebot erfolgt, ein Recht zur Kündigung oder

¹⁵⁵ Zur Koppelung des Zinssatzes an Finanzkennziffern und Jahresabschlußdaten *Klein/Coffee*, a.a.O. (Fn. 109), S. 281.

¹⁵⁶ Vgl. zur Vertragspraxis insoweit die Nachweise oben in Fn. 127.

¹⁵⁷ § 29 Abs. 2 WpÜG lautet: „Kontrolle ist das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft.“

¹⁵⁸ Erwerb von 20% der stimmberechtigten Aktien; Auswechslung der Mehrheit der Vorstandsmitglieder binnen einer bestimmten Frist nach Kontrollwechsel u.ä.

¹⁵⁹ Sukzessiver Erwerb über die Börse; Paketkauf; Anteilsverkauf nach Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß, ggfs. im Rahmen einer Verschmelzung; öffentliches Übernahmeangebot; vgl. zu diesen Formen im Einzelnen *Lüttmann*, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften, 1992, S. 21 ff.

¹⁶⁰ *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 489.

¹⁶¹ *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 532.

¹⁶² Eingehend zur Beeinflussung des Rating einer Tochter durch das Rating der Muttergesellschaft *Standard & Poor's*, a.a.O. (Fn. 88), S. 85 ff.

¹⁶³ *Hutter*, a.a.O. (Fn. 68), S. 443; vgl. auch *Schlitt/Hemeling*, Wandelschuldverschreibungen, in *Habersack* u.a. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, a.a.O. (Fn. 14), S. 278, 304 m. w. Nachw.

auf Zinserhöhung ohne Rücksicht darauf einräumen, ob die Übernahme zu einem konkreten Nachteil für das Unternehmen oder zu einer Risikoerhöhung für die Schuldverschreibungsgläubiger (bei gerateten Anleihen: zu einer Ratingverschlechterung) führt (“poison puts“¹⁶⁴), sind primär zum Schutz der amtierenden Verwaltung des Emittenten konzipiert, von deren Billigung des Übernahmeangebots der Schutz der Gläubiger abhängig gemacht wird, und dann mit den Pflichten eines sorgfältig handelnden Geschäftsleiters (§ 93 AktG) nicht vereinbar.

Schuldnerwechsel ohne Zustimmung der Teilschuldverschreibungsgläubiger können vor allem bei Umwandlungsvorgängen (Verschmelzung und Spaltung) vorkommen.¹⁶⁵ Sie können nicht dadurch verhindert oder von den Gläubigern mitgestaltet werden, daß die Umwandlung in den Anleihebedingungen unter den Vorbehalt der Zustimmung der Gläubigerversammlung oder des Anleihetreuhänders gestellt wird.¹⁶⁶ Ein Schuldnerwechsel infolge Verschmelzung ist für die Gläubiger der übertragenden Gesellschaft von Vorteil, wenn sich die bisherige Haftungsmasse durch die Verschmelzung vergrößert.¹⁶⁷ Gefährdet ein Schuldnerwechsel infolge Verschmelzung dagegen die Erfüllung der Verbindlichkeiten des Emittenten und bisherigen Schuldners, zum Beispiel wegen einer sehr viel niedrigeren Eigenkapitalquote¹⁶⁸ oder eines anderen Kapitalschutzsystems der aufnehmenden Gesellschaft (GmbH statt Aktiengesellschaft), so können die Teilschuldverschreibungsgläubiger, soweit ihre Forderungen noch nicht fällig sind, binnen sechs Monaten die Leistung von Sicherheiten von der aufnehmenden Gesellschaft verlangen (§ 22 UmwG). Im Fall der Spaltung (Aufspaltung, Abspaltung, Ausgliederung) richtet sich dieser Anspruch auf Sicherheitsleistung gegen denjenigen neuen Rechtsträger, dem die betreffenden Verbindlichkeiten im Spaltungsplan zugewiesen worden sind (§ 133 Abs. 1 S. 2 UmwG). Bei einem Schuldnerwechsel infolge eines Spaltungsvorgangs kommt allerdings im Vergleich mit der Verschmelzung als weitere denkbare Gläubigergefährdung hinzu, daß das Aktivvermögen und die Verbindlichkeiten des bisherigen Rechtsträgers im Spaltungsvertrag nicht

¹⁶⁴ Eingehend dazu *Kahan/Klausner*, Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment? *UCLA Law Review* 40, 1993, S. 931 ff.; s. auch *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, S. 662 f., 688 f.

