

# **Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) in Staatsanleihen des europäischen Währungsraumes**

---

Inaugural-Dissertation  
zur Erlangung der Doktorwürde  
einer Hohen Juristischen Fakultät  
der Ludwig-Maximilians-Universität  
zu München

vorgelegt von  
Georg Seitz

2014

Referent: Prof. Dr. Rudolf Streinz  
Koreferent: Prof. Dr. Mathias Habersack  
Tag der mündlichen Prüfung: 9. Oktober 2014

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde von der juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München im Wintersemester 2014/15 als Dissertation angenommen.

Literatur und Rechtsprechung sind auf dem Stand von Februar 2014. Seither hat sich die Relevanz der den Ausgangspunkt der Untersuchung bildenden Problematik neuerlich eindrucksvoll in den Geschehnissen rund um den jüngsten Staatsbankrott Argentinens im Sommer 2014 gezeigt.

Herrn Prof. Dr. Rudolf Streinz, der mir während all meiner Jahre an der Münchner Universität ein akademischer Lehrer im besten Sinne war, möchte ich von ganzem Herzen für die Offenheit für mein fächerübergreifendes Thema und die rundherum engagierte und wertvolle Betreuung der Arbeit danken. Herrn Prof. Dr. Mathias Habersack danke ich für die zügige und fundierte Erstellung des Zweitgutachtens.

Als Format für die Veröffentlichung der Arbeit habe ich mich bewusst gegen eine der etablierten wissenschaftlichen Reihen und für eine hybride Veröffentlichung als gedrucktes Buch und frei zugängliche E-Dissertation entschieden. Dies erscheint mir als die für die zukünftige wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Werk dienlichste Form. Ein Hinweis auf die Parallelveröffentlichung findet sich auf der folgenden Seite.

Mein besonderer abschließender Dank gilt meiner Familie, die mich stets in allen Belangen umfassend unterstützt hat. Allen voran hat meine Frau die mit meiner Promotion verbundenen Entbehrungen und Belastungen geschultert. Widmen möchte ich diese Arbeit meinen Eltern, die nicht nur die Entstehung dieser Arbeit, sondern meinen gesamten Werdegang hingebungsvoll begleitet haben.

München, im November 2014

Georg Seitz

## Hybride Veröffentlichung

Die vorliegende Arbeit ist inhaltlich identisch, jedoch mit auf das jeweilige Medium abgestimmtem Layout und daher abweichender Seitenzählung, als gedrucktes Buch im Verlag Driesen und als E-Dissertation bei open access LMU erschienen.

Die bibliografischen Angaben des gedruckten Buches lauten:

Autor: Georg Seitz

Titel: Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) in Staatsanleihen des europäischen Währungsraumes

Verlag: Dr. H. H. Driesen GmbH, Taunusstein

Jahr: 2014

ISBN: 978-3-86866-142-2

# Inhaltsverzeichnis

Einleitung.....	1
1 Die Entwicklung des CAC-Konzepts bis zur Eurokrise .....	15
1.1 Ausgangslage.....	16
1.1.1 Entwicklung von Anleihen zum zentralen Instrument der Staatenfinanzierung.....	16
1.1.2 Wahrnehmung der Anleihefinanzierung als Problemfeld im Kontext von Umschuldungen .....	19
1.1.3 Auftauchen des CAC-Konzepts als Lösungsansatz.....	20
1.2 Konzeptioneller Wettstreit zwischen gesetzgeberischem und vertraglichem Ansatz.....	22
1.2.1 Der Vorschlag für einen <i>Sovereign Debt Restructuring                 Mechanism</i> .....	23
1.2.2 CAC als Gegenentwurf zum SDRM.....	25
1.2.3 Politischer Ausgang zugunsten CAC .....	27
1.3 Verbreitung und Verwendung von CAC.....	30
1.3.1 Emissionspraxis .....	30
1.3.1.1 Verbreitungssituation vor 2003 .....	30
1.3.1.2 Entwicklung zum Marktstandard für Entwicklungsländer	33
1.3.1.3 Entwicklung im Euroraum .....	34
1.3.1.4 Innovations- und Konvergenzentwicklungen hinsichtlich der Ausgestaltung der Klauseln .....	36
1.3.2 Restrukturierungspraxis .....	36
1.3.2.1 Beschränkung auf ein freiwilliges Umtauschangebot trotz Vorhandensein von CAC .....	37
1.3.2.2 Einsatz von CAC zur Änderung der Anleihebedingungen unter Fortbestand der Anleihe ohne Umtauschangebot .	39
1.3.2.3 <i>Exit consents</i> als Vorstufe zum CAC-Einsatz .....	40
1.3.2.4 Kombination von CAC und Umtauschangebot .....	42
1.3.2.5 Zusammenfassung .....	45
1.4 Die einzelnen Klauseln .....	45
1.4.1 Klassifizierung.....	46
1.4.2 Lösungsspektrum.....	48

1.4.2.1	Repräsentation und Information der Gläubiger .....	49
1.4.2.1.1	Keine geregelte Repräsentation und Information der Gläubigerseite .....	49
1.4.2.1.2	Anleihtreuhänder .....	50
1.4.2.1.3	Gewählte Gläubigervertretung .....	54
1.4.2.1.4	Informationspflichten des Schuldners .....	54
1.4.2.2	Modalitäten der Mehrheitsentscheidung .....	55
1.4.2.2.1	Mehrheitsschwellen .....	56
1.4.2.2.2	Zuordnung der Beschlussgegenstände .....	59
1.4.2.2.3	Stimmrechtsausschluss („ <i>disenfranchisement</i> “) .....	61
1.4.2.2.4	Ablauf des Entscheidungsprozess .....	63
1.4.2.3	Aggregation der Mehrheitsentscheidung über Anleiheserien hinweg .....	64
1.4.2.4	Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzungsmöglichkeiten .....	68
1.4.2.4.1	Bündelung der Rechtsmacht zur Klageerhebung .....	68
1.4.2.4.2	Kollektivierung der Entscheidung über die Gesamtfälligkeitstellung ( <i>acceleration / rescission of acceleration</i> ) .....	69
1.4.2.4.3	Verpflichtung zur Erlösteilung ( <i>sharing clause</i> ) .....	71
1.4.3	Praktische Verbreitung der Gestaltungen .....	72
1.4.3.1	Repräsentation und Information der Gläubigerseite .....	74
1.4.3.2	Mehrheitsentscheidung .....	74
1.4.3.2.1	Mehrheitsschwellen .....	74
1.4.3.2.2	Zuordnung der Beschlussgegenstände .....	75
1.4.3.2.3	Stimmrechtsausschluss .....	75
1.4.3.2.4	Ablauf des Entscheidungsprozess .....	76
1.4.3.3	Aggregation .....	76
1.4.3.4	Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzung .....	77
1.5	Bewertung des CAC-Konzepts .....	78
1.5.1	Kritische Einwände .....	78
1.5.1.1	Erhöhung der Finanzierungskosten .....	78
1.5.1.2	Missbrauchspotential .....	82
1.5.1.3	Geringer Nutzen .....	85
1.5.1.4	Politische Alibi-Funktion .....	86

1.5.1.5	Ungelöste Problemaspekte.....	87
1.5.2	Zusammenfassende eigene Stellungnahme .....	88
2	Die Festlegung auf das CAC-Konzept im Rahmen des ESM .....	90
2.1	Genese.....	90
2.1.1	Ausgangssituation.....	90
2.1.2	Die einzelnen Schritte der Festlegung auf das CAC-Konzept.....	92
2.2	Form der Festlegung .....	97
2.2.1	Die Verankerung in Art. 12 Abs. 3 ESMV .....	98
2.2.2	Die Dokumente des Unterausschusses des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen..	101
2.2.3	Änderbarkeit der Festlegung.....	105
2.2.4	Umsetzungskontrolle .....	107
2.2.5	Fazit .....	110
2.3	Inhalt der Festlegung.....	111
2.3.1	Einheitliche Einführung .....	111
2.3.2	Anknüpfung an den angelsächsischen Marktstandard.....	114
2.3.3	Innovation hinsichtlich Aggregation.....	115
2.4	Die Reichweite der Festlegung.....	116
2.4.1	Staatsschuldtitel.....	116
2.4.2	Neue Staatsschuldtitel .....	120
2.4.3	Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebietes .....	125
2.4.4	Staatsschuldtitel mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr.....	127
2.4.5	Überwindung der Differenzierung zwischen Auslands- und Inlandsschulden .....	129
2.4.6	Fazit .....	133
2.5	Kontextualisierung als Teilelement des ESM .....	134
2.5.1	Überblick über die Reaktionen auf die Eurokrise .....	135
2.5.2	Die Konzeption des ESM .....	138
2.5.2.1	Struktur.....	138
2.5.2.2	Instrumente.....	141
2.5.2.3	Voraussetzung und Verfahren der Gewährung von Stabilitätshilfe .....	142

2.5.2.4	Verhältnis der Stabilitätshilfe zur Beteiligung des privaten Sektors.....	144
2.5.3	Der politische Diskurs hinsichtlich der Beteiligung des privaten Sektors .....	148
2.5.3.1	Entwicklung der Position der Eurogruppe während der Eurokrise.....	148
2.5.3.2	Die selbstkritisch im Wandel befindliche Position des IWF.....	152
2.5.4	Umschuldungsklauseln als reiner Lösungsdurchsetzungsmechanismus .....	154
2.5.5	Das Fehlen einer Rückkopplung des CAC-Einsatzes an ein Tätigwerden des ESM .....	156
2.6	Die Alternative eines umfassenderen Staateninsolvenzrechts.....	161
2.6.1	Konzepte .....	164
2.6.1.1	European Crisis Resolution Mechanism (ECRM) .....	164
2.6.1.2	Schiedsgerichtsbarkeitsbasierte Lösung.....	167
2.6.2	Bewertung .....	170
2.6.2.1	Die Grenzen der Entpolitisierung und Verrechtlichung der Krisenbewältigung.....	171
2.6.2.2	Abschichtung der Unterschiede zum CAC-Konzept.....	178
2.6.2.3	Fazit .....	181
2.7	Gesamtergebnis.....	182
3	Der Bezugsrahmen für standardisierte CAC (CTR) für den Euroraum... 184	
3.1	Darstellung der Regelungsinhalte .....	185
3.1.1	Parameter der Mehrheitserfordernisse .....	185
3.1.1.1	Wesentliche und sonstige Beschlussgegenstände .....	186
3.1.1.2	Form der Beschlussfassung.....	188
3.1.1.3	Aggregation der Mehrheitsentscheidung.....	189
3.1.2	Emissionsübergreifende Änderung .....	189
3.1.3	Stimmrecht .....	191
3.1.3.1	Bildung vergleichbarer Nennwerte .....	192
3.1.3.2	Stimmrechtsausschluss .....	198
3.1.4	Ausgestaltung und Ablauf des Entscheidungsprozesses ....	201
3.1.4.1	Akteure.....	201
3.1.4.2	Überblick über den zeitlichen Ablauf.....	202



3.1.4.3	Vorbereitung der Versammlung.....	202
3.1.4.4	Beschlussfassung und Umsetzung.....	204
3.1.5	Vollmachtserteilung durch Gläubiger .....	205
3.1.6	Die ergänzenden Bestimmungen.....	205
3.2	Analyse der Regelungen .....	206
3.2.1	Mehrheitserfordernisse .....	207
3.2.2	Emissionsübergreifende Änderung.....	210
3.2.2.1	Grundlagen.....	211
3.2.2.2	Zweistufigkeit.....	213
3.2.2.3	Flexible Handhabung.....	214
3.2.2.4	Gefahr der Gläubigerungleichbehandlung.....	215
3.2.2.5	Schutzmechanismen gegen Gläubigerungleich- behandlung.....	218
3.2.3	Teilweise emissionsübergreifende Änderung.....	222
3.2.4	Nennwertberechnungen.....	224
3.2.5	Stimmrechtsausschluss .....	230
3.2.5.1	Struktur der Regelung.....	230
3.2.5.2	Das Konzept der (fehlenden) Entscheidungsfreiheit.....	231
3.2.5.2.1	Die Fallgruppe des bindenden Entscheidungsmaßstabes.....	232
3.2.5.2.2	Subsumtion deutscher Kapitalgesellschaften unter das Kriterium des bindenden Entscheidungsmaßstabes.....	236
3.2.5.2.3	Bewertung .....	239
3.2.5.3	Nicht berücksichtigte weitere Kriterien.....	240
3.2.5.4	Strukturelle Interessenkonflikte durch die Einbindung des CAC-Einsatzes in das Tätigwerden des ESM.....	242
3.2.5.5	Verfahrenstechnische Umsetzung der Stimmrechtsbestimmungen .....	244
3.2.6	Berechnungsstelle .....	250
3.2.7	Regelungen zur Stellvertretung bei der Abstimmung.....	252
3.2.7.1	Zulässigkeit von Textform.....	253
3.2.7.2	Zwang zur Erteilung einer Spezialvollmacht.....	254
3.2.7.3	Verdrängende Vollmacht mit 48h zeitlichem Vorlauf ....	255
3.3	Unzureichend geregelte Bereiche .....	258
3.3.1	Gläubigerkoordination und -vertretung.....	258

3.3.2	Rechtsschutzfragen.....	262
3.3.2.1	Klauselgestaltungen mit Folgen für den Rechtsschutz..	262
3.3.2.2	Nationales Prozessrecht als Grenze des auf den Anleihebedingungen basierenden Ansatzes .....	264
3.3.3	Missbrauchsschutz.....	268
3.3.3.1	Als missbräuchlich diskutierte Konstellationen.....	268
3.3.3.2	Behandlung in den CTR.....	270
3.3.3.3	Kopplung des CAC-Einsatzes an Voraussetzungen .....	272
3.3.3.4	Verbot selektiver Zahlungen an Gläubiger .....	274
3.3.4	Klauselbasiertes Moratorium .....	276
3.4	Gesamtbewertung der Musterklauseln .....	279
4	Die Implementierung der europäischen CAC am Beispiel Deutschlands	282
4.1	Ausgangssituation nach deutschem Recht .....	282
4.1.1	Entstehung und Wesen von Anleihebedingungen .....	283
4.1.1.1	Bei Inhaberschuldverschreibungen .....	283
4.1.1.2	Bei Bundeswertpapieren .....	289
4.1.2	Anleihebedingungen als allgemeine Geschäftsbedingungen	295
4.1.2.1	Streitstand bezüglich des AGB-Begriffs bei Inhaberschuldverschreibungen .....	296
4.1.2.2	Situation bei Staatsanleihen.....	300
4.1.2.3	Folgen der Anwendbarkeit des AGB-Rechts.....	302
4.1.2.3.1	Keine Einbeziehungskontrolle.....	302
4.1.2.3.2	Auslegungsregeln .....	304
4.1.2.3.3	Inhaltskontrolle.....	305
4.1.3	Entwicklung von Umschuldungsklauseln im deutschen Recht .....	307
4.2	Umsetzungsmaßnahmen .....	309
4.2.1	Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes .....	309
4.2.1.1	Gesetzgebungstechnik.....	310
4.2.1.2	Verhältnis zum Schuldverschreibungsgesetz.....	313
4.2.1.3	Fehlende Kohärenz innerhalb des Bundesschuldenwesengesetzes .....	318
4.2.1.4	Sonstiges .....	322
4.2.2	Die Umschuldungsklauseln für Bundeswertpapiere .....	324

4.2.2.1	Übersetzungsfragen .....	326
4.2.2.1.1	Abschnitt 2.3 .....	327
4.2.2.1.2	Abschnitt 2.4.(a) .....	328
4.2.2.1.3	Abschnitt 2.6.(d) .....	328
4.2.2.1.4	Abschnitt 2.7.(c) .....	329
4.2.2.2	Abweichungen .....	332
4.2.2.2.1	Abschnitt 1.(h) .....	332
4.2.2.2.2	Abschnitt 2.7.(d) .....	333
4.2.2.2.3	Abschnitt 4.11 .....	336
4.2.2.2.4	Abschnitt 4.12 .....	337
4.3	Probleme beim Zusammenspiel von Emissionsbedingungen, BSchuWG und übrigen deutschem Recht .....	338
4.3.1	Regelungen zum Stimmrechtsausschluss .....	338
4.3.1.1	Stimmrechtseinschluss der KfW Bankengruppe .....	338
4.3.1.2	Reichweite der Bindung der Gläubiger an die Bescheinigung für die Berechnungsstelle .....	340
4.3.2	Stellvertretungsrechtliche Probleme .....	344
4.3.2.1	Form der Vollmachtserteilung .....	344
4.3.2.2	Wirkung der Vollmachtserteilung .....	346
4.3.2.3	Widerruf der Vollmacht .....	347
4.3.3	Fazit .....	350
4.4	Unzureichend geregelte Fragen .....	350
4.4.1	Nennwertberechnungen in Sonderfällen .....	350
4.4.2	Verfahrensregeln für die Gläubigerversammlung .....	351
4.4.3	Kollektivierung des Kündigungsrechts .....	353
4.5	Rechtsschutzregime .....	355
4.5.1	Prüfungsmaßstäbe .....	356
4.5.1.1	Systematisierung der Anknüpfungspunkte .....	356
4.5.1.2	Zivilrechtliche Anforderungen an den Gläubigerbeschluss .....	358
4.5.1.2.1	Verhältnis Gläubiger-Schuldner .....	358
4.5.1.2.2	Verhältnis der Gläubiger untereinander .....	359
4.5.1.2.3	Anfechtbarkeit als einheitliche Fehlerfolge .....	365
4.5.1.3	Verfassungsrechtliche Anforderungen .....	367
4.5.1.4	Völkerrechtliche Anforderungen .....	372

4.5.2	Die Anfechtungsklage .....	376
4.5.2.1	Zuständigkeit.....	376
4.5.2.2	Zulässigkeit .....	377
4.5.2.3	Wirkung des Urteils .....	381
4.5.3	Das Freigabeverfahren.....	383
4.5.3.1	Freigabegründe.....	384
4.5.3.2	Wirkung der Freigabeentscheidung .....	387
4.6	Gesamtfazit der Untersuchung der europäischen CAC und ihrer Umsetzung.....	390
5	Die Alternative einer unionsrechtlichen Lösung.....	392
5.1	Zielsetzungen.....	392
5.1.1	Einheitlicher und verlässlicher gesetzlicher Bezugsrahmen	392
5.1.2	Zentralisierter und einheitlicher Rechtsschutz .....	393
5.2	Nutzung der Vorzüge des Unionsrechts .....	398
5.2.1	Anwendungsvorrang .....	398
5.2.2	Unionsgerichtsbarkeit.....	401
5.2.2.1	Dezentraler Rechtsschutz .....	401
5.2.2.2	Zentralisierter Rechtsschutz.....	402
5.2.2.3	Die Nichtigkeitsklage gemäß Art. 263 AEUV .....	404
5.3	Machbarkeit einer Verordnungslösung .....	409
5.3.1	Rechtsgrundlage .....	410
5.3.1.1	Art. 114 AEUV .....	411
5.3.1.2	Art. 352 AEUV.....	420
5.3.2	Vollzugskompetenz der Kommission.....	421
5.4	Skizze zur Ausgestaltung.....	429
5.4.1	Anwendungsbereich .....	429
5.4.2	Inhalte.....	431
5.5	Erstreckung des Mehrheitsmechanismus auf Bestandsanleihen ...	435
5.5.1	Praxisbefund zur Rechtmäßigkeit nachträglich eingefügter Umschuldungsklauseln .....	438
5.5.1.1	Die Rechtsprechung zu § 24 Abs. 2 SchVG .....	440
5.5.1.2	Verfassungsrechtliche Beurteilung der gesetzlichen Einführung eines Mehrheitsmechanismus nach deutschem Recht.....	443

5.5.2	Rechtmäßigkeit einer entsprechenden Verordnungsregelung .....	449
5.5.2.1	Unionsrechtliche Eigentumsgarantie .....	450
5.5.2.2	Rückwirkungsverbot .....	452
5.5.2.3	Investitionsschutzrecht .....	453
5.5.2.3.1	Schutz und Rechtsschutz durch Investitionsschutzabkommen.....	454
5.5.2.3.2	Staatsanleihen als Investition.....	455
5.5.2.3.3	Verhältnis zwischen Investitionsschutzabkommen und Unionsrecht.....	457
5.5.2.3.4	Beurteilung von Umschuldungsklauseln am investitionsschutzrechtlichen Maßstab.....	462
5.6	Fazit.....	467
6	Wesentliche Untersuchungsergebnisse.....	468
	Literaturverzeichnis .....	485



## Abkürzungsverzeichnis

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz (Deutschland)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch (Deutschland)
BITs	Bilateral Investment Treaties, Bilaterale Investitionsschutzverträge
Bobls	Festverzinsliche Bundesobligationen
BSchuWG	Bundesschuldenwesengesetz (Deutschland)
Bubills	Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes
CAC	Collective Action Clauses
CDS	Credit Default Swaps (Kreditausfallversicherungen)
CTR	Common Terms of Reference, dies sind die europäischen Muster-Umschuldungsklauseln
ECRM	European Crisis Resolution Mechanism
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EFSM	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
EMCA	Emerging Markets Creditors Association
EMTA	Emerging Markets Trade Association
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
ESMV	Vertrag zur Errichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EuG	Gericht des Gerichtshofs der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof

EUV	Vertrag über die Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
FET	Fair and Equitable Treatment, Grundsatz der gerechten und billigen Behandlung
G10	Group of Ten
G22	Group of Twenty-Two
G7	Group of Seven
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (Deutschland)
HGB	Handelsgesetzbuch (Deutschland)
ICMA	International Capital Market Association
IIF	The Institute of International Finance, Inc.
IntVG	Gesetz über die Wahrnehmung der Integrationsverantwortung des Bundestages und des Bundesrates in Angelegenheiten der Europäischen Union (Deutschland)
IPMA	International Primary Market Association
ISMA	International Securities Market Association
IWF	Internationaler Währungsfonds
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KfWG	Gesetz über die Kreditanstalt für Wiederaufbau (Deutschland)
MFN	Most Favoured Nation, Meistbegünstigungsgrundsatz
MoU	Memorandum of Understanding, Art. 13 Abs. 3 ESMV
OMT	Outright Monetary Transactions
OR	Obligationenrecht (Schweiz)
PSI	Private Sector Involvement, Beteiligung des privaten Sektors



SchVG	Schuldverschreibungsgesetz (Deutschland)
SDDS	Special Data Dissemination Standard
SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
SDT	Sovereign Debt Tribunal
SEAG	SE-Ausführungsgesetz (Deutschland)
SIA	Securities Industry Association
SKSV	Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion
TBMA	The Bond Market Association
TIA	Trust Indenture Act (USA)
Umschkl	Umschuldungsklauseln für Bundeswertpapiere
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development, Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung
Unterausschuss	Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen
WFA	Wirtschafts- und Finanzausschuss der Europäischen Union
WFStG	Währungsunion-Finanzstabilitätsgesetz (Deutschland)
WKN	Wertpapier-Kenn-Nummer
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Deutschland)
WpPG	Wertpapierprospektgesetz (Deutschland)
WVK	Wiener Vertragsrechtskonvention
ZPO	Zivilprozessordnung (Deutschland)



## Einleitung

„Alternativlos“, so lautete in Deutschland das „Unwort des Jahres 2010“.<sup>1</sup> Seine Bekanntheit erlangte das Wort vor allem im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise Griechenlands, als die Bundeskanzlerin die Gewährung bilateraler Hilfskredite mit eben jenem Prädikat belegte.<sup>2</sup> Diese Hilfskredite waren dazu bestimmt, Griechenland die Bedienung aller Verbindlichkeiten gegenüber privaten Gläubigern und eine rasche Wiederaufnahme der Emission von Staatsschuldtiteln an den Kapitalmärkten zu ermöglichen. Wie man heute weiß, kamen die Dinge jedoch anders. So wurde „freiwilliger Schuldenschnitt“ zum „Börsen-Unwort des Jahres 2012“, ebenfalls dank der Geschehnisse in Griechenland.<sup>3</sup> Zwischen den beiden genannten sprachlichen Schlaglichtern liegen zwei Jahre mit erheblichen politischen und ökonomischen Neuausrichtungen, in denen die Erkenntnis Raum griff, dass es auch bei einem Mitgliedstaat der europäischen Währungsunion zu einer nicht mehr tragfähigen Verschuldung und damit zu einem Bedürfnis nach der Restrukturierung seiner Schulden kommen kann. Und dazwischen liegt der Aufstieg eines juristischen Konzepts in Europa, das die Frage zu beantworten sucht, auf welchem Weg eine derartige Restrukturierung vonstattengehen soll. Es handelt sich um Umschuldungsklauseln (*Collective Action Clauses, CAC*).

Die Problemstellung, was mit einem von Zahlungsunfähigkeit bedrohten Staat bzw. genauer gesagt mit seinen Schulden geschehen soll, gehört zu den historisch wiederkehrenden<sup>4</sup> und zugleich gegenwärtig drängendsten Fragen.

---

<sup>1</sup> *Zeit online*, Sprache: Unwort des Jahres ist "alternativlos", Meldung vom 18.01.2011, <http://www.zeit.de/gesellschaft/zeitgeschehen/2011-01/unwort-2010-alternativlos>.

<sup>2</sup> Für eine historische Kontextualisierung der krisenbedingten Wahrnehmung von „Alternativlosigkeit“ siehe *Schorkopf*, Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, in: *VVDStRL 71* (2012), S. 183, 217 f.

<sup>3</sup> *Börse Düsseldorf*, Börsen-Unwort 2012 – „Freiwilliger Schuldenschnitt“, Pressemitteilung vom 15.01.2013, <http://boerse-duesseldorf.de/presse/pressemitteilungen?id=689>.

<sup>4</sup> Siehe für einen Blick in die Geschichte des zahlungsunfähigen Staates bereits eingehend in monographischer Form: *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 71 ff.; *Lewinski (Hrsg.)*, Staatsbankrott als Rechtsfrage, S. 7 ff., und *Völk*, Zur Gläubigerrangfolge bei souveränen Schuldner, S. 17 ff.

Weitgehende Einigkeit besteht insofern im Ergebnis. So ist es ein weltweit akzeptierter Grundsatz, dass der Staat nicht „insolvenzfähig“ in dem Sinne ist, dass seine Liquidation rechtlich erzwungen werden kann<sup>5</sup> wie bei einem privaten Schuldner.<sup>6</sup> Der Staatserhalt bildet die unangefochtene Prämisse jeder Krisenbewältigung.<sup>7</sup> Damit bleibt, wenn die Schuldenlast nicht mehr tragbar ist, nur die Option, sie zu reduzieren. Eine historisch beliebte Methode<sup>8</sup> – das Anheizen der Inflation, durch die die Schulden entwertet werden – steht dem einzelnen Staat in einer Währungsunion nicht zur Verfügung.<sup>9</sup> So kommt man sehr schnell zu der Frage, wie eine Reduzierung der nominellen Höhe der bestehenden Schulden geschehen soll. Die Leistungsfähigkeit des Rechts, hierfür eine prinzipiengeleitete und in der Praxis belastbare Lösung anzubieten, erweist sich in diesem Punkt schon bei einer groben ersten Annäherung als überschaubar.<sup>10</sup> Der Staat bedient sich für seine Verschuldung zivilrechtlicher Handlungsformen, insbesondere der Begebung von Anleihen.<sup>11</sup> Dem

---

<sup>5</sup> Um eine ganz andere Fragestellung und Perspektive geht es, wenn ein Staat durch Krieg oder Revolution zusammengebrochen ist und ein neuer Staat seinen Umgang mit aus der Zeit vor seiner Gründung stammenden Verbindlichkeiten definiert. In diesem speziellen Kontext hat das Bundesverfassungsgericht betreffend den Umgang der Bundesrepublik mit den Verbindlichkeiten des Reiches die Argumentationstopoi des „Staatsbankrotts“ und der „Konkurslage“ bemüht, BVerfGE 15, 126, 141.

<sup>6</sup> Ohler, JZ 2005, 590, 591 f. mit weiteren historischen Nachweisen; Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 23; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11, S. 20 f.

<sup>7</sup> Lewinski, Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, S. 264 ff., weist darauf hin, dass diese Prämisse kaum explizit thematisiert wird. Er tut dies und bestätigt sie im Ergebnis.

<sup>8</sup> Waldhoff, Grundzüge des Finanzrechts des Grundgesetzes, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band V, § 116 Rn. 37 ff.

<sup>9</sup> Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, a.a.O., S. 18; Kopf, Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History, in: Bauer/Cahn/Kenadjan (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 149, 153.

<sup>10</sup> Diese Feststellung soll keineswegs das wissenschaftliche Bemühen in diese Richtung gering schätzen. Dieses hat bisher allerdings eben nicht zu einem für die Praxis tauglichen rechtlichen Rahmen geführt; so auch das Ergebnis der fundierten Untersuchung von Szodruich, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 417 ff.

<sup>11</sup> Der Begriff der Anleihe ist kein exakter Rechtsbegriff, sondern eine Sammelbezeichnung mit je nach Kontext geringfügig schwankender Bedeutung. Er wird in der vorliegenden Arbeit als Bezeichnung für eine Vielzahl an gleichartigen verzinslichen Forderungen mit Darlehenscharakter, die in hoher Zahl am Kapitalmarkt platziert werden, verstanden (vgl. auch Simon U., Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 22; Hartwig-Jacob, Die

zivilrechtlichen Gesetzesrecht fehlt jedoch die Antwort darauf, wie mit dem überschuldeten Staat umzugehen ist. Ein Insolvenzverfahren für Staaten gibt es nicht, und so gelten die allgemeinen zivilrechtlichen Regeln eben ohne diese letzte Zuflucht: „*pacta sunt servanda*“ und „Geld hat man zu haben“.<sup>12</sup> Linderung versprechen sich viele Stimmen in der Literatur von der Einrede des Staatsnotstands.<sup>13</sup> Ein allgemeiner Konsens über die Akzeptanz dieser Figur ist jedoch nicht absehbar und jedenfalls für das deutsche Recht hat ihm das Bundesverfassungsgericht im Verhältnis zu privaten Gläubigern eine klare Absage erteilt.<sup>14</sup>

Entsprechend archaisch fällt dann auch der praktische Umgang mit der Aufgabe der Schuldenreduzierung aus:<sup>15</sup> In Ermangelung tragfähiger übergeordneter rechtlicher Prinzipien ist ein Krisenstaat darauf verwiesen, seinen Gläubigern den freiwilligen Verzicht anzutragen. Da von auf Gewinnerzielung gepolten

---

Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, S. 20). Nicht ertragreich erscheint es, von der einzelnen Forderung als Schuldverschreibung und vom Bündel aller Forderungen als Anleihe zu sprechen, so *Than*, Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 3, 5. Der allgemeine Sprachgebrauch verwischt hier angelehnt an den englischen Begriff der „*bonds*“ die Grenzen und verwendet Anleihe und Schuldverschreibung synonym, vgl. *Büschgen*, Das kleine Börsen-Lexikon, Stichworte Anleihe (S. 61 f.) und Staatsanleihe (S. 953). Klar ist auch, dass die Finanzierungsfunktion heute in Anbetracht der Vielzahl an Finanzinnovationen kein konstitutives Element des Anleihebegriffs ist, siehe *Horn*, ZHR 173 (2009), 12, 16. Im hiesigen Kontext der Staatsanleihen spielt jedoch nur die klassische Anleihe, die der Kapitalüberlassung auf Zeit dient, eine Rolle. Die exakten wertpapierrechtlichen Grundlagen und Begriffsbedeutungen sind im Übrigen ohnehin anhand eines konkreten anwendbaren Rechts zu bestimmen. Siehe insofern zum deutschen Recht, wonach deutsche Staatsanleihen technisch überhaupt keine Schuldverschreibungen sind, unten 4.1.1. Für eine monographische Darstellung der Grundbegriffe des internationalen Anleihemarktes sei auf *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, Kapitel 1, verwiesen.

<sup>12</sup> Vgl. *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 312.

<sup>13</sup> Ausführliche und kritische Darstellung bei *Lewinski*, Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, S. 488 ff. Für ein aktuelles Plädoyer für die Einrede des Staatsnotstands siehe *Weller*, Die Grenze der Vertragstreue von (Krisen-)Staaten.

<sup>14</sup> BVerfGE 118, 124.

<sup>15</sup> Für einen gerafften Überblick über die Krisen der letzten Dekaden und die dabei maßgeblichen rechtlichen Problemstellungen siehe *Walter*, in: *Wolfrum (Hrsg.)*, The Max Planck encyclopedia of public international law, Stichwort „*Debt Crisis*“. Ausführliches Datenmaterial mit Schlussfolgerungen aus ökonomischer Sicht bieten *Das/Papaioannou/Trebesch*, Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts.

Gläubigern ernsthafterweise kein massenhafter Altruismus zu erwarten ist, gilt es, ihnen dieses Angebot schmackhaft zu machen. Eine wichtige Rolle spielt dabei gewiss die düstere Nichteinigungsoption für beide Seiten. Von einem gescheiterten Staat ist eine akkurate Schuldentilgung kaum zu erwarten und so dürfte „der Spatz in der Hand“ besser sein als die „Taube auf dem Dach“. Die Erfahrung vergangener Krisen zeigt, dass diese Argumentation zwar mehrheitlich verfängt, allerdings nicht bei allen Gläubigern.<sup>16</sup> Ein weiteres Mittel, um Druck aufzubauen, besteht darin, gegenüber Gläubigern, die die Beteiligung an der angebotenen Umschuldung verweigern, die Zahlungseinstellung anzudrohen. Dies wird auf der Basis der bereits umrissenen zivilrechtlichen Ausgangslage regelmäßig als rechtswidrig zu qualifizieren sein. Diese Strategie lässt einen daher nicht nur als Jurist „mit einem weinenden Auge zurück“.<sup>17</sup> Sie erweist sich auch zusehends als wirkungslos,<sup>18</sup> weil sich Gläubiger mit zunehmender Häufigkeit nicht durch Drohgebärden einschüchtern lassen, sondern den Klageweg beschreiten.<sup>19</sup> Sie stiften damit zunächst Unruhe, die die schnelle Überwindung der Krisensituation erschwert. Und sie erringen mitunter auch beachtliche Erfolge bei der gerichtlichen Durchsetzung ihrer Ansprüche.<sup>20</sup> Trotz

---

<sup>16</sup> Die in der Praxis in der Vergangenheit erzielten Beteiligungsraten lagen durchaus hoch, häufig im Bereich von 90%. Siehe zur jeweiligen Beteiligungsrate bei den Restrukturierungen der letzten Jahre im Einzelnen: *Das/Papaioannou/Trebesch*, a.a.O., Tabelle 4, S. 24 f.

<sup>17</sup> *Sester*, WM 2011, 1057, 1062.

<sup>18</sup> Angemerkt sei, dass es einer insbesondere im ökonomisch geprägten Schrifttum durchaus klassischen Sichtweise entspricht, hinsichtlich des Marktes für Staatsschulden von einer geringen Wirkmacht rechtlicher Mechanismen auszugehen und dessen Funktionieren stattdessen im Wesentlichen auf außerrechtliche Phänomene wie z.B. Verlust des Marktzugangs und Reputationsverluste zurückzuführen; vgl. *Choi/Gulati/Posner*, *Journal of Legal Analysis* 4 (2012), 131, 135 m.w.N.

<sup>19</sup> Ausführlich zu dieser Entwicklung *Schumacher/Trebesch/Enderlein*, *Sovereign Defaults in Court, The Rise of Creditor Litigation 1976-2010*, passim.

<sup>20</sup> Als gegenwärtig besonders folgenreich empfunden (vgl. nur *Paulus*, WM 2013, 489 ff., m.w.N.; *Li, Yanying*, IILR 2013, 243, 248 ff.) werden in diesem Zusammenhang die zugunsten der Gläubigerseite vor einem New Yorker Gericht ergangenen Entscheidungen in der Auseinandersetzung zwischen *NML Capital* und Argentinien sowie die positive Zulässigkeitsentscheidung eines ICSID-Schiedsgericht ebenfalls gegen Argentinien (*Abaclat*, ICSID-Case Nr. ARB/07/5). Bei dem Verfahren *NML Capital* geht es um die (inhaltlich für die vorliegende Arbeit nicht relevante) Reichweite der sog. *pari passu*-Klausel. Siehe dazu und zu den Folgen: *Weidemaier*, *Capital Markets Law Journal* 8 (2013), 123; *Gelpert*, *Capital Markets Law Journal* 8 (2013), 132; *Monteleone*, *Capital Markets Law Journal* 8 (2013), 149; *Paulus*, ZIP 2013, 2190; *Cotterill*, *Capital Markets Law Journal* 9 (2014), 18. Zum Schiedsverfahren *Abaclat* siehe unten bei Fn. 1433 und 1673. Angemerkt sei, dass die

Drohungen aller Art<sup>21</sup> wird sich eine rein freiwillige Gläubigerbeteiligung also nicht flächendeckend einstellen. Ein Faktor, der zu dieser Erkenntnis maßgeblich beiträgt, ist die Existenz von spezialisierten Fonds, deren Geschäftsmodell gerade darin besteht, in Krisenzeiten Staatsanleihen, die zu Kursen mit erheblichen Abschlägen gegenüber ihrem Nennwert gehandelt werden, zu erwerben, um sodann den vollen Nennwert geltend zu machen (Fonds für notleidende Schulden, bisweilen wenig schmeichelhaft auch Geierfonds genannt).<sup>22</sup> Aber auch Privatanleger sind durchaus aktiv in der Durchsetzung ihrer Position.<sup>23</sup> In Anlehnung an die englische Fachterminologie hat es sich eingebürgert, hinsichtlich der eine Umschuldung ablehnenden Gläubiger auch auf Deutsch von Hold-out-Gläubigern zu sprechen.<sup>24</sup> Da es in freiwilligen Umschuldungen an Handhaben fehlt, um Hold-out-Gläubiger zur Beteiligung zu zwingen und sich mit Aussicht auf Erfolg gegen ihre Ansprüche und Klagen zu verteidigen, tendieren Staaten nach einer quantitativ im Wesentlichen erfolgreichen Umschuldung dazu, sie schlussendlich in vollem Umfang zu befriedigen.<sup>25</sup> Eine (aus Sicht anderer Schuldner abschreckende) Ausnahme bildet insofern Argentinien, das wegen seiner abweisenden Haltung seinen Hold-out-Gläubigern gegenüber weltweit in zahlreiche gerichtliche Auseinandersetzungen verwickelt worden ist, die reichhaltiges

---

genannten Verfahren noch nicht rechtskräftig abgeschlossen sind, so dass ihr schlussendlicher Ausgang abzuwarten bleibt.

<sup>21</sup> Mit den verschiedenen Formen der Zwangseinwirkung auf Gläubiger befassen sich umfassend (aus ökonomischer Perspektive) *Enderlein/Trebesch/Daniels*, *Journal of International Money and Finance* 31 (2012), 250, die diese sogar anhand einer Skala von 1 bis 10 messen.

<sup>22</sup> Vgl. *Paulus*, *Der Staat als Schuldner - Überlegungen anlässlich einer Entscheidung des BGH*, in: *Festschrift Simotta*, S. 427, 435; *ders.*, *ZIP* 2013, 2190, 2193; *Sandrock*, *RIW* 2012, 429, 432. Auf Englisch: „*vulture funds*“.

<sup>23</sup> So steckt beispielsweise hinter dem Verfahren *NML Capital* ein spezialisierter Fonds, während bei *Abaclat* eine Großzahl von Privatanlegern involviert ist.

<sup>24</sup> Vgl. nur *Sester*, *NJW* 2006, 2891; *Völk*, *Zur Gläubigerrangfolge bei souveränen Schuldnern*, S. 60; *Lewinski*, *Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott*, S. 480 Fn. 87; *Bogdandy/Goldmann*, *ZaöRV* 2013, 61, 94; *Sandrock*, *WM* 2013, 393, 395.

<sup>25</sup> *Miller/Thomas*, *Eurozone Sovereign Debt Restructurings: promising legal prospects?*, S. 5 f. und 13; *Buchheit/Gelper/Gulati/Panizza/Weder di Mauro/Zettelmeyer*, *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, S. 16.

Anschauungsmaterial für die geschilderten rechtlichen Schwierigkeiten und Unzulänglichkeiten hervor gebracht haben und weiterhin hervorbringen.<sup>26</sup>

Hold-out-Gläubiger werfen für den Krisenstaat folgende Problematik auf: Gelingt es ihnen, durch ihre Blockadehaltung eine höhere Rückzahlung zu erzwingen, als sie die Mehrzahl der kooperativen Gläubiger erhält, welche durch ihren Verzicht die Sanierung des Krisenstaates ermöglicht und dadurch seine Solvenz überhaupt erst wieder hergestellt hat, so profitieren die ablehnenden Gläubiger von den Früchten der Bemühungen der kooperierenden Gläubiger. Dies stellt ein typisches Trittbrettfahrerverhalten dar.<sup>27</sup> Unter dem Blickwinkel der Anreizstruktur führt die Chance, als Hold-out-Gläubiger ohne Verlust davon zu kommen, dazu, dass es für alle Gläubiger weniger attraktiv erscheint, an der Sanierung mitzuwirken. Darin lässt sich die klassische spieltheoretische Problemstellung des Gefangenendilemmas erkennen.<sup>28</sup> Diese und verwandte Phänomene werden unter dem Begriff der Kollektivhandlungsprobleme oder Koordinierungsprobleme zusammengefasst.<sup>29</sup>

An dieser Stelle setzen nunmehr Umschuldungsklauseln an. Umschuldungsklauseln sind Bestimmungen in Anleiheverträgen<sup>30</sup>, die den

---

<sup>26</sup> Vgl. für bedeutende laufende internationale Verfahren bereits Fn. 20. Zu älteren in Deutschland geführten Verfahren siehe *Kolling*, BKR 2007, 481; für einen Überblick über die berührten rechtlichen Aspekte und grundsätzliche Erwägungen siehe *Horn*, Erfüllungsverweigerung wegen Notstands bei internationalen Staatsanleihen, in: Festschrift für Gerd Nobbe, S. 606. Auch vor deutschen Gerichten sind weiterhin Klagen argentinischer Gläubiger anhängig (siehe *Bohoslavsky/Li/Sudreau*, *Capital Markets Law Journal* 9 (2014), 55, 72) und Argentinien sucht sich mit Berufung auf vermeintlich neu entstandene allgemeine Regeln des Völkerrechts zu verteidigen, vgl. dazu unten Fn. 1373.

<sup>27</sup> *Maruhn*, Restrukturierung ausländischer Staatsschulden, in: *ders. (Hrsg.)*, Streitbeilegung in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen, S. 77, 104.

<sup>28</sup> Dazu *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 121 ff.

<sup>29</sup> *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 42 ff.; *Berensmann*, Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen, S. 3 f.

<sup>30</sup> Im Kontext der rechtsordnungsübergreifenden Ausführungen wird vorliegend synonym von Anleihevertrag und Anleihebedingungen gesprochen, was den Gepflogenheiten des Diskurses zu Umschuldungsklauseln entspricht. Gemeint sind damit die bei der Emission der Anleihe festgelegten Bestimmungen zum Inhalt der Anleihe. Es wird dabei nicht verkannt, dass im deutschen Recht unter wertpapierrechtlichen Gesichtspunkten streitig ist, ob die Anleihebedingungen vertraglicher Natur sind (vgl. eingehend unten 4.1.1). Sie sind aber unstreitig auch im deutschen Recht schuldrechtlicher Natur und wirken daher jedenfalls wie vertragliche Abreden.



Gläubigern kollektives Handeln und damit die koordinierte Suche nach einer Lösung gemeinsam mit dem Schuldner ermöglichen.<sup>31</sup> Welche Klauseln und Handlungsmöglichkeiten darunter genau gefasst werden, variiert im Einzelnen und bedarf der späteren vertieften Untersuchung. Unabdingbarer Kern ist aber die Ermöglichung von Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger über die Änderung der Anleihebedingungen, also insbesondere über einen teilweisen Verzicht auf ihre Forderung (Schuldenschnitt oder „*hair-cut*“).<sup>32</sup> Ein solcher Mehrheitsbeschluss hat sodann gemäß Festlegung in den Anleihebedingungen verbindliche Wirkung für alle Gläubiger, also auch für die überstimmte Minderheit. Die Legitimation dafür, dass Gläubiger gegen ihren Willen an eine Änderung der Anleihebedingungen gebunden sind, folgt daraus, dass die diese Möglichkeit vorsehenden Klauseln von Anfang an Bestandteil des Rechtsverhältnisses zwischen Gläubiger und Schuldner waren. Umschuldungsklauseln haben also das Ziel, eine Grundlage für eine rechtmäßige und zugleich wirksame Handhabe gegen die Strategie der Hold-out-Gläubiger zu schaffen.

Das Konzept der Umschuldungsklauseln taucht in Europa zunächst nicht im Zusammenhang mit der Bewältigung der Probleme Griechenlands auf, sondern als Lösungsstrategie für zukünftige Krisen. So führte die Erfahrung der „Alternativlosigkeit“ über den Fall Griechenlands hinaus auf europäischer Ebene rasch zur Suche nach einer dauerhaften Antwort auf akute Staatsschuldenkrisen. Diese Suche mündete schon Ende des Jahres 2010 in die Erarbeitung des Vertrages über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Seinerzeit in der allgemeinen Wahrnehmung weitgehend unbeachtet blieb (anders als später die griechische Umschuldung), dass mit dem ESM-Vertrag nicht nur ein „dauerhafter Rettungsfonds“, also ein Vehikel zur Gewährung finanziellen Beistands für Krisenstaaten, errichtet wurde, sondern auch die Frage einer technisch machbaren und juristisch korrekten Reduzierung nicht tragfähiger Schuldenlasten aufgegriffen wurde. So findet sich in Art. 12 Abs. 3 ESMV die

---

<sup>31</sup> *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 689.

<sup>32</sup> *Bauer*, The Euro Area's Collective Action Clause, in: *ders./Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 3; *Choi/Gulati/Posner*, Journal of Legal Analysis 4 (2012), 131, 141 Fn. 6.

Festlegung, wonach alle neuen Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebietes zukünftig Umschuldungsklauseln enthalten sollen.<sup>33</sup> Diese Regelung mag auf den ersten Blick wenig aussagekräftig klingen und unscheinbar daher kommen. Aber das täuscht. Sie eröffnet vielmehr ein weites und in vielen Aspekten im europäischen Zusammenhang neuartiges Themenfeld, das es lohnt, vertieft erschlossen und ergründet zu werden. Dies ist der Gegenstand der vorliegenden Untersuchung.

Es wird bereits aus der ersten Schilderung der Funktionsweise von Umschuldungsklauseln deutlich, dass diese ein an sich vergleichsweise einfaches Prinzip (für alle bindende Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger) und Instrument (eine vertragliche Abrede) im Kontext eines großen und komplexen Problems (der drohenden Zahlungsunfähigkeit eines Staates) zum Einsatz bringen. Diese Klauseln spielen also auf mehreren Ebenen (eine Rolle). Will man ihnen gerecht werden, so muss die Auseinandersetzung mit ihnen ebenso mehrschichtig sein. Es gilt einerseits, den konzeptionellen Anspruch zu ermessen und seinen Stellenwert hinsichtlich der Problemstellung eines rechtsförmigen Umganges mit dem Phänomen des von Zahlungsunfähigkeit bedrohten Staates zu ergründen. Andererseits geht es aber auch ganz handfest schlicht um handwerklich gute Vertragsgestaltung. Dieser große thematische Bogen spiegelt sich auch im Gang der vorliegenden Untersuchung wieder.

Den Ausgangspunkt bilden die Grundlagen, auf die die europäische Festlegung zur Verwendung von CAC aufbaut. Das **erste Kapitel** beschäftigt sich demgemäß mit der Entwicklung des CAC-Konzepts bis zur Eurokrise. Dieses Konzept wurde nicht an Brüsseler Schreibtischen ersonnen, sondern man hat im Rahmen der Schaffung des ESM-Vertrages auf praktische Erfahrungen und theoretische Grundlagen zurückgegriffen, die sich in den vorangegangenen 15 Jahren im Kontext der mit Verschuldungskrisen aus leidvoller Erfahrung vertrauten Entwicklungs- und Schwellenländer herausgebildet hatten. Diese

---

<sup>33</sup> Die auf Art. 12 Abs. 3 ESMV basierenden Umschuldungsklauseln werden nachfolgend zusammengefasst als „europäische Umschuldungsklauseln“ bezeichnet.

historischen Grundlagen der europäischen Umschuldungsklauseln sollen dargestellt und bewertet werden.

Daran anschließend widmet sich das **zweite Kapitel** der Adaption des Konzepts durch die Mitgliedstaaten des europäischen Währungsraumes. Hier gilt es, die Festlegung auf die Verwendung von Umschuldungsklauseln hinsichtlich Genese, Form, Inhalt und Reichweite zu untersuchen. Ohne internationales Vorbild ist dabei das Zusammenspiel der Hilfsmechanismen des ESM mit den Umschuldungsklauseln, das besonderes Augenmerk verdient. Der Befund, dass es in Europa zukünftig sowohl Instrumente gibt, um die Zahlungsfähigkeit (d.h. unter anderem auch die Fähigkeit zur Tilgung bestehender Schulden) durch Hilfskredite aufrecht zu erhalten, als auch ein Instrumentarium zur Reduzierung bestehender Schulden, eröffnet das weite Feld des Nachdenkens darüber, wie sich die beiden Parameter zueinander verhalten (sollen). Die Thematik, wie der Beitrag der Anleihegläubiger zur Krisenbewältigung aussieht, wird gemeinhin unter dem Schlagwort der Beteiligung des privaten Sektors (*Private Sector Involvement, PSI*) erörtert.<sup>34</sup> Die konzeptionelle Betrachtung von Umschuldungsklauseln als Instrument zur Durchführung eines PSI überschneidet sich notwendigerweise mit der vorgelagerten Frage nach dem richtigen Zusammenspiel der Rettungsmaßnahmen internationaler Institutionen wie des IWF und solidarischer Staaten (gemeinhin als „*bail-out*“ durch den öffentlichen Sektor bezeichnet) mit der Verwirklichung des Risikos der privaten Kreditgeber dergestalt, dass diese einen Beitrag zur Sanierung des Krisenstaates leisten. Die Fragestellung, wann, in welchem Umfang und mit welcher Ausgestaltung es richtig ist, „Rettungsschirme“ einzusetzen oder auf Forderungen zu verzichten, gehört jedoch ausdrücklich nicht zum vorliegenden Untersuchungsgegenstand. Sie zu beantworten ist zuvorderst eine anspruchsvolle ökonomische und politische Herausforderung und weder Anspruch des Konzepts der Umschuldungsklauseln noch der vorliegenden

---

<sup>34</sup> Sester, WM 2011, 1057, 1063; Szodruch, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 106; zur gewachsenen Bedeutung des Begriffs in der Eurokrise siehe Gelpern/Gulati, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 367, 374.

Arbeit. Es geht hier vielmehr um eine genuin juristische Herangehensweise,<sup>35</sup> nämlich darum, die rechtliche Leistungsfähigkeit der in Rede stehenden Konzepte zu untersuchen. Von wesentlichem Interesse ist an dieser Stelle auch, welche Alternativen es zur Festlegung auf Umschuldungsklauseln gegeben hätte und inwiefern diese Vorzüge gehabt hätten.

Der Anspruch des Konzepts der Umschuldungsklauseln ist es, ein praktikables, rechtstechnisch sicheres und effektives Instrumentarium bereit zu halten, um eine von Schuldnerstaat und Gläubigermehrheit gewünschte Umschuldung verlässlich durchführen zu können. Diesen Anspruch einzulösen, ist für sich genommen eine gewaltige Herausforderung. Wie stets bei kautelarjuristischer Tätigkeit liegt auch bei der Gestaltung von Umschuldungsklauseln „*der Teufel im Detail*“.<sup>36</sup> So darf die Arbeit nicht bei der konzeptionellen Betrachtung stehen bleiben (was bei der Auseinandersetzung mit Umschuldungsklauseln in Staatsanleihen allzu häufig der Fall ist). Vielmehr ist die konkrete Ausgestaltung, Umsetzung und rechtliche Funktionstüchtigkeit der Klauseln in den Blick zu nehmen.

Dies geschieht im **dritten Kapitel** zunächst hinsichtlich der auf europäischer Ebene in Ausformung des Art. 12 Abs. 3 ESMV entwickelten Musterklauseln, die den sogenannten Bezugsrahmen (*Common Terms of Reference*, CTR) für die neu eingeführten Klauseln bilden. Die dort enthaltenen Regelungen werden im Detail dargestellt und analysiert.

Die praktische Implementierung der Klauseln in das geltende Recht schließlich obliegt den Mitgliedstaaten des ESM. Hier greift das **vierte Kapitel** Deutschland exemplarisch heraus. Es wird die Ausgangssituation nach deutschem Recht skizziert, was auch die Herausarbeitung maßgeblicher zivil- und

---

<sup>35</sup> Uneingeschränkte Zustimmung und Beachtung verdienen die im größeren Kontext der Diskussion um die Krisenfolgen insgesamt getätigten Ausführungen *Rufferts* (ZG 2013, 1, 2): „Die Europarechtswissenschaft kann auf methodisch sicherem Grund die wirtschaftliche Zukunft der EU weder zuverlässig voraussehen noch proaktiv gestalten. Sie schuldet Ökonomie und Politik jedoch Erkenntnisse darüber, welche rechtlichen Instrumente unter welchen Voraussetzungen die ökonomisch notwendigen oder politisch gewünschten Ziele erreichen können.“

<sup>36</sup> Vgl. *Sester*, WM 2011, 1057, 1062.

wertpapierrechtlicher Bezüge mit sich bringt. Aufbauend darauf werden die ergriffenen Umsetzungsmaßnahmen dargestellt und analysiert. Dies nötigt zur Auseinandersetzung mit Problemen beim Zusammenspiel von Anleihebedingungen und Gesetzesrecht. Ein Bereich, der von den europäischen Vorgaben nicht erfasst ist und damit besonderes Augenmerk unter dem Blickwinkel des nationalen Rechts erfordert, ist der Rechtsschutz der überstimmten Minderheitsgläubiger.

Auf der Grundlage der geschilderten Untersuchungsschritte wird sich sodann abzeichnen, dass Potential für Verbesserungen besteht. Das abschließende **fünfte Kapitel** der Arbeit widmet sich der Frage, wie sich diese erreichen lassen. Es wählt zu diesem Zweck im Vergleich zur bisherigen Herangehensweise der Euro-Staaten einen grundlegend anderen Ansatz, indem es sich für eine Lösung im Rahmen des Rechts der Europäischen Union ausspricht.

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse.

Bleibt die Frage, wie die eingangs angesprochene griechische Umschuldung des Jahres 2012 in diesen Zusammenhängen einzuordnen ist. In der Sache stehen die auf Art. 12 Abs. 3 ESMV zurückgehenden Umschuldungsklauseln und die Geschehnisse in Griechenland unverbunden nebeneinander. Die maßgeblichen Weichenstellungen für die europäischen Umschuldungsklauseln wurden im ersten Halbjahr 2011 getroffen, als von einer Beteiligung der privaten Gläubiger in Griechenland offiziell noch gar nicht die Rede war.<sup>37</sup> Und auch inhaltlich bestehen keine direkten Parallelen. Griechische Staatsanleihen enthielten nur zu einem kleinen Teil (ca. 10 %) klassische Umschuldungsklauseln nach englischem Recht,<sup>38</sup> wie sie in Kapitel 1 eingehend beschrieben werden. Diese Klauseln blieben in ihrer Leistungsfähigkeit hinter der Konzeption der europäischen Klauseln zurück, was sich auch im Falle Griechenlands darin

---

<sup>37</sup> Siehe zu den beiden zeitlichen Abläufen im Einzelnen in Kapitel 2.

<sup>38</sup> Für eine Einzelaufschlüsselung der betreffenden Anleihen siehe *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, Anhang 2.

manifestierte, dass in einer Reihe betroffener Anleihen die geforderten Mehrheiten verfehlt wurden.<sup>39</sup> Aufsehenerregender ist jedoch, wie Griechenland mit dem Gros seiner Anleihen verfahren ist, die von Haus aus keine Umschuldungsklauseln enthielten. Auf diese war griechisches Recht anwendbar. Diesen Umstand machte sich Griechenland zunutze, indem es ein Gesetz (Anleihegläubigergesetz)<sup>40</sup> erlies, durch das eine einheitliche Mehrheitsentscheidung aller Anleihegläubiger aller betroffenen Anleihen vorgesehen wurde.<sup>41</sup> Wenn sich an der Beschlussfassung die Gläubiger von 50% des ausstehenden Nennwertes beteiligen und zwei Drittel des an der Abstimmung teilnehmenden Nennwertes zustimmen, so ordnet das Gesetz an, dass die beschlossenen Änderungen für alle Gläubiger verbindlich erklärt werden können.<sup>42</sup> Dieser gesetzesbasierte Mechanismus wurde als „nachgerüstete Umschuldungsklausel“<sup>43</sup> bezeichnet. So hatte das Funktionsprinzip der Umschuldungsklauseln in Europa seinen ersten großen Auftritt, der deutlich mehr Aufmerksamkeit erfuhr als Art. 12 Abs. 3 ESM, in der atypischen Gestalt von „Zwangsumschuldungsklauseln“.<sup>44</sup> In diesem Zusammenhang ist zu konstatieren, dass in der allgemeinen öffentlichen Wahrnehmung die

---

<sup>39</sup> Von 36 Anleihen nach englischem Recht kam nur bei 17 ein Mehrheitsbeschluss zustande, siehe *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, a.a.O., S. 26.

<sup>40</sup> „Greek Bondholder Act“, griechisches Gesetz Nr. 4050/12 vom 23. Februar 2012.

<sup>41</sup> *Keller/Kößler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 80.

<sup>42</sup> Siehe zum Geschehensablauf aus der Sicht eines deutschen Hold-out-Gläubigers: LG Konstanz, Urteil vom 19.11.2013 – 2 O 132/13 B, BeckRS 2013, 21405, Rn. 5.

<sup>43</sup> „retrofit CAC“, vgl. *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, S. 11, begrifflich sehr differenziert *Kenadjian*, The Aggregation Clause in Euro Area Government Securities: Game Changer or Flavor of the Month?, in: *Bauer/Cahn/ders. (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 113, 142. Begrifflich wie inhaltlich völlig gleichgesetzt werden die Mehrheitsmechanismen in den griechischen Inlands- und Auslandsanleihen von *Sandrock*, RIW 2012, 429 und insbesondere *ders.*, RIW 2013, 12. Begrifflich auch bezüglich des gesetzlichen griechischen Mechanismus schlicht von CAC sprechend, inhaltlich aber korrekt auf die Besonderheiten der gesetzlichen Einfügung abstellend demgegenüber *Thole*, WM 2012, 1793 f.

<sup>44</sup> Der treffende Begriff wird in der Begründung dafür, warum „freiwilliger Schuldenschnitt“ in diesem Zusammenhang als Unwort empfunden wird, verwendet. Siehe *Börse Düsseldorf*, Börsen-Unwort 2012 – „Freiwilliger Schuldenschnitt“, Pressemitteilung vom 15.01.2013, <http://boerse-duesseldorf.de/presse/pressemitteilungen?id=689>.

europäischen Umschuldungsklauseln bisweilen fälschlicherweise in einer Kontinuitätslinie zur griechischen Umschuldung gesehen werden.<sup>45</sup> So scheint es vor allem auch auf die Erfahrungen mit der griechischen Umschuldung zurückzuführen zu sein, wenn Umschuldungsklauseln im deutschen Sprachgebrauch stellenweise als „Enteignungsklauseln“ titulierte werden.<sup>46</sup> Aufgabe einer fundierten juristischen Auseinandersetzung mit dem Thema ist es an dieser Stelle, ein differenziertes Bild zu zeichnen. Das griechische Anleihegläubigergesetz hat rechtlich eine völlig andere Qualität als klassische Umschuldungsklauseln. Ihm fehlt die maßgebliche Legitimationsgrundlage des CAC-Konzepts, die darin besteht, dass die Änderungsmöglichkeit von vorne herein in den Anleihebedingungen vorgesehen war und somit grundsätzlich von allen Gläubigern akzeptiert worden ist. Es setzt an die Stelle der vereinbarten Mehrheitsänderungsmöglichkeit einen gesetzlichen Eingriff in die vertraglich begründete Gläubigerposition und damit einen staatlichen Hoheitsakt.<sup>47</sup> Es wurde insofern sogar von einer „Perversion der CAC-Idee“ gesprochen.<sup>48</sup> Das griechische Vorgehen ist auf kontroverse Kritik gestoßen<sup>49</sup> und bildet den

---

<sup>45</sup> Besonders deutlich *Welt.de*, Staatsanleihen: Euro-Staaten beschließen Enteignungsklausel, Artikel vom 08.01.2013, <http://www.welt.de/finanzen/article112468144/Euro-Staaten-beschliessen-Enteignungsklausel.html>.

<sup>46</sup> Vgl. a.a.O. Die Bezeichnung ist auch in nicht wissenschaftlichen Blogs und Foren im Internet verbreitet, auf deren Einzelnachweis hier verzichtet wird. Im Kontext der juristischen Fachdiskussion bezieht sich *Philipp*, NVwZ - Extra 2013, 1, 4, auf diesen pejorativen Sprachgebrauch, was bis dato aber zu Recht keine Nachahmung gefunden hat.

<sup>47</sup> Dessen Bedeutung betonen auch die ersten Judikate deutscher Gerichte zum gesamten Komplex. Das LG Düsseldorf, r + s 2013, 550, hat entschieden, dass es sich bei der Umschuldung der griechischem Recht unterliegenden Anleihen um eine „Enteignungsangelegenheit“ im Sinne der allgemeinen Versicherungsbedingungen der Rechtsschutzversicherungen handelt und somit keine Deckung für Klagen von rechtsschutzversicherten Anlegern besteht. Angemerkt sei, dass die Auslegung des Begriffs der „Enteignungsangelegenheit“ im Sinne der Rechtsschutzbedingungen selbstverständlich in keiner Weise das verfassungsrechtliche und völkerrechtliche Verständnis präjudiziert. Das LG Konstanz, Urteil vom 19.11.2013 – 2 O 132/13 B, BeckRS 2013, 21405, hat seine Gerichtsbarkeit über die griechische Umschuldung verneint, weil das griechische Gesetz Nr. 4050/12 als Hoheitsakt der Staatenimmunität unterliege und ein Verzicht Griechenlands auf diese nicht ersichtlich sei.

<sup>48</sup> *Kopf*, Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 149, 175.

<sup>49</sup> Zur Wahrnehmung als willkürlich siehe *Weidemaier/Gulati*, A People's History of Collective Action Clauses, S. 35. Kritisch auch *Burn*, Bondholder Resolutions in the Courtroom, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 73, 83 und speziell wegen der Vorzugsbehandlung der Anleihen in der Hand der EZB, die von jedem Verzicht ausgenommen

Gegenstand gerichtlicher Klärungen,<sup>50</sup> deren Ausgang noch nicht endgültig absehbar ist.<sup>51</sup> Der europäische Ansatz bezieht sich hingegen bewusst nur auf neue Anleihen, um genau diese Problemfelder zu vermeiden. Demgemäß grenzt er sich eher von den griechischen Geschehnissen ab, als dass er sich mit diesen über einen Kamm scheren lässt. Gegenstand der vorliegenden Untersuchung sind die europäischen Umschuldungsklauseln, so dass die Bewertung der Spezifika der griechischen Ereignisse keinen Schwerpunkt bildet. Dies bedeutet indes nicht, dass die dem europäischen Ansatz inhärente Beschränkung auf neue Anleihen unhinterfragt bliebe. Sie wird selbstverständlich auf den Prüfstand gestellt, allerdings nicht mit Blick auf die Vergangenheit in Griechenland, sondern mit Perspektive auf die Zukunft im europäischen Währungsgebiet. Dies geschieht, da die europäische Festlegung diesen Themenbereich *de lege lata* auspart, im Rahmen des eigenen Vorschlags im fünften Kapitel.

Nachdem die Eingrenzung und Kontextualisierung des Untersuchungsgegenstandes erfolgt ist, soll die Untersuchung nunmehr damit beginnen, dass die Geschichte des CAC-Konzepts vergegenwärtigt wird.

---

wurden, *Kopf*, Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian* (Hrsg.), wie vorstehend, S. 149, 170.

<sup>50</sup> Siehe nur jüngst *Wirtschaftswoche.de*, Schuldenschnitt: DSW erwartet Klagewelle gegen Griechenland, Meldung vom 26.09.2013, <http://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/schuldenschnitt-dsw-erwartet-klagewelle-gegen-griechenland/8851632.html>. Aus dem juristischen Schrifttum siehe zu denkbaren Klagemöglichkeiten griechischer Gläubiger: *Sandrock*, RIW 2012, 429; *ders.*, RIW 2013, 12; *ders.*, WM 2013, 393, und *Thole*, WM 2012, 1793. Die Ausführungen *Sandrocks* sind allerdings, insbesondere soweit sie sich mit der Rolle von CAC im Rahmen der griechischen Umschuldung befassen, mit Vorsicht zu genießen. Teilweise werden schon die Fakten falsch dargestellt. So wird beispielsweise irrig davon ausgegangen, die Anleihen Griechenlands nach englischem Recht hätten einen Aggregationsmechanismus enthalten (RIW 2012, 429, 432 und RIW 2013, 12, 14; zu den tatsächlichen Abstimmungsergebnissen vgl. bereits oben Fn. 39). Ebenso wird verkannt, dass die von Griechenland angebotenen neuen Anleihen nicht griechischem, sondern englischem Recht unterliegen (RIW 2013, 12, 22), was indes gerade als besonderer Anreiz für die Zustimmung der Gläubiger empfunden wird (vgl. *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, S. 26 f.). Auch die von *Sandrock* gezogenen rechtlichen Schlüsse stellen eine fragwürdige Einzelmeinung dar, siehe dazu an entsprechender Stelle der Arbeit (unten 5.5.2.3.4).

<sup>51</sup> Die bis Anfang 2014 bekannt gewordenen Entscheidungen deutscher Gerichte (siehe Fn. 47) sind zuungunsten der Gläubiger ausgefallen.



# 1 Die Entwicklung des CAC-Konzepts bis zur Eurokrise

Als Grundlage für die vertiefte Untersuchung der Verwendung von CAC im europäischen Währungsraum geht es in diesem ersten Kapitel zunächst um eine Bestandsaufnahme des Konzepts der Umschuldungsklauseln, auf das die Eurostaaten Rückgriff genommen haben, um es für ihre eigene Situation anzupassen und zu übernehmen. Die Schlussfolgerungen des Europäischen Rates betreffend die zukünftige Verwendung von CAC vom 24./25. März 2011, die die Basis für die europäische Festlegung bilden, benennen die Bezugspunkte dabei explizit, wenn sie ausführen: „Die [neu zu schaffenden] Umschuldungsklauseln werden mit denjenigen vereinbar<sup>52</sup> sein, die seit dem Bericht der G10 über Umschuldungsklauseln auf dem US-amerikanischen und dem britischen Markt üblich sind.“<sup>53</sup> Bei dem angesprochenen Bericht der G10 handelt es sich um den *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses* vom 26.09.2002.<sup>54</sup> Dieser datiert nicht zufällig aus dem Jahr 2002. Die Jahre 2001-2003 waren vielmehr prägend für die Entwicklung des Konzepts der Umschuldungsklauseln. In dieser Zeit erreichte die wissenschaftliche und auch politische Befassung mit der Problematik der Zahlungsunfähigkeit von Staaten einen Höhepunkt, der insbesondere durch den Vorschlag des IWF für einen *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM), d.h. für einen institutionalisierten und gesetzesbasierten Staateninsolvenzmechanismus, markiert wurde („*statutory approach*“, gesetzgeberischer Ansatz). In der Auseinandersetzung mit diesem Vorschlag dienten CAC als der von den Vertretern eines marktbasieren, vertraglichen Ansatzes („*contractual approach*“) favorisierte Gegenentwurf. Während der SDRM im Frühjahr 2003 auf politischer Ebene scheiterte, fanden CAC auf breiter Front Eingang in die Emissionspraxis bei Staatsanleihen der seinerzeit im Fokus stehenden Entwicklungs- und Schwellenländer und führten zu einer entsprechenden Prägung der bis heute

---

<sup>52</sup> In der englischen Fassung lautet die Formulierung „consistent with“, was in diesem Kontext treffender mit „gleichartig“ zu übersetzen gewesen wäre.

<sup>53</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31.

<sup>54</sup> Nachfolgend „G10-Bericht“.

fortdauernden Marktpraxis. Diese Entwicklungen, die die konzeptionelle Grundlage und das praktische Vorbild für die Festlegung auf CAC als Kriseninstrument für den europäischen Währungsraum bilden, gilt es im Folgenden zu beschreiben und zu analysieren.

## **1.1 Ausgangslage**

Während das Ringen um die rechtliche Erfassung und Behandlung des Phänomens der Zahlungsunfähigkeit von Staaten auf eine lange Historie zurück blickt,<sup>55</sup> wurde die Bündelung der Gläubigerzustimmung durch die Ermöglichung einer Mehrheitsentscheidung dabei lange Zeit nicht als Problem wahrgenommen.<sup>56</sup> Dies erklärt sich durch Verschiebungen in der Struktur der Finanzierungsquellen der von Zahlungsunfähigkeit betroffenen Staaten in den letzten Jahrzehnten und durch die damit verbundenen Folgen für deren Umschuldungsbemühungen. Dabei richtet sich der Blick im Wesentlichen auf die Entwicklungs- und Schwellenländer, weil das Problem nicht mehr tragfähiger Staatsverschuldung in der Zeit nach dem zweiten Weltkrieg bis zur Griechenland-Krise nur dort virulent wurde.

### **1.1.1 Entwicklung von Anleihen zum zentralen Instrument der Staatenfinanzierung**

Bis Mitte der 80er Jahre spielten kapitalmarktgängige Anleihen nur eine äußerst untergeordnete Rolle bei der Finanzierung der Staatsschulden der Entwicklungs- und Schwellenländer. Der Löwenanteil des dortigen Refinanzierungsbedarfs wurde vielmehr durch klassische Kredite, die von Institutionen des öffentlichen

---

<sup>55</sup> Für weiterführende Literatur siehe oben Fn. 4.

<sup>56</sup> So taucht der Themenkomplex der Kollektivhandlungsprobleme beispielsweise in der die vertragliche Umschuldung von Staaten umfassend erörternden Arbeit von *Cremer*, *Privatrechtliche Verträge als Instrument zur Beilegung staatlicher Insolvenzkrise*, nur sehr punktuell auf (S. 41 f.) und als Lösung werden nur Klauseln für eine materielle Gläubigergleichbehandlung („Klauseln zur Vermeidung von Verteilungskämpfen“, S. 91 ff.), nicht aber Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger diskutiert.

Sektors einerseits und Banken andererseits gewährt wurden, gedeckt.<sup>57</sup> Diese Kreditverschuldung wuchs zu Beginn und im Verlauf der 80er Jahre insbesondere in den Staaten Lateinamerikas auf ein nicht mehr tragfähiges Maß an, wodurch die Gläubigerbanken nicht minder als die Schuldnerstaaten „Geiseln der enormen Höhe der ausstehenden Zahlungen“<sup>58</sup> wurden. Im August 1982 erklärte Mexiko seine Zahlungsunfähigkeit und ebenso erging es innerhalb der nächsten beiden Jahre über zwanzig weiteren Staaten.<sup>59</sup> Die in diesem Zusammenhang erforderlichen Umschuldungsverhandlungen erfolgten im seit den 50er Jahren bestehenden Rahmen<sup>60</sup> des Pariser Clubs für die öffentlichen Gläubiger und des Londoner Clubs für die privaten Gläubigerbanken.<sup>61</sup> Bei diesen Verhandlungen kam es nach allgemeiner Wahrnehmung nicht zu Koordinierungsproblemen und keinem nennenswertem Trittbrettfahrerverhalten,<sup>62</sup> weil es sich um einen weitgehend geschlossenen und in fortlaufenden Beziehungen zueinander stehenden Kreis Betroffener mit entsprechendem Gruppendruck<sup>63</sup> handelte. Die regelmäßig wiederkehrend involvierten Gläubigerbanken hatten einen Anreiz zu nachhaltig kooperativem Verhalten<sup>64</sup> und auf sie konnte auch von staatlicher Seite durch (beispielsweise regulatorische) Anreize eingewirkt werden.<sup>65</sup> Dies bedeutet indes nicht, dass es

---

<sup>57</sup> Vgl. die tabellarische Zusammenstellung der Struktur der Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer im Zeitraum 1980-2001 bei: *Berensmann*, Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen, S. 3.

<sup>58</sup> *Ermrich*, Die Zahlungsunfähigkeit von Staaten, S. 37.

<sup>59</sup> *Buchheit/Gulati*, Greek Debt - The Endgame Scenarios, in: *Allen/Alphandéry (Hrsg.)*, Life in the eurozone with or without sovereign default?, S. 83, 93.

<sup>60</sup> Vgl. *Herdegen*, Internationales Wirtschaftsrecht, S. 338 f.

<sup>61</sup> Siehe nur die Aufstellung der zahlreichen durch die Clubs in den Jahren 1983, 1984 und 1985 erreichten Umschuldungsvereinbarungen bei *Bunge*, Die Internationale Schuldenkrise - Ursachen und Lösungsansätze, S. 78 f.

<sup>62</sup> Kollektivhandlungsprobleme im Rahmen der damals üblichen Konsortialkredite wurden zunächst theoretisch im ökonomischen Schrifttum erörtert. Grundlegend: *Sachs*, Theoretical Issues in International Borrowing, S. 35. Praktisch greifbar wurden sie punktuell im Rahmen der Verfahren vor US-Gerichten in der Rechtssache *Allied Bank International v. Banco Credito Agricola de Cartago*, siehe dazu *Rogoff/Zettelmeyer*, IMF Staff Papers 49 (2002), 470, 475, ein allgemeines Problembewusstsein entwickelte sich daraus zunächst aber nicht.

<sup>63</sup> *Hays*, Brooklyn Law Review 75 (2010), 905, 914.

<sup>64</sup> *Dixon/Wall*, Financial Stability Review 2000, 142 f.

<sup>65</sup> *Jacklin*, Law and Contemporary Problems 73 (2010), 175, 179.

nicht zu Auseinandersetzungen innerhalb der Gläubiger und damit einhergehenden Verzögerungen des Verhandlungsprozesses kam.<sup>66</sup> Die geschlossene Gläubigerstruktur löste sich ab Ende der 1980er Jahre zusehends auf, wofür sich als Ursache zwei Entwicklungen identifizieren lassen.<sup>67</sup> Zum einen entdeckten die Gläubigerbanken als eine Strategie zur Begrenzung ihrer Kreditrisiken die Möglichkeit zum Weiterverkauf von Kreditforderungen gegen Staaten unter Nennwert, wodurch sich ein Sekundärmarkt für diese herausbildete.<sup>68</sup> Zum anderen wurde 1989 der nach dem damaligen US-Finanzminister *Nicholas Brady* benannte Brady-Plan entwickelt. Er wurde zunächst in Mexiko und in den folgenden Jahren in einer Vielzahl von Schwellenländern umgesetzt. Dieser sah als Lösung der lateinamerikanischen Schuldenkrise den Umtausch der bestehenden Kreditforderungen gegen neu geschaffene Schuldverschreibungen vor.<sup>69</sup> Diese Schuldverschreibungen (gemeinhin *brady bonds* genannt) waren Wertpapiere, die öffentlich am Kapitalmarkt gehandelt werden konnten. Sie erlangten ihre besondere Attraktivität dadurch, dass sie als Sicherheit mit Staatsanleihen der USA unterlegt waren. Die Schaffung der *brady bonds* markierte eine Zäsur, die zu einer grundlegenden Verschiebung in der Schuldenstruktur und damit auch im Schuldnerkreis der Schwellenländer führte. Fortan waren Staatsanleihen mit einem heterogenen und unüberschaubaren Gläubigerkreis das zentrale Instrument der Staatenfinanzierung für Schwellenländer. Im Gefolge des Brady-Plans gelang Schwellenländern auch jenseits von Umschuldungsmaßnahmen die Neuemission eigener Schuldtitel auf dem Kapitalmarkt.<sup>70</sup> Diese Entwicklung fiel im Umfeld der in den 1990er Jahren zusehends voranschreitenden

---

<sup>66</sup> Auf so verstandene Koordinierungsprobleme unter Gläubigern verweisen *Das/Papaioannou/Trebesch*, *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, S. 17 f.

<sup>67</sup> *Szodruch*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, S. 102 f.

<sup>68</sup> Eingehend stellt diese Entwicklung *Buckley*, *Fordham Int'l L.J.* 21 (1997), 1152 dar. Zum erheblich wachsenden Volumen des Sekundärmarkts ab 1987 siehe dort S. 1191 f.

<sup>69</sup> Zu den im vorliegenden Kontext nicht weiter relevanten Einzelheiten dieser Transaktionen siehe: *Buckley*, *Fordham Int'l L.J.* 21 (1997), 1802, 1804 ff.

<sup>70</sup> *Szodruch*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, S. 105.

Globalisierung auf fruchtbaren Boden und es kam zu einem enormen Wachstum der Anleihemärkte.<sup>71</sup> Damit war hinsichtlich der Schulden- und Gläubigerstruktur eine „neue Unübersichtlichkeit“<sup>72</sup> entstanden, die neue Herausforderungen und Probleme für zukünftige Umschuldungssituationen mit sich bringen sollte.

### **1.1.2 Wahrnehmung der Anleihefinanzierung als Problemfeld im Kontext von Umschuldungen**

Die Hoffnungen, der Brady-Plan würde das Verschuldungsproblem der Schwellenländer längerfristig lösen, wurden schnell enttäuscht. Stattdessen entwickelte sich ein Bewusstsein dafür, dass das Vorhandensein von Anleihen selbst einen Problemfaktor im Kontext neuerlicher Umschuldungen darstellen kann. Diese Einsicht beruht auf zwei Entwicklungen:

Schon in den Jahren 1994/1995 stand Mexiko infolge einer Währungskrise vor dem Problem, Auslandsanleihen nicht mehr bedienen zu können.<sup>73</sup> In dieser Lage entschloss sich der öffentliche Sektor unter der Federführung der USA und des IWF zur Gewährung von Rettungskrediten (*Bail-out*), um die Tilgung der Anleihen sicherzustellen und negative Folgewirkungen wirtschaftlicher und politischer Art zu verhindern.<sup>74</sup> Dieses bis dahin größte Rettungspaket der Geschichte führte zu einer verstärkten Diskussion über Alternativen zu immer neuen *Bail-outs*, die einseitig den öffentlichen Sektor belasten.<sup>75</sup>

Daneben traten die gläubigerseitigen Kollektivhandlungsprobleme im Rahmen von Umschuldungsmaßnahmen deutlicher zutage und *Hold-out*-Gläubiger wurden als ernstzunehmendes Problem wahrgenommen. Hintergrund waren die zeitweiligen Erfolge, die spezialisierte Fonds damit erzielten, sich der

---

<sup>71</sup> Berensmann, Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen, S. 1.

<sup>72</sup> Pfeiffer, ZVglRWiss 102 (2003), 141, 145.

<sup>73</sup> Luna Martinez, Globalisierung und Finanzkrisen, S. 98.

<sup>74</sup> Vgl. Rieffel, Restructuring sovereign debt, S. 198 ff.

<sup>75</sup> Jacklin, Law and Contemporary Problems 73 (2010), 175, 182; Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 12.

Zustimmung zu Umschuldungslösungen zu verweigern und statt dessen den vollen Nennbetrag von auf dem Sekundärmarkt mit deutlichem Abschlag erworbenen Kreditforderungen im Klagewege einzufordern, um schließlich vom betroffenen Staat abgefunden zu werden.<sup>76</sup>

In diesem Kontext reifte die Erkenntnis, dass die klassischen Probleme im Umgang mit der Zahlungsunfähigkeit von Staaten sich durch die Entwicklung hin zu Anleihen verschärft haben und dass neben der fortwährenden und letztlich weithin fruchtlosen Suche nach institutionellen Abhilfen auch nach Lösungswegen auf der Ebene der Anleihen selbst zu suchen ist.<sup>77</sup>

### 1.1.3 Auftauchen des CAC-Konzepts als Lösungsansatz

Dass Umschuldungsklauseln als Ansatz zum geordneten Umgang mit der Situation der Zahlungsunfähigkeit eines Staates identifiziert und als Lösungskonzept vorgeschlagen werden, lässt sich dementsprechend bis in das Jahr 1995 zurückverfolgen,<sup>78</sup> wo dieser Vorschlag in der Wissenschaft auftauchte<sup>79</sup> und sogleich auch auf politischer Ebene Fuß fasste. Auf dem G7-Gipfel in Halifax im Juni 1995 hatten die Staats- und Regierungschefs beschlossen, die Suche nach Wegen für einen geordneten Umgang mit staatlichen Liquiditätskrisen zu intensivieren und zu diesem Zweck im Rahmen der G10<sup>80</sup> einen Bericht erstellen zu lassen.<sup>81</sup> Im Vorfeld dieses Berichts legten

---

<sup>76</sup> Einen Überblick über diese Verfahren und die dahinter stehenden juristischen Probleme geben *Panizza/Sturzenegger/Zettelmeyer*, *Journal of Economic Literature* 47 (2009), 651, 656 ff.

<sup>77</sup> *Hurlock*, *Euromoney* August 1995, 78; zusammenfassend aus rückblickender Perspektive: *Rogoff/Zettelmeyer*, *IMF Staff Papers* 49 (2002), 470, 488.

<sup>78</sup> *Rogoff/Zettelmeyer*, *IMF Staff Papers* 49 (2002), 470, 487 ff.

<sup>79</sup> *Eichengreen/Portes*, *Crisis? What crisis? Orderly workouts for sovereign debtors*, S. 35 f., die die Idee allerdings (was häufig nicht erwähnt wird) nicht selbst erarbeitet haben, sondern sich auf den Beitrag von *Greenwood* und *Mercer* zu ihrer Studie stützen, vgl. *a.a.O.*, S. 109 f. Als frühe kritische Stimme mit Blick auf eine übermäßige Beschneidung der Gläubigerrechte ist *Macmillan*, *Northwestern Journal of International Law & Business* 16 (1995), 57, 99 zu nennen.

<sup>80</sup> Siehe zu Zusammensetzung, Entwicklung und Aufgabenstellung der verschiedenen Gruppen von Staaten: *Internationaler Währungsfonds*, *A Guide to Committees, Groups, and Clubs*, <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/groups.htm>.

<sup>81</sup> *Group of Seven*, *Halifax Summit Communiqué*, 16.06.1995, Rn. 20, <http://www.g8.utoronto.ca/summit/1995halifax/communique/index.html>.

*Eichengreen* und *Portes* eine umfangreiche Studie über Instrumente für geordnete Umschuldungen vor, in der unter anderem die Verwendung vertraglicher Klauseln zur Änderung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsentscheidung der Gläubiger ausdrücklich vorgeschlagen und die Erarbeitung entsprechender Musterklauseln angeregt werden.<sup>82</sup> In der Begründung zu diesem Vorschlag findet sich insbesondere auch der Gedanke, eine Änderung der Vertragspraxis lasse sich wesentlich schneller und leichter realisieren als die Schaffung eines völkervertragsrechtlichen Mechanismus mit entsprechender Wirkung.<sup>83</sup> Die Autoren dieser Studie können damit als die „Väter des *contractual approach*“ bezeichnet werden.<sup>84</sup> Diesen Ansatz greift auch der schließlich im Jahr 1996 vorgelegte Bericht der G10-Arbeitsgruppe,<sup>85</sup> der nach dem Namen ihres Vorsitzenden als „Rey-Report“ bekannt ist, auf.<sup>86</sup> Der Bericht spricht sich klar gegen die Schaffung eines formalisierten Staateninsolvenzregimes mit entsprechenden Institutionen und für einen einzelfallbezogenen Umgang mit zukünftigen Finanzkrisen aus. Er schlägt dafür eine Reihe von Maßnahmen zur Funktionsverbesserung des bestehenden Systems vor.<sup>87</sup> Darunter findet sich insbesondere auch der Vorschlag, in die Anleiheverträge internationaler Staatsanleihen Vertragsbedingungen aufzunehmen, die den Entscheidungsprozess über Umschuldungsmaßnahmen auf Gläubigerseite vereinfachen.<sup>88</sup> Ins Spiel gebracht werden Regelungen zur gemeinsamen Vertretung der Gläubiger, zur Ermöglichung bindender Mehrheitsentscheidungen und zur gleichmäßigen Erlösverteilung unter den Gläubigern („*sharing*“). Die in diesem Vorschlag grundgelegten Gedanken enthalten den Kern des CAC-Konzepts, wie er bis zum heutigen Tag fortwirkt,

---

<sup>82</sup> *Eichengreen/Portes*, *Crisis? What crisis? Orderly workouts for sovereign debtors*, S. 35 und 49.

<sup>83</sup> *Greenwood/Mercer*, in: *Eichengreen/Portes*, wie vorstehend, S. 109 f.

<sup>84</sup> Vgl. *Rogoff/Zettelmeyer*, *IMF Staff Papers* 49 (2002), 470, S. 488.

<sup>85</sup> *Group of Ten*, *The resolution of sovereign liquidity crises*.

<sup>86</sup> *Haldane*, *Financial Stability Review* 1999, 184, 195 (Fn. 18).

<sup>87</sup> *Group of Ten*, *The resolution of sovereign liquidity crises*, S. 2.

<sup>88</sup> A.a.O., S. 15 ff.

auch wenn der Begriff „*collective action clauses*“ selbst im Rey-Report noch nicht verwandt wird. Er lässt sich als Sammelbezeichnung für ein entsprechendes Klauselwerk in den Anleihebedingungen von Staatsanleihen soweit ersichtlich erstmals im Bericht einer Arbeitsgruppe der in dieser Zusammensetzung nur kurzzeitig aktiven G22<sup>89</sup> nachweisen<sup>90</sup> und findet sich sodann auch in der Erklärung der G7 zum Wirtschaftsgipfel von Köln.<sup>91</sup> In der Folge wurde er allgemein mit dieser Bedeutung verwandt.<sup>92</sup> Wie auch schon im Rey-Report<sup>93</sup> wird dabei jeweils betont, dass es sich um eine marktbasierende Lösung handeln soll, d.h. dass die Umsetzung autonom durch die Marktakteure erfolgen soll. Dieser Appell verhallte indes zunächst folgenlos, weil der Markt die Ideen nicht aufgriff und sie damit keinerlei Niederschlag in der Emissionspraxis fanden.<sup>94</sup> Die erste Welle der Diskussion über das Thema CAC in Staatsanleihen verebbte damit zunächst wirkungslos.

## **1.2 Konzeptioneller Wettstreit zwischen gesetzgeberischem und vertraglichem Ansatz**

Neuen Auftrieb erhielt die Thematik erst wieder im Jahr 2002 im Zusammenhang mit der Diskussion um den SDRM. Vorausgegangen war im Winter 2001/2002 die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens, die wegen ihrer Dimensionen sowohl hinsichtlich der ausstehenden Beträge als auch hinsichtlich der Zahl der Betroffenen alle bisherigen Fälle in den Schatten stellte und damit dem Thema

---

<sup>89</sup> Dabei handelte es sich um einen in Reaktion auf die Asienkrise im Jahr 1998 mit Gipfeltreffen in Washington D.C. begründeten Vorläufer der heutigen G20, also um einen Zusammenschluss von Industrie- und Schwellenländern. Vgl. *Group of Twenty, The Group of Twenty: a History*, S. 12.

<sup>90</sup> *Group of Twenty-two, Reports on the International Financial Architecture - Report of the Working Group on International Financial Crises*, insbesondere Seiten viii. und 20 ff.

<sup>91</sup> *Group of Seven, Statement at the Cologne Summit*, 18.06.1999, Punkt 7.E, [http://www.g8.utoronto.ca/summit/1999koln/g7statement\\_june18.htm](http://www.g8.utoronto.ca/summit/1999koln/g7statement_june18.htm).

<sup>92</sup> Siehe z.B. *Haldane, Financial Stability Review 1999*, 184; *Dixon/Wall, Financial Stability Review 2000*, 142.

<sup>93</sup> *Group of Ten, The resolution of sovereign liquidity crises*, S. 18.

<sup>94</sup> Vgl. *Buchheit/Gulati/Mody, Emory Law Journal* 51 (2002), 1317, 1358 ff.



des Umgangs mit Staatsschuldenkrisen endgültig zu höchster wissenschaftlicher und insbesondere auch politischer Priorität verhalf.<sup>95</sup>

### **1.2.1 Der Vorschlag für einen *Sovereign Debt Restructuring Mechanism***

In diesem Umfeld unternahm der IWF unter der Federführung der seinerzeitigen stellvertretenden Generaldirektorin *Anne O. Krueger* einen Anlauf zur grundlegenden Neuordnung des Instrumentariums für die Lösung von Staatsschuldenkrisen. Unter dem Titel „*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*“ (SDRM) wurde die Schaffung eines einheitlichen und geordneten, rechtlich zwingenden Umschuldungsverfahrens für Staaten vorgeschlagen,<sup>96</sup> das auf Völkervertragsrecht, d.h. konkret auf einer Einfügung entsprechender Regelungen in das IWF-Übereinkommen,<sup>97</sup> basieren sollte. Damit war die Schaffung eines „Insolvenzrechts für Staaten“ in Analogie zu nationalen Insolvenzrechtsordnungen auf einmal vom eher theoretischen Desiderat der wissenschaftlichen Diskussion<sup>98</sup> zur greifbaren politischen Option geworden und der IWF wies sich als Verfechter des *statutory approach*, also einer Lösung der Staateninsolvenzproblematik auf Grundlage der Schaffung einer verbindlichen

---

<sup>95</sup> Siehe zu Verlauf und Ausmaß der argentinischen Zahlungseinstellung im Einzelnen: *Szodrich*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 116 ff.

<sup>96</sup> Die Idee wurde von *Krueger* in einer Rede im November 2001 („A New Approach to Sovereign Debt Restructuring“, Rede beim National Economists' Club Annual Members' Dinner am 26.11.2001, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>) erstmals vorgestellt und anschließend im Verlauf der heftigen und kritischen Diskussion in einer Reihe von Veröffentlichungen des IWF und *Kruegers* präzisiert und auch modifiziert. Siehe insbesondere: *Krueger*, A new approach to sovereign debt restructuring (im April 2002 veröffentlichtes Buch); *dies.*, New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking, Rede auf der Konferenz "Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards" des „Institute for International Economics Washington DC“ am 1. April 2002, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm> ; sowie *Internationaler Währungsfonds*, A Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Reflections and Future Work; *ders.*, The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Considerations; *ders.*, Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism. Eine umfassende Zusammenstellung der Veröffentlichungen des IWF zu diesem Thema findet sich auf der Internetseite „Sovereign Debt Restructuring and the IMF“, <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=26>.

<sup>97</sup> Siehe zu den Vorzügen und Problempunkten dieses Weges: *Kämmerer*, ZaöRV 2005, 651, 672.

<sup>98</sup> Exemplarisch genannt sei eine (politikwissenschaftliche) Dissertation aus dem Jahr 1989: *Malagardis*, Ein "Konkursrecht" für Staaten?.

Normierung außerhalb des Rechtsverhältnisses von Gläubiger und Schuldner, aus.<sup>99</sup> Allerdings darf man die inhaltliche Tragweite dieser oft pauschal und vorschnell bemühten Begrifflichkeit nicht überbewerten. Im Unterschied zu nationalen Insolvenzrechten war es nie Gegenstand des SDRM, den Inhalt einer Restrukturierung rechtsverbindlich für den Fall vorzugeben, dass die Beteiligten keine Einigung erzielen.<sup>100</sup> Es ging vielmehr darum, einen zwingenden verfahrensmäßigen Rahmen bereit zu halten, unter dessen Schirm die Beteiligten auf geordnetem Wege eine Verhandlungslösung finden sollten. Kern dieses Rahmens war zuerst eine zeitlich begrenzte Phase für einen rechtlich flankierten Zahlungsaufschub, während derer Altgläubigern die Durchsetzung ihrer Forderungen unmöglich sein sollte und neue Gläubiger mit einer Vorrangstellung gelockt werden sollten. Ein in dieser Phase ausgehandeltes Ergebnis sollte sodann durch Mechanismen zur umfassenden Bindung aller Gläubiger an einen mehrheitlich beschlossenen Umschuldungsplan allgemeinverbindlich werden. Ergänzend hierzu war auf Ebene des Rechtsschutzes die Einrichtung eines Schiedsgerichts (*Sovereign Debt Dispute Resolution Forum*) vorgesehen.<sup>101</sup> Die breit gefächerte kritische Diskussion rund um den SDRM führte zunächst zu einem „meanderdrierenden [sic] Willensbildungsprozess“<sup>102</sup> im IWF<sup>103</sup> und dazu, dass ein ausgereifter und auch rechtstechnische Problemstellungen beantwortender konkreter Entwurf letztlich

---

<sup>99</sup> Vgl. *Krueger*, A new approach to sovereign debt restructuring, S. 33 ff.

<sup>100</sup> *Krueger*, A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, Rede beim National Economists' Club Annual Members' Dinner am 26.11.2001, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.

<sup>101</sup> Die Erörterung von Detailfragen zur inhaltlichen Ausgestaltung des SDRM liegt außerhalb des Gegenstands der vorliegenden Untersuchung und hat vornehmlich historischen Charakter. Den letzten Stand des Konzepts spiegelt das Dokument *Internationaler Währungsfonds*, Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism wieder. Vgl. für einen umfassenderen Überblick über die vorgeschlagenen Lösungsansätze: *Berensmann*, Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen, S. 19 ff. Ein analytischer Vergleich mit anderen Vorschlägen für ein „Insolvenzverfahrensrecht für Staaten“ findet sich bei *Berensmann/Herzberg*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 856.

<sup>102</sup> *Kerber*, Souveränität und Konkurs, S. 19.

<sup>103</sup> Die zeitliche Abfolge der Entwicklungen schildert zusammenfassend *Rieffel*, Restructuring sovereign debt, S. 253 ff.

nie fertig gestellt wurde. Stattdessen wurde der Vorschlag für den SDRM zu einem Kristallisationspunkt und Katalysator für den Durchbruch des CAC-Konzepts.

### 1.2.2 CAC als Gegenentwurf zum SDRM

Der SDRM stieß bei einer Reihe von Akteuren auf grundlegende Ablehnung.<sup>104</sup> Dies gilt von Beginn an und in aller Deutlichkeit für die Interessenverbände des privaten Sektors, d.h. der Käuferseite für Staatsanleihen, die eine zu weitgehende Verkürzung der Gläubigerrechte und damit eine Entwertung ihrer Forderungen fürchteten und den SDRM für überflüssig und kontraproduktiv hielten.<sup>105</sup> In die gleiche Richtung entwickelte sich die Position der US-Regierung. Nachdem es zunächst der damalige Finanzminister *Paul O'Neill* gewesen war, der bei den Verantwortlichen des IWF die Erarbeitung eines Konzepts für ein internationales Staateninsolvenzverfahren angeregt und erbeten hatte,<sup>106</sup> setzte sich im US-Finanzministerium rasch eine ablehnende Haltung durch, die der allgemeinen politischen Philosophie der konservativen Regierung von *George W. Bush* folgend einen externen Eingriff in die Vertragsbeziehungen zwischen Gläubiger und Schuldner durch supranationales Recht ablehnte und stattdessen eine marktbasierende, auf dem autonomen Willen der Vertragsparteien aufbauende Lösung suchte.<sup>107</sup> Die Vertreter dieser Strömung, federführend der Staatssekretär für internationale Angelegenheiten<sup>108</sup> *John B. Taylor*,<sup>109</sup> entdeckten daraufhin das CAC-Konzept mit seinem „*contractual approach*“, wie es im Rey-Report angelegt war, für sich, und bauten

---

<sup>104</sup> Vgl. *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 16 ff.

<sup>105</sup> *Gray*, Georgetown Journal of International Law 35 (2004), 693, 697.

<sup>106</sup> *Quarles*, Law and Contemporary Problems 73 (2010), 29, 35; *Taylor*, Global financial warriors, S. 110. Vgl. auch *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 19 Fn. 24.

<sup>107</sup> *Quarles*, a.a.O.

<sup>108</sup> *Under Secretary of the Treasury for International Affairs*.

<sup>109</sup> Vgl. zur zentralen Rolle Taylors: *Gelpern/Gulati*, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 367, 373.

es zu einem Gegenentwurf zum SDRM auf.<sup>110</sup> Im April 2002 brachte *Taylor* sein Konzept in die öffentliche Debatte ein<sup>111</sup> und erreichte durch diplomatische Bemühungen auf höchster Ebene,<sup>112</sup> dass sich die G7 in einem Aktionsplan darauf festlegten, auf die schnellstmögliche allgemeine Einführung von CAC in den Neuemissionen von Schwellenländern zu drängen.<sup>113</sup> Die in diesem Aktionsplan angelegten Leitlinien für den Inhalt der Klauseln waren sehr ambitioniert und umfassten neben der bindenden Mehrheitsentscheidung der Gläubiger auch innovative Elemente wie eine klauselbasierte Moratoriumsphase und die Aggregation der Mehrheitsentscheidung über Anleihen hinweg.<sup>114</sup> Auf dieser Basis wurde eine Arbeitsgruppe der G10 unter der Leitung eines Vertreters der amerikanischen Regierung, *Randy Quarles*,<sup>115</sup> eingerichtet, die sich mit der konkreten Ausgestaltung möglicher Klauseln befassen sollte. Diese Arbeitsgruppe legte schließlich am 26. September 2002 ihren vielzitierten Bericht vor,<sup>116</sup> der seither zum Maßstab und Bezugspunkt für die weitere Entwicklung des CAC-Konzepts wurde. Inhaltlich erweist sich der G10-Bericht, an dessen Erstellung auch Vertreter der anwaltlichen Praxis auf Emittenten- und Gläubigerseite beteiligt waren,<sup>117</sup> deutlich weniger ambitioniert als noch der G7-Aktionsplan. So wird insbesondere ein Aggregationsmechanismus als auf rein

---

<sup>110</sup> *Taylor*, *Global financial warriors*, S. 111 ff.

<sup>111</sup> *Taylor*, *Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective*, Rede beim Institute for International Economics, Washington, D.C., am 2. April 2002, <http://www.stanford.edu/~johntayl/Essential%20Reform%20of%20the%20International%20Financial%20System,%20CACs.htm>.

<sup>112</sup> Diese werden in seinen Memoiren im Einzelnen geschildert, vgl. *Taylor*, *Global financial warriors*, S.115 ff.

<sup>113</sup> *G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Statement on the Action Plan, 20.04.2002, <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm022004.htm>.

<sup>114</sup> Eine genauere Auseinandersetzung mit den Vorschlägen *Taylor*s findet sich bei *Schier*, *Towards a reorganisation system for sovereign debt*, S. 28 ff.

<sup>115</sup> Dementsprechend wird der am Ende vorgelegte Bericht bisweilen auch als „*Quarles Report*“ bezeichnet.

<sup>116</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses.

<sup>117</sup> A.a.O., S. 9.

vertraglicher Grundlage nicht machbar eingestuft<sup>118</sup> und von einer klauselbasierten Moratoriumsphase ist überhaupt nicht mehr die Rede.<sup>119</sup>

### 1.2.3 Politischer Ausgang zugunsten CAC

Die gezielte Gegenüberstellung des CAC-Konzepts als Alternative zum SDRM durch *Taylor* verfiel auf politischer Ebene zunächst nicht uneingeschränkt. Sie führte vielmehr verbreitet dazu, dass sich eine Linie entwickelte, die versuchte, beide Konzepte kumulativ voran zu treiben. Dies war aus Sicht der Befürworter des SDRM nahe liegend, weil auf einzelne Staatsanleihen bezogene Umschuldungsklausel aus dieser Perspektive als begrüßenswerter aber nicht ausreichender Schritt in die richtige Richtung erschienen, der sich ohne Weiteres mit einem darüber hinaus gehenden gesetzlichen Verfahren kombinieren lies.<sup>120</sup> So setzte sich selbst innerhalb der US-Regierung zunächst Finanzminister *O'Neill* mit der Befürwortung eines zweigleisigen Vorgehens<sup>121</sup> durch, wonach kurzfristig CAC eingeführt und diese mittelfristig durch die Entwicklung eines SDRM flankiert werden sollten.<sup>122</sup> Dieser zweigleisige Ansatz spiegelt sich dann auch im G7-Aktionsplan wieder.<sup>123</sup> Durchschlagendere Wirkung hatte die Positionierung des CAC-Konzepts als Alternative zum SDRM dagegen im Kreis der Interessenvertreter des privaten Sektors.<sup>124</sup> Diese gaben nämlich ihre bisher bestehende Fundamentalopposition gegen CAC auf und favorisierten diese als „kleineres Übel“<sup>125</sup> gegenüber dem SDRM.<sup>126</sup> Damit zeichnete sich ein Weg zu

---

<sup>118</sup> A.a.O., S. 5 f.

<sup>119</sup> Zu den Einzelheiten der vorgeschlagenen Klauseln siehe unter 1.4.2.

<sup>120</sup> *Sharma*, *Journal of World Trade* 38 (2004), 627, 635; *Gray*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 693, 697.

<sup>121</sup> Das Schlagwort für diesen Weg lautete „*dual-track process*“, vgl. *Quarles*, *Law and Contemporary Problems* 73 (2010), 29, 36.

<sup>122</sup> Vgl. *Taylor*, *Global financial warriors*, S.118.

<sup>123</sup> *G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Statement on the Action Plan, 20.04.2002, <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm022004.htm>.

<sup>124</sup> *Gelpern/Gulati*, *Journal of Comparative Economics* 41 (2013), 367, 373.

<sup>125</sup> Vgl. *Eichengreen/Kletzer/Mody*, *Crisis Resolution: Next Steps*, S. 11.

<sup>126</sup> *Galvis/Saad*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 713, 715.

einer grundsätzlichen Akzeptanz von CAC als Marktstandard ab und die kritische Aufmerksamkeit des privaten Sektors verschob sich auf die Ebene der konkreten Ausgestaltung der Klauseln.<sup>127</sup> Diese Bemühungen kulminierten darin, dass sieben führende private Wertpapierhandelsverbände<sup>128</sup> Einigkeit über einen Vorschlag für Musterklauseln erzielten und diesen im Januar 2003 vorlegten.<sup>129</sup>

Eine bedeutende Verschiebung in den politischen Koordinaten des Wettstreits zwischen SDRM und CAC ergab sich schließlich durch den Rücktritt *O’Neills* als amerikanischer Finanzminister im Dezember 2002. Sein Nachfolger *John W. Snow* war ein eindeutiger Verfechter des vertraglichen Lösungsansatzes und lehnte jede Weiterarbeit am SDRM ab.<sup>130</sup> In diesem CAC zusehends freundlicher gegenüberstehenden Umfeld entschloss sich schließlich Mexiko, das den SDRM wie eine Reihe weiterer Schwellenländer als Gefahr für die zukünftigen Finanzierungsmöglichkeiten ablehnte,<sup>131</sup> als Pionier voran zu gehen und durch eine entsprechend gestaltete Anleiheemission nach dem Recht von New York das CAC-Konzept am dortigen Finanzplatz erstmals öffentlichkeitswirksam in die Praxis zu überführen.<sup>132</sup> Diese Emission im Februar/März 2003 verlief äußerst erfolgreich<sup>133</sup> und wurde auf politischer Ebene ebenso wie von den Marktteilnehmern als Wendepunkt wahrgenommen.<sup>134</sup>

Mit der erfolgreichen praktischen Umsetzung des CAC-Konzepts war der Staateninsolvenzproblematik der politische Handlungsdruck genommen. Die nunmehr offene Ablehnung durch die USA, ohne deren Mitwirkung die für die

---

<sup>127</sup> Siehe dazu im Einzelnen: *Häseler*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 882, 888.

<sup>128</sup> EMTA, IIF, IPMA, EMCA, SIA, ISMA, TBMA; dieser Zusammenschluss wurde in der Folge häufig als „*Gang of Seven*“ bezeichnet, vgl. *Koch*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 665.

<sup>129</sup> *EMTA/IIF/IPMA/EMCA/SIA/ISMA/TBMA*, *Collective Action Clauses for Sovereign Bonds*.

<sup>130</sup> *Taylor*, *Global financial warriors*, S. 127 f.

<sup>131</sup> *Gray*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 693, 698.

<sup>132</sup> Auch zuvor waren Umschuldungsklauseln vereinzelt in Anleihen nach New Yorker Recht anzutreffen, dies war in den Jahren 2002 und 2003 aber weithin unbekannt. Vgl. zur Verbreitung von CAC im Einzelnen sogleich.

<sup>133</sup> Zu Einzelheiten siehe unten 1.3.1.2.

<sup>134</sup> *Gelpern/Gulati*, *Capital Markets Law Journal* 4 (2008), 85, 87.

Änderung der IWF-Statuten erforderliche Mehrheit in weite Ferne rückte, führte rasch zum Scheitern des SDRM-Projekts.<sup>135</sup> Im April 2003 lehnte der Internationale Währungs- und Finanzausschuss<sup>136</sup> die Weiterarbeit am SDRM ab, weil dieser nicht umsetzbar sei.<sup>137</sup> Stattdessen wandte sich auch der IWF fortan der Verbesserung von Umschuldungsprozessen „innerhalb des bestehenden rechtlichen Rahmens“<sup>138</sup> zu und konzentrierte sich damit auf eine Begleitung und Verbesserung der praktischen Umsetzung des CAC-Konzepts.

Während der SDRM damit zu einem Fall für die Geschichtsbücher wurde, erlangte das CAC-Konzept im Verlauf des Jahres 2003 allgemeine Akzeptanz. Für den hiesigen Kontext bemerkenswert ist insbesondere die Selbstverpflichtung der EU-Mitgliedstaaten, in ihren Auslandsemissionen fortan stets CAC zu verwenden.<sup>139</sup> Diese Festlegung geschah zur damaligen Zeit allerdings ganz und gar nicht aus dem Bestreben heraus, für die Restrukturierung europäischer Staatsanleihen gewappnet zu sein. Die EU-Staaten wollten gegenüber den Entwicklungsländern vielmehr mit gutem Beispiel voran gehen, verfolgten also einen „*leading-by-example*“-Ansatz<sup>140</sup>, um die Akzeptanz und Verbreitung von CAC zu fördern.<sup>141</sup>

In der Folgezeit geriet das Thema Umschuldungsklauseln wieder aus dem Fokus der politischen Aufmerksamkeit heraus,<sup>142</sup> so dass es zu keinen grundlegenden konzeptionellen Fortentwicklungen mehr kam, sondern die weitere Entwicklung der Umschuldungsklauseln sich einzelfallbezogen aufgrund der Marktpraxis

---

<sup>135</sup> *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 23.

<sup>136</sup> *International Monetary and Financial Committee*.

<sup>137</sup> *Rieffel*, Restructuring sovereign debt, S. 256.

<sup>138</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Reviewing the Process for Sovereign Debt Restructuring within the Existing Legal Framework.

<sup>139</sup> *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance, ECFIN/CEFCPE(2004)REP/50483, Anhang I.

<sup>140</sup> *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, a.a.O., S. 1.

<sup>141</sup> *Koch*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 665, 674, hält die Unterstützung der EU-Finanzminister für ein Schlüsselement der Förderung der Verbreitung von CAC.

<sup>142</sup> *Gelpern/Gulati*, *Capital Markets Law Journal* 4 (2008), 85, 101.

vollzog. Dem folgend wandert auch der Blick der vorliegenden Untersuchung nunmehr zur Praxis des Einsatzes von CAC.

### **1.3 Verbreitung und Verwendung von CAC**

Hinsichtlich der praktischen Bedeutung von Umschuldungsklauseln ist zwischen zwei Bereichen zu unterscheiden: der Verbreitung der Klauseln in den Anleihebedingungen im Rahmen der Emissionspraxis einerseits und ihrer Verwendung zur Anpassung der Anleihebedingungen im Rahmen der Restrukturierungspraxis andererseits.

#### **1.3.1 Emissionspraxis**

CAC sind in Anleihebedingungen nicht erst seit der konzeptionellen Diskussion über das Thema anzutreffen, sondern hatten auch zuvor bereits eine gewisse Verbreitung, ohne dass dies größere Beachtung gefunden hätte. Im Anschluss an den Durchbruch des CAC-Konzepts im Jahr 2003 wuchsen indes sowohl ihre Verbreitung als auch die wissenschaftlichen Bemühungen, diese zu dokumentieren und zu messen.

##### **1.3.1.1 Verbreitungssituation vor 2003**

Die Situation bis 2003 ist bezüglich der Verbreitung von Umschuldungsklauseln von einer starken Fragmentierung der Marktpraxis in Abhängigkeit von der Rechtswahl für die Anleihebedingungen gekennzeichnet. In nach englischem, japanischem und luxemburgischen Recht begebenen Staatsanleihen waren Umschuldungsklauseln von je her üblich.<sup>143</sup> Anders stellte sich die Situation bei den nach dem Recht von New York begebenen Anleihen dar, die für die Entwicklungs- und Schwellenländer indes volumenmäßig mit Abstand die größte

---

<sup>143</sup> So die allgemeine Wahrnehmung der Marktteilnehmer und der Literatur, vgl. nur *Koch*, Georgetown Journal of International Law 35 (2004), 665, 667; *Hartwig-Jacob*, Neue rechtliche Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen, in: Festschrift Horn, S. 717, 718. Auf empirischer Grundlage (einer allerdings keine Vollständigkeit beanspruchenden Datengrundlage) kritisch dazu, ob der tatsächliche Verbreitungsgrad der allgemeinen Wahrnehmung entsprach: *Häselser*, Eur J Law Econ 34 (2012), 425, 436.



Bedeutung hatten.<sup>144</sup> Dort waren Klauseln gängig, wonach die Veränderung der finanziellen Bedingungen der Anleihe („*key financial terms*“; insbesondere Laufzeit, Nennwert und Zinssatz)<sup>145</sup> einer einstimmigen Entscheidung aller Gläubiger bedurfte („*unanimous action clauses*“, Einstimmigkeitsklauseln),<sup>146</sup> wohingegen für die übrigen, als weniger wichtig angesehenen Bedingungen (*non-reserve matters*) eine Änderung durch Mehrheitsentscheidung vorgesehen war. In den Anleihebedingungen von nach deutschem Recht begebenen Auslandsanleihen, die zur damaligen Zeit im Segment der Schwellenländer immerhin noch einen Marktanteil von rund 10 Prozent hatten,<sup>147</sup> waren Bestimmungen über die Änderung der Anleihebedingungen durch Gläubigerbeschluss überhaupt nicht anzutreffen und es herrschten überdies erhebliche Zweifel an der Zulässigkeit von CAC nach deutschem Recht,<sup>148</sup> die die hiesigen Marktteilnehmer und vor allem ihre Rechtsberater von deren Verwendung abhielten.<sup>149</sup>

Weniger eindeutig lässt sich eine Erklärung für die Marktpraxis in New York identifizieren. Ein weit verbreiteter Erklärungsansatz geht davon aus, für das Einstimmigkeitserfordernis habe bei Staatsanleihen kein tragfähiger sachlicher Grund bestanden, sondern es sei durch schlichte Übernahme von Standardklauseln aus Unternehmensanleihen entstanden.<sup>150</sup> Damit sei es

---

<sup>144</sup> Vgl. die tabellarische Aufstellung bei *Gugiatti/Richards*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 815, 819.

<sup>145</sup> *Szodruch*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, 222.

<sup>146</sup> Vgl. *Choi/Gulati*, *International Financial Law Review* 22 (2003), 15, *Hartwig-Jacob*, *Neue rechtliche Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen*, in: *Festschrift Horn*, S. 717, 720.

<sup>147</sup> *Internationaler Währungsfonds*, *Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - September 5, 2003*, S. 6.

<sup>148</sup> Siehe dazu im Einzelnen unten 4.1.3.

<sup>149</sup> *Keller*, *BKR* 2003, 313, 314 f.; *Schneider*, *Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger*, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, *Die Reform des Schuldverschreibungsrechts*, S. 69, 87. Die Probleme hinsichtlich der Realisierbarkeit von CAC werden im Zuge der Etablierung von CAC als globalem Marktstandard ab 2003 sogar als eine Ursache für den Bedeutungsverlust der Wahl des deutschen Rechts für Auslandsanleihen gesehen, vgl. *Keller*, a.a.O., 315; *Deutsche Bundesbank*, *Geschäftsbericht* 2004, S. 101 f.

<sup>150</sup> *Buchheit/Gulati*, *UCLA Law Review* 48 (2000), 59, ihm folgend u.a. *Szodruch*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, S. 221 und *Hartwig-Jacob*, *Neue rechtliche*

mittelbar auf die Bestimmungen des *Trust Indenture Acts* von 1939 zurückzuführen, die an sich für Staatsanleihen ausländischer Staaten überhaupt nicht gelten. Diese verbieten Mehrheitsentscheidungen von Gläubigern über die finanziellen Bedingungen einer Anleihe,<sup>151</sup> wohinter als *ratio legis* die Verhinderung einer missbräuchlichen Umgehung der durch das Insolvenzrecht vorgegebenen Gläubigerrangfolge steht.<sup>152</sup> Die für den Bereich der Unternehmensanleihen unter Beachtung des Verbots entwickelten Klauseln hätten sich in der Kautelarpraxis derart als Selbstverständlichkeit verfestigt, dass sie – mehr oder weniger im Wege der unreflektierten Übernahme von Vertragsmustern – auch für Staatsanleihen zum Marktstandard geworden seien. Als Beleg dafür, dass der Gestaltung der Anleihebedingungen in diesem Punkt schlicht kein besonderes Augenmerk geschenkt wurde, wird außerdem angeführt, dass vereinzelt durchaus auch in den 1990er Jahren Staatsanleihen nach New Yorker Recht emittiert wurden, die CAC nach dem im englischen Recht typischen Muster enthielten, und dass diese Emissionen wiederum von mit dem Londoner Platz eng verbundenen Rechtsberatern betreut wurden.<sup>153</sup> An diesem Erklärungsansatz meldet eine jüngere Untersuchung erhebliche Zweifel an, weil sich die Einstimmigkeitsklauseln in New York erst in den 1980er Jahren herausgebildet hätten, so dass eine auf eine bewusste Erwägung zurückzuführende Entwicklung näher liege.<sup>154</sup> Außerdem sollen den „Ausreißern“ nach New Yorker Recht jeweils bewusste Gestaltungserwägungen zugrunde gelegen haben.<sup>155</sup> Eine endgültige Klärung dieser Fragestellungen, die ohnehin abseits des Gegenstands der vorliegenden Untersuchung liegen, dürfte in Anbetracht des

---

Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen, in: Festschrift Horn, S. 717, 719. Ebenso *Ahdieh*, *Emory Law Journal* 53 (2004), 691, 702 und aus jüngerer Zeit *Quarles*, *Law and Contemporary Problems* 73 (2010), 29, 37 und *Hofmann/Keller*, *ZHR* 175 (2011), 684, 701.

<sup>151</sup> TIA sec. 316 (b) (=15 U.S.C. § 77ppp).

<sup>152</sup> *Buchheit/Gulati*, *UCLA Law Review* 48 (2000), 59, 66 f. Zum zeitlichen Kontext der Entstehung der Norm siehe auch: *Drake*, *Disenfranchisement in Sovereign Bonds*, S. 7.

<sup>153</sup> *Gugiatti/Richards*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 815.

<sup>154</sup> *Weidemaier/Gulati*, *How Markets Work: The Lawyer's Version*, S. 17-19.

<sup>155</sup> So auf der Grundlage von Nachforschungen bei den seinerzeit verantwortlichen Anwälten *Weidemaier/Gulati*, *A People's History of Collective Action Clauses*, S. 27 ff.

mittlerweile beträchtlichen zeitlichen Abstands kaum mehr zu erwarten sein. Sie spielt für die europäische Diskussion aber auch keine Rolle. Entscheidend für die weitere Entwicklung ist letztlich einzig der Befund, dass nach allgemeiner Wahrnehmung das Einstimmigkeitserfordernis hinsichtlich der Änderung der finanziellen Bedingungen der Marktstandard nach New Yorker Recht war. Diese Einschätzung bildete nämlich die Bühne für die bereits dargestellte politische Förderung des CAC-Konzepts, die schließlich in die Emission von Anleihen nach New Yorker Recht mündete, bei denen CAC als konzeptionelle Besonderheit ausdrücklich thematisiert wurden. Hieran fehlte es zuvor, selbst wenn vereinzelt entsprechende Klauseln verwendet wurden und unabhängig von der historischen Fragestellung, aus welchen Gründen dies der Fall gewesen sein mag.

### **1.3.1.2 Entwicklung zum Marktstandard für Entwicklungsländer**

Die Emission von Staatsanleihen nach New Yorker Recht, die CAC enthielten, durch Mexiko im Februar/März 2003 konnte problemlos platziert werden. Sie war überzeichnet und fügte sich dergestalt in die Zinskurve Mexikos ein, dass ein Zinsaufschlag aufgrund des Vorhandenseins von CAC nicht feststellbar war.<sup>156</sup> Damit hatte Mexiko das zuvor vieldiskutierte<sup>157</sup> „*First mover*“-Problem (Risiko, als erster eine Veränderung zu wagen und dadurch Nachteile zu erfahren)<sup>158</sup> überwunden und unter Beweis gestellt, dass CAC auch am New Yorker Kapitalmarkt die Akzeptanz der Marktteilnehmer fanden. Dies leitete eine grundlegende Wende in der dortigen Marktpraxis ein und CAC erlebten fortan einen eindrucksvollen Siegeszug.<sup>159</sup> Sie etablierten sich schlagartig als am Markt akzeptierte und weit verbreitete Gestaltung. Im Winter 2003/2004 enthielten bereits 75%<sup>160</sup> der Neuemissionen von Schwellenländern nach New Yorker

---

<sup>156</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - September 5, 2003, S. 5.

<sup>157</sup> Siehe nur *Internationaler Währungsfonds*, Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts - Encouraging Greater Use, S. 10.

<sup>158</sup> Vgl. auch *Häselser*, Journal of Economic Surveys 23 (2009), 882, 909 f.

<sup>159</sup> *Bradley/Gulati*, Collective Action Clauses for the Eurozone, S. 5 f.

<sup>160</sup> Mit dem Emissionsvolumen als Bezugspunkt der Betrachtung.

Recht CAC<sup>161</sup> und im Jahr 2005 stieg dieser Wert auf über 95%.<sup>162</sup> Mit kleineren Schwankungen verfestigte sich dieses Niveau bis in die Gegenwart.<sup>163</sup> In Anbetracht der überwältigenden Dominanz der Rechtswahl von englischem und New Yorker Recht im Bereich der Staatsanleihen von Schwellenländern wurden CAC damit für dieses Segment zum globalen Marktstandard.<sup>164</sup>

### 1.3.1.3 Entwicklung im Euroraum

Die Entwicklung im Euroraum bezüglich der Verbreitung von CAC wurde in der letzten Dekade von zwei gegenläufigen Tendenzen geprägt. Einerseits sah die bereits erwähnte Selbstverpflichtung der EU-Mitgliedstaaten vom September 2003 die Aufnahme zentraler Elemente von CAC in die unter ausländischem Recht erfolgenden Neuemissionen vor und wurde im Wesentlichen auch umgesetzt.<sup>165</sup> Der Großteil der Emissionen erfolgte dabei unter englischem Recht, lediglich Italien trat mit CAC in einer Reihe von Emissionen nach New Yorker Recht in Erscheinung.<sup>166</sup> Gleichzeitig sank jedoch generell die Bedeutung von Emissionen unter fremden Rechtsordnungen gegenüber Emissionen nach inländischem Recht wegen der besseren Position, die die Mitgliedstaaten des Euroraumes nach Einführung der Gemeinschaftswährung zunächst an den Kapitalmärkten erlangten,<sup>167</sup> deutlich. So spielen Auslandsemissionen bei den

---

<sup>161</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 20, 2004, S. 3.

<sup>162</sup> *Internationaler Währungsfonds*, April 2006 Global Financial Stability Report, S. 46.

<sup>163</sup> Vgl. auch die auf die Zahl der Emissionen abstellende graphische Übersicht für den Zeitraum 1976-2010 bei *Bradley/Gulati*, Collective Action Clauses for the Eurozone, S. 6.

<sup>164</sup> Siehe zur verschwindend geringen Bedeutung des deutschen Rechts in diesem Marktsegment in der Phase 2003-2005: *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 12, 2005, S. 5.

<sup>165</sup> Zu Einzelheiten siehe den Bericht über die Umsetzungsfortschritte: *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance, ECFIN/CEFCPE(2004)REP/50483.

<sup>166</sup> A.a.O., Anhang 4.

<sup>167</sup> Zu dieser Erklärung und ihrer Überprüfung im Kontext der Auswirkungen des „politischen Risikos“ auf die Ausgestaltung von Anleiheverträgen: *Choi/Gulati/Posner*, Journal of Legal Analysis 4 (2012), 131, 171.

Kernländern wie Deutschland und Frankreich traditionell keine Rolle.<sup>168</sup> Die „Peripheriestaaten“ Griechenland, Italien, Belgien, Irland, Spanien und Portugal wiederum reduzierten den Anteil von Auslandsanleihen beträchtlich.<sup>169</sup> Im Zeitraum 1990-99 hatte er bei 80% gelegen,<sup>170</sup> im Zeitraum 2000-2011 nur noch bei 51 %.<sup>171</sup> Da die Auslandsemissionen der 90er Jahre hauptsächlich nach englischem Recht erfolgten und damit CAC enthielten, während derartige Klauseln in Inlandsanleihen bis zur Eurokrise völlig unbekannt waren, lässt sich damit feststellen, dass das absolute Gewicht von Umschuldungsklauseln im Euroraum seit der Einführung der Gemeinschaftswährung entgegen der Marktpraxis bei den fast vollständig auf Auslandsanleihen angewiesenen Schwellenländern sogar zurück gegangen ist.<sup>172</sup> Sahen in den 90er Jahren noch 53% der Anleihen der vorgenannten „Peripheriestaaten“ eine Modifikation der Zahlungsbedingungen vor, so liegt dieser Anteil für den Zeitraum 2000-2011 nur noch bei 46%.<sup>173</sup>

---

<sup>168</sup> Selbst die 2005 erstmals emittierte US-Dollar-Anleihe der Bundesrepublik Deutschland unterlag deutschem Recht, vgl. § 13 Abs. 1 Anleihebedingungen Fremdwährungsanleihen. Siehe zu den deutschen US-Dollar-Anleihen, insbesondere betreffend die dort angelegten CAC, auch unten 2.1.1.

<sup>169</sup> Auch im Übrigen ist bei ihnen die Tendenz feststellbar, dass die Anleihebedingungen schuldnerfreundlicher wurden, vgl. dazu *Gulati*, CESifo DICE Report 11/3 (2013), 3. Dies lässt sich naheliegender und plausibler mit der besseren Marktposition der Emittenten erklären. Die Deutungsversuche *Gulatis* überzeugen demgegenüber nicht. Insbesondere die von ihm aus dem Befund „restrukturierungsfreundlicherer“ Anleihebedingungen abgeleitete Schlussfolgerung, CAC seien in Europa überflüssig, erscheint übertrieben.

<sup>170</sup> Diese und die nachfolgenden Zahlen beziehen sich auf eine schlichte Zählung der Emissionen, was weniger aussagekräftig ist als eine Aufschlüsselung nach Emissionsvolumen. Eine am Emissionsvolumen orientierte systematische Untersuchung der Entwicklung der Rechtswahl im Verlauf der Zeit liegt nicht vor. Die punktuell vorhandenen Daten unterstreichen aber auch quantitativ die Bedeutung der Verschuldung unter Anwendung des Heimatrechts. Die genauen Zahlen schwanken zwar je nach Quelle, liegen aber in den wichtigsten Staaten der Eurozone der Tendenz nach übereinstimmend im Bereich von ca. 90%, vgl. *Nordvig/Firoozye*, Rethinking the European monetary union, S. 75 und *Kopf*, Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 149, 172.

<sup>171</sup> *Choi/Posner/Gulati*, Political Risk and Sovereign Debt Contracts, S. 26.

<sup>172</sup> Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass *Engert/Hornuf*, CESifo DICE Report 11/3 (2013), 16 bei einer Schulden des öffentlichen Sektors in einem weiten Sinn (auch öffentlich garantierte Schuldenaufnahme und unterstaatliche Einheiten) erfassenden Perspektive für den gleichen Zeitraum einen deutlichen Siegeszug der Wahl englischen Rechts konstatieren.

<sup>173</sup> *Choi/Gulati/Posner*, a.a.O.

#### **1.3.1.4 Innovations- und Konvergenzentwicklungen hinsichtlich der Ausgestaltung der Klauseln**

Die bisher dargestellten Daten betrachten nur global die Frage, ob überhaupt CAC in den Anleihen vorhanden sind. Interessant ist darüber hinaus, dass die zur Verwendung kommenden Klauseln in der Zeit nach 2003 zunächst nicht einheitlich waren. So wurde nicht etwa einer der Klauselvorschläge eins zu eins übernommen, sondern bereits die Emission Mexikos war eine Mischung aus dem Vorschlag des G10-Berichts, Anregungen der privaten Wertpapierhandelsverbände und neuen Ideen.<sup>174</sup> In der Folge kam es zu einer Phase der Innovation bei der Klauselgestaltung<sup>175</sup> und es war eine große Vielfalt an Gestaltungen anzutreffen. Dies betraf insbesondere auch CAC nach englischem Recht, wo die traditionellen Lösungen nunmehr auf den Prüfstand gestellt und bisweilen angepasst wurden.<sup>176</sup> Im Laufe der Zeit kam es indes auch zu Konvergenzentwicklungen<sup>177</sup> und damit für einzelne Klauseln zur inhaltlichen Verfestigung eines Marktstandards. Auf diesen wird im Abschnitt zu den Gestaltungsmöglichkeiten der einzelnen Klauseln genauer eingegangen.<sup>178</sup> Zuvor soll jedoch zunächst die Bewährung von CAC in der Restrukturierungspraxis in den Blick rücken.

#### **1.3.2 Restrukturierungspraxis**

Die Praxis der Umschuldung von Staatsanleihen ist insgesamt noch ein vergleichsweise junges Phänomen, nachdem sie bis Ende der 90er Jahre Dank der *Bail-out*-Politik des öffentlichen Sektors nicht notwendig war.<sup>179</sup> Dementsprechend ist die Zahl der Fallbeispiele (glücklicherweise) noch relativ

---

<sup>174</sup> Gray, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 693, 698.

<sup>175</sup> Siehe im Einzelnen: *Gelpern/Gulati*, *Capital Markets Law Journal* 4 (2008), 85, passim.

<sup>176</sup> *Weidemaier/Gulati*, *How Markets Work: The Lawyer's Version*, S. 24 ff.

<sup>177</sup> Koch, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 665, 678.

<sup>178</sup> Dazu sogleich 1.4.3.

<sup>179</sup> Vgl. dazu *Szodruch*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, S. 111.

überschaubar.<sup>180</sup> Gleichwohl ist die Analyse der dabei jeweils eingesetzten Umschuldungstechnik mit Blick darauf, welche Rolle CAC dabei spielen, aufschlussreich und ermöglicht eine gewisse Typisierung.

Es lassen sich zwei rechtstechnische Grundformen ausmachen, wie sich eine Reduzierung der Belastung aus einer Anleihe für den Schuldner darstellen lässt. Denkbar ist einerseits der Einsatz eines Umtauschangebots („*debt swap*“), bei dem die bestehenden Anleihen gegen neue eingetauscht werden und sich der Inhalt der Schuld damit durch Novation verändert.<sup>181</sup> Andererseits kann die Entschuldungswirkung durch die Änderung der Bedingungen der alten Anleihe erreicht werden, worauf CAC grundsätzlich zugeschnitten sind. Die Betrachtung der Fallbeispiele zeigt, wie die Praxis diese Grundmuster auf unterschiedliche Weise kombiniert.

### **1.3.2.1 Beschränkung auf ein freiwilliges Umtauschangebot trotz Vorhandensein von CAC**

Eine erste mögliche Konstellation besteht darin, trotz des Vorhandenseins von CAC keine Änderung der bestehenden Anleihen zu betreiben, sondern nur ein bloßes Umtauschangebot an die Gläubiger einzusetzen, dessen Annahme oder Ablehnung dem einzelnen Gläubiger völlig freigestellt ist. Manche Schilderungen erwecken den Eindruck, dabei handle es sich um den weit verbreiteten Regelfall und CAC seien daher nur von untergeordneter praktischer Bedeutung.<sup>182</sup> Dem ist bei genauerer Analyse allerdings entgegenzutreten. Eindeutig in diese Kategorie fällt lediglich die Restrukturierung von Pakistan im Jahr 1999. Dort sollten Anleihen nach englischem Recht umgeschuldet werden und diese enthielten die seinerzeit in dieser Rechtsordnung typischen CAC, wonach eine Mehrheitsentscheidung der Gläubiger nur im Rahmen einer Gläubigerversammlung und nicht auch im Wege der schriftlichen

---

<sup>180</sup> Eine vollständige Auflistung findet sich bei *Das/Papaioannou/Trebesch*, *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, S. 38.

<sup>181</sup> *Szodruch*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, S. 205.

<sup>182</sup> *Zandstra*, *Capital Markets Law Journal* 6 (2011), 285, 312; *Gelpern/Gulati*, *Sovereign Snake Oil*, S. 8.

Beschlussfassung möglich war.<sup>183</sup> Die pakistanische Regierung auf der Schuldnerseite entschied sich gegen diese Möglichkeit, weil sie in Anbetracht kritischer Äußerungen der Gläubigerseite<sup>184</sup> fürchtete, die erforderliche Mehrheit würde nicht zustande kommen und die Gläubigerversammlung würde stattdessen eine Plattform für die Gläubiger bilden, um sich und ihren Widerstand gegen die Umschuldung zu organisieren.<sup>185</sup> Diese Vorgehensweise erwies sich als klug und erfolgreich, weil das freiwillige Umtauschangebot eine so hohe Erfolgsquote erreichte, dass die Hold-out-Gläubiger kein ernstes Problem mehr darstellten. Im Rahmen einer Wiedereröffnung des Angebots konnte schließlich auch ohne den Einsatz der CAC eine Teilnahmequote von 99% für die Umschuldung erreicht werden.<sup>186</sup> Schlüsse auf eine generelle Ungeeignetheit oder Nutzlosigkeit von Umschuldungsklauseln legt dieses Beispiel wegen seiner besonderen Hintergründe einerseits und dem erfolgreichen Ausgang der Transaktion andererseits indes nicht nahe. Zu Unrecht in diese Fallgruppe eingeordnet wird<sup>187</sup> des Weiteren der Fall der Ukraine im Jahr 2000. Denn dort kamen CAC sehr wohl zum Einsatz. Sie waren nur nicht in allen betroffenen Anleihen vorhanden, weil eine Anleihe dem deutschen Recht unterlag.<sup>188</sup> Außerdem wurden sie mit einem Umtauschangebot kombiniert. Dabei handelt es sich um eine damals als innovativ angesehene Technik,<sup>189</sup> die seither stilbildend wurde.<sup>190</sup> Daraus wird deutlich, dass Verwendung eines Umtauschangebots und

---

<sup>183</sup> *Dixon/Wall*, Financial Stability Review 2000, 142, 150 f.

<sup>184</sup> Diese lagen weniger in der konkreten Ausgestaltung der Umschuldung begründet als vielmehr darin, dass es sich um den Präzedenzfall überhaupt für die Beteiligung der Anleihegläubiger an einer Umschuldung handelte und Pakistan zu dem Schritt auf Druck des öffentlichen Sektors gedrängt wurde, siehe dazu *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 112.

<sup>185</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Restructuring International Sovereign Bonds, S. 12, 31.

<sup>186</sup> *Bedford/Penalver/Salmon*, Financial Stability Review 2005, 91, 95.

<sup>187</sup> So insbesondere *Gelpern/Gulati*, Sovereign Snake Oil, S. 8.

<sup>188</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Restructuring International Sovereign Bonds, S. 6.

<sup>189</sup> *Internationaler Währungsfonds*, a.a.O.

<sup>190</sup> Sie dazu im Einzelnen sogleich bei 1.3.2.4.



CAC-Einsatz keine Antipode<sup>191</sup> sein müssen, sondern bei Umtauschangeboten zwischen für den einzelnen Gläubiger vollständig freiwilligen und solchen, die mit CAC unterlegt sind, zu unterscheiden ist.

### **1.3.2.2 Einsatz von CAC zur Änderung der Anleihebedingungen unter Fortbestand der Anleihe ohne Umtauschangebot**

Die einfachste und auf den ersten Blick naheliegende Verwendung von CAC ist es, sie unabhängig von einem Umtauschangebot zur Anwendung zu bringen, d.h. die Gläubiger über eine Anpassung der für den Restrukturierungserfolg maßgeblichen Bedingungen (z.B. Laufzeitverlängerung, Verzicht auf einen Teil des Nennwerts) abstimmen und die so geänderte Anleihe dann fortbestehen zu lassen. Dieser Ansatz spielt in der Praxis allerdings nur eine äußerst untergeordnete Rolle. Er findet sich zunächst bei der Umschuldung Moldawiens im Jahr 2002. Dieser Fall steht aber schon deshalb völlig für sich, weil ein einziger Gläubiger im Besitz von 78% der umzuschuldenden Anleihe war, womit das sichere Funktionieren der CAC von vorne herein fest stand.<sup>192</sup> Daneben taucht er als ein Teilelement der umfassenden und vielschichtigen Umschuldung Uruguays im Jahr 2003 auf (die sich allerdings für alle übrigen Anleihen durch Umtauschangebote vollzog).<sup>193</sup> Dort existierte nämlich eine Anleihe nach japanischem Recht („*Samurai Bond*“), die CACs enthielt. Für diese wurde durch das positive Votum einer in Tokio abgehaltenen Gläubigerversammlung eine Änderung der Anleihebedingungen beschlossen, die inhaltlich diese Anleihe in die Gesamtrestrukturierung eingliederte.<sup>194</sup> Das Beispiel des *Samurai Bonds* Uruguays zeigt, dass die Anpassung von Anleihebedingungen im Rahmen einer Gläubigerversammlung praktikabel sein kann.

---

<sup>191</sup> Diesen Eindruck erweckt indes *Zandstra*, *Capital Markets Law Journal* 6 (2011), 285, 312.

<sup>192</sup> Siehe *Internationaler Währungsfonds*, *Reviewing the Process for Sovereign Debt Restructuring within the Existing Legal Framework*, S. 28.

<sup>193</sup> Dazu umfassend *Steneri*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 731, passim.

<sup>194</sup> *Arora/Caminal*, *Law and Business Review of the Americas* 9 (2003), 629, 663.

### 1.3.2.3 *Exit consents* als Vorstufe zum CAC-Einsatz

Wie groß das praktische Bedürfnis nach einer Lösung des Hold-out-Problems im Zusammenhang mit Umtauschangeboten ist, zeigt eine Entwicklung, die als Vorstufe zum Einsatz von CAC zu betrachten ist: Aus den bereits beschriebenen Besonderheiten der bis zum Jahr 2003 üblichen Anleihebedingungen nach New Yorker Recht, wonach für wesentliche Beschlussgegenstände ein Einstimmigkeitserfordernis bestand, während die übrige Ausgestaltung der Anleihe mit Mehrheitsentscheidung angepasst werden konnte, hat sich eine Umschuldungstechnik entwickelt, die als Kompensation für das Fehlen von CAC anzusehen ist. Es handelt sich um sogenannte „*exit consents*“.<sup>195</sup> Diese verdanken ihren Namen dem Umstand, dass die Gläubiger, die ein Umtauschangebot annehmen, gleichermaßen „beim Verlassen“ der Gläubigergemeinschaft ihre Zustimmung zur Änderung der Bedingungen der alten Anleihe erteilen.<sup>196</sup> Dies geschieht dadurch, dass die Annahme des Umschuldungsangebots zugleich eine Stimmabgabe im Rahmen einer Mehrheitsentscheidung der Gläubiger ist. Geändert werden dabei nicht zu den wesentlichen Beschlussgegenständen zählende Elemente der Anleihebedingungen in einer Art und Weise, die die Attraktivität der alten Anleihe gleichwohl erheblich reduziert und dadurch potentielle Hold-out-Gläubiger abschrecken und zur Annahme des Umtauschangebots drängen soll. Typische Beispiele für solche Änderungen sind die Aufhebung des Verzichts des Schuldners auf seine Staatenimmunität, der Beschluss des Delistings der Anleihe an den Börsen sowie die Änderung des auf die Anleihe anwendbaren Rechts und des für Streitigkeiten maßgeblichen Gerichtsstands.<sup>197</sup> *Exit consents* stammen aus dem Bereich der amerikanischen Unternehmensanleihen.<sup>198</sup> Sie

---

<sup>195</sup> Grundlegend dazu *Buchheit/Gulati*, UCLA Law Review 48 (2000), 59.

<sup>196</sup> Vgl. auch *Keller*, Umschuldung von Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 157, 163.

<sup>197</sup> *Hartwig-Jacob*, Neue rechtliche Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen, in: Festschrift Horn, S. 717, 721.

<sup>198</sup> *Buchheit/Gulati*, UCLA Law Review 48 (2000), 59, 67; *Schier*, Towards a reorganisation system for sovereign debt, S. 25.

wurden erstmals im Jahr 2000 im Rahmen der Umschuldung Ecuadors bei einer Staatsanleihe eingesetzt, was einiges Aufsehen erregte.<sup>199</sup> Weitere Beispiele bilden hinsichtlich der New Yorker Recht unterliegenden Anleihen die vorgenannte Umschuldung Uruguays im Jahr 2003 und diejenige der Dominikanischen Republik im Jahr 2005. Dass dabei jeweils sehr hohe Beteiligungsraten erzielt wurden, spricht für die erfolgreiche Wirkung der *exit consents*.<sup>200</sup> Sie sind indes aus rechtlicher Sicht mit erheblichen Zweifeln behaftet, weil die Gesamtkonstruktion deutliche Züge einer Umgehungsgestaltung trägt<sup>201</sup> und weil es als treuwidrig zu werten sein könnte, wenn die umtauschenden Gläubiger eine Entscheidung zulasten der verbleibenden Gläubiger treffen, deren gezielt negative Folgen sie selbst überhaupt nicht mehr tragen müssen.<sup>202</sup> Die Zweifel an der rechtlichen Tragfähigkeit der Strategie der *exit consents* haben im Jahr 2012 neue Nahrung dadurch erhalten, dass der englische *High Court* in einem Unternehmensanleihen betreffenden Fall entschieden hat, dass derartige Beschlüsse als missbräuchliches Verhalten der Mehrheit zulasten der Minderheit rechtswidrig sein können.<sup>203</sup> Vor dem Hintergrund dieser Entscheidung werden *exit consents* zwischenzeitlich in der Praxis verbreitet als unsicher empfunden.<sup>204</sup> Bei CAC besteht diese Problematik nicht. Sie sind mit Blick auf Prozessrisiken der sicherere Weg. Durch die unmittelbar auf die Anpassung der Zahlungsbedingungen für alle Gläubiger gerichtete Mehrheitsentscheidung

---

<sup>199</sup> *Choi/Gulati*, International Financial Law Review 22 (2003), 15 ff.

<sup>200</sup> *Häsel*, Journal of Economic Surveys 23 (2009), 882, 894.

<sup>201</sup> *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 702.

<sup>202</sup> Vertieft dazu und zur herrschenden Meinung nach New Yorker Recht, wonach *exit consents* zulässig sind: *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 223 f. Siehe zur im Kontext von Unternehmensanleihen geäußerten Kritik außerdem auch: *Schier*, Towards a reorganisation system for sovereign debt, S. 25 f.

<sup>203</sup> *Burn*, Bondholder Resolutions in the Courtroom, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian* (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 73, 75 Fn. 4; *Kenadjian*, The Aggregation Clause in Euro Area Government Securities: Game Changer or Flavor of the Month?, in: *Bauer/Cahn/ders.* (Hrsg.), wie vorstehend, S. 113, 143 Fn. 55.

<sup>204</sup> Allgemein für die Restrukturierung von Anleihen *Florstedt*, RIW 2013, 583, 584; speziell im Kontext von Staatsanleihen *Kopf*, Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian* (Hrsg.), wie vorstehend, S. 149, 168.

kommt es nicht zu einer Schlechterstellung, sondern nur zu einer Gleichbehandlung der Hold-out-Gläubiger im Vergleich zur Mehrheit. Mit der zunehmenden Verbreitung von CAC als der besseren Lösung haben *exit consents* ihre Bedeutung als „Brückentechnologie“ verloren.<sup>205</sup> Prägend für die weitere Entwicklung ist aber die in ihnen angelegte Idee, die Durchführung eines Umtauschangebots mit einer Mehrheitsentscheidung zu koppeln.

#### **1.3.2.4 Kombination von CAC und Umtauschangebot**

Der Ansatz, die Zustimmung zur Änderung der Anleihebedingungen mit der Annahme eines Umtauschangebots zu verbinden, ist auch für den Einsatz von CAC anzutreffen. Die Verwendung der CAC dient in diesem Kontext dazu, durch das Votum der ein Umtauschangebot annehmenden Mehrheit auch die ablehnende Minderheit in dieses zu zwingen. Nach einem solchen Muster agierte erstmals die Ukraine im Jahr 2000. Die Gesamtstruktur war in diesem Fall wie folgt konstruiert:<sup>206</sup> die Schuldnerin kündigte ein Umtauschangebot an, das die Modalitäten der Umschuldung festlegte. Dabei war definiert, dass in der Einreichung der alten Anleihe durch einen Gläubiger zugleich die Erteilung einer unwiderruflichen Vollmacht für die Ausübung des Stimmrechts im Rahmen der Anwendung der CAC der alten Anleihe liegt. Als nun ein hinreichender Teil der Gläubiger auf das Umtauschangebot einging, wurde zunächst die CAC der alten Anleihe im Rahmen einer Gläubigerversammlung zum Einsatz gebracht und über eine Modifikation abgestimmt, die die wirtschaftlich wertbildenden Parameter der alten Anleihe an die Bedingungen der Restrukturierung anpasste. Die im Rahmen der Annahme des Umschuldungsangebots erteilten Vollmachten sicherten den Erfolg dieser Beschlussfassung und führten dazu, dass auch die nicht am Umtausch teilnehmenden Hold-out-Gläubiger einen äquivalenten Entschuldungsbeitrag leisten mussten, weil sie an die Mehrheitsentscheidung gebunden waren. Nach Nutzung der CAC zur Anpassung der alten Anleihe wurde

---

<sup>205</sup> Vgl. *Galvis/Saad*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 713, 722; *Hofmann/Keller*, *ZHR* 175 (2011), 684, 702.

<sup>206</sup> Siehe *Internationaler Währungsfonds*, *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Restructuring International Sovereign Bonds*, S. 32 f.

schließlich der eigentliche Umtausch vollzogen. Dieser letzte Schritt hat insofern noch eine selbständige Bedeutung, als mit dem Umtausch in neue Anleihen technische Veränderungen an den Anleihen vorgenommen werden konnten, die durch die bloße Mehrheitsentscheidung nicht möglich waren, namentlich die Zusammenfassung mehrerer Anleihen in einem neuen, größeren und damit liquideren Instrument. Nach derselben Struktur vollzog sich auch die Umschuldung von Belize im Jahr 2007, bei der (unter anderem) erstmals eine im Jahr 2003 neu geschaffene CAC nach dem Recht von New York zum Einsatz kam.<sup>207</sup> Diese CAC ermöglichte insofern eine Straffung der Abläufe, als sie auch eine Mehrheitsentscheidung der Gläubiger in einer schriftlichen Abstimmung vorsah. Damit wurde der Zwischenschritt über die unwiderrufliche Vollmacht entbehrlich. Stattdessen wurde die Annahme des Umtauschangebots zugleich als Zustimmung zu einer Änderung der Altanleihe definiert, die deren Bedingungen an diejenigen der neuen Anleihe anglich. Der in diesen beiden Fällen anzutreffende Mechanismus kombiniert den Umtausch von Anleihen mit der Änderung der Anleihebedingungen und wurde daher zu Recht als hybrid bezeichnet.<sup>208</sup>

Eine weitere Fortentwicklung und Glättung dieser Idee lässt sich schließlich im Rahmen der Umschuldung der Seychellen im Winter 2009/2010 feststellen. Dort war zwar wiederum eine physische Gläubigerversammlung von Nöten, so dass insofern der Umweg über die Bevollmächtigung gewählt werden musste. Neu war aber der Inhalt der Beschlussfassung der Gläubiger. Diese war überhaupt nicht mehr auf einen Fortbestand der alten Anleihe unter geänderten Bedingungen gerichtet, sondern auf deren umfassenden zwangsweisen Umtausch zu identischen Bedingungen wie nach dem Umtauschangebot.<sup>209</sup> Infolge der erreichten Mehrheit kam es damit zum vollständigen Umtausch der Altanleihen.

---

<sup>207</sup> *Buchheit*, International Financial Law Review 26 (2007), 21.

<sup>208</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Restructuring International Sovereign Bonds, S. 6; *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 244 Fn. 1111.

<sup>209</sup> Siehe zur Ausgestaltung im Einzelnen die Ankündigung im Umtauschprospekt: *Republik Seychellen*, Prospekt zum Umtauschangebot vom 7.12.2009, S. 42 f.

Die von den Seychellen angewandte Technik stellt keinen Hybrid mehr dar, sondern eine Synthese von Umtauschangebot und CAC. Sie kombiniert die Vorzüge beider Mechanismen auf ideale Weise. Der Umtausch der alten in neue Anleihen bietet eine Reihe von Möglichkeiten, die sich durch eine bloße Änderung der Anleihebedingungen nicht ohne Weiteres nachbilden lassen. So kann das Instrument völlig neu strukturiert werden, was beispielsweise die Größe, die Verwaltungsstruktur oder auch die Unterlegung mit Sicherheiten<sup>210</sup> angeht. Dadurch können Anleihen zusammengefasst oder auch in mehrere Varianten aufgespalten werden. So können insbesondere auf die jeweiligen Bedürfnisse von Gläubigern zugeschnitten mehrere Varianten angeboten werden (typischerweise *par notes* mit weiterhin hohem Nennwert und sehr geringem Zins und alternativ *discount notes* mit größerem Nennwertverzicht und attraktiverem Zins). Diese bewährten Vorteile von Umtauschangeboten müssen nur wegen des Einsatzes von Umschuldungsklauseln nicht aufgegeben werden.<sup>211</sup> Deren Einsatz bleibt vielmehr darauf beschränkt, die Blockade von Hold-out-Gläubigern zu überwinden. Dass dabei nicht die alte Anleihe verändert wird, sondern auch die Hold-out-Gläubiger zu einem Umtausch gezwungen werden, hat wiederum eine Reihe von Vorteilen. So bleibt nicht eine kleine Anleihe zurück, in der die Hold-out-Kritiker unter sich sind und wo somit zukünftig kaum mehr mit konstruktiven Mehrheiten zu rechnen wäre. Außerdem erspart die Abwicklung der alten Anleihe dem Emittenten die Transaktionskosten, die mit ihrem Fortbestand verbundenen wären. Der Boden dafür, dass eine Kombination von Mehrheitsentscheidung und Umtausch in neue Anleihen unstreitig als zulässig zu erachten ist, kann bereits in den Anleihebedingungen durch eine entsprechende Klarstellung bereitet werden.<sup>212</sup>

---

<sup>210</sup> So auch im Falle der Seychellen, siehe zu den Eigenschaften der neuen Anleihen überblicksartig: Euroweek 2010, 14.

<sup>211</sup> Vgl. auch *Europäische Zentralbank*, Managing financial crises in emerging market economies - experience with the involvement of private sector creditors, S. 23.

<sup>212</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 5.

### **1.3.2.5 Zusammenfassung**

Zusammenfassend bleibt also festzuhalten, dass die Beispiele für einen erfolgreichen praktischen Einsatz von CAC zwar zahlenmäßig noch überschaubar sind. Die Klauseln haben ihre Praktikabilität und Leistungsfähigkeit jedoch bereits unter verschiedenen Umständen unter Beweis gestellt. Zu konstatieren ist dabei, dass CAC sich nicht zu einer Alternative zu den bisher üblichen Umtauschangeboten entwickeln, sondern sich eine Synthese zwischen beiden Techniken abzeichnet. Dies erscheint auch als der sinnvollste Weg, weil sich dadurch die Vorzüge beider Techniken miteinander verbinden lassen.

Nachdem CAC im Rahmen der bisherigen Betrachtung stets als Gesamtpaket in den Blick genommen wurden und dabei jeweils ihr Herzstück, nämlich die Ermöglichung bindender Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger, im Fokus stand, geht es im nächsten Abschnitt nunmehr darum, das Paket aufzuschnüren und einen genaueren Blick auf die einzelnen Klauseln zu werfen.

## **1.4 Die einzelnen Klauseln**

In diesem Abschnitt geht es darum, den konkreten Inhalt der Klauselgestaltungen, die unter dem Oberbegriff CAC diskutiert werden, zu untersuchen. Zu diesem Zweck soll zunächst ein Raster entwickelt werden, anhand dessen die Klauselwerke klassifiziert werden können. Dieses soll dann durch die detaillierte Darstellung des Spektrums der denkbaren Gestaltungen mit Leben erfüllt werden. Auf dieser Grundlage kann dann die wichtige Frage in Angriff genommen werden, welche Gestaltungsvarianten sich in der Praxis in welchem Maße durchgesetzt haben. So lässt sich die gängige Marktpraxis auf dem US-amerikanischen und dem britischen Markt ermitteln, die gemäß dem

ESM-Beschluss die Grundlage für die neuen CAC für den Euroraum bilden soll.<sup>213</sup>

### 1.4.1 Klassifizierung

Ein einheitliches Raster zur Systematisierung der Bestandteile von CAC hat sich bisher nicht allgemein durchgesetzt. Verschiedene Autoren schlagen eine Einteilung vor, von diesen Vorschlägen hat jedoch keiner große Prägekraft entfaltet und sie decken bei genauerer Betrachtung auch jeweils nur Teilaspekte ab. So unterscheiden *Dixon/Wall*<sup>214</sup> zwischen „*Collective representation clauses*“<sup>215</sup>, „*Majority action clauses*“<sup>216</sup>, „*Sharing clauses*“<sup>217</sup> und „*Non-acceleration clauses*“<sup>218</sup>. *Taylor*<sup>219</sup> strukturierte seine Vorstellung vom CAC-Konzept anhand der Begriffe „*Majority action clause*“, „*Engagement clause*“<sup>220</sup> und „*Initiation clause*“<sup>221</sup>. *Weidemaier/Gulati*<sup>222</sup> unterteilen jüngst in „*Modification Clauses*“<sup>223</sup>, „*Creditor Committee Clauses*“<sup>224</sup>, „*Trustee Clauses*“<sup>225</sup> und „*Non-acceleration Provisions*“. In der Analyse des G10-Berichts, des Vorschlags der privaten Wertpapierhandelsverbände und der Emissionspraxis in den Jahren ab 2003 wurde auf eine Gruppierung der Klauseln verbreitet ganz verzichtet und ein

---

<sup>213</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31.

<sup>214</sup> *Dixon/Wall*, *Financial Stability Review* 2000, 142, 143.

<sup>215</sup> Klauseln betreffend die gemeinsame Vertretung.

<sup>216</sup> Mehrheitsentscheidungsklauseln.

<sup>217</sup> Erlösteilungsklauseln.

<sup>218</sup> Sinngemäß: Klauseln betreffend das Unterbinden der Gesamtfälligkeit.

<sup>219</sup> *Taylor*, *Global financial warriors*, S. 114 f.

<sup>220</sup> Sinngemäß: Klauseln betreffend die Bestellung einer Gläubigervertretung.

<sup>221</sup> Sinngemäß: Klausel über Ingangsetzen und Ablauf von Umschuldungsverhandlungen.

<sup>222</sup> *Weidemaier/Gulati*, *How Markets Work: The Lawyer's Version*, S. 5.

<sup>223</sup> Änderungsklauseln.

<sup>224</sup> Gläubigerbeiratsklauseln.

<sup>225</sup> Treuhandklauseln.



aufzählender, tabellarischer Ansatz gewählt. Dabei bestehen wiederum Unterschiede hinsichtlich der untersuchten Punkte.<sup>226</sup>

Der G10-Bericht selbst orientiert seine Darstellung an drei Zielen, die mit CAC verfolgt werden sollen.<sup>227</sup> Diesem Ansatz schließt sich *Hartwig-Jacob* deckungsgleich an und spricht auf Deutsch von „CACs zur Förderung eines rechtzeitigen Dialogs, der Kommunikation und Koordination zwischen den Anleihegläubigern und dem Schuldner“<sup>228</sup>, „Klauseln, deren Ziel es ist, eine Umschuldung der Verbindlichkeiten zu erreichen, ohne dabei von einer Minderheit der Anleihegläubiger blockiert zu werden“<sup>229</sup> und „Klauseln, deren Ziel es ist zu verhindern, dass eine Minderheit der Anleihegläubiger mit der Einleitung von Gerichtsverfahren einen ordentlichen Restrukturierungsprozess blockiert“<sup>230</sup>. Blickt man auf diese Ziele, so zeigt sich, dass sie zeitlich zu unterschiedlichen Phasen während der Laufzeit und Umschuldung einer Anleihe relevant sind und mit ihnen unterschiedliche Funktionen verknüpft sind, denen jeweils spezifische Teile des Klauselwerks dienen. Dementsprechend erscheint für die Zwecke der vorliegenden Untersuchung ein funktionaler Ansatz am sinnvollsten, der die Eigenschaften verschiedener CAC-Gestaltungen anhand folgender Funktionskategorien klassifiziert:

- Repräsentation und Information der Gläubigerseite
- Mehrheitsentscheidung der Gläubiger
- Kollektivierung der Rechtsdurchsetzung

---

<sup>226</sup> Vgl. einerseits *Koch*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 665, 687 ff. sowie *Drage/Hovaguimian*, *Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues*, S. 15 ff. und andererseits *Internationaler Währungsfonds*, *Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 20, 2004*, S. 9; sowie *Internationaler Währungsfonds*, *Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 12, 2005*, S. 9.

<sup>227</sup> *Group of Ten*, *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*, S. 1.

<sup>228</sup> *Hartwig-Jacob*, *Neue rechtliche Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen*, in: *Festschrift Horn*, S. 717, 722.

<sup>229</sup> A.a.O., S. 727

<sup>230</sup> A.a.O., S. 731.

Dieses Raster liegt der Darstellung in den folgenden Abschnitten jeweils zugrunde.

### 1.4.2 Lösungsspektrum

In einem ersten Schritt soll, bevor nach der praktischen Verbreitung gefragt wird, ein Überblick über das Spektrum der vorgeschlagenen Gestaltungen gegeben werden. Quellen für diese Analyse sind zum einen die im Zuge der Diskussion ab 2003 entstandenen Klauselentwürfe. Zu nennen ist zuvorderst der G10-Bericht.<sup>231</sup> Daneben hat auch der Vorschlag der privaten Wertpapierhandelsverbände,<sup>232</sup> der sog. *Gang of Seven*,<sup>233</sup> eigene Impulse gesetzt. Eine Fortentwicklung der Positionen des privaten Sektors und eine Annäherung an den G10-Bericht stellt schließlich der von der *International Primary Market Association (IPMA)*<sup>234</sup> im Jahr 2004 in das *IPMA Handbook*<sup>235</sup> aufgenommene Entwurf für „*Standard Collective Action Clauses*“<sup>236</sup> (IPMA-Klauseln) dar, der auch zur Zeit der Erarbeitung der europäischen Musterklauseln noch unverändert aktuell war.<sup>237</sup> Neben diesen Entwürfen hat auch die Emissionspraxis seit 2003 einige innovative Gestaltungen hervor gebracht, die das Lösungsspektrum erweitern. Ziel der nachstehenden Ausführungen ist es nicht, einzelne Entwürfe durchgängig zu erörtern und zu vergleichen,<sup>238</sup> sondern vielmehr die Bandbreite denkbarer Gestaltungen abzustecken.

---

<sup>231</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses.

<sup>232</sup> *EMTA/IIF/IPMA/EMCA/SIA/ISMA/TBMA*, Collective Action Clauses for Sovereign Bonds.

<sup>233</sup> Vgl. zu diesem Begriff und zur Zusammensetzung dieser Gruppe oben Fn. 128.

<sup>234</sup> Im Jahr 2005 ist aus der IPMA durch die Fusion mit der *International Securities Market Association* die *International Capital Market Association (ICMA)* hervorgegangen.

<sup>235</sup> Heute *ICMA Primary Market Handbook*.

<sup>236</sup> *International Primary Market Association*, Standard Collective Action Clauses (CACs) for Terms and Conditions of Sovereign Bonds.

<sup>237</sup> *Zandstra*, *Capital Markets Law Journal* 6 (2011), 285, 310. In Reaktion auf die europäischen Musterklauseln ist in der Zwischenzeit eine grundlegende Überarbeitung dieses Klauselmusters in der Diskussion, vgl. dazu *International Capital Market Association*, *Sovereign Bond Consultation Paper* 2013, S. 1 f.

<sup>238</sup> Dazu sei auf die vorhandenen tabellarischen Gegenüberstellungen verwiesen: G10, *Gang of Seven* und die Marktpraxis im Gefolge der Emission Mexikos stellen *Koch*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 665, 687 ff. und (identische Tabelle)

### 1.4.2.1 Repräsentation und Information der Gläubiger

Die Mechanismen zur Sicherstellung der Repräsentation und Information der Gläubiger betreffen im Unterschied zum Rest der Klauseln nicht notwendigerweise spezielle Krisensituationen, sondern gelten je nach Gestaltung für die gesamte Laufzeit einer Anleihe und definieren die Gestalt der dauerhaften Beziehungen zwischen Gläubiger und Schuldner. Das Spektrum an Gestaltungen reicht vom völligen Fehlen derartiger Regeln bis hin zu komplexen Treuhand-Strukturen („*trust*“).

#### 1.4.2.1.1 Keine geregelte Repräsentation und Information der Gläubigerseite

Die Kernfunktion von CAC, nämlich die Ermöglichung von Mehrheitsentscheidungen in der Restrukturierung unter Überwindung der Blockade von Hold-out-Gläubigern, setzt Regelungen über die Repräsentation und Information der Gläubigerseite nicht voraus. Derartige Klauseln sind daher kein zwingender Bestandteil von CAC.

In vielen Anleihebedingungen findet sich, zurückgehend auf die New Yorker Marktpraxis vor der dortigen Verbreitung von CAC,<sup>239</sup> zwar die Einsetzung eines Intermediärs zwischen Gläubiger und Schuldner in Gestalt eines sogenannten Hoheitsvertreters<sup>240</sup> (*fiscal agent*). Dieser ist aber kein Repräsentant der Gläubiger und unterliegt diesen gegenüber keiner spezifischen Pflichtenbindung. Er ist vielmehr Erfüllungsgehilfe<sup>241</sup> des Schuldners und übernimmt für diesen Abwicklungsaufgaben wie die Durchführung von Zinszahlungen.<sup>242</sup> Dementsprechend kommt ihm auch im Rahmen einer Umschuldung eine rein

---

*Drage/Hovaguimian*, Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues, S. 25 ff. gegenüber. G10 und IPMA vergleicht *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 12, 2005, S. 10.

<sup>239</sup> *Hartwig-Jacob*, Neue rechtliche Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen, in: Festschrift Horn, S. 717, 723.

<sup>240</sup> Übersetzung nach *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 708.

<sup>241</sup> So auch ausdrücklich die Terminologie in den Anleihebedingungen der deutschen Dollar-Anleihen: § 9 Anleihebedingungen Fremdwährungsanleihen.

<sup>242</sup> *Tricot*, in: Veranneman, SchVG, Anhang I, Rn. 30.

organisatorische Rolle zu, zu denken ist insbesondere an die Einberufung und Durchführung einer Gläubigerversammlung.<sup>243</sup>

#### 1.4.2.1.2 Anleihetreuhänder

Die Alternative zum *fiscal agent* als Verwaltungsstruktur bildet die Einsetzung eines Anleihetreuhänders („*trustee*“). Diesem Treuhänder stehen die Rechte aus der Anleihe formal zu und er übt sie gebündelt im Interesse der Gläubiger, die lediglich die wirtschaftlich Berechtigten sind, aus. Er wird bereits bei Ausgabe der Anleihe bestimmt und eingesetzt. Die Aufgaben des Treuhänders und damit auch sein Pflichtenprogramm gegenüber den Gläubigern definiert dabei eine Treuhandvereinbarung („*trust deed*“ in der Terminologie des englischen Rechts, „*trust indenture*“ nach amerikanischer Terminologie)<sup>244</sup>. Eine zentrale Aufgabe des Treuhänders ist es dabei, auf die Einhaltung der Zahlungsverpflichtung durch den Schuldner zu achten und auf etwaige Störungen zu reagieren.<sup>245</sup> Die Einschaltung eines Treuhänders hat damit weitreichende und vielfältige Auswirkungen auf das Funktionieren der Anleihe, gerade auch in Krisenzeiten. Dem Schuldner steht in Gestalt des Treuhänders ein Ansprechpartner für Verhandlungen über eine Umschuldung zur Verfügung. Gleichzeitig ist die Rechtsposition der einzelnen Gläubiger massiv beschnitten. Diese sind rechtlich nicht Inhaber einer Forderung gegen den Schuldner und können eine solche selbst damit im Falle der Nichterfüllung auch nicht einklagen.<sup>246</sup> Sie sind vielmehr auf die Rechtsdurchsetzung durch den Treuhänder verwiesen. Hat diese Erfolg und kommt es zur (ggf. teilweisen) Rückzahlung, so ist der Treuhänder verpflichtet, den Erlös gleichmäßig auf alle Gläubiger aufzuteilen. Damit verhindert die Einschaltung eines Treuhänders sehr wirksam blockierende

---

<sup>243</sup> Hofmann/Keller, ZHR 175 (2011), 684, 708.

<sup>244</sup> Vgl. Tricot, in: Veranneman, SchVG, Anhang I Rn. 33 ff. zum englischen Recht; Foulkes, a.a.O., Anhang I Rn. 22 zum amerikanischen Recht.

<sup>245</sup> Häsel, Eur J Law Econ 34 (2012), 425, 430.

<sup>246</sup> Im Detail bestehen hier wiederum Unterschiede zwischen der Kautelarpraxis nach englischem und New Yorker Recht und Tendenzen hin zu einer Konvergenz, deren Darstellung den hiesigen Rahmen sprengen würde. Vgl. dazu Bedford, Financial Stability Review 2005, 101, 103 und insbesondere Buchheit/Karpinski, Journal of International Banking and Regulation 21 (2006), 227, 230; Buchheit, International Financial Law Review 26 (2007), 21.

Rechtsstreitigkeiten einzelner Gläubiger und zwingt die Gläubiger zu gemeinsamem Vorgehen,<sup>247</sup> was eine starke Abschreckung für Hold-out-Gläubiger darstellt. Aus diesen Gründen empfiehlt der G10-Bericht ausdrücklich die Verwendung von Treuhand-Strukturen.<sup>248</sup> Die *Gang of Seven* hat sich in diesem Punkt nicht festgelegt und Musterklauseln sowohl für *fiscal agent* als auch für *trust* jeweils nach englischem und New Yorker Recht vorgelegt.<sup>249</sup>

In der Literatur ist die Treuhand-Konstruktion eine der am kontroversesten diskutierten Gestaltungen im Bereich der CAC. Es finden sich Befürworter, die die Vorteile im Bereich der Gläubigerkoordination betonen.<sup>250</sup> Dies betrifft zunächst den Ausschluss gemeinschaftsschädlicher Individualklagen.<sup>251</sup> Darüber hinaus wirkt sich die Schaffung einer Gläubigervertretung positiv auf die Überwindung des Problems der „rationalen Apathie“ aus, wonach es für jeden einzelnen Gläubiger in Anbetracht seiner Kosten-Nutzen-Relation sinnvoll sein kann, passiv zu bleiben, obwohl eine aktive Interessenwahrnehmung für die Gesamtheit der Gläubiger nutzbringend wäre.<sup>252</sup> Die Gegner verweisen demgegenüber auf die durch den Treuhänder ausgelösten Kosten und darauf, dass diesen kein adäquater Nutzen gegenüberstehe.<sup>253</sup> So würden sich Treuhänder regelmäßig äußerst passiv verhalten und keinen eigenständigen Beitrag zur Überwindung von Problemen mit der Anleihe leisten, der über den wortlautgetreuen Vollzug der Treuhandvereinbarung und etwaige ausdrückliche Weisungen der Gläubiger hinaus geht. Eine aktiv-gestalterische Rolle beispielsweise in Umschuldungsverhandlungen sei von einem Treuhänder nicht zu erwarten. Sein Vorhandensein führe eher zu einer Lähmung der

---

<sup>247</sup> *Dixon/Wall*, Financial Stability Review 2000, 142, 144.

<sup>248</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 2.

<sup>249</sup> *EMTA/IIF/IPMA/EMCA/SIA/ISMA/TBMA*, Collective Action Clauses for Sovereign Bonds.

<sup>250</sup> Vgl. *Häseler*, Eur J Law Econ 34 (2012), 425, 430 m.w.N.

<sup>251</sup> *Gray*, Georgetown Journal of International Law 35 (2004), 693, 705.

<sup>252</sup> *Vogel*, Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 94, 99.

<sup>253</sup> Deutlich *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 707, vgl. auch die wiedergegebenen Argumente bei *Galvis/Saad*, Georgetown Journal of International Law 35 (2004), 713, 724 und *Gray*, Georgetown Journal of International Law 35 (2004), 693, 706.

Gläubigerseite, weil es den einzelnen Gläubigern selbst dann an der Rechtsmacht für ein gerichtliches Vorgehen gegen den Schuldner fehlt, wenn dieses absolut legitim erscheint, um Druck auf den Schuldner aufzubauen. Sie seien vielmehr auf den langwierigen Weg einer Weisung an den Treuhänder verwiesen.

Diese Kritik ist als berechtigt anzusehen, wie ein Beispiel aus der jüngeren Geschichte zeigt. Es handelt sich um den Umgang Ecuadors mit zwei seiner Anleihen Ende 2008. Aus politischen Gründen entschied sich der ecuadorianische Präsident *Rafael Correa*, die Zahlungen auf zwei bestimmte Anleihen einzustellen, obwohl das Land zu deren Bedienung finanziell ohne Weiteres in der Lage gewesen wäre (was schon der Umstand zeigt, dass es 95% der betroffenen Anleihen, wenn auch zu einem reduzierten Preis, im Jahr 2009 auf einen Schlag zurück gekauft hat).<sup>254</sup> Zur Legitimation verwies er auf einen Bericht einer von ihm eingesetzten Kommission, wonach diese Anleihen „illegitim“ seien. Diese Einschätzung ist nach juristischen Kriterien indes als nicht tragfähig zu bewerten, weil die Kriterien der (selbst wiederum umstrittenen<sup>255</sup>) Doktrin der „verhassten Schulden“<sup>256</sup> („*odious debt*“)<sup>257</sup> selbst bei weitestem Verständnis nicht erfüllt sind.<sup>258</sup> Für den hiesigen Kontext von besonderem Interesse ist an diesem Fall nun, dass die beiden betroffenen Anleihen mit einer Treuhand-Struktur versehen waren und dass sich diese in der Praxis als äußerst schwerfällig und ineffektiv erwies.<sup>259</sup> Im Angesicht des offen angekündigten Vertragsbruches des Schuldners und der ausbleibenden Zinszahlungen wäre eine schnelle Reaktion des Treuhänders notwendig gewesen, zumal im Rahmen

---

<sup>254</sup> Siehe umfassend zu den Hintergründen und Umständen: *Porzecanski*, *Law and Contemporary Problems* 73 (2010), 251.

<sup>255</sup> Ablehnend beispielsweise *Ernich*, *Die Zahlungsunfähigkeit von Staaten*, S. 128.

<sup>256</sup> Begriff nach *Kämmerer*, *ZaöRV* 2005, 651, 654. Vgl. dort auch zur Übertragbarkeit dieser Doktrin auf Anleiheverträge mit Privaten aufgrund des Nichtigkeitsgrundes der Sittenwidrigkeit.

<sup>257</sup> Vgl. für einen Überblick über den Stand der Diskussion: *Paulus*, *ZaöRV* 2008, 391.

<sup>258</sup> *Porzecanski*, *Law and Contemporary Problems* 73 (2010), 251, 270; *Buchheit/Gulati*, *International Financial Law Review* 27 (2009), 22 ff.

<sup>259</sup> Die nachstehende Schilderung beruht auf: *Buchheit/Gulati*, a.a.O.

der Abwicklung des Schuldentrückkaufs durchaus Geldbeträge vorhanden waren und flossen, deren Pfändung zumindest nicht von vorne herein aussichtslos gewesen wäre. Der Treuhänder wagte allerdings keine eigenständige Gesamtfälligkeit der Anleihen, obwohl er dazu durch die Treuhandvereinbarung befugt gewesen wäre. Er leitete vielmehr lediglich die in den Anleihebedingungen alternativ auch vorgesehene Abstimmung der Gläubiger über diesen Schritt ein. Die Beschlussfassung wurde indes dadurch torpediert, dass von Ecuador gehaltene oder kontrollierte Anleihen als nicht ausstehend galten, Ecuador aber trotz Nachfrage des Treuhänders keine Aussagen dazu machte, wie viele Anteile es hielt. Damit war es dem Treuhänder nicht möglich, den Nenner für das Erreichen der 25%-Mehrheit zu bestimmen. So verzögerte sich die Gesamtfälligkeit um geraume Zeit und dem Schuldentrückkaufangebot Ecuadors konnte keine überzeugende rechtliche Antwort gegenüber gestellt werden. Dadurch fügte sich die überwältigende Mehrheit der Gläubiger ihrem Schicksal und akzeptierte einen Verzicht auf nominal 65% ihrer Forderung. Die geschilderten Umstände illustrieren, wie abträglich ein passiver Treuhänder der Position der Gläubiger sein kann.<sup>260</sup> Der Treuhänder hat im Falle Ecuadors den Gläubigern zumindest keinerlei Nutzen gebracht, der als Gegenleistung für die mit seiner Verwendung verbundenen Kosten gesehen werden könnte.<sup>261</sup> Vor diesem Hintergrund spricht viel dafür, dass die Nachteile einer Treuhand-Konstruktion ihre Vorteile überwiegen. Dieser Befund wird auch nicht dadurch angefochten, dass sich auf empirischer Basis in quantitativer Perspektive keine Korrelation zwischen der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls (geschweige denn eines missbräuchlichen Zahlungsausfalls) und der Verwendung von *Trust*-Strukturen feststellen lassen

---

<sup>260</sup> Angemerkt sei, dass *Buchheit* selbst daraus nicht die Konsequenz zieht, *Trusts* grundsätzlich abzulehnen, sondern Detailveränderungen hinsichtlich der Ausgestaltung der Treuhandvereinbarung vorschlägt, vgl. *Buchheit/Gulati*, *International Financial Law Review* 27 (2009), 22 ff.

<sup>261</sup> Nicht übersehen werden darf aber, dass die Kollektivierung der Entscheidung über die Gesamtfälligkeit auch in Anleihen mit einer *fiscal agent*-Struktur üblich ist (vgl. unten 1.4.3.3). Das Problem der Überrumpelung der Gläubiger, die zunächst das erforderliche Quorum zustande bringen müssen, hätte sich bei dieser Gestaltung also ebenso gestellt.

mag.<sup>262</sup> Zum einen sagt dies noch nichts über den Mehrwert der Treuhand-Konstruktion aus. Zum anderen zeigt dies nur, dass missbräuchlich agierende Schuldner unter Staaten glücklicherweise eine Ausnahmeerscheinung sind, es ändert aber nichts daran, dass sie mit einem passiven Treuhänder als Gegenüber im Fall der Fälle leichtes Spiel haben.

#### 1.4.2.1.3 Gewählte Gläubigervertretung

Als Ergänzung zum Anleihetreuhänder ebenso wie wenn ohnehin nur ein *fiscal agent* vorhanden ist oder wenn zu normalen Zeiten überhaupt keine besondere Verwaltungsstruktur besteht, sind auch Bestimmungen dazu möglich, wie die Gläubiger in Anbetracht einer konkreten Krisensituation einen besonderen Vertreter wählen können, der mit dem Schuldner eine Umschuldung auszuhandeln befugt ist. Der G10-Bericht schlägt vor, die Bestellung eines Vertreters als einen Beschlussgegenstand für Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger festzuschreiben und dabei eine geringere Mehrheit (konkret 2/3 des ausstehenden Kapitals) vorzusehen als für den Beschluss materieller Änderungen.<sup>263</sup> Die *Gang of Seven* schlägt einen Gläubigerbeirat vor, in den Personen mit 50%iger Mehrheit des ausstehenden Kapitals gewählt werden können, soweit sich dagegen keine Sperrminorität von 25% findet. Dieser Beirat soll insbesondere die Befugnis haben, rechtliche und finanzielle Berater zu mandatieren, wobei für deren Kosten der Emittent aufzukommen hat.<sup>264</sup>

#### 1.4.2.1.4 Informationspflichten des Schuldners

Geprägt durch die Situation in Schwellenländern, wo es sich für die ausländischen privaten Gläubiger in den 90er Jahren bisweilen als schwierig erwiesen hat, belastbare Informationen über die Wirtschafts- und Finanzsituation

---

<sup>262</sup> Dies ist das Ergebnis der Untersuchung von *Häsel*, Eur J Law Econ 34 (2012), 425, passim, der daraus eine starke Befürwortung der Verwendung der Treuhand-Lösung ableitet.

<sup>263</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 3.

<sup>264</sup> *EMTA/IIF/IPMA/EMCA/SIA/ISMA/TBMA*, Collective Action Clauses for Sovereign Bonds, S. 6, 17, 29.



der Schuldner zu erhalten,<sup>265</sup> sehen sowohl der G10-Bericht<sup>266</sup> als auch die *Gang of Seven*<sup>267</sup> vertragliche Nebenpflichten dahin gehend vor, dass der Schuldner während der gesamten Laufzeit der Anleihe zur Veröffentlichung gewisser Daten betreffend seine Verschuldungssituation verpflichtet ist, wobei der Vorschlag der privaten Wertpapierhandelsverbände deutlich weitreichender ist. Er enthält unter anderem eine vertragliche Verpflichtung zur Beteiligung am „*Special Data Dissemination Standard*“<sup>268</sup> des IWF (SDDS). Der SDDS ist die Frucht der Bemühungen des öffentlichen Sektors zum Themenkomplex der verbesserten Information der Kapitalmärkte und wird heute unabhängig von etwaigen vertraglichen Pflichten von allen maßgeblichen Emittenten eingehalten.<sup>269</sup> Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass die Notwendigkeit und Nützlichkeit vertraglicher Informationsklauseln angezweifelt wird.<sup>270</sup> So handelt es sich bei den Informationsklauseln dann auch um den Teil der Empfehlungen des G10-Reports, der unter Verweis auf die Existenz anderer internationaler Lösungen ausdrücklich nicht in die Selbstverpflichtung der Mitgliedstaaten der Europäischen Union betreffend die Verwendung von CAC in Auslandsanleihen übernommen wurde.<sup>271</sup>

#### **1.4.2.2 Modalitäten der Mehrheitsentscheidung**

Die Ermöglichung einer Mehrheitsentscheidung der Gläubiger ist - wie bereits wiederholt betont - das Herzstück der Umschuldungsklauseln. Dementsprechend

---

<sup>265</sup> Vgl. *Internationaler Währungsfonds*, *The Special Data Dissemination Standard: Guide for Subscribers and users*, S. vii.

<sup>266</sup> *Group of Ten*, *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*, S. 16.

<sup>267</sup> *EMTA/IIF/IPMA/EMCA/SIA/ISMA/TBMA*, *Collective Action Clauses for Sovereign Bonds*, S. 8, 19, 31.

<sup>268</sup> Zu dessen Funktionsweise siehe *Internationaler Währungsfonds*, *The Special Data Dissemination Standard: Guide for Subscribers and users*.

<sup>269</sup> Siehe die Liste der beteiligten Staaten: *Internationaler Währungsfonds*, *SDDS Subscribing Countries (DSBB)*, <http://dsbb.imf.org/pages/sdds/countrylist.aspx>.

<sup>270</sup> Vgl. *Koch*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 665, 678.

<sup>271</sup> *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, *Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance*, ECFIN/CEFCPE(2004)REP/50483, S. 7.

bedeutsam und vielschichtig ist die Ausgestaltung der Modalitäten der Mehrheitsentscheidung im Klauselwerk. Gestaltungsspielräume bestehen insbesondere hinsichtlich der Definition der Mehrheitsschwellen, der Abgrenzung der Beschlussgegenstände, die eine einfache oder eine qualifizierte Mehrheit erfordern, sowie bezüglich der Einleitung und der Form des Entscheidungsprozesses.

#### 1.4.2.2.1 Mehrheitsschwellen

Hinsichtlich der erforderlichen Mehrheiten legen alle Gestaltungen die Abstufung zwischen wesentlichen Beschlüssen (*reserved matters*), die einer qualifizierten Mehrheit bedürfen, und sonstigen Beschlüssen (*non-reserved matters*), die mit geringerer Mehrheit gefasst werden können, zugrunde. Unterschiede bestehen demgegenüber, was den Bezugspunkt für die Mehrheitsberechnung und die erforderlichen Mehrheiten anlangt.

Der Festlegung des Bezugspunkts für die Mehrheitsentscheidung kommt eine große Bedeutung dahin gehend zu, wie leicht eine bestimmte Prozent-Schwelle in der Praxis zu erreichen ist. Insofern stehen sich grundsätzlich zwei Modelle gegenüber. Die nach englischem Recht in der Zeit vor 2003 verbreiteten Klauseln knüpfen typischerweise an die auf einer ordnungsgemäß einberufenen Gläubigerversammlung anwesenden Anleihegläubiger an und sind im Einzelnen wie folgt ausgestaltet: Die ordnungsgemäße Einberufung setzt die Beschlussfähigkeit voraus, für die das Quorum zunächst bei 75% des ausstehenden Kapitals liegt. Bei einer zweiten Gläubigerversammlung, die wegen Verfehlung der Beschlussfähigkeit bei der ersten Einberufung notwendig wird, sinkt das Quorum auf 25%. Die qualifizierte Mehrheit ist sodann mit 75% der von den Anwesenden abgegebenen Stimmen festgelegt. Im Extremfall einer zweiten Gläubigerversammlung, die gerade so beschlussfähig ist, repräsentieren diese 75% der Anwesenden jedoch nur 18,75 % des ausstehenden Kapitals. Dass ein absolut betrachtet derart kleiner Teil der Anleihegläubiger wesentliche Beschlüsse fassen können soll, die dann alle Gläubiger binden, wird weithin als

unangemessen betrachtet.<sup>272</sup> Deshalb schlagen die G10 ebenso wie die *Gang of Seven* unmittelbar das ausstehende Kapital als Bezugspunkt für wesentliche Beschlüsse vor. Die IPMA-Klauseln enthalten eine besonders ausdifferenzierte Variante. Für wesentliche Beschlüsse knüpfen sie stets an das ausstehende Kapital an, für sonstige Beschlüsse differenzieren sie danach, ob der Beschluss auf einer Gläubigerversammlung (dann Anknüpfung an das vertretene Kapital) oder im schriftlichen Verfahren fällt.<sup>273</sup>

Eine beachtliche Bandbreite besteht darüber hinaus auch hinsichtlich der eigentlichen Mehrheitsschwellen. Am restriktivsten ist insofern die *Gang of Seven*. Sie verlangt (jeweils bezogen auf das ausstehende Kapital) für wesentliche Beschlüsse eine Mehrheit von 85% und flankiert diese noch mit einer Sperrminorität von nur 10% Gegenstimmen. Für sonstige Beschlüsse schlägt sie eine Mehrheit von 75% vor.<sup>274</sup> Deutlich niedrigere Mehrheiten hält demgegenüber, um dem Hold-out-Problem adäquat begegnen zu können, der G10-Bericht für angemessen. Er schlägt für wesentliche Beschlüsse 75% und für sonstige Beschlüsse 2/3 vor, wobei letzteres sogar eine Anhebung der bis dahin in New York üblichen 50% bedeutet.<sup>275</sup>

Die Frage, bei welchem Wert die „richtige“ Mehrheitsschwelle zu suchen ist, lässt sich zum Ausgangspunkt vielfältiger Überlegungen machen. So finden sich verschiedene ökonomische Ansätze zu diesem Thema,<sup>276</sup> deren belastbarer Ertrag aber letztlich nicht erkennbar über die auch mit gesundem Menschenverstand ohne Weiteres einsichtige Erkenntnis hinaus reicht, dass einerseits der Nutzen der Mehrheitsklauseln mit Blick auf die Ermöglichung einer reibungslosen Restrukturierung mit steigender Schwelle abnimmt, andererseits

---

<sup>272</sup> Vgl. nur *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 4.

<sup>273</sup> *International Primary Market Association*, Standard Collective Action Clauses (CACs) for Terms and Conditions of Sovereign Bonds, S. 3.

<sup>274</sup> *EMTA/IIF/IPMA/EMCA/SIA/ISMA/TBMA*, Collective Action Clauses for Sovereign Bonds, S. 3 f.

<sup>275</sup> *Group of Ten*, a.a.O., S. 4 f.

<sup>276</sup> *Haldane/Penalver/Saporta/Shin*, Optimal collective action clause thresholds; *Häselser*, Journal of Economic Surveys 23 (2009), 882, 895 ff.

niedrige Schwellen ein höheres Missbrauchspotential mit sich bringen. Ein konkreter und radikaler Vorschlag lässt sich demgegenüber auf der Basis theoretischer Gerechtigkeitserwägungen ableiten.<sup>277</sup> Demnach seien alle auf die Grundgesamtheit (hier ausstehendes Kapital) bezogenen qualifizierten Mehrheiten abzulehnen, weil sie dazu führten, dass eine (ablehnende) Minderheit der Mehrheit ihren Willen aufzwingt. Dies widerspreche „diametral dem Gerechtigkeitsgedanken der Mehrheitsentscheidung“<sup>278</sup>, weswegen die einfache Mehrheit von 50% + 1 Stimme allen anderen Schwellen vorzuziehen sei. Wie bestechend dieser Gedanke prima facie auch scheinen mag, er erscheint doch – insbesondere für den hiesigen Kontext – nicht tragfähig. Denn er baut auf der Prämisse auf, dass es keinerlei Rechtfertigung dafür gebe, warum die Entscheidungsregel das Verharren in existierenden Strukturen gegenüber einer Veränderung begünstigen sollte. Eine derartige Rechtfertigung liegt aber speziell bei CAC (wie auch in vielen vergleichbaren Konstellationen) darin, dass die zu treffende Entscheidung einen als besonders intensiv zu wertenden Eingriff in bestehende Rechte der Minderheit (hier insbesondere den Verlust eines Teils des Nennbetrags der Anleiheforderung) bedeutet. Dass ein Entzug von Rechten einer stärkeren prozeduralen Grundlage bedarf als die Ablehnung eines solchen, erweist sich als nicht gerechtigkeitswidrig. Es stellt vielmehr eine allgemeingültige dogmatische Figur, die trotz der jeweils erheblich unterschiedlichen strukturellen Einbettungen des Mehrheitsprinzips in zahlreichen Rechtsgebieten (beispielsweise Verfassungsrecht, Gesellschaftsrecht) in der deutschen Rechtsordnung und darüber hinaus weltweit anzutreffen ist, dar, dass der Eingriff in bestehende Rechte als besonders wesentliche Entscheidung angesehen wird und dass eine solche nicht durch die einfache Mehrheit möglich ist, sondern nur bei breiterer Zustimmung als legitim angesehen wird. Gestützt wird diese Figur typischerweise auch mit Erwägungen des Minderheitenschutzes. Es würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen, im Einzelnen der Frage nachzugehen, welche Konturen und Begründungslinien dieses so verbreitet anzutreffende

---

<sup>277</sup> So *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 81 ff.

<sup>278</sup> *Schmidtbleicher*, a.a.O., m.w.N.

Strukturprinzip stützen.<sup>279</sup> Jedenfalls aber wegen seiner allgemeinen Verbreitung und juristischen Akzeptanz erscheint es richtig, dieses Strukturprinzip auch der Gestaltung vertraglicher Umschuldungsklauseln zugrunde zu legen.

Wo dann die genauen Schwellen angesetzt werden, erscheint schlussendlich im Rahmen der im Raum stehenden Werte als das Ergebnis einer politischen Gestaltungsentscheidung des Urhebers der Klausel. Von einer juristisch besseren oder schlechteren Lösung wird man insofern nicht sprechen können.

#### 1.4.2.2.2 Zuordnung der Beschlussgegenstände

Was die Zuordnung der einzelnen Beschlussgegenstände anlangt, so sticht der Vorschlag der *Gang of Seven* dadurch hervor, dass er in drei Kategorien unterteilt.<sup>280</sup> Neben wesentlichen und sonstigen Angelegenheiten definiert er auch solche, die einer Mehrheitsänderung gänzlich entzogen sind. Er fasst darunter Änderungen des anwendbaren Rechts, der Gerichtsbarkeit für Streitigkeiten aus den Anleihebedingungen und der Zustellungsmodalitäten sowie die Entlassung des Emittenten aus dem von ihm erklärten Immunitätsverzicht.<sup>281</sup> Zu den wesentlichen Angelegenheiten zählt er zum einen Änderungen der Zahlungszeitpunkte, Reduzierungen von Nennbetrag und Zinsen, Änderungen der Währung der Anleihe- und Zinsforderungen, Änderungen der Mehrheitsschwellen und Beschlussfähigkeitsanforderungen, worin er dem Entwurf des G10-Berichts gleicht.<sup>282</sup> Darüber hinaus werden von der *Gang of Seven* auch Änderungen der Anleihebedingungen hinsichtlich der sogenannten Verbindungsklauseln („*pari passu*“ und „*negative pledge*“)<sup>283</sup> und

---

<sup>279</sup> Siehe exemplarisch zur Rechtfertigung qualifizierter Mehrheiten aus verfassungsrechtlicher Perspektive: *Heun*, Das Mehrheitsprinzip in der Demokratie, S. 125 f.; *Grzeszick*, in: Maunz/Dürig, Art. 20 GG Rn. 43. Gänzlich ablehnend hinsichtlich einer Rechtfertigungsbedürftigkeit qualifizierter Mehrheiten gegenüber der einfachen Mehrheit: *Sachs*, in: ders., Art. 20 GG Rn. 24.

<sup>280</sup> Dies übernehmen die IPMA-Klauseln.

<sup>281</sup> *EMTA/IIF/IPMA/EMCA/SIA/ISMA/TBMA*, Collective Action Clauses for Sovereign Bonds, S. 4.

<sup>282</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 5, 10f.

<sup>283</sup> Siehe dazu überblicksartig *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 710 und *Szodrich*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 170 ff. Zu den neueren Entscheidungen amerikanischer Gerichte zur weiten Auslegung von *pari passu*-Klauseln siehe bereits die Nachweise in Fn. 20.

der Definition der Kreditereignisse („*events of default*“) als wesentliche Angelegenheiten betrachtet. Änderungen im letztgenannten Bereich eröffnen das Potential, eine Anleihe gegenüber anderen Anleihen nachrangig auszugestalten. Sie bilden (ebenso wie die nach der Konzeption der *Gang of Seven* einer Mehrheitsentscheidung völlig entzogenen Aspekte) die Ansatzpunkte für *exit consents*. Sie mit offenen Änderungen der finanziellen Bedingungen gleichzustellen, zeigt das Bestreben, *exit consents* den Boden zu entziehen.

Der G10-Bericht enthält eine ausdrückliche Klarstellung, dass die Gläubiger auch einen Umtausch der Anleihe gegen ein neues Instrument beschließen können.<sup>284</sup> Dies bildet die technische Grundlage für die oben beschriebene Synthese zwischen Umtauschangebot und CAC-Einsatz und ist daher äußerst sinnvoll. Die IPMA-Klauseln enthalten insofern noch eine besondere Sicherung gegen diskriminierende *exit consents*, indem sie Änderungen im Zusammenhang mit einem Umtausch dann der Einstimmigkeit unterstellen, wenn die aus dem Änderungsbeschluss resultierenden Bedingungen aus Gläubigersicht weniger vorteilhaft sind als diejenigen der Anleihen, die aus dem Umtausch hervorgehen.<sup>285</sup>

Zusammenfassend lassen sich zwei Grundtendenzen bei der Zusammenstellung der wesentlichen Beschlussgegenstände festhalten. Konsens besteht naheliegender Weise darin, dass die für den wirtschaftlichen Wert der Anleihe unmittelbar relevanten Parameter, die *key financial terms*, darunter fallen. Gestaltungsspielraum, dessen Nutzung davon abhängt, wie stark die Verhinderung bzw. Kanalisierung von *exit consents* angestrebt wird, besteht hinsichtlich weiterer rechtlich bedeutsamer Merkmale der Anleihe. Besonders ausbalanciert erscheint insofern eine Regelung, die der ein Umtauschangebot

---

<sup>284</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 5, 11.

<sup>285</sup> Falls es bei dem Umtausch mehrere Varianten gibt, so bildet diejenige der neuen Anleihen, die den größten Nennbetrag erreicht, den Vergleichspunkt. Vgl. zur genauen Formulierung *International Primary Market Association*, Standard Collective Action Clauses (CACs) for Terms and Conditions of Sovereign Bonds, S. 2.

ablehnenden Minderheit Gleichbehandlung mit der annehmenden Mehrheit garantiert.

#### 1.4.2.2.3 Stimmrechtsausschluss („*disenfranchisement*“)

Klauseln, die die Stimmrechtslosigkeit bestimmter Anteile festlegen, sind aus der Sorge heraus geboren, der Emittent könnte durch Anleihen, die er selbst oder Rechtsträger aus seinem Lager halten, das Abstimmungsergebnis zum Nachteil der übrigen Gläubiger verfälschen. Die Ratio dahinter ist, dass es für den Emittenten immer sinnvoll ist, für eine Verschlechterung der Anleihebedingungen zu stimmen, weil der bei den selbst gehaltenen Anleihen eintretende Verlust durch die Entlastungswirkung der Verzichte der übrigen Gläubiger stets überkompensiert wird. Würde man auf diesen Interessenkonflikt nicht reagieren, so wäre die theoretische Grundlage für die Legitimität der Mehrheitsentscheidung ausgehebelt, die sich darauf stützt, dass eine Mehrheit nur zustande kommt, wenn dies dem gleichlaufenden Interesse der Gläubiger am Erhalt ihrer Investition am besten entspricht.<sup>286</sup> Die Notwendigkeit und Sinnhaftigkeit einer solchen Regelung ist allgemein anerkannt. Strukturell sind Stimmrechtsausschlussklauseln in der Regel so konstruiert, dass sie am Begriff des ausstehenden Kapitals, das die Grundlage für die Berechnung von Beschlussfähigkeit und Mehrheit bildet, anknüpfen. Vom Stimmrecht ausgeschlossene Anleihen werden für die Zwecke der Umschuldungsklauseln als nicht ausstehend fingiert. Beträchtliche Unterschiede in Konstruktion und Reichweite bestehen aber hinsichtlich der Abgrenzung der Einflussphäre des Emittenten. Prägend für die Klauselgestaltung sind insofern zwei Konzepte zur Charakterisierung der Verbindung der ausgeschlossenen Personen zu den ausgeschlossenen Anleihen. Es handelt sich einerseits um das Kriterium der Eigentümerstellung<sup>287</sup> und andererseits um dasjenige der Kontrolle, wobei typischerweise jeweils direkte oder indirekte Bezüge erfasst werden. Bisweilen

---

<sup>286</sup> Vgl. *Hofmann*, *Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses*, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 45, 46 f.

<sup>287</sup> Englisch: *ownership*.

wurde in Klauseln entweder auf das eine oder auf das andere Kriterium abgestellt.<sup>288</sup> Als ausgeschlossene Personen werden klassischerweise der Emittent und alle seine Behörden<sup>289</sup> festgelegt.<sup>290</sup>

Die Musterklauseln von G10 und *Gang of Seven* kombinieren die Kriterien des Eigentums und der Kontrolle alternativ.<sup>291</sup> Die IPMA-Klausel ist detaillierter und inhaltlich breiter angelegt.<sup>292</sup> Sie definiert zunächst abstrakt, dass der Stimmrechtsausschluss alle Anleihen erfasst, bei denen der Emittent die Entscheidungsgewalt über die Ausübung des Stimmrechts hat. Dieses Kriterium wird dann im Rahmen von Regelbeispielen für erfüllt erklärt, wenn der Inhaber der Anleihe der Emittent oder eine seiner Behörden ist oder eine ihm oder einer seiner Behörden gehörende oder kontrollierte Person ist. Außerdem enthält die Klausel Definitionen der Tatbestandsmerkmale „Behörde“<sup>293</sup> und „Kontrolle“.

Ein Phänomen, das in den Musterklauseln nicht anzutreffen ist, dafür aber in einigen Praxisfällen, bildet die Aufnahme konkreter Ausnahmen vom Stimmrechtsausschluss in die Klausel für bestimmte, dort ausdrücklich genannte Rechtspersonen. So enthalten etwa vor der Eurokrise erfolgte Emissionen von Griechenland<sup>294</sup> und Italien<sup>295</sup> Regelungen, wonach Anleihen, die von der jeweiligen Zentralbank und unterstaatlichen Gebietskörperschaften (Regionen, Provinzen und dgl.) gehalten werden, ausdrücklich stimmberechtigt sind.

---

<sup>288</sup> *Drage/Hovaguimian*, Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues, S. 9.

<sup>289</sup> Englisch: *public instrumentality*.

<sup>290</sup> *Galvis/Saad*, Georgetown Journal of International Law 35 (2004), 713, 718.

<sup>291</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 17; *EMTA/IIF/IPMA/EMCA/SIA/ISMA/TBMA*, Collective Action Clauses for Sovereign Bonds, S. 5, 14 und 26.

<sup>292</sup> *International Primary Market Association*, Standard Collective Action Clauses (CACs) for Terms and Conditions of Sovereign Bonds, S. 3.

<sup>293</sup> Einschließlich einer Liste von erfassten Rechtsträgern, in die insbesondere die Zentralbank des Emittenten aufgenommen werden soll.

<sup>294</sup> Abgedruckt bei *Hofmann*, Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 45, 50 Fn. 14.

<sup>295</sup> Abgedruckt bei *Drake*, Disenfranchisement in Sovereign Bonds, S. 29 Fn. 142.



Eine alternative Regelungstechnik, bei der sich das Problem des Stimmrechtsausschlusses gar nicht stellen kann, besteht in der Verwendung einer Klausel, wonach Anleihen, die in die Hände des Emittenten zurück gelangen, sofort gelöscht werden und damit tatsächlich nicht mehr ausstehen.<sup>296</sup> Diese Gestaltung hat im Rahmen der Diskussion um das CAC-Konzept jedoch keinerlei Bedeutung erlangt und vermag auch die Problematik rechtlich selbstständiger Gläubiger, die unter der Kontrolle des Emittenten stehen, nicht zu beantworten.

#### 1.4.2.2.4 Ablauf des Entscheidungsprozess

Regelungsbedürftig ist schließlich der Ablauf der Mehrheitsentscheidung. Dabei handelt es sich auf den ersten Blick um rein technische Fragen, die jedoch – wie das Beispiel der Angst Pakistans vor einer Verbündung der Gläubiger auf einer Gläubigerversammlung zeigt<sup>297</sup> – durchaus erhebliche Auswirkungen auf die strategischen Positionen der Beteiligten in einer Umschuldungssituation zeitigen. Was die Form der Entscheidung angeht, so reagieren alle Entwürfe auf die Erfahrung im Fall Pakistans damit, dass sie die Beschlussfassung alternativ sowohl im Rahmen einer Gläubigerversammlung als auch in einem schriftlichen Verfahren zulassen. Argumente für die Beibehaltung der klassischen Lösung des englischen Rechts, wonach zwingend eine physische Gläubigerversammlung stattfinden muss, werden soweit ersichtlich nicht vorgebracht.

Kleinere Unterschiede bestehen dann wieder bei der Frage, unter welchen Voraussetzungen der Entscheidungsprozess eingeleitet werden kann. Der G10-Bericht sieht insofern vor, dass der Emittent oder ein Gläubigerquorum von mindestens 10% des ausstehenden Kapitals jederzeit die Einberufung einer Gläubigerversammlung verlangen können.<sup>298</sup> Die *Gang of Seven* teilt diese

---

<sup>296</sup> *Drake*, a.a.O., S. 21. Dort wird diese Methode als „*purchase-and-cancellation*“ (Erwerb und Löschung) bezeichnet.

<sup>297</sup> Siehe oben 1.3.2.1.

<sup>298</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 10.

Voraussetzungen für die gewöhnliche Laufzeit der Anleihe, sieht aber die Absenkung des Quorums der Gläubiger auf 5% für Krisensituationen vor, d.h. wenn ein Kreditereignis im Raum steht oder die Schuldnerseite eine Restrukturierung der Anleihe angekündigt hat. Dies erleichtert es der Gläubigerseite, wenn sich der Emittent für das schriftliche Verfahren entscheidet, doch noch ein Treffen zu erzwingen und sich dort mit einer Gegenposition zu formieren.

Für die tatsächliche Abwicklung der Gläubigerversammlung wird schließlich je nach Verwaltungsstruktur der fiscal agent bzw. der Treuhänder vorgesehen.

### **1.4.2.3 Aggregation der Mehrheitsentscheidung über Anleiheserien hinweg**

Unter dem Begriff der Aggregation wird eine Konstruktion verstanden, die den Kreis der zu einer gemeinsamen Mehrheitsentscheidung berufenen Gläubiger über eine Anleihe (im Sinne einer einheitlichen Emission oder Serie) hinaus auf mehrere Anleihen erstreckt, diese also für eine gemeinsame Mehrheitsentscheidung bündelt. Diese Gestaltung nimmt eine Sonderstellung innerhalb der in diesem Abschnitt vorgestellten Lösungen ein, weil sie zum Zeitpunkt der Diskussion um das CAC-Konzept in den Jahren 2001/02 nicht als in der Praxis weit verbreitete Klausel (z.B. bei Unternehmensanleihen) bekannt war, die ohne Weiteres als nachahmenswertes Beispiel für Staatsanleihen übernommen werden konnte. Zwar existiert in Gestalt von Art. 1171 Abs. 2 des Schweizer Obligationenrechts bereits seit Jahrzehnten ein gesetzlich verankerter Aggregationsmechanismus. Dieser hat indes im Rahmen der stark angelsächsisch geprägten Diskussion im Staatsschuldenkontext keine Prägekraft entfaltet. Dort taucht das Thema Aggregation dann auch zunächst nicht als konkrete Gestaltung, sondern als theoretisches Desiderat auf.<sup>299</sup> So wurde es als wesentlicher Nachteil der Umschuldungsklauseln gegenüber dem

---

<sup>299</sup> *G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Statement on the Action Plan, 20.04.2002, <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm022004.htm>. Siehe dazu bereits oben 1.2.2.

SDRM wahrgenommen,<sup>300</sup> dass letzterer nach dem Vorbild innerstaatlicher Insolvenzrechte erstens die Bildung von Gläubigerklassen ermöglicht und zweitens so ausgestaltet werden kann, dass ein Sanierungsplan nicht am Widerstand einzelner Gläubigerklassen scheitert.

Der Gedanke einer emissionsübergreifenden Mehrheitsentscheidung fügt sich nahtlos und sinnvoll in die Grundausrichtung des CAC-Konzepts ein. Das Hauptanliegen, die Wirkungsmacht von Hold-out-Gläubigern zu beschränken und diese dem Willen der kooperativen Mehrheit folgend zur Beteiligung an einer Umschuldung zu zwingen, lässt sich mit Hilfe von Aggregation wesentlich effektiver erreichen.<sup>301</sup> Denn auf eine Anleiheserie bezogene Umschuldungsklauseln sind machtlos, sobald es einem Hold-out-Gläubiger gelungen ist, innerhalb einer Anleihe eine Sperrminorität zu erlangen.<sup>302</sup> Gerade für strategisch geschickt agierende Hedge-Fonds liegt es nahe, gezielt nach kleinen Anleiheserien zu suchen und dort eine zur Blockade der Umschuldung geeignete Position aufzubauen. Durch Aggregationsklauseln wird dies vereitelt oder zumindest erheblich erschwert.

Das Konzept der Aggregation hat aber auch erhebliche Opposition erfahren. Die Marktteilnehmer auf Investorenmenseite lehnten es seinerzeit als zu weitgehenden Einschnitt in die Gläubigerrechte ab.<sup>303</sup> Diese Ablehnung vermengte sich mit gewissen Zweifeln an der rechtlichen Umsetzbarkeit der Idee, die letztlich aber weitgehend im Unspezifischen verblieben.<sup>304</sup> Betont wurden schließlich die im

---

<sup>300</sup> *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, Rn. 4; *Berensmann*, Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen, S. 22 und 27 f.; *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 711.

<sup>301</sup> Instrukтив mit zahlreichen Zahlenbeispielen *Keller*, Umschuldung von Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 157, 168 ff.

<sup>302</sup> *Hartwig-Jacob*, Neue rechtliche Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen, in: *Festschrift Horn*, S. 717, 731.

<sup>303</sup> Vgl. *Internationaler Währungsfonds*, The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses, Rn. 47; *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 229.

<sup>304</sup> Bedeutsam in dieser Hinsicht ist insbesondere die Passage im G10-Bericht, wonach Aggregation gestützt nur auf die Anleihebedingungen nicht praktikabel sei: *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 5. Von Beteiligten und Beobachtern wird dieses Ergebnis aber eher als Ausdruck fehlender Ambitionen zur

Zusammenhang mit einer Aggregation neu auftauchenden Gefahren hinsichtlich von Ungleichbehandlungen unterschiedlicher Gläubiger und Manipulationsgefahren.<sup>305</sup> Vor diesem Hintergrund schafften es Aggregationsklauseln nicht, in einen der Entwürfe für Musterklauseln aufgenommen zu werden und erfuhren auch keine nachhaltige Unterstützung des öffentlichen Sektors.<sup>306</sup>

Praktisch umgesetzt wurde das Konzept schließlich im Jahr 2003 durch die besonders innovationsfreudige Emission neuer (im Rahmen einer Umschuldung im Tausch gegen Altanleihen begebener) Anleihen durch Uruguay.<sup>307</sup> Die dort verwandte Klausel<sup>308</sup> sah als Alternative zur Änderung der finanziellen Bedingungen der Anleihe durch eine Mehrheit von 75% des ausstehenden Nennwertes folgende Aggregationsmöglichkeit vor: eine Änderung konnte auch erfolgen, wenn in mehreren Anleihen jeweils eine Mehrheit von zwei Dritteln des jeweiligen Nennwertes und über alle einbezogenen Anleihen hinweg eine Mehrheit von 85% der aggregierten Nennwerte erreicht wurde.

Dieses Beispiel wurde stilbildend für eine sog. zweistufige Aggregation. Bei dieser muss bei jeder einbezogenen Anleihe eine gegenüber der isolierten Änderung abgesenkte Mehrheitsschwelle erreicht werden und zugleich muss für alle betroffenen Anleihen gemeinsam eine besonders hohe qualifizierte Mehrheit erreicht werden. Als theoretische Alternative hierzu wurde das Modell einer einstufigen Aggregation erdacht, bei dem es nur eine von vorne herein über

---

Innovation bei dem Thema bzw. fehlender Kompromissfindung gewertet, denn als unumstößliche juristische Erkenntnis; siehe *Keller*, Umschuldung von Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 157, 166; *Koch*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 665, 686.

<sup>305</sup> *Sharma*, *Journal of World Trade* 38 (2004), 627, 644 f.; *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, S. 15 ff.

<sup>306</sup> Vgl. nur die insgesamt zurückhaltende bis kritische Untersuchung des IWF zu der Frage: *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims.

<sup>307</sup> Zu den Hintergründen und Reaktionen siehe *Steneri*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 731, 744.

<sup>308</sup> Abgedruckt bei *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 229.

alle einbezogenen Serien aggregiert berechnete Mehrheitsschwelle zu erreichen gilt.<sup>309</sup> Die einstufige Aggregation wurde auf vertraglicher Grundlage jedoch bisher nie umgesetzt.<sup>310</sup> Eine weitere mögliche Konzeption ist eine dreistufige Hürde. Eine solche findet sich in Art. 1171 Abs. 2 des Schweizer Obligationenrecht. Demnach ist erstens die aggregierte Mehrheit von zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Kapitals aller sog. Gläubigergemeinschaften<sup>311</sup> erforderlich. Zweitens (dieses Kriterium unterscheidet dieses Modell von der zweistufigen Aggregation) muss der Vorschlag in der (einfachen) Mehrheit der Gläubigergemeinschaften mit der für wesentliche Beschlüsse auch bei isolierter Änderung geltenden Mehrheit (diese beträgt gemäß Art. 1170 OR zwei Drittel des im Umlauf befindlichen Kapitals und kann durch die Anleihebedingungen auch höher angesetzt werden) angenommen werden.<sup>312</sup> Drittens muss der Vorschlag schließlich in allen Gläubigergemeinschaften mindestens die Zustimmung der einfachen Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals erreichen. Hervorzuheben an dieser Gestaltung ist vor allem, dass sie die beiden Anknüpfungspunkte zur Mehrheitsermittlung miteinander kombiniert. Soweit ersichtlich hat der dreistufige Mechanismus außerhalb der Schweiz bis dato allerdings keinerlei Nachahmung gefunden.

---

<sup>309</sup> *Keller*, Umschuldung von Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 157, S. 171 f.

<sup>310</sup> Auf der Grundlage einer Änderung des für die Anleihen maßgeblichen nationalen Rechts durch Erlass eines Gesetzes wurde sie bei der Umschuldung Griechenlands im Jahr 2012 erfolgreich umgesetzt, siehe dazu bereits in der Einleitung, oben S.12.

<sup>311</sup> Eine Gläubigergemeinschaft bilden gemäß Art. 1157 OR kraft Gesetzes die Gläubiger einer mit einheitlichen Anleihebedingungen von einem Schuldner mit Sitz in der Schweiz begebenen Anleiheobligation.

<sup>312</sup> Der Wortlaut des Gesetzes ist an dieser Stelle nicht auf den ersten Blick aus sich heraus verständlich. Vgl. aber *Reutter/Steinmann*, in: *Honsell (Hrsg.)*, Basler Kommentar, Wertpapierrecht, Art. 1171 OR Rn. 2.

#### **1.4.2.4 Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzungsmöglichkeiten**

Dem übergeordneten Ziel des CAC-Konzepts, das Obstruktionspotential von Gläubigern zu minimieren, kann es auch dienen, ihre Rechtsdurchsetzungsmöglichkeit zu beschneiden. Ein solches Vorgehen ist durchaus bedenklicher als der Mehrheitsentscheidungsmechanismus, weil es darauf abzielt, rechtswidriges Verhalten des Schuldners unangreifbar zu machen. Diese Bedenken spielten in der Diskussion bis zur Eurokrise, die mit der der Gemengelage bei internationalen Umschuldungen entsprechenden pragmatischen Sichtweise<sup>313</sup> geführt wurde, jedoch keine Rolle. Vielmehr befassten die Überlegungen sich damit, auf welchem Gestaltungsweg sich das Ziel einer Zurückdrängung der Blockademöglichkeit einzelner Gläubiger erreichen lässt. Insofern lassen sich Mechanismen unterscheiden, die rechtstechnisch auf drei verschiedenen Ebenen wirken.

##### **1.4.2.4.1 Bündelung der Rechtsmacht zur Klageerhebung**

Die weitreichendste Lösung im Sinne einer Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzungsmöglichkeiten wird durch die Verwendung einer Treuhand-Struktur erreicht. Wie bereits erläutert,<sup>314</sup> sind die Gläubiger bei dieser Konstruktion rechtlich überhaupt nicht Inhaber der Forderung, sondern nur wirtschaftlich Berechtigte. Sie können daher nicht individuell klagen, stattdessen sind sie auf die kollektive Rechtsdurchsetzung durch den Treuhänder verwiesen. Die Entscheidung darüber, ob der Treuhänder zur Einleitung und Fortführung entsprechender Schritte angewiesen werden soll, liegt als wesentlicher Beschlussgegenstand bei der qualifizierten Gläubigermehrheit.<sup>315</sup> Die völlige sachenrechtliche Entleerung der unmittelbaren Gläubiger-Schuldnerbeziehung wird als sehr weitgehend kritisiert<sup>316</sup> und bedarf eines spezifischen Zuschnitts der

---

<sup>313</sup> Vgl. bereits in der Einleitung und unten 1.5.1.3.

<sup>314</sup> Siehe oben 1.4.2.1.2.

<sup>315</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 11.

<sup>316</sup> *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 707.

Gestaltung auf die Gegebenheiten des jeweiligen anwendbaren Rechts.<sup>317</sup> Lehnt man die umfassende Lösung in Gestalt der Treuhand ab, so stellt sich die Frage, wie sich ohne Beschränkung der Forderungsinhaberschaft der Anleihegläubiger ein Schutz gegen blockierende Rechtsstreitigkeiten aufbauen lässt.

#### 1.4.2.4.2 Kollektivierung der Entscheidung über die Gesamtfälligkeitstellung (*acceleration / rescission of acceleration*)

Eine wichtige Stellschraube liegt in diesem Zusammenhang in der Höhe des in der Krisensituation zeitnah einklagbaren Betrags. Gerät ein Staat in Zahlungsschwierigkeiten, so wird nur ein Bruchteil seiner Anleihen genau in diesem Zeitpunkt auch zur Rückzahlung anstehen. Der Großteil der Anleihen wird noch eine Restlaufzeit haben, während derer den Gläubigern nur die betragsmäßig vergleichsweise kleinen laufenden Zinszahlungen zustehen, während die Fälligkeit des Nennkapitals erst am Laufzeitende eintritt. Kommt der Staat nun in Zahlungsverzug, so betrifft dies bei noch nicht ausgelaufenen Anleihen an sich nur die laufenden Zinsen. Da es für die Gläubiger des zahlungsunfähigen Staates unbefriedigend und unangemessen wäre, auf die in der ausbleibenden Zinszahlung liegende Leistungsstörung nur durch Geltendmachung von deren vergleichsweise geringer Summe reagieren zu können, sehen die Anleihebedingungen verbreitet vor, dass ein Zahlungsverzug mit irgend einem aus der Anleihe geschuldeten Teilbetrag ein Kreditereignis („*event of default*“) darstellt, das die Gläubigerseite zur Gesamtfälligkeitstellung („*acceleration*“) bzw. (in den Kategorien des deutschen Rechts) außerordentlichen Kündigung<sup>318</sup> der Anleihe berechtigt, d.h. es ihnen ermöglicht, die sofortige Rückzahlung des Nennbetrags zu verlangen. Die Erklärung der Gesamtfälligkeitstellung ist damit eine wichtige Voraussetzung, um eine ernsthafte und gewichtige Rechtsdurchsetzung im Klageweg betreiben zu können. An

---

<sup>317</sup> Zu den damit verbundenen Schwierigkeiten im deutschen Recht vgl.: *Vogel*, Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 94, 101; keine Probleme sieht dagegen insofern: *Hartwig-Jacob*, Neue rechtliche Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen, in: Festschrift Horn, S. 717, 725.

<sup>318</sup> Vgl. § 7 Anleihebedingungen Fremdwährungsanleihen.

dieser Schnittstelle setzen nun Klauselgestaltungen an, die die Entscheidung über die Gesamtfälligkeit dem einzelnen Gläubiger entziehen und vom Erreichen eines Quorums abhängig machen.<sup>319</sup> Diese Klauseln entfalten für die Rechtsdurchsetzung damit insofern eine wichtige Filterfunktion, als sie dem einzelnen Gläubiger das Recht zur Geltendmachung seiner Forderung zwar nicht entziehen, dieser Schritt aber nur sinnvoll und erfolgversprechend ist, wenn ein größerer Teil der Gläubigerschaft ihn durch Erklärung der Gesamtfälligkeit billigt.<sup>320</sup>

Die konkrete Ausgestaltung basiert in weitgehender Übereinstimmung der Entwürfe auf einem zweigliedrigen Mechanismus: um bei Vorliegen eines Kreditereignisses die Gesamtfälligkeit zu erklären, bedarf es der Mitwirkung von mindestens 25% des ausstehenden Kapitals („*acceleration clause*“). Eine Mehrheit der Gläubiger kann sodann, wenn sie das Kreditereignis (z.B. infolge erfolgreicher Verhandlungen) für gelöst ansieht, die Gesamtfälligkeit rückgängig machen („*rescission of acceleration*“), wodurch sie ihre Wirkung verliert. Hinsichtlich der für die Rücknahme erforderlichen Mehrheitsschwelle bewegen die verschiedenen Entwürfe sich im Rahmen von 50% bis 75% des ausstehenden Kapitals.<sup>321</sup>

Regelungen zur Kollektivierung der Entscheidung über die Gesamtfälligkeit erscheinen als ausgewogener Weg zur Erschwerung blockierender Rechtsstreitigkeiten einzelner Gläubiger, die den Interessen der Mehrheit zuwider laufen. Im Vergleich zur Treuhand-Konstruktion bieten sie den Vorteil, dass sie zumindest keine Kosten mit sich bringen, solange sie nicht gebraucht werden. Nicht verkennen darf man aber, dass sie durchaus Kosten und Probleme mit sich bringen, wenn sie gebraucht werden. Dies lässt sich am bereits

---

<sup>319</sup> Wie *Weidemaier/Gulati*, *A People's History of Collective Action Clauses*, S. 17 ff., zeigen, waren derartige Klauseln schon in der Zeit vor dem zweiten Weltkrieg bekannt. Sie wurden schon seit dieser Zeit – in überschaubarer Häufigkeit – verwendet, ohne dass dies größere Aufmerksamkeit erfahren hätte.

<sup>320</sup> *Szodruich*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, S. 231.

<sup>321</sup> *Drage/Hovaguimian*, *Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues*, S. 26.



ausführlich beschriebenen Missbrauch<sup>322</sup> der durch CAC eröffneten Möglichkeiten durch Ecuador illustrieren. Dort scheiterte eine schnelle Rechtsdurchsetzung der Gläubiger einerseits an der Passivität des Treuhänders, der von der ihm eingeräumten Möglichkeit, aufgrund einer eigenen Entscheidung die Gesamtfälligkeit zu erklären, keinen Gebrauch machte. Andererseits gelang es den Gläubigern (obwohl sich der Treuhänder in diese Richtung bemühte) nicht bzw. erst sehr spät, das Quorum von 25% des ausstehenden Kapitals zusammen zu bringen.<sup>323</sup> Dieses Problem hätte auch bzw. sogar erst recht unter einer schwächeren Verwaltungsstruktur bestanden. Dass die Kollektivierung von Gläubigerrechten mit Koordinationsproblemen bei deren Ausübung einhergeht, erscheint als unumgänglich und ist als Preis für deren Nutzen bei der Eindämmung unerwünschter blockierender Rechtsstreitigkeiten in Kauf zu nehmen und in die Abwägung der Vor- und Nachteile einzubeziehen.

#### 1.4.2.4.3 Verpflichtung zur Erlösteilung (*sharing clause*)

Die letzte Stufe, auf der man einem einzelnen Gläubiger den Anreiz für eine für die übrigen Gläubiger schädliche individuelle Rechtsverfolgung nehmen kann, ist der Umgang mit deren Erlös. Legt man fest, dass jeder Gläubiger das Erlangte gleichmäßig mit den anderen Gläubigern teilen muss, so schließt man Sondervorteile der Minderheit zulasten der Mehrheit aus. Derartige Erlösteilungsklauseln sind in Konsortialkrediten üblich<sup>324</sup> und so lag der Gedanke, sie auf den Bereich der Anleihen zu übertragen, gerade in der Frühphase der Diskussion über das CAC-Konzept nahe.<sup>325</sup> Praktikabel realisieren lässt sich dieses Ziel wie bereits dargestellt<sup>326</sup> durch eine Treuhand-Konstruktion. Verzichtet man auf eine solche, so wäre eine Klausel, die den einzelnen Gläubiger zur Herausgabe eines Teils seines Erlöses zwingt, zwar

---

<sup>322</sup> Siehe oben S. 52.

<sup>323</sup> *Buchheit/Gulati*, International Financial Law Review 27 (2009), 22 ff.

<sup>324</sup> Vgl. *Welter*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 118 Rn. 145 ff.; auch zu konkreten Formulierungen.

<sup>325</sup> Siehe oben S. 20 f. und *Dixon/Wall*, Financial Stability Review 2000, 142, 143.

<sup>326</sup> Vgl. oben 1.4.2.1.2.

theoretisch denkbar,<sup>327</sup> sie wird aber in keinem der Klauselentwürfe vorgeschlagen und hat auch keinerlei praktische Relevanz. Dies erklärt sich daraus, dass eine derartige Klausel entweder als kaum funktionstüchtig erscheint oder tief in das allgemeine zivilprozessuale Regime eingreift. Selbst wenn bekannt wäre, wie viel ein blockierender Gläubiger erlöst hat, gäbe es keinen Mechanismus für die Aufteilung des Erlöses auf die anderen Gläubiger (deren Identität untereinander ja gar nicht bekannt ist) und die Transaktionskosten einer solchen Erlösteilung würden wohl eher die anderen Gläubiger von der Geltendmachung dieses Anspruch als einen aggressiven Gläubiger von einer blockierenden Rechtsdurchsetzung abhalten. Erlösteilungsklauseln spielen dementsprechend entgegen bisweilen anzutreffender missverständlicher anderslautender Aussagen<sup>328</sup> keine eigenständige Rolle im Kontext von CAC.

### **1.4.3 Praktische Verbreitung der Gestaltungen**

Von den vorgestellten Gestaltungsmöglichkeiten haben sich einige stärker am Anleihemarkt durchgesetzt als andere. Auch wenn die erfolgreiche praktische Verbreitung für sich genommen natürlich keinen Aussagewert über die juristische Qualität einer Klausel beinhaltet, so ist sie doch ein wichtiger Aspekt im Rahmen einer Bestandsaufnahme der Entwicklung des CAC-Konzepts. Zum einen, weil sie einen Gradmesser für die Akzeptanz einer Gestaltung bei den Marktteilnehmern liefert, auf die die Umsetzung des vertraglichen Ansatzes grundsätzlich angewiesen ist. Und zum anderen, weil in der Diskussion der letzten Jahre viele Stimmen lediglich pauschal auf das Konzept der CAC Bezug genommen haben. Eine Einordnung und Bewertung dieser Stellungnahmen setzt damit voraus, sich einen Überblick darüber zu verschaffen, welche Inhalte sich üblicherweise dahinter verbergen.

---

<sup>327</sup> Siehe nur *Schier*, Towards a reorganisation system for sovereign debt, S. 27.

<sup>328</sup> *Häsel*, Journal of Economic Surveys 23 (2009), 882, 892 stellt sie als „einfachsten und effektivsten Weg“ gegen unerwünschte Streitigkeiten dar, betont aber immerhin zugleich, dass sie nur zusammen mit einer Treuhand anzutreffen sind. Dann verhindert rechtlich aber schon die fehlende Rechtsmacht der Gläubiger jedwede individuelle Rechtsdurchsetzung, so dass es auf die wirtschaftliche Abschreckung durch die Erlösteilung überhaupt nicht mehr ankommt.

Hinsichtlich der Analyse des Marktstandards stützt sich die vorliegende Arbeit auf zwei Quellen. Zum einen existieren empirische Auswertungen der Anleihebedingungen.<sup>329</sup> Diese basieren auf unterschiedlichen und damit jeweils offensichtlich nicht ganz vollständigen Datensammlungen<sup>330</sup> und liefern damit im Detail nicht ganz einheitliche Ergebnisse. Die abgebildeten Tendenzen erscheinen aber verlässlich und belastbar.<sup>331</sup> Eine zweite Quelle, die zwar quantitativ keine Exaktheit beanspruchen kann, die allgemeine Diskussion aber weit stärker geprägt hat als die noch sehr jungen empirischen Erkenntnisse, stellen die Eindrücke und Tendenzen dar, die in juristischen Publikationen als Marktpraxis wahrgenommen wurden.<sup>332</sup>

Eine interessante Unterscheidung hinsichtlich des Begriffs der Marktpraxis führen *Choi, Gulati* und *Posner* ein. Sie blicken speziell auf die Anleihen, die aus Restrukturierungen hervor gegangen sind und stellen fest, dass diese „stärkere“, das heißt tiefgehender in die Gläubigerrechte eingreifende CAC verwenden als gewöhnliche Neuemissionen.<sup>333</sup> Die daraus abgeleitete These, dass in konkreten Krisenfällen mehr Augenmerk auf die adäquate Ausgestaltung der Anleihebedingungen gelegt wird und eine größere Bereitschaft zur Abweichung von bisherigen Gepflogenheiten besteht,<sup>334</sup> erscheint höchst plausibel. Gleichwohl wird die Unterscheidung zwischen Neuemissionen und restrukturierten Anleihen hier nicht systematisch übernommen. Denn die Ausgangslage im europäischen Währungsraum befindet sich insofern „zwischen

---

<sup>329</sup> *Choi/Posner/Gulati*, Political Risk and Sovereign Debt Contracts; *Häseler*, Eur J Law Econ 34 (2012), 425; *Bradley/Gulati*, Collective Action Clauses for the Eurozone.

<sup>330</sup> *Choi/Posner/Gulati*, a.a.O., S. 18, stützen sich auf die Datenbank von Thomson One. Auf diese und zusätzlich auf die Datenbank „Perfect Information“ bauen auch *Bradley/Gulati*, siehe a.a.O., S. 11 zur genauen Datengrundlage. *Häseler*, a.a.O. S. 432 ff., baut auf der Datenbank von Bloomberg auf.

<sup>331</sup> Es läge auch außerhalb der Möglichkeiten der vorliegenden Arbeit, hier bessere Forschungsergebnisse zu erarbeiten.

<sup>332</sup> Als sehr einflussreich ist insofern insbesondere der Beitrag von *Drage/Hovaguimian*, Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues, anzusehen.

<sup>333</sup> *Choi/Posner/Gulati*, Political Risk and Sovereign Debt Contracts, passim.

<sup>334</sup> A.a.O., S. 29.

den Stühlen“. Eine konkrete Krise ist der Ausgangspunkt zur Definition von Anleihebedingungen für alle Neuemissionen. Dabei dient die bisherige Marktpraxis als wichtige Grundlage.

#### **1.4.3.1 Repräsentation und Information der Gläubigerseite**

Was die Repräsentation der Gläubigerseite angeht, so enthält die Mehrzahl der Anleihen dazu keine Regelung, sondern beschränkt sich auf den Einsatz eines *fiscal agent* als Abwicklungsbeauftragten des Schuldners. Treuhand-Strukturen haben aber durchaus eine wahrnehmbare Rolle und ihr Anteil weist über die letzten Jahre eine ansteigende Tendenz auf.<sup>335</sup> Je nach Datengrundlage unterschiedlich und damit unklar ist indes, ob er bei Anleihen nach englischem Recht deutlich höher liegt als bei denjenigen nach New Yorker Recht, was jedenfalls einer Wahrnehmung aus der Praxis entspricht.<sup>336</sup> Bestimmungen über gewählte Gläubigervertreter sind vereinzelt bei weniger bedeutenden Emittenten anzutreffen, spielen insgesamt aber keine nennenswerte Rolle.<sup>337</sup> Informationsklauseln schließlich haben sich in der Praxis überhaupt nicht durchgesetzt.<sup>338</sup>

#### **1.4.3.2 Mehrheitsentscheidung**

##### 1.4.3.2.1 Mehrheitsschwellen

In Bezug auf die Definition der Mehrheiten hat sich eindeutig eine an das ausstehende Kapital anknüpfende Betrachtung durchgesetzt, die die qualifizierte Mehrheit für wesentliche Beschlüsse bei 75% und die Mehrheit für sonstige Beschlüsse bei 2/3 ansetzt. Dies gilt uneingeschränkt für Anleihen nach New Yorker Recht, bemerkenswerterweise hat sich aber auch die Praxis am Londoner

---

<sup>335</sup> Übereinstimmend *Bradley/Gulati*, *Collective Action Clauses for the Eurozone*, S. 30; *Häseler*, *Eur J Law Econ* 34 (2012), 425, 435.

<sup>336</sup> *Buchheit*, *International Financial Law Review* 26 (2007), 21.

<sup>337</sup> *Gelpern/Gulati*, *Capital Markets Law Journal* 4 (2008), 85, 93-98.

<sup>338</sup> *Koch*, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 665, 678; *Drage/Hovaguimian*, *Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues*, S. 8.

Platz in diese Richtung gewandelt (auch wenn die Anwesendenmehrheit dort nicht völlig verschwunden ist).<sup>339</sup> Die von den privaten Wertpapierhandelsverbänden vorgeschlagene qualifizierte Mehrheit von 85% hatte im Jahr 2003 kurzzeitig eine gewisse Verbreitung gefunden. In späteren Emissionen sind die Staaten, die diesen Weg gewählt hatten, aber rasch auf die Marke von 75% eingeschwenkt.<sup>340</sup>

#### 1.4.3.2.2 Zuordnung der Beschlussgegenstände

Was die Zuordnung der Beschlussgegenstände angeht, so liegen keine statistischen Erkenntnisse über den Verbreitungsgrad einzelner Gestaltungen vor, weil eine derart detaillierte und tief in die juristische Struktur des jeweiligen Bedingungswerks eindringende quantitative Untersuchung bisher nicht geleistet wurde. Die Analysen einzelner Neuemissionen in der Zeit bis 2004 deuten auf eine uneinheitliche Praxis hin, die einzelne der über den G10-Bericht hinausgehenden Vorschläge aufgreift.<sup>341</sup> Vor allem die Erschwerung von *exit consents* bzw. die Nivellierung der für sie erforderlichen Mehrheitsschwelle mit derjenigen einer offenen Änderung der Zahlungsverpflichtung erwies sich als Anliegen, das auch in der Emissionspraxis Niederschlag gefunden hat. So zählten bereits die ersten Bonds Mexikos mit CAC nach New Yorker Recht im Jahr 2003 die typischen Bestandteile von *exit consents* zu den wesentlichen Beschlussgegenständen.<sup>342</sup>

#### 1.4.3.2.3 Stimmrechtsausschluss

Klauseln betreffend den Stimmrechtsausschluss haben sich als Grundtypus auf dem Markt etabliert. Ihre Bedeutung wuchs seit 2003 stetig und im Jahr 2010

---

<sup>339</sup> *Bradley/Gulati*, Collective Action Clauses for the Eurozone, S. 20 f.

<sup>340</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 12, 2005, S. 6.

<sup>341</sup> Vgl. *Drage/Hovaguimian*, Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues, S. 26.

<sup>342</sup> *Galvis/Saad*, Georgetown Journal of International Law 35 (2004), 713, 721.

waren sie in über der Hälfte der neuen Anleihen enthalten.<sup>343</sup> Im Detail interessant ist, dass sie im amerikanischen Recht bis 2003 so gut wie nicht anzutreffen waren, seit diesem Zeitpunkt aber eine sehr große (in manchen Jahren fast flächendeckende) Verbreitung gefunden haben, während sie im englischen Recht schon länger aber auf insgesamt deutlich niedrigerem Niveau anzutreffen sind.<sup>344</sup> Im Unterschied zu anderen Regelungsgegenständen hat sich aber hinsichtlich der konkreten Ausgestaltung des Stimmrechtsausschlusses keine Konvergenz eingestellt. Dort ist vielmehr eine große Bandbreite anzutreffen, sowohl was die Verwendung des Begriffs der „Kontrolle durch den Schuldner“ und die Genauigkeit bei seiner Bestimmung, als auch was die Aufnahme expliziter Rückausnahmen (z.B. für die Zentralbank) angeht.<sup>345</sup>

#### 1.4.3.2.4 Ablauf des Entscheidungsprozess

Hinsichtlich der Form des Entscheidungsprozesses ist die Zweigleisigkeit zwischen Gläubigerversammlung und schriftlicher Beschlussfassung eindeutig als Standard zu identifizieren. Sie ist in Anleihen nach New Yorker Recht flächendeckend anzutreffen und erreicht bei Anleihen nach englischem Recht, wo noch im Jahr 2002 flächendeckend eine physische Gläubigerversammlung zwingend erforderlich war, in den letzten Jahren bereits einen stark überwiegenden Anteil.<sup>346</sup> Dies ist ein weiteres gutes Beispiel dafür, wie fruchtbringend die Diskussion um das CAC-Konzept auch für Anleihen nach englischem Recht war, wo derartige Klauseln an sich schon üblich waren.

#### 1.4.3.3 Aggregation

Aggregationsklauseln sind weit davon entfernt, als üblich bezeichnet werden zu können. Sie tauchen bemerkenswerterweise bis zur Eurokrise ausschließlich in

---

<sup>343</sup> *Bradley/Gulati*, Collective Action Clauses for the Eurozone, S. 23 f.

<sup>344</sup> *Drake*, Disenfranchisement in Sovereign Bonds, S. 19 f.

<sup>345</sup> *Bradley/Gulati*, a.a.O.; eine Reihe von praktischen Beispielen für konkrete Klauselgestaltungen wird bei *Drake*, Disenfranchisement in Sovereign Bonds, passim, wiedergegeben.

<sup>346</sup> *Bradley/Gulati*, a.a.O., S. 22 f.

Anleihen auf, die aus einem Umtausch im Rahmen einer Umschuldung hervorgegangen sind.<sup>347</sup> Das bedeutet, dass es noch kein Emittent gewagt hat, sie im Rahmen einer Neuemission, bei der die Investoren frisches Geld zur Verfügung stellen und sich nicht in der Problemlage einer Umschuldung befinden, einzusetzen. Dies dürfte auf die Ablehnung des Konzepts durch die Investorensseite zurückzuführen sein. Im Teilsegment der aus Umschuldungen hervor gegangenen Anleihen wurde das bereits geschilderte Beispiel Uruguays<sup>348</sup> in den Jahren 2004/05 von Argentinien und der Dominikanischen Republik (mit identischer Konstruktion der zweistufigen Aggregation) nachgeahmt.<sup>349</sup> Dass sich das Konzept der Aggregation allgemein im Markt durchsetzen würde, stand zu dieser Zeit nicht zu erwarten.<sup>350</sup>

#### **1.4.3.4 Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzung**

Wie beschrieben ist die Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzung in den Fällen umfassend gelöst, in denen eine Treuhand-Struktur verwendet wird. In dieser Konstellation haben Klauseln zur Kollektivierung der Befugnis, die Gesamtfälligkeit bzw. deren Rücknahme zu erklären, eine eher administrative Funktion, weil sie das Weisungsverhältnis der Gläubiger gegenüber dem Treuhänder ausgestalten. Anders liegen die Dinge bei Verwendung eines *fiscal agent*, hier bewirken Klauseln zur Gesamtfälligkeit selbst eine merkliche Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzung. Blickt man nun auf den Verbreitungsgrad dieser Klauseln, so erkennt man, dass er deutlich höher liegt als derjenige der Treuhand-Struktur.<sup>351</sup> Dies gilt insbesondere für Anleihen nach New Yorker Recht, wo die Treuhand eher schwach vertreten

---

<sup>347</sup> *Choi/Posner/Gulati*, Political Risk and Sovereign Debt Contracts, S. 28.

<sup>348</sup> Siehe oben 1.4.2.3.

<sup>349</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report on Crisis Resolution - September 21, 2005, S. 19.

<sup>350</sup> *Galvis/Saad*, Georgetown Journal of International Law 35 (2004), 713, 723.

<sup>351</sup> Siehe *Bradley/Gulati*, Collective Action Clauses for the Eurozone, S. 27 gegenüber S. 30.

ist. Dort ist somit die Kollektivierung der Gesamtfälligkeit als die übliche Gestaltung anzusehen. Nicht übersehen werden darf aber, dass ein beträchtlicher Teil der Anleihen überhaupt keine Klauseln zur Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzung enthält.

Im Anschluss an die Darstellung der Entwicklung der Umschuldungsklauseln stellt sich nunmehr die Frage, wie eine kritische Bewertung des Konzepts ausfällt.

## **1.5 Bewertung des CAC-Konzepts**

Die Genese des CAC-Konzepts, das sich als „Krisenrezept“ entwickelt und durchgesetzt hat, weil die zur Bewältigung bisheriger Staatsschuldenkrisen verfügbaren Instrumente als unbefriedigend empfunden wurden, bedingt es, dass es im Grundsatz aus den bereits dargelegten Gründen überwiegend positiv bewertet wird. Gleichwohl fehlt es auch nicht an kritischen Einwänden. Diese sollen nunmehr einer Bestandsaufnahme, Erörterung und Würdigung unterzogen werden, bevor Platz für eine eigene Stellungnahme ist.

### **1.5.1 Kritische Einwände**

Die kritischen Einwände gegenüber dem CAC-Konzept beziehen sich auf dessen Nützlichkeit in zweierlei Hinsicht. Sie betonen zum einen mit CAC etwaig verbundene Nachteile und stellen zum anderen deren behaupteten Nutzen in Frage.

#### **1.5.1.1 Erhöhung der Finanzierungskosten**

Das aus der *ex-ante*-Sicht gewichtigste und vor der praktischen Umsetzung des CAC-Konzepts durch Mexiko verbreitetste Gegenargument war das Kostenargument. Es lautet dahin gehend, die Einführung von CAC würde an den Kapitalmärkten zu einem Risikozuschlag wegen der leichteren Restrukturierbarkeit führen und damit eine Erhöhung der Finanzierungskosten



für die Anleihefinanzierung der Staaten bewirken.<sup>352</sup> Diese Erwägung erschien unter dem Blickwinkel plausibel, dass das Vorhandensein von CAC die Zahlungsunfähigkeit des Schuldners von einer völlig fern liegenden und unbeherrschbaren zu einer mitbedachten und ohne allzu große Hindernisse handhabbaren Option machte, was durchaus geeignet erschien, das Risiko eines Zahlungsausfalls als größer einzustufen. Die große Herausforderung für die ökonomische Forschung bestand darin, dieser Hypothese auf empirischem Wege auf den Grund zu gehen.

Da eine die Verbreitung von CAC in Anleihen systematisch dokumentierende Datengrundlage zunächst nicht zur Verfügung stand, bedienten sich die zu dieser Frage erscheinenden Arbeiten anfangs des anwendbaren Rechts einer Anleihe als mittelbares Kriterium, um Zinsunterschiede zu messen. Aufbauend auf der vor 2003 im Groben<sup>353</sup> zutreffenden Unterscheidung zwischen mit CAC versehenen Anleihen nach englischem Recht und solchen ohne CAC nach amerikanischem Recht wurde versucht, signifikante Zinsunterschiede nachzuweisen.<sup>354</sup> Eine für die weitere Diskussion sehr einflussreiche Studie kam zu dem Ergebnis, die Frage sei nicht einheitlich zu beantworten, sondern die Wirkung von CAC auf die Finanzierungskosten hänge von der Bonität des Emittenten ab.<sup>355</sup> Demnach sollen die Klauseln bei guten Emittenten sogar zu einem Zinsabschlag führen, während sie bei schwachen Emittenten eine weitere Verteuerung der Finanzierungsmöglichkeiten bedeuten. Nachfolgende Studien zogen diese Ergebnisse allerdings eher wieder in Frage, als dass sie sie bestätigten. Die Erklärungsansätze für die zutage geförderten Befunde wurden

---

<sup>352</sup> Vgl. nur *Eichengreen/Kletzer/Mody*, Crisis Resolution: Next Steps, S. 7 m.w.N.

<sup>353</sup> Siehe dazu oben 1.3.1.1.

<sup>354</sup> Eine Zusammenfassung der älteren Forschungsarbeiten zu dieser Frage und einen Überblick deren jeweiligen genauen methodischen Ansatz findet man bei: *Häsel*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 882, 898 ff.; *Bardozzetti/Dottori*, *Collective Action Clauses: How Do They Weigh on Sovereigns?*, S. 7 ff; *Bradley/Gulati*, *Collective Action Clauses for the Eurozone*, S. 7 ff.

<sup>355</sup> *Eichengreen/Mody*, *Would Collective Action Clauses raise borrowing costs?*, später ergänzt durch *Eichengreen/Mody*, *Would Collective Action Clauses raise borrowing costs? - An Update and Additional Results*.

immer verästelter<sup>356</sup> und entfernten sich damit zusehends davon, das Kostenargument als ein allgemeingültiges Gegenargument gegen CAC zu stützen.

Eine neue Erkenntnisquelle öffnete sich schließlich im Jahr 2003 durch den in der Marktwahrnehmung viel beachteten Schwenk einer Reihe von Schwellenländern hin zur Verwendung von CAC. Hier war kein fehleranfälliges Proxy-Kriterium mehr notwendig, sondern es ließ sich unmittelbar ermitteln, wie sich die Anleihen mit CAC in die Zinskurve, die durch die bisherigen Anleihen des Emittenten ohne CAC gebildet wurde, einfügten. Der IWF widmete dieser Fragestellung seinerzeit große Aufmerksamkeit und kam zu dem eindeutigen Schluss, dass die Einführung von CAC keinen bzw. allenfalls einen vernachlässigbar geringen Zinsaufschlag bewirkte.<sup>357</sup> Mit der zunehmenden praktischen Verbreitung von CAC konnte das Kostenargument als widerlegt angesehen werden<sup>358</sup> und verlor sein Gewicht als kritischer Einwand.

Die empirische Forschung zu dieser Frage kam damit indes nicht zum Erliegen. Sie bemühte sich vielmehr weiterhin um eine Verbesserung der Methodik und Datengrundlage. So entstand in jüngerer Zeit ein eine lange Zeitