

Die Reform des Schuldverschreibungsrechts

ILFS

Institute for Law and Finance Series

Herausgegeben von

Theodor Baums
Andreas Cahn

De Gruyter Recht · Berlin

Die Reform des Schuldverschreibungsrechts

Herausgegeben von

Theodor Baums
Andreas Cahn



RECHT

De Gruyter Recht · Berlin

Veröffentlichung der Vorträge einer Tagung zu der Reform des Schuldverschreibungsrechts in Frankfurt am Main am 5. Februar 2004
des Institute for Law and Finance, Johann Wolfgang Goethe-Universität

⊗ Gedruckt auf säurefreiem Papier,
das die US-ANSI-Norm über Haltbarkeit erfüllt.

ISBN 3-89949-209-9

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

© Copyright 2004 by De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH,
D-10785 Berlin

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

Umschlaggestaltung: Christopher Schneider, Berlin
Datenkonvertierung/Satz: Jürgen Ullrich typesatz, Nördlingen
Druck und Bindung: Hubert & Co, Göttingen

Printed in Germany

Vorwort

Das Finanzierungsinstrument „Schuldverschreibung“ hat am deutschen Kapitalmarkt in den letzten Jahren nicht zuletzt wegen der Kursrückgänge am Aktienmarkt und den Leitzinssenkungen der EZB erheblich an Bedeutung gewonnen. Im internationalen Vergleich nimmt der deutsche Markt für Anleihen hinter dem amerikanischen und japanischen Markt weltweit den dritten Platz ein.

Weniger populär als der deutsche Markt ist allerdings das deutsche Recht für Schuldverschreibungen. Das derzeit geltende deutsche Schuldverschreibungsrecht ist weitgehend kodifiziert im *Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen* aus dem Jahr 1899. Das Alter eines Gesetzes ist zwar keineswegs ein Zeichen schlechter Qualität. Gerade das Schuldverschreibungsrecht wird aber den Bedürfnissen der Praxis in einer ganzen Reihe von Punkten nicht gerecht und findet daher kaum Anwendung. Deutschland droht hier im Wettbewerb der Rechtsordnungen endgültig ins Hintertreffen zu geraten.

Der vorliegende Band enthält die schriftlichen und um Fußnoten ergänzten Fassungen einer Tagung zur Reform des Schuldverschreibungsrechts, die das ILF am 5. Februar 2004 veranstaltet hat. Anlass für die Tagung waren die Pläne der Bundesregierung, das Recht der Schuldverschreibungen grundlegend zu überarbeiten. Die vorliegenden Beiträge wollen einen Beitrag zu der Reformdiskussion leisten und Anregungen für die Ausgestaltung des künftigen Rechts aus der Sicht sowohl der deutschen Praxis als auch der im Bereich der Schuldverschreibungen bedeutendsten ausländischen Rechtsordnungen geben.

Frankfurt am Main, Juli 2004

Theodor Baums

Andreas Cahn

Inhaltsverzeichnis

Germany

Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes <i>Dr. Jürgen Than</i>	3
Die Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen: Abschied vom AGB-Recht <i>Dr. Philipp von Randow</i>	25
Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger <i>Dr. Hannes Schneider</i>	69
Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht <i>Dr. Hans-Gert Vogel</i>	94
Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Schuldnerersetzung <i>Dr. Georg Maier-Reimer</i>	129
Umschuldung von Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger <i>Dr. Christoph Keller</i>	157

Switzerland

Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht <i>Dr. René Bösch</i>	189
--	-----

United Kingdom

Bond issues under U. K. law: how the proposed German legislation compares <i>Lachlan Burn</i>	219
--	-----

VIII

United States

**Bond issues under New York and U. S. law: Considerations for the
German Law Maker from a U. S. Perspective**

Patrick S. Kenadjian 245

Die Autoren

Dr. René Bösch

René Bösch (1959) ist Leiter des Praxisteam's Bank- und Finanzmarktrecht. Er wurde 1989 Mitarbeiter bei Homburger und ist seit 1998 Partner.

René Bösch schloss 1987 das Studium an der Universität Zürich als Dr. iur. ab und erwarb 1990 das Zürcher Anwaltspatent. An der University of Chicago erlangte er 1991 den LL.M.; außerdem war er von 1991 bis 1992 Foreign Associate bei Sullivan & Cromwell in New York.

René Bösch arbeitet vorwiegend auf dem Gebiet Finanzmarktrecht, insbesondere Banken- und Finanzdienstleistungsrecht, nationale und internationale Anleihen und eigenkapitalbezogene Instrumente, hybride Finanzinstrumente und strukturierte Finanzierungen. Weitere Spezialgebiete sind die Unternehmensfinanzierung, ABS-Transaktionen, grenzüberschreitende Leasing-Transaktionen und Gesellschaftsrecht.

René Bösch hat über Themen im Zusammenhang mit Bankwesen und Finanzmarkt publiziert und Vorträge gehalten. Er ist Mitglied des Chapter Board Doing Business in the USA der Swiss-American Chamber of Commerce.

René Bösch ist im Anwaltsregister des Kantons Zürich eingetragen.

Lachlan Burn

Mr. Lachlan Burn is a partner of Linklaters, London, and has been active in legal issues surrounding the capital markets for over 28 years. He has developed particular expertise in issues such as debt securities, GDRs, convertible bonds, derivatives, and repackagings. In addition to his regular law practice, Mr. Burn serves as legal adviser to the International Primary Market Association, external examiner to the University of London, and is a member of Listing Authority Advisory Committee, the Primary Markets Group of the London Stock Exchange, and the Financial Markets Law Committee.

Dr. Christoph Keller

Christoph Keller (41) ist Leiter der Abteilung für Finanzmarktrecht sowie Rechtsfragen aus dem operativen Geschäft (Refinanzierung, Zah-

lungsverkehr, Reserveverwaltung) in der Deutschen Bundesbank. Nach der 2. Juristischen Staatsprüfung 1989 und Doktorat trat er 1991 in den Dienst der Bank ein. Seit 1993 war er nationaler Delegierter in verschiedenen internationalen Rechtsexpertengruppen (EWI bzw. ESZB, Rat und G 10 Gouverneure) und vertrat die Bank auf nationaler Ebene bei verschiedenen Gesetzgebungsvorhaben in seinem Themenbereich.

Jüngst war er für das Finanzministerium Mitglied der G 10 Arbeitsgruppe („Quarles Gruppe“), die den im September 2002 angenommenen Bericht „on certain contractual clauses“ verfasste.

Seit 2002 ist er ehrenamtlicher Lehrbeauftragter am ILF.

Patrick Kenadjian

Mr. Kenadjian graduated from Yale University in 1970 and in 1975 received his J. D. from the University of Virginia School of Law.

Mr. Kenadjian is one of two resident partners in Davis Polk & Wardwell's Frankfurt office.

He has an international practice in the area of mergers and acquisitions, cross-border securities offerings, international investments and joint ventures, international privatizations, and general corporate advice with an emphasis on representing European clients.

He has spent over 18 years in Davis Polk's European and Asian offices. He opened the Frankfurt office in 1991 and has since been resident partner there. He has been active in securities transactions for issuers in Asia and Europe, particularly on initial public offerings and privatizations in Germany, Austria, Italy and Switzerland. He has represented bidders and targets in cross-border acquisitions throughout Europe, in particular in France, Germany, Italy, Switzerland, the United Kingdom, and the United States.

Dr. Maier-Reimer

Dr. Georg Maier-Reimer, LL.M, 63, ist Rechtsanwalt und Partner im Kölner Büro der internationalen Sozietät Linklaters Oppenhoff & Rädler. Er ist spezialisiert auf Unternehmenskäufe, Gemeinschaftsunternehmen, Recht der Kapitalgesellschaften und Prozessführung in diesen Bereichen sowie Kapitalmarktfinanzierungen.

Er ist Vorsitzender des Zivilrechtsausschusses und Mitglied des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins und hat zahlreiche Fachbeiträge veröffentlicht, zuletzt u. a. zum Umwandlungsgesetz und zum neuen Schuldrecht. Nach dem Studium in Lausanne, München, Bonn und Tübingen und Erstem Staatsexamen absolvierte er ein Master-Studium an der Harvard Law School. Anschließend promovierte er an der Universität Tübingen.

Dr. Philipp von Randow

Philipp von Randow ist Equity Partner in der internationalen Anwaltssozietät Latham & Watkins LLP und vertritt Banken und Unternehmen bei Fremdkapitalfinanzierungen, insbesondere durch Anleihen.

Dr. Hannes Schneider

Dr. Hannes Schneider ist seit 1972 Partner bei Hengeler Mueller und als Seniorpartner im Bereich Bank- und Finanzrecht sowie Kapitalmarktrecht tätig. Er berät zahlreiche deutsche und international tätige Banken und Investmentbanken. Außerdem steht er deutschen und ausländischen Handelsorganisationen, internationalen Finanzinstitutionen sowie Zentralbanken und Regierungsstellen beratend zur Seite. Seine gegenwärtige Tätigkeit umfasst vornehmlich internationale Anleihen, Debt Issuance- und Commercial Paper-Programme, Globalanleihen, Pfandbriefemissionen, Derivate, strukturierte Finanzierungen sowie Bankaufsichtsrecht.

Dr. Jürgen Than

Dr. Jürgen Than ist Rechtsanwalt und war bis 30. 04. 2004 Chefsyndikus der Dresdner Bank AG. Nach Banklehre und Jurastudium in Frankfurt und München trat er 1972 als Syndikus in die Rechtsabteilung der Dresdner Bank in Frankfurt ein. Schwerpunkte: Gesellschaftsrecht, Wertpapier-, Börsen- und Depotrecht. Dr. Than ist Mitautor des Kommentars Heinsius/Horn/Than zum Depotgesetz.

Dr. Hans-Gert Vogel

Dr. Hans-Gert Vogel ist, nach Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter und Assistent am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück (Promotion 1998 zum Schuldverschreibungsgesetz bei Prof. Dr. Dr. Th. Baums) sowie beruflicher Station bei der Anwaltssozietät Hengeler Mueller, Abteilungsdirektor beim Deutschen Sparkassen- und Giroverband und Rechtsanwalt in Berlin. Seine Tätigkeitsschwerpunkte

XII

liegen im Gesellschafts- und Bankrecht, namentlich Strukturfragen der Kreditwirtschaft. Daneben ist er seit 2000 Lehrbeauftragter für Bankrecht und Gesellschaftsrecht an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main und seit 2003 Dozent für Bankrecht an der neu errichteten Hochschule der Sparkassen-Finanzgruppe in Bonn.

Germany

Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes

Dr. Jürgen Than

Gliederung

- Einleitung
- Zu den Begriffen
- Beispiele für Schuldverschreibungen des Kapitalmarktes
- I. Arten der Verbriefung
- II. Technik der Begebung von Schuldverschreibungen
 - 1. Direktemission
 - a) Ohne Emissionsbank/Übernahmekonsortium
 - b) Über vermittelnde Bank
 - 2. Mittelbare Emission unter Einschaltung einer Emissionsbank/eines Übernahmekonsortiums
 - 3. Entstehen der Schuldverschreibung/Anleihe
- III. Festlegung der Emissionsbedingungen
 - 1. Typischer Inhalt der Emissionsbedingungen
 - 2. Form/Verkörperung
 - a) Abdruck auf der Urkunde
 - b) Anlage zur Globalurkunde
 - c) Registereintragung
- IV. Auswirkungen des Depotgesetzes und der Dematerialisierung auf die Begebung von Schuldverschreibungen
- V. Emissionsbedingungen als allgemeine Geschäftsbedingungen?
 - 1. Gesetzliche Definition § 305 Abs. 1 BGB
 - 2. Einbeziehung § 305 Abs. 2 BGB
 - 3. Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Änderung des Schuldverschreibungsrechts
- VI. Ausblick de lege ferenda aus depotrechtlicher Sicht

Einleitung

Das Thema unserer heutigen Tagung ist etwas für Spezialisten des Wertpapier- und Kapitalmarktrechts, zu denen ich Sie natürlich alle rechne. Ich bitte deshalb um Nachsicht, wenn ich zu Beginn einige Begriffe kläre und Ihnen einige Fakten und Beispiele aus der Praxis vorstelle, an die wir uns im Laufe des heutigen Tages von Zeit zu Zeit erinnern sollten, wenn Fragen der Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen, der Gläubigerversammlung und ihrer Mehrheitsbeschlüsse, der rechtlichen Stellung des Anleihtreuhänders, der Schuldnerersetzung und schließlich der Umschuldung von Staatsanleihen erörtert werden.

Zu den Begriffen

Es geht um das Recht der Schuldverschreibungen, die von ihrer wirtschaftlichen Funktion her neben Aktien, Optionsscheinen und Investmentanteilscheinen die klassischen Wertpapiere des Kapitalmarktes darstellen. Sedes materiae der gesetzlichen Regelung in Deutschland ist § 793 Abs. 1 BGB, der die Schuldrechtsreform unbeschadet überstanden hat und die Legaldefinition der Schuldverschreibung auf den Inhaber enthält: eine Urkunde, in der der Aussteller dem Inhaber der Urkunde eine Leistung verspricht, die dieser nach Maßgabe des Versprechens vom Aussteller verlangen kann, es sei denn er wäre nicht zur Verfügung über die Urkunde berechtigt. Einwendungen kann der Aussteller dem Inhaber nur entgegensetzen, wenn

- sie die Gültigkeit der Ausstellung betreffen oder
- sich aus der Urkunde ergeben oder
- dem Aussteller unmittelbar gegen den Inhaber zustehen.

Dies regelt § 796 BGB und § 797 BGB sagt, dass der Aussteller nur gegen Aushändigung der Schuldverschreibung zur Leistung verpflichtet ist.

Mit diesen wenigen Sätzen hat der Gesetzgeber dem Kapitalmarkt ein Instrument gegeben, mit dem sich nahezu alles machen lässt. Nur ein Beispiel: Welcher Art die Leistung ist, bleibt bewusst ungesagt. Gott sei Dank. Wie hätte man all die Varianten von Optionsscheinen und Zer-

tifikaten schaffen können, wenn Leistung immer nur eine im voraus festbestimmte Geldzahlung hätte sein können, wenn man die Definition also auf die klassische Anleihe beschränkt hätte! Wie hätte man ausländische Aktien in den 70er und 80er Jahren in Deutschland handelbar machen können, wenn es das damalige AKV-Zertifikat nicht gegeben hätte – eine Inhaberschuldverschreibung, die ein Treuhandverhältnis verbriefte.¹

Die rechtliche Definition der Schuldverschreibung haben wir soeben gesehen. Schuldverschreibung ist der gesetzestechnische Begriff, der im Sprachgebrauch des Kapitalmarktes verschiedene Ausprägungen erfahren hat, die zum Teil synonym verwandt werden, zum Teil aber auch spezielle Gestaltungen ausdrücken wie Obligation, Pfandbrief oder Kommunalschuldverschreibung.² Der englische Begriff ist Bond, den man heute sowohl für die einzelne Schuldverschreibung einer Anleihe wie auch für eine Anleihe insgesamt verwendet. Damit sind wir nach dem Begriff „Schuldverschreibung“ für das einzelne Wertpapier bei dem zweiten wichtigen Begriff, der „Anleihe“, mit der eine mit gleichen Merkmalen ausgestattete Emission einer Vielzahl von Schuldverschreibungen bezeichnet wird, die einzeln auch „Teilschuldverschreibungen“ genannt werden. Der Begriff „Emission“ gibt den mehr technischen Vorgang der Ausstellung und Begebung der Schuldverschreibungen wieder. Emittent ist folglich der Aussteller der Schuldverschreibungen, der Anleiheschuldner; die Inhaber der einzelnen Schuldverschreibungen – rechtlich die Eigentümer dieser Wertpapiere – sind die Anleihegläubiger. Emissionsbedingungen sind die Bedingungen der Schuldverschreibungen, die die Leistungspflicht des Emittenten und damit spiegelbildlich die Rechte des Anleihegläubigers festlegen und beschreiben. Sie werden im Falle von Anleihen üblicherweise Anleihebedingungen genannt. Der Begriff Emissionsbedingungen ist in diesem Falle synonym. Wir verwenden ihn heute, wie Sie aus den Themen der Referate sehen können, bewusst in einem weiteren Sinne, weil es nicht nur darum geht, die Schuldverschreibungen der klassischen, auf eine Geldzahlung gerichteten

¹ Vgl. dazu *Than*, Internationaler Effektengiroverkehr oder Zweitverbriefung – Die Belieferung von Börsenhandelsgeschäften in ausländischen Aktien in Deutschland und in den USA – WM Festgabe Hellner (1994), S. 85, 86 ff.

² Vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage 2004, Rn. 9.1 ff., 9.94 ff.; *Masuch*, Anleihebedingungen und AGB-Gesetz, Die Bedeutung des AGB-Gesetzes für Emissionsbedingungen von Anleihen, 2001, S. 30 ff.

ten Anleihe zu erfassen, sondern auch Wandel- und Optionsschuldverschreibungen und überhaupt Optionsscheine aller Art.

Einige praktische **Beispiele für Schuldverschreibungen des Kapitalmarktes** mögen dies noch etwas plastischer machen.³

I. Arten der Verbriefung

Die Grundform der Schuldverschreibung ist ein Wertpapier, das aus zwei Teilen besteht: der eigentlichen **Schuldverschreibung**, dem Mantel, auf deren Rückseite die Emissionsbedingungen abgedruckt sind, und dem **Zinsscheinbogen**, der die zu den jeweiligen Zinsterminen fälligen Zinsscheine enthält, die abgetrennt und vorgelegt werden müssen. Auch die Zinsscheine sind ihrerseits Schuldverschreibungen⁴ und führen, wie § 803 BGB zeigt, ein gewisses Eigenleben. Eine Anleihe besteht aus einer im Vorhinein festgelegten Anzahl von Teilschuldverschreibungen, die auf bestimmte Nennbeträge lauten – 1.000 Euro, 10.000 Euro etc. – und die alle die gleichen Verpflichtungen des Emittenten und Rechte der Anleihegläubiger verbrieft, nämlich im Wesentlichen die Zahlung des Nennbetrages bei Fälligkeit der Anleihe und die Zahlung von Zinsen zu den meist jährlichen Zinsterminen. Daneben können die Emissionsbedingungen Regelungen über Sicherheiten für die Anleihe enthalten, also etwa einen Hinweis auf die Garantie der Muttergesellschaft für ihre Finanzierungstochter oder auch auf die Garantie einer Bank für eine Industrieschuldverschreibung oder auch eine schlichte negative pledge-Klausel; ferner Regelungen über eine vorzeitige Kündigung durch den Emittenten, für eine außerordentliche Kündigung durch den Anleihegläubiger, über Vorlegungs- und Verjährungsfristen und schließlich das anwendbare Recht und den Gerichtsstand. Ich komme darauf gleich noch einmal zurück.

Neben der Verbriefung durch **Einzelurkunden** lässt sich eine Anleihe wertpapiermäßig auch durch eine einzige **Sammel- oder Globalurkunde** darstellen, die nicht nur die Begebung einer Anleihe durch den Wegfall des Drucks einzelner Urkunden verbilligt, sondern vor allem die Verwahrung und Verwaltung erheblich vereinfacht. Erforderlich ist, dass

³ Siehe Anlagen 1 bis 9.

⁴ *Heinsius/Horn/Than*, Depotgesetz, 1975, § 1 Rn. 10.

die Globalurkunde an zentraler Stelle verwahrt wird und den Anlegern die Rechte aus der Urkunde über Gutschriften auf ihren bei Kreditinstituten zu unterhaltenden Depotkonten verschafft werden. Rechtlich wird dies durch die Verschaffung von Miteigentum nach Bruchteilen an dieser Sammelurkunde dargestellt. Sedes materiae ist § 9 a Depotgesetz, auf den ich ebenfalls noch zurückkomme. Eine solche Globalurkunde sieht sehr nüchtern aus.⁵ Sie ist in der Regel ein über PC ausgedruckter Mantel, beschrieben mit den Merkmalen der Anleihe, wie wir sie bei den Einzelurkunden auf der Vorderseite des Mantels finden. Ein Bedrucken der Rückseite mit den Anleihebedingungen erspart man sich; sie werden als mehrseitige Anlage im üblichen DIN A4-Format einfach beigelegt.

Noch weitergehend ist der Verzicht auf die Herstellung jeglicher Form einer Urkunde, in dem die Begebung einer Anleihe in ein **Schuldbuch**, also in ein Register, eingetragen wird, wie dies für Anleihen der Bundesrepublik Deutschland, ihrer Sondervermögen und der deutschen Bundesländer seit vielen Jahren der Fall ist. Die Rechte aus der Anleihe erwirbt der Anleihegläubiger in diesen Fällen entweder durch seine Eintragung als Gläubiger einer sogenannten Einzelschuldbuchforderung in das Schuldbuch des Bundes oder Landes – dies ist allerdings der absolute Ausnahmefall – oder, wie im Falle einer Globalurkunde, durch eine Depotgutschrift, deren Grundlage die Eintragung des zentralen Wertpapierverwahrers Clearstream Banking AG für eine entsprechende Sammelschuldbuchforderung im Schuldbuch des Bundes oder Landes ist. Sedes materiae ist seit 1. Januar 2002 das Bundeswertpapierverwaltungsgesetz⁶ für Emissionen des Bundes und seiner Sondervermögen sowie das Anleihegesetz von 1950 und einige Verordnungen aus den 40er Jahren, die nach wie vor für Anleihen von Bundesländern gelten, die im Wege der Schuldbucheintragung begeben werden (§ 17 Bundeswertpapierverwaltungsgesetz).⁷ Die Emissionsbedingungen für Bundesanleihen gibt das Bundesfinanzministerium durch Veröffentlichung im Bundesanzeiger bekannt.⁸

⁵ Siehe Anlage 10.

⁶ Gesetz zur Neuordnung des Schuldbuchrechts des Bundes und der Rechtsgrundlagen der Bundesschuldenverwaltung (Bundeswertpapierverwaltungsgesetz – BwpVerwG) vom 11. 12. 2001, BGBl I, S. 3519.

⁷ Vgl. für Hessen § 4 des Gesetzes über Aufnahme und Verwaltung von Schulden des Landes Hessen vom 4. 7. 1949, GVBl 1949, S. 93.

⁸ Zum aktuellen Stand siehe <http://www.bwvp.de/wertpapierservice>.

Anleihebegebung in dematerialisierter Form findet nicht nur für die Emissionen der öffentlichen Hand in Deutschland statt, sondern ist inzwischen in einer Vielzahl von Ländern – jedenfalls für Emissionen des Staates – verbreitet.⁹ Registereintragung und Depotbuchung verdrängen den ursprünglichen Ansatz des Wertpapierrechts, die Übereignung einer Urkunde mit der Folge, dass mit dem Eigentumsübergang auch die in der Urkunde verbrieften Rechte auf den Erwerber übergehen.

II. Technik der Begebung von Schuldverschreibungen

Für einige unserer heutigen Fragestellungen ist die Kenntnis der Begebung von Schuldverschreibungen unerlässlich. Wir unterscheiden die Direktemission einerseits und die Übernahme der Schuldverschreibungen durch eine Emissionsbank oder ein Konsortium von Emissionsbanken zwecks Platzierung bei den Anlegern andererseits.

1. Direktemission

a) Ohne Emissionsbank/Übernahmekonsortium

Als Wertpapier entsteht die Schuldverschreibung nach ganz herrschender Meinung noch nicht allein durch ihre Ausstellung im Sinne einer technischen Herstellung der Urkunde; es muss vielmehr noch ein Begebungsakt hinzukommen, der Begebungsvertrag, oder – allgemeiner beschrieben – das „in den Verkehr bringen“.¹⁰ Zwar wird der Aussteller einer Schuldverschreibung auf den Inhaber auch dann verpflichtet, wenn sie ihm gestohlen worden oder verlorengegangen oder wenn sie sonst ohne seinen Willen in den Verkehr gelangt ist, wie § 794 Abs. 1 BGB ausdrücklich sagt. Diese Bestimmung dient jedoch dem Schutz des redlichen

⁹ Vgl. für USA *Dress*, Die Wertpapiere des US-Treasury – Ausstattung, Emissionsverfahren und Depotverwaltung, WM 1997, S. 1977; ferner *Drobnig*, Dokumentenloser Effektenverkehr, in: Abschied vom Wertpapier? Dokumentenlose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr, Arbeiten zur Rechtsvergleichung Band 137, 1988, S. 11, 22 ff.

¹⁰ *Zöllner*, Wertpapierrecht, 14. Auflage 1987, S. 33 ff.; MünchKomm BGB/Hüffer, 4. Auflage 2004, Vor § 793 Rn. 22 ff.; *Kümpel* (Fn. 2) Rn. 9.162 ff.

Geschäftsverkehrs und ändert nichts an der Notwendigkeit eines Begebungsaktes. Üblicherweise werden von Banken begebene Schuldverschreibungen auch heute noch direkt bei den einzelnen Anlegern platziert.

Die Schuldverschreibung entsteht dann im Regelfall durch Erteilung einer entsprechenden Gutschrift auf dem Depotkonto des kaufenden Kunden der Bank, und zwar unabhängig davon, ob über die Schuldverschreibung eine einzelne Urkunde ausgestellt ist oder ob die Emission der Bank in einer Globalurkunde verbrieft ist, die bei der Clearstream Banking AG in Frankfurt sammelverwahrt wird.¹¹

b) Über vermittelnde Bank

Denkbar ist es auch, dass der Berater seinem Kunden eine Anlage in Hypothekendarlehen einer Hypothekendarlehenbank empfiehlt, die – um im Beispiel zu bleiben – zum Konzern dieser Bank gehört. Die Geschäftsbank vermittelt dann den Absatz dieser Schuldverschreibung der Hypothekendarlehenbank und wird dabei üblicherweise als Stellvertreter auftreten, sodass auch hier der Kunde originär den von der Hypothekendarlehenbank begebenen Darlehenbrief erwirbt. Diese Technik spielte vor allem zu Zeiten eine große Rolle, als der Erwerb von Wertpapieren noch mit Börsenumsatzsteuer belastet war, von der lediglich der sogenannte Ersterwerb ausgenommen war. Einen solchen Ersterwerb konnte man mit der von mir soeben beschriebenen Technik des sogenannten Abrufverfahrens darstellen.¹²

2. Mittelbare Emission unter Einschaltung einer Emissionsbank/eines Übernahmekonsortiums

Soweit Anleihen von Emittenten begeben werden, die nicht selbst – wie Kreditinstitute – Marktteilnehmer sind und damit den eigenen Kundenkreis als potentielle Abnehmer ihrer Emissionen haben, werden sie unter Einschaltung eines Übernahmekonsortiums, manchmal auch nur einer einzelnen Bank, begeben. Ich möchte diesen Vorgang der mittelbaren Emission etwas näher beleuchten, weil er in unserer heutigen Diskussion

¹¹ Siehe Anlage 11.

¹² *Heinsius/Horn/Than* a. a. O. (Fn. 4) § 18 Rn. 69.

unter AGB-rechtlichen Gesichtspunkten noch eine große Rolle spielen wird.¹³

Damit das Ganze etwas plastischer und aufregender wird, nehmen wir als Beispiel die Auflegung einer in Euro denominierten Anleihe durch die japanische Sony Corporation. Sony möchte also Fremdmittel aufnehmen und wird von der sie beratenden Investmentbank davon überzeugt, dass eine in Euro denominierte Anleihe das derzeit Beste wäre. Der Finanzchef von Sony wird sich von einer Reihe internationaler Investmentbanken, darunter sicher auch Banken aus Deutschland, Angebote einholen, die sich vor allem mit den Kosten dieser Fremdmittelaufnahme befassen. Dazu gehören natürlich in erster Linie der voraussichtliche Zinssatz für eine bestimmte Laufzeit und der Emissionskurs, aber auch die Kosten der Begebung, Platzierung und Börsennotierung. Außerdem ist der Finanzchef an einer schnellen und guten dauerhaften Platzierung der Anleihe interessiert, damit das Emissionsstanding von Sony nicht Schaden nimmt. Schließlich will man immer wieder einmal auf dem Kapitalmarkt zu möglichst günstigen Konditionen Mittel aufnehmen können.

Eine möglichst einfache Technik und eine sichere Rechtsgrundlage sind damit wesentliche Voraussetzungen für die Erreichung dieser Ziele. Dass es hier zu einem Wettbewerb der Finanzmärkte und Jurisdiktionen kommen kann, liegt auf der Hand. Wer etwa heute noch den Ausdruck von Einzelurkunden verlangen würde, hätte damit von vornherein verloren. Einen schweren Stand hätte eine Investmentbank auch, wenn sie dem Emittenten für diese Anleihe eine Rechtsordnung vorschlägt, die übermäßig kompliziert ist oder gar Rechtsunsicherheiten birgt.

Verbunden mit dem Angebot der Konditionen werden häufig einige Eckpunkte der künftigen Anleihebedingungen genannt, wie anwendbares Recht, negative pledge-Klausel und cross default-Klausel, im Übrigen aber auf die für die jeweilige Jurisdiktion und die Auflegung internationaler Anleihen üblichen Anleihebedingungen verwiesen, die im Rahmen der Vertragsdokumentation näher festzulegen sind.¹⁴ Manchmal besteht der Emittent auf bestimmten Klauseln oder sogar auf den gesamten Anleihebedingungen, die er im Rahmen eines Medium Term Note (MTN) Programms oder anlässlich einer früheren Emission einmal für

¹³ Vgl. Anlage 12.

¹⁴ Vgl. zur Auflegung von DM-Auslandsanleihen *Stucke*, Die Rechte der Gläubiger bei DM-Auslandsanleihen, 1988, S. 18 ff.; *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, 1972, S. 228 ff.; *Kümpel* (Fn. 2) Rn. 9.186 ff.

eine Anleihe festgelegt hatte. Hierüber wird dann schon bei der Mandatserteilung gesprochen, sollten sie vom üblichen Standard abweichen. Normalerweise ist es so, dass nach Mandatserteilung die konsortialführende Bank die Vertragsdokumentation einschließlich Emissionsbedingungen erstellt und dem Emittenten und seinen Finanz- und Rechtsberatern zuschickt. Früher schloss sich dann eine oft tagelange Verhandlung am Ort des Emittenten an, deren Ergebnis dann der Vertrag über die Übernahme der Anleihe zwischen Emittent und Bankenkonsortium war. Zu dessen Bestandteilen zählten auch die Anleihebedingungen, die der Globalurkunde zugrundegelegt wurden, mit der die Anleihe am Abrechnungstag begeben wurde und die im Falle eines Ausdrucks von Einzelurkunden auf der Rückseite der Schuldverschreibungen abgedruckt wurden. Hieran hat sich vom Konzept her nichts geändert außer, dass nur noch selten Verhandlungen in persönlicher Begegnung stattfinden und stattdessen die Rechtsberater über Video- oder Telefonkonferenzen und E-Mail-Austausch in wesentlich kürzerer Zeit und ohne aufwändige Reisekosten die Vertragsdokumentation erstellen.

Die Anleihe und damit die Schuldverschreibungen entstehen nicht schon mit Unterzeichnung des Übernahmevertrages nach Abschluss der Verhandlungen, sondern am sogenannten Abrechnungs- oder Settlementtag, an dem die Clearstream Banking AG auf Basis der bei ihr zuvor eingelieferten Globalurkunde den Banken des Übernahmekonsortiums entsprechend ihren Quoten Girosammeldepotgutschriften erteilt und diese damit erste Erwerber und Miteigentümer der die Anleihe verbrieften Globalschuldverschreibung werden. Noch am gleichen Tage erhalten durch entsprechend vorbereitete Buchungen die eigentlichen Investoren dann von oder über diese Konsortialbanken Girosammeldepotgutschriften, mit denen sie ihre Rechtsstellung als Anleihegläubiger erlangen.

Anders als im Falle der Direktmission wird hier also nicht der private Anleger, der nominell € 10.000,- der Sony-Anleihe in unserem Beispiel zeichnet, erster Erwerber, sondern das Bankenkonsortium.¹⁵ Diese Unterscheidung kann für unsere weiteren Betrachtungen eine erhebliche Rolle spielen, wenn wir an die Ausnahmen von der Einbeziehungsregel für Allgemeine Geschäftsbedingungen in § 310 BGB – früher § 24 AGBG – denken.

¹⁵ Vgl. *Heinsius/Horn/Than* a. a. O. (Fn. 4), § 18 Rn. 69.

Soweit zumindest früher Einzelurkunden ausgedruckt wurden, waren diese in der Regel erst drei bis vier Monate nach Begebung der Anleihe fertiggestellt. Sie wurden dann über die konsortialführende Bank beim Kassenverein, der heutigen Clearstream Banking AG, eingeliefert und gegen die dort liegende Globalurkunde ausgetauscht. Der Anleger merkte von alledem nichts, es sei denn, er hätte auf einer Sonderverwahrung oder – äußerst selten – Auslieferung von Einzelurkunden bestanden. Nur in letzterem Falle bekam er jemals eine einzelne Schuldverschreibung zu Gesicht.

III. Festlegung der Emissionsbedingungen

Die Festlegung der Emissionsbedingungen habe ich mit den gerade beschriebenen Emissionsbeispielen bereits gestreift.

1. Typischer Inhalt der Emissionsbedingungen

Zu den unverzichtbaren Bestandteilen von Emissionsbedingungen gehören¹⁶

- das Gesamtvolumen der Emission und seine Einteilung in die handelbaren und damit erwerbbaaren Teilbeträge,
- der Zinssatz, der Zinslaufbeginn und die Laufzeit der Anleihe,
- die Zinszahlungstermine,
- der Rückzahlungsbetrag, zumeist der Nennbetrag,
- der Ausschluss einer vorzeitigen Kündigung bzw. Regeln über vorzeitige Kündigungsmöglichkeiten für den Emittenten einerseits oder für die Anleihegläubiger andererseits,
- eventuelle Sicherheiten, also beispielsweise Garantie, aber auch eine Negativklausel und cross default-Klauseln,

¹⁶ Vgl. dazu *Stucke* a. a. O. (Fn. 14), S. 22 ff.

- Angaben über Vorlegungsfristen und Verjährungsfristen, über Veröffentlichungen, die die Anleihe betreffen, und – last but not least – über das anwendbare Recht und den Gerichtsstand.

Anleihebedingungen können sehr spartanisch sein, wie wir es z. B. bei den Bundeswertpapieren finden, die durch Bekanntmachung im Bundesanzeiger veröffentlicht werden und natürlich nichts über Sicherheiten, negative pledge-Klausel, Kündigung bei Zahlungsverzug oder das anwendbare Recht sagen. Sie können aber auch außerordentlich umfangreich werden, wenn sie beispielsweise zur Sicherung der Position der Anleihegläubiger umfangreiche Negativklauseln oder sonstige Covenants enthalten, bei deren Nichteinhaltung den Anleihegläubigern ein außerordentliches Kündigungsrecht zusteht. Eine nicht unbedeutende Länge können auch Klauseln zur Berechnung einer variablen Verzinsung erreichen. Entsprechendes gilt für Regelungen zur Einberufung von Gläubigerversammlungen und die Voraussetzungen und Wirkungen eventueller Beschlüsse dieser Gläubigerversammlungen.

All dies kann dazu führen, dass die Rückseite einer im DIN A4-Format gedruckten Schuldverschreibung nicht mehr ausreicht, um diese Bedingungen aufzunehmen, oder aber einen so kleinen Druck erfordert, dass die Bedingungen ohne Zuhilfenahme einer Lupe nicht mehr lesbar sind. Ein Fall für den BGH, der in einer schon etwas älteren Entscheidung einmal Konnossementsbedingungen für unwirksam erklärte, deren Buchstabengröße über 1 mm bei einem noch kleineren Zeilenabstand nicht hinausging?¹⁷

Nicht unproblematisch ist in den Emissionsbedingungen eine Verweisung auf Schriftstücke außerhalb der Urkunde, etwa auf umfangreiche Detailregelungen über Sicherheiten im Übernahmevertrag zwischen Emittent und Emissionskonsortium oder auch in einem Treuhandvertrag zwischen Emittent und Treuhänder. Hier spielen das skripturrechtliche Erfordernis der §§ 793, 796 BGB¹⁸ und die Möglichkeiten der Kenntnisnahme nach Maßgabe des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen (§§ 305 ff. BGB) eine Rolle.

¹⁷ Vgl. BGH WM 1983, S. 1083; 1986, S. 769.

¹⁸ Vgl. *Bosch*, Bankrecht und Bankpraxis, 10/169 f.; *Hopt*, Änderungen von Anleihebedingungen – Schuldverschreibungsgesetz, § 796 BGB und AGBG, Festschrift Steindorff (1990), S. 341, 362 f.

Problemlos ist dagegen die ausdrückliche oder stillschweigende Bezugnahme auf gesetzliche Vorschriften wie z. B. die Vorlegungsfrist und Verjährungsfrist für die Geltendmachung von Ansprüchen aus der Schuldverschreibung, die in § 801 BGB geregelt sind, oder das Verfahren der Kraftloserklärung abhanden gekommener Urkunden (§§ 799, 800 BGB).

2. Form/Verkörperung

a) Abdruck auf der Urkunde

Wie bereits erwähnt, werden die Anleihebedingungen im Falle des Ausdrucks von Einzelurkunden auf der Rückseite der Urkunde, des Mantels, abgedruckt. Auf die technischen Schwierigkeiten bei längeren Anleihebedingungen habe ich hingewiesen.

b) Anlage zur Globalurkunde

Bei der Globalurkunde hat sich die Praxis sehr viel leichter getan. Man hat sich gar nicht erst die Mühe gemacht, die Anleihebedingungen etwa minutiös auf die Rückseite der eigentlichen Globalschuldverschreibung – damals noch mit Schreibmaschine – zu schreiben. Sie werden der Globalschuldverschreibung einfach als Anlage beigefügt und mit einem Stapler verbunden und/oder in einer Plastikhülle verschweißt. Ob man dann ein, zwei oder zehn DIN A4-Blätter hat, auf denen sich die Anleihebedingungen befinden, spielt keine Rolle mehr. „Urkunde“ ist für die Praxis die Gesamtheit von Globalschuldverschreibung mit dem dazugehörigen Set an Bedingungen.¹⁹

c) Registereintragung

Über Schuldverschreibungen des Bundes, seiner Sondervermögen und der Länder werden grundsätzlich keine Schuldverschreibungen als Urkunden mehr ausgestellt. Sie werden vielmehr in das Schuldbuch des Bundes und der Länder eingetragen, wobei man sich das Bundesschuldbuch oder ein Landesschuldbuch so vorstellen muss, dass darin die Grundmerkmale einer Emission vermerkt werden, sowie ferner, für wel-

¹⁹ Diese können mehr als 20 DIN A4-Seiten betragen.

chen Berechtigten welcher Anteil an der Gesamtemission eingetragen ist. Letzteres ist nach § 7 Abs. 2 BWpVerwG für Sammelschuldbuchforderungen die Clearstream Banking AG als Wertpapiersammelbank und für Einzelschuldbuchforderungen der jeweils individuelle Anleihegläubiger.

Die Emissionsbedingungen als solche werden vom Bundesministerium der Finanzen gemäß § 6 Abs. 4 festgelegt und im Bundesanzeiger bekannt gemacht. Wenn auch im Bundeswertpapierverwaltungsgesetz nicht ausdrücklich so geregelt, muss man diese Bekanntmachung meines Erachtens als Teil der Registereintragung und damit der Festlegung der Pflichten des Emittenten und der Rechte der Anleihegläubiger ansehen. Jedenfalls heißt es in § 8 Abs. 6 Bundeswertpapierverwaltungsgesetz: „Der Schuldner der Sammelschuldbuchforderung kann nur solche Einwendungen erheben, die sich aus der Eintragung ergeben, die Gültigkeit der Eintragung betreffen oder ihm unmittelbar gegen den Gläubiger zustehen.“

IV. Auswirkungen des Depotgesetzes und der Dematerialisierung auf die Begebung von Schuldverschreibungen

Die Betrachtung der Technik der Begebung von Schuldverschreibungen hat uns bereits gezeigt, dass die Verwahrung der Schuldverschreibungen und ihre Begründung oder Übertragung durch Gutschriften auf Depotkonten absolut im Vordergrund stehen.

1. Eigenverwahrung vs. Depotverwahrung

Die Möglichkeit der Entgegennahme einer einzelnen Schuldverschreibungsurkunde und ihrer Verwahrung zu Hause ist heute im Gegensatz zu früher schon dadurch außerordentlich selten geworden, dass – bezogen auf die große Masse der Anleihen – nur noch wenige Emissionen in effektiven Stücken ausgedruckt werden. Diese könnte der Anleger und Privatkunde einer Bank – wie im Beispiel der Begebung von Bankschuldverschreibungen dargestellt – tatsächlich am Schalter effektiv erhalten und daran das Eigentum durch Einigung und Übergabe der Urkunde

erlangen. Mit diesem Eigentumserwerb erhalte er auch die Rechtsstellung des Anleihegläubigers: Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht am Papier.

2. Sonderverwahrung – § 2 Depotgesetz

Gibt es für eine Emission noch effektive Einzelstücke und will der Anleger nicht das Risiko tragen, das mit einer Eigenverwahrung zu Hause verbunden ist, kann er seine Stücke im Wege der Sonderverwahrung unter seinem Namen bei seiner Depotbank verwahren lassen. Er erhält dann an ganz bestimmten Urkunden, die stückenummernmäßig bezeichnet sind, Alleineigentum und damit die Rechtsstellung des Anleihegläubigers für diese Stücke. Dieser Eigentumserwerb vollzieht sich ebenfalls nach den Vorschriften des BGB, und zwar durch Einigung und Vereinbarung eines Besitzmittlungsverhältnisses, nämlich die Verwahrung der Schuldverschreibungen durch die Bank.²⁰ Zu sehen bekommt er in diesem Fall die Schuldverschreibungen nicht, auch nicht mal eben „zur Ansicht“ am Schalter, denn als Wertpapiere „im wahrsten Sinne des Wortes“ bleiben sie tunlichst in den Tresoren der Bank. Soll der Kunde über den Inhalt der Emission informiert werden, greift der Berater auf ein Informationsblatt oder ein Informationsmemorandum oder, sofern schon vorhanden, den Börseneinführungsprospekt zurück, in dem in einem Summary die wesentlichen Bedingungen skizziert und üblicherweise der volle Wortlaut der Bedingungen abgedruckt ist.

3. Girosammelverwahrung – § 5 Depotgesetz

Den Normalfall der Verwahrung von Wertpapieren bildet heute die Girosammelverwahrung mit der zentralen Vorschrift in § 5 Depotgesetz. Danach darf der Verwahrer vertretbare Wertpapiere, die zur Sammelverwahrung durch eine Wertpapiersammelbank zugelassen sind, dieser zur Sammelverwahrung anvertrauen, es sei denn, der Hinterleger hätte nach § 2 Satz 1 die gesonderte Aufbewahrung der Wertpapiere verlangt. Wertpapiersammelbank ist die Clearstream Banking AG in Frankfurt. Ihre Kontoinhaber sind Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute mit Sitz im In- und Ausland, nicht jedoch die eigentlichen Anleger, die eine

²⁰ Heinsius/Horn/Than a. a. O. (Fn. 4), § 18 Rn. 45.

Anleihe gezeichnet haben. Diese sind Kunden und wiederum Kontoinhaber bei den Kreditinstituten und erhalten von diesen ihrerseits entsprechende Depotgutschriften.²¹

4. Sammelurkunde – § 9 a Depotgesetz

Leitbild der gesetzlichen Regelung der Girosammelverwahrung in den §§ 5 ff. Depotgesetz sind zwar effektive Einzelurkunden, in der Praxis spielen jedoch die Sammelurkunden, wie wir gesehen haben, eine weit-aus größere Rolle. Für Anleihen wurde die Globalurkunde in Deutschland schon für die Schatzanweisungen des Deutschen Reiches von 1938 verwandt, die in Girosammelverwahrung bei einer Wertpapiersammelbank genommen wurden. Ihre ausdrückliche gesetzliche Sanktionierung fand die Globalurkunde allerdings erst 1972 mit der Einfügung des § 9 a in das Depotgesetz.²² Die Globalurkunde ist heute das wertpapierrechtliche Medium, um in wenigen Urkunden riesige Bestände nicht nur an den hier im Vordergrund stehenden Schuldverschreibungen, sondern auch an Aktien, Investmentanteilscheinen und Optionsscheinen zu verbriefen. Ohne sie wäre der Kapitalmarkt nicht mehr vorstellbar.

Ein Ausdruck von Einzelurkunden und damit die Möglichkeit der Auslieferung von Einzelurkunden an Anleihegläubiger wird üblicherweise in den Anleihebedingungen ausgeschlossen. Die Möglichkeit der Kenntnissnahme vom Inhalt der Bedingungen einer Anleihe besteht für den Anleger hier in der gleichen Weise, wie ich sie beschrieben habe, wenn die Schuldverschreibungen in Sonderverwahrung genommen werden sollen. Der Berater greift auf ein Informationsmerkblatt oder -memorandum zurück, in dem die wesentlichen Merkmale oder, wie gesagt, der gesamte Text der Anleihebedingungen abgedruckt sind. Auf Wunsch wird die Bank dem Anleihegläubiger auch eine Kopie oder ein Exemplar des Informationsmemorandums aushändigen.

²¹ Vgl. Anlage 12.

²² Vgl. *Than*, Kapitalmarkt und Globalurkunde, Festschrift Heinsius (1991), S. 809, 812 ff.