¹⁶⁵ Verschmelzung durch Neugründung oder durch Aufnahme des Emittenten als übertragendem Rechtsträger (§§ 2, 20 Abs. 1 UmwG); Aufspaltung (§§ 123 Abs. 1, 131 Abs. 1 Nrn. 1, 2 UmwG); Abspaltung und Ausgliederung, sofern zu dem vom Emittenten abgespaltenen bzw. ausgegliederten Vermögensteil die Verbindlichkeiten gegenüber den Teilschuldverschreibungsgläubigern gehören (§§ 123 Abs. 2, 3; 131 Abs. 1 Nr. 1 UmwG). – Zum Schuldnerwechsel außerhalb der Gestaltungsformen des Umwandlungsgesetzes mit Zustimmung der Anleihegläubiger *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 638 ff.; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 658 ff.; vgl. auch *Schlitt/Kammerlohr*, Umtauschanleihen, in: Habersack u.a. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, a.a.O. (Fn. 14), S. 309, 322; de lege ferenda dazu *Maier-Reimer*, Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners, in: Baums/Cahn, a.a.O. (Fn. 77), S. 129, 145 ff.

¹⁶⁶ *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 488; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 542; vgl. auch *KusserowDittrich*, WM 2000, S. 745, 753 f.; *Diem*, a.a.O. (Fn. 100), S. 100.

¹⁶⁷ Vgl. dazu *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 21), S. 936 f.; *Koch*, Diversifizierung und Vorstandskompetenzen (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Band 40), 2001, S. 38 f.

¹⁶⁸ Dazu *Maier-Reimer*, a.a.O. (Fn. 166), S. 132 f.

notwendig gleichermaßen dem neuen Rechtsträger zugewiesen werden, sondern voneinander getrennt und disproportional auf verschiedene Rechtsträger aufgeteilt werden können. Im Hinblick darauf ordnet das Gesetz eine gesamtschuldnerische Mithaftung des oder der anderen Rechtsträger an, die an der Spaltung beteiligt, denen aber die Verbindlichkeiten nicht zugewiesen sind (§ 133 Abs. 1 S. 1 UmwG). Da diese Haftung der „Mithafter“ aber auf Verbindlichkeiten beschränkt ist, die vor Ablauf von fünf Jahren nach der Spaltung fällig werden (§ 133 Abs. 3 UmwG), kann sich hieraus ein erhebliches Gefährdungspotential für die Gläubiger einer langfristigen Anleihe ergeben, sofern der neue Hauptschuldner keine hinreichenden Sicherheiten (gemäß §§ 133 Abs. 1 S. 2, 22 UmwG) stellen kann.¹⁶⁹ Sehen die Anleihebedingungen für einen solchen Fall auch kein Recht zur vorzeitigen Kündigung der Anleihe vor, dann stellt sich die Frage, ob den Anleihegläubigern (u.U. neben einem detaillierten Katalog expliziter Kündigungsgründe) ein allgemeines Recht zur Kündigung aus wichtigem Grund zusteht,¹⁷⁰ so daß sie die Mithaftung der übrigen an der Spaltung beteiligten Unternehmensträger doch noch rechtzeitig durchsetzen können.

Unter *strukturelle Änderungen* einer Aktiengesellschaft mit Auswirkungen auf die Fremdkapitalgeber läßt sich eine Reihe heterogener Maßnahmen fassen, die zum Teil bereits oben behandelt worden sind,¹⁷¹ im Übrigen aber an dieser Stelle nur angedeutet werden können. So mag der Emittent seine Rechtsform ändern (§§ 226 ff UmwG);¹⁷² er mag Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge mit Tochtergesellschaften schließen mit der Folge, daß er nicht nur deren Gewinne erhält, sondern auch ihre Verluste zu tragen hat (§§ 302, 303 AktG); es mag eine Veräußerung wesentlicher Vermögensteile bis hin zur Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens (§ 179a AktG) stattfinden¹⁷³ u.a.m. Erwirbt der Emittent andere Unternehmen oder Beteiligungen an anderen Unternehmen, sei es mittels eines einfachen Unternehmenskaufs, sei es durch Verschmelzung mit dem Emittenten als aufnehmendem Unternehmen, im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebots oder einer Sachkapitalerhöhung, dann stellt sich für die Altgläubiger des Emittenten zum einen die bereits oben in anderem Zusammenhang behandelte Frage, ob sich daraus für sie wegen des Hinzutretens

¹⁶⁹ Vgl. dazu auch aus der US-amerikanischen Praxis den Fall der Marriott *bonds*, deren Preise nach der Aufspaltung der Marriott Corp. infolge der Aufteilung der werthaltigen Aktiva und der Anleiheverbindlichkeiten auf verschiedene Gesellschaften verfielen; Darstellung bei *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 21), S. 712.

¹⁷⁰ Eingehend dazu m. w. Nachw. *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 301 ff.; *Maier-Reimer*, a.a.O. (Fn. 166), S. 134 ff.; *Bosch*, a.a.O. (Fn. 103), Rdz. 10/186b.

¹⁷¹ S. zu Aktienrückkaufprogrammen und Kapitalherabsetzungen oben 2.; zu Rekapitalisierungen und zum Aufbau von Beteiligungsgesellschaften oben 3.; zu Übernahmen, Integration in einen Unternehmensverbund, Verschmelzung und Spaltung vorstehend unter 4.

¹⁷² Dazu *Maier-Reimer*, a.a.O. (Fn. 166), S. 132.

¹⁷³ Zu Klauseln („sale of assets clause“), die dies ganz ausschließen oder beschränken, *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 487 f.; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 542 f.; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 750; *Klein/Coffee*, a.a.O. (Fn. 109), S. 255. Solche Klauseln können auch vom Emittenten dazu benutzt werden, um bei für ihn günstigen Marktzinsänderungen die Kündigungen der Teilschuldverschreibungsgläubiger gerade auszulösen; vgl. v. *Radow*, a.a.O. (Fn. 131), S. 58.

der Fremdkapitalgeber des übernommenen Unternehmens und insbesondere wegen eines „strukturellen Nachrangs“ erhöhte Risiken ergeben können,¹⁷⁴ und zum anderen die allgemeine Frage, wie sich ein solcher Unternehmenserwerb auf den Wert des Unternehmens der Emittentin und damit auf die Befriedigungsaussichten ihrer Altgläubiger auswirkt. Hierauf gibt es weder theoretisch noch empirisch eine allgemeingültige, für jeden Fall richtige Antwort.¹⁷⁵ Schutzklauseln in Anleihebedingungen versuchen auf verschiedene Weise, mit der Ambivalenz solcher unternehmerischer Entscheidungen umzugehen. Auch hier ist zu beachten, daß der Vorstand nicht durch die Vereinbarung von Schutzklauseln in die Kompetenz der Hauptversammlung eingreifen darf, also nicht zum Beispiel konglomerate Zusammenschlüsse durch vertragliche Festschreibung eines in der Satzung des Emittenten eng formulierten Unternehmensgegenstands verhindern oder Verschmelzungen und Sachkapitalerhöhungen von der Zustimmung der Anleihegläubigerversammlung oder des Anleihetreuhänders abhängig machen kann.¹⁷⁶ Auch ein ex ante festgelegtes Kündigungsrecht der Anleihegläubiger, das nicht an eine tatsächliche Verschlechterung der Befriedigungsaussichten für die Anleihegläubiger anknüpft, ist jedenfalls für den Emittenten nachteilig. Bei gerateten Anleihen kommt eine Anknüpfung an eine Herabstufung der Emission durch die Ratingagentur in Betracht.¹⁷⁷

6. Verschleiern nachteiliger Entwicklungen

Eigenkapitalgeber und Manager haben einen Anreiz, gläubigergefährdende Entwicklungen zu verschleiern, wenn mit ihrem Aufdecken nachteilige Konsequenzen für ihr Eigenkapitalinvestment bzw. ihre Position als Manager zu gewärtigen wären. Das Festlegen von Finanzkennzahlen, z.B. des Verhältnisses der Verbindlichkeiten zum Eigenkapital, erfüllt daher für die Gläubiger nur dann die Aufgabe eines funktionierenden „Frühwarnsystems“, wenn die Gläubiger oder an ihrer Stelle handelnde Vertreter oder Institutionen die Verlässlichkeit der Finanzkennzahlen überprüfen können, und wenn dann die Gläubiger, sofern Maßnahmen zu ergreifen sind, zum Beispiel eine Kündigung auszusprechen ist, von den betreffenden Umständen erfahren.¹⁷⁸ Entsprechendes gilt für die Kontrolle, ob sonstige im Interesse der Gläubiger liegende Schutzklauseln vom Emittenten eingehalten werden.

Die Schutzklauseln, die sich mit der Informationsversorgung der Anleger und der Kontrolle des Schuldners durch die Gläubiger bzw. ihre Vertreter befassen,

¹⁷⁴ Oben unter 3.

¹⁷⁵ S. dazu die eingehenden Nachweise bei *Koch*, a.a.O. (Fn. 168), S. 63 ff. und S. 75 ff.

¹⁷⁶ Dazu *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 488; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 542; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 753 f. m. w. Nachweisen.

¹⁷⁷ Vgl. *Klein/Coffee*, a.a.O. (Fn. 109), S. 254.

¹⁷⁸ Zu dem „Frühwarnsystem“ gehört neben den Finanzkennzahlen auch die hier nicht behandelte Drittverzugsklausel („cross default clause“); dazu etwa *Siebel*, a.a.O. (Fn. 25), S. 508 f.; *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 532 ff.

knüpfen an die durch Kapitalmarktregulierung und Marktinstitutionen wie Börsen und Ratingagenturen festgelegte Information und Kontrolle an und ergänzen diese, wo notwendig.¹⁷⁹ Der Emittent börsengehandelter Wertpapiere ist verpflichtet, den (Sekundär-)Markt laufend mit Informationen, die über seine Ertrags-, Liquiditäts- und Vermögenslage Auskunft geben, zu versorgen.¹⁸⁰ Im übrigen ist zwischen Emissionen, die über ein Emittenten- oder ein Emissionsrating verfügen, und anderen Anleihen zu unterscheiden.

Bei gerateten Anleihen, für die eine fortlaufende Überprüfung des Rating seitens der Ratingagentur vorgesehen ist, übernimmt diese die Überwachung des Schuldners anstelle der Anleihegläubiger. Hierfür läßt sie sich nicht nur vom Emittenten die öffentlich verfügbaren Informationen übermitteln, die für die Beurteilung der Frage nach der Fähigkeit des Schuldners, seine Verpflichtungen erfüllen zu können, bedeutsam sind, sondern strebt auch eine enge Zusammenarbeit mit dem Emittenten in dieser Frage an. Hierzu gehört die Verpflichtung des Emittenten, in festgelegten Abständen Erklärungen über das Einhalten von in den Anleihebedingungen niedergelegten Finanzkennzahlen abzugeben.¹⁸¹ Diese Überwachung kann gegebenenfalls mit einer Änderung der ursprünglichen Bewertung enden, die dem Kapitalmarkt bekanntgegeben wird, damit dieser reagieren kann.¹⁸²

Während diese Beobachtung des Anleiheschuldners durch eine Ratingagentur noch mit der Überwachung eines Kreditschuldners durch ein Kreditinstitut zu vergleichen ist,¹⁸³ findet eine fortlaufende Überwachung des Emittenten von nicht gerateten oder nicht der fortlaufenden Überwachung durch eine Ratingagentur unterliegende Anleihen nicht statt. Auch solche Anleihen können aber vorsehen, daß der Emittent dem Sicherheitentreuhänder oder einer sonst in den Anleihebedingungen hierfür benannten Institution die für den Kapitalmarkt bestimmten Pflichtveröffentlichungen sowie eine jährliche Zusicherung darüber abzugeben hat, daß die Schutzklauseln eingehalten wurden.¹⁸⁴ Eine gewisse Kontrolle der Beachtung der Schutzklauseln einschließlich der vereinbarten Finanzkennziffern kann ferner dann erfolgen, wenn der Emittent eine Maßnahme plant, die unter einen Vorbehalt in diesen Klauseln fällt. Nur wenn der Emittent die Vorgaben der Schutzklauseln erfüllt, soll er berechtigt sein, die betreffende Maßnahme vorzunehmen.¹⁸⁵ Verstöße gegen Schutzklauseln hat der

¹⁷⁹ Überblick über die Informationsversorgung bei internationalen Anleihen bei *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 349 ff., 522 f.

¹⁸⁰ Eingehendere Übersicht bei *Baums*, Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, in: ZHR 167, 2003, S. 139, 144 f. m. Nachw. Dabei betreffen allerdings, ohne daß ein System erkennbar wäre, einzelne Publizitätspflichten sämtliche „kapitalmarktorientierten“ Gesellschaften (z.B. §§ 267 Abs. 3 S. 2, 293 Abs. 5 HGB; 15 WpHG), andere dagegen nur Gesellschaften, die auch börsennotierte Aktien emittiert haben (§§ 40 BörsG; 53 ff BörsZulV).

¹⁸¹ „Certificate of Compliance“; vgl. dazu *Hartwig-Jacob*, a.a.O. (Fn. 68), S. 523.

¹⁸² Eingehend dazu *Standard & Poor's*, a.a.O. (Fn. 88), S. 17 f.

¹⁸³ S. dazu *Häuser*, Gewerbliche Kredite, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, II, 2001, S. 2193, 2238 f.; *Wittig* WM 1996, S. 1381, 1384; *Diem*, a.a.O. (Fn. 100), S. 89 f.

¹⁸⁴ Vgl. allgemein für High Yield-Anleihen *Hutter*, a.a.O. (Fn. 68), S. 442; zur US-amerikanischen Praxis auch *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, S. 745, 759.

¹⁸⁵ Vgl. *Hutter*, a.a.O. (Fn. 50), S. 442.

Sicherhauentrehänder oder die sonst in den Anleihebedingungen bestimmte Stelle den Anleihegläubigern mitzuteilen, wenn diese durch ein Kündigungsrecht sanktioniert sind oder sonstige Gläubigerrechte auslösen.¹⁸⁶

¹⁸⁶ Vgl. dazu bereits oben II. 3. c).

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der
Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus
von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International
Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums /
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate
Governance in the United States and in Germany
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in
Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften
an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte
Globale Aktie
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial
Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter
und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)
- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen
für Schuldverschreibungen unter besonderer
Berücksichtigung der Dematerialisierung und des
Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)

- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der
Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der
Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung
der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach
schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem
geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German
Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations
for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)
- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)

- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy
Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus
Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single
Financial Market
(publ. in: Corss Border Banking: Regulatory Challenges,
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing
Product Diversity
- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-
Border Assignments – A potential threat from Europe
(publ. in: Lloyd's Maritime and Commercial Law Quaterly
2006, p. 270)

- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der
Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die
Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der
allgemeinen Feststellungsklage
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?
(publ. in: European Company and Financial Law Review
2006, p. 147)

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT