

# Banking, Finance & Capital Markets

## Reform des Schuldverschreibungsrechts

*Dr. Andreas Zahn und Dagmar Noll*

Das Bundesjustizministerium hat einen Referentenentwurf für ein Gesetz über Schuldverschreibungen aus Anleihen vorgelegt („SchVG-E“). Ziel des neuen Gesetzes ist es, die Handlungsspielräume der Gläubiger zu erweitern und durch Angleichung an internationale Standards die Wahl deutschen Rechts für Emittenten attraktiver zu machen.

Bisher regelt das „Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen“ aus dem Jahr 1899, wie Anleihegläubiger auf ihre Rechte einwirken können. Der SchVG-E möchte Schwächen des geltenden Rechts beseitigen. Neben dem veralteten Verfahren für Gläubigerversammlungen wird der Anwendungsbereich als nachteilig beurteilt, der nur Emittenten mit Sitz oder gewerblicher Niederlassung im Inland umfasst. Anleihen ausländischer Gesellschaften (wie insbesondere Finanzierungstöchter von Konzernen) werden selbst dann nicht erfasst, wenn sie deutschem Recht unterliegen und auf Euro lauten.

Des Weiteren sind die Befugnisse der Gläubigermehrheit, die das geltende Gesetz verleiht, nach heutigem Verständnis nicht ausreichend, um eine Sanierung des Emittenten in einer Krise zu ermöglichen. In diesen Bereich fällt auch die Forderung von IWF, G 7 und G 10, in den Emissionsbedingungen von Staatsanleihen aus Schwellenländern eine Umschuldung auch durch einen Mehrheitsbeschluss der Gläubiger zu ermöglichen. Es wird bezweifelt, ob dies für Anleihen, deren Bedingungen deutschem Recht unterliegen, möglich ist. Das geltende Gesetz ist auf ausländische Schuldner nicht anwendbar und trifft damit zur Zulässigkeit derartiger Klauseln (Collective Action Clauses, „CAC“) keine Aussage. Bundesbank und Bundesregierung hatten sie zwar für zulässig erachtet,

doch verbleiben Rechtsunsicherheiten.

Auch ist weiterhin nicht rechtlich geklärt, ob Anleihebedingungen einer Inhaltskontrolle nach den Vorschriften zu Allgemeinen Geschäftsbedingungen („AGB“) unterliegen. Dies ist bisher nicht höchstrichterlich entschieden. Klargestellt wurde durch ein Urteil des Bundesgerichtshofs nur, dass eine Einbeziehung der Anleihebedingungen, die als AGB betrachtet werden, nicht nach den AGB-rechtlichen Vorschriften erfolgen muss.

In den zentralen Regelungspunkten besteht für das Reformvorhaben aus Sicht der Kapitalmarktpraxis allerdings erheblicher Nachbesserungsbedarf um international wettbewerbsfähig zu sein und damit letztlich auch den Finanzplatz Deutschland zu stärken.

### Anwendungsbereich

Der SchVG-E sieht einen erweiterten Anwendungsbereich des Gesetzes vor. Es soll auf alle inhaltsgleichen Schuldverschreibungen aus Anleihen (mit Ausnahme von Schuldverschreibungen im Sinn des Pfandbriefgesetzes) anwendbar sein. Die wesentlichen Bestimmungen der Anleihebedingungen sollen einer sog. kollektiven Bindung unterliegen. Änderungen können nur nach dem gesetzlich



vorgeschriebenen Verfahren und nur mit Wirkung für alle Gläubiger erfolgen. Der SchVG-E lässt dabei aber bewusst offen, ob einseitig herbeigeführte Inhaltsänderungen aufgrund von Gerichtsurteilen möglich sind.

### Zwingende Vorschriften über Beschlüsse der Gläubiger

Im Grundsatz unterliegen nach Abschnitt 2 und § 20 des SchVG-E sämtliche Typen von Schuldverschreibungen zwingend den Vorschriften über die Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger und die Gläubigerversammlungen. Hierbei handelt es sich um eine zentrale Regelung der geplanten Novelle. Aus Sicht der Kapitalmarktpraxis ist diese Regelung nicht sinnvoll, da eine Reihe von Schuldverschreibungstypen hiermit inkompatibel oder ihnen die Geschäftsgrundlage entzogen wäre.

Betroffen sind Geldmarkt- und sonstige kurzfristige Wertpapiere, die keine Änderungen der Emissionsbedingungen vorsehen wie auch Zertifikate und strukturierte Anleihen, die diesbezüglich abschließende Bedingungen enthalten. Letzterenfalls kann eine Änderung durch Mehrheitsbeschluss der Gläubiger die wirtschaftliche Kalkulation der Emission konterkarieren. Bei Anleihebedingungen von Verbriefungstiteln werden spezifische rechtliche Bestimmungen insbesondere zur Rangfolge der Gläubiger (Waterfall) getroffen. Die Anleihebedingungen sind komplex gestaltet und folgen insoweit international üblichen Klauseln, die nicht im Nachhinein durch einen gesetzlich vorgegebenen Rahmen quasi von außen abgeändert werden sollten.

Auch Hochzinsanleihen (High Yield Bonds) sind spezifisch ausgestaltet und enthalten umfangreiche Verpflichtungen des Emittenten (Covenants) und bestimmen Rechtsfolgen bei deren Nichteinhaltung einschließlich Kündigung. Dieses Regelungssystem sollte im Nachhinein ebenfalls nicht durch Mehrheitsbeschluss der Gläubiger in Frage gestellt werden. Für Bundesanleihen in Heimatwährung wird darauf hingewiesen, dass Gläubigerversammlungen anders als bei Fremdwährungsanleihen wohl nicht gewollt sind. Bei ausländischen Emittenten der öffentlichen Hand könnten deren übliche CAC mit den zwingenden gesetzlichen Vorschriften über Gläubigerversammlungen kollidieren. Nach alledem wird im Interesse der Kapitalmarktteilnehmer gefordert, die gesetzlichen Regelungen im Rahmen der Vertragsfreiheit dispositiv auszugestalten bzw. lediglich Mindeststandards einzuführen.

### Umfang der Mehrheitsbeschlüsse

Das nach den Vorschriften des SchVG-E festgeschriebene Verfahren zur Änderung der Anleihebedingungen lässt Mehrheitsbeschlüsse mit Wirkung für alle Gläubiger in einem erweiterten Umfang zu. Derzeit ist es lediglich möglich, eine Ermäßigung des Zinssatzes der Anleihe oder eine Stundung für höchstens drei Jahre zu beschließen, sofern dies der Abwendung einer Zahlungseinstellung oder des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners dient. Die Gläubiger können durch einen Mehrheitsbeschluss aber nicht auf die Hauptforderung oder Teile davon verzichten. Kommt ein Anleiheemittent in eine Krise, ist eine frühzeitige Sanierung damit schwierig. Ein Beitrag der Anleihegläubiger in diesem Stadium ist unter Umständen nicht möglich. Dies verringert die Bereitschaft der anderen Gläubiger, auf Rechte zu verzichten.

Der SchVG-E ermöglicht eine Beschränkung oder Aufgabe von Gläubigerrechten durch einen Gläubigerbeschluss auch in Form eines Verzichts auf einen Teil der Hauptforderung aus der Anleihe. Dies soll unabhängig von einer unmittelbar bevorstehenden Insolvenz möglich sein. Damit erhöhen sich die Chancen auf eine frühzeitige Sanierung des Anleiheemittenten. Daneben enthält das Gesetz Beispiele für weitere Beschlüsse, die eine Mehrheit mit Wirkung für alle Gläubiger fassen kann, sofern nicht einzelne Gläubiger benachteiligt werden. Falls die Beschlüsse die Anleihebedingungen in wesentlichen Punkten ändern, ist eine qualifizierte Mehrheit erforderlich, andernfalls eine einfache Mehrheit ausreichend. Für das Verfahren der Gläubigerversammlungen ist eine Modernisierung vorgesehen.

### Bestellung eines gemeinsamen Vertreters

Ein gemeinsamer Vertreter der Anleihegläubiger kann nur durch Mehrheitsbeschluss der Gläubigerversammlung bestellt werden. Danach kommt seine einseitige Bestellung bereits vorab in den Anleihebedingungen für die gesamte Laufzeit der Emission nicht in Betracht. Infolgedessen kann er auch nicht die erstmalige Gläubigerversammlung einberufen. Dafür sprechen aber die Schutzinteressen der Gläubiger, die ansonsten zur Einberufung ein Quorum einhalten müssen. Hierzu wird vorgebracht, dass sich die Bestellung von Gläubigervertretern durch Anleihebedingungen in der internationalen Rechtspraxis seit langem bewährt hat und für alle Beteiligten zu optimalen Ergebnissen führt. So sieht die EU-Prospektverordnung eine Bestimmung von

Repräsentanten der Anleihegläubiger vor. Dahinter steht das dem deutschen Recht bekannte Institut der Treuhand, durch welche die Anleihegläubiger ausreichend geschützt werden. Einen zivilrechtlichen Systembruch hätte dies nicht zur Folge, zumal die Gläubiger den gemeinsamen Vertreter jederzeit und ohne Angabe von Gründen abberufen können. Die Befugnisse des gemeinsamen Vertreters richten sich nach dem Beschluss der Gläubiger bzw. nach Gesetz.

### **AGB-rechtliche Inhaltskontrolle**

Das Gesetz äußert sich in der vorliegenden Entwurfsform nicht zu der umstrittenen Frage einer AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen. Dies wird mit der Unklarheit darüber begründet, ob die EU-Richtlinie über missbräuchliche Klauseln in Verbraucherverträgen auf Anleihebedingungen Anwendung findet. Im Rahmen des gesetzlichen Leitbildes aufgrund der zwingenden Vorschriften über Beschlüsse der Gläubiger und der Bestimmungen des dritten Abschnitts des SchVG-E, die die Zulässigkeit einiger Klauseln bestätigen, wird zwar zumindest eine Beanstandung von konformen Klauseln bei einer etwaigen Inhaltskontrolle ausgeschlossen. So können die Anleihebedingungen auch vorsehen, dass die Pflichten anderer neben dem Emittenten verpflichteter Personen durch Mehrheitsbeschluss geändert werden können. Zudem kann das Kündigungsrecht der Gläubiger abschließend geregelt bzw., für ewige Anleihen relevant, unter Umständen vollständig ausgeschlossen werden oder ein Austausch des Anleiheschuldners erfolgen. Angesichts der verbleibenden Rechtsunsicherheiten bedarf es jedoch einer weitergehenden klarstellenden gesetzlichen Regelung, die den Bedürfnisse der Kapitalmarktpraxis entspricht und das deutsche Recht für Emittenten und Investoren international attraktiver macht.

## Kontakte



**Dr. Andreas Zahn**  
Rechtsanwalt  
Partner

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Mergenthalerallee 10-12  
65760 Eschborn / Frankfurt a.M.  
Telefon: +49 6196 592 24699  
Telefax: +49 6196 592 110

[andreas.zahn@luther-lawfirm.com](mailto:andreas.zahn@luther-lawfirm.com)



**Dagmar Noll**  
Rechtsanwältin  
Dipl. Betriebswirtin (BA)  
Senior Associate

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Mergenthalerallee 10-12  
65760 Eschborn / Frankfurt a.M.  
Telefon: +49 6196 592 24615  
Telefax: +49 6196 592 110

[dagmar.noll@luther-lawfirm.com](mailto:dagmar.noll@luther-lawfirm.com)

---

### Impressum

Verleger: Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Anna-Schneider-Steig 22, 50678 Köln, Telefon +49 (221) 9937 0, Telefax +49 (221) 9937 110, [contact@luther-lawfirm.com](mailto:contact@luther-lawfirm.com)

---

### Haftungsausschluss

Obgleich dieser Newsletter sorgfältig erstellt wurde, wird keine Haftung für Fehler oder Auslassungen übernommen. Die Informationen dieses Newsletters stellen keinen anwaltlichen Rechtsrat dar und ersetzen keine auf den Einzelfall bezogene anwaltliche Beratung. Hierfür stehen unsere Ansprechpartner an den einzelnen Standorten zur Verfügung.

---

[www.luther-lawfirm.com](http://www.luther-lawfirm.com)

Die Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH beschäftigt in Deutschland rund 280 Rechtsanwälte und Steuerberater und berät in allen Bereichen des Wirtschaftsrechts. Zu den Mandanten zählen mittelständische und große Unternehmen sowie die öffentliche Hand. Luther unterhält Büros an 13 deutschen Standorten sowie in Brüssel, Budapest, Istanbul, Shanghai und Singapur und gehört dem internationalen Kanzleiverbund PMLG (Pinsent Masons Luther Group) sowie Taxand, dem weltweiten Netzwerk unabhängiger Steuerberatungspraxen an.

Berlin, Dresden, Düsseldorf, Eschborn/Frankfurt a. M., Essen, Hamburg, Hannover, Köln, Leipzig, Mannheim, München, Nürnberg, Stuttgart | Brüssel, Budapest, Istanbul, Shanghai, Singapur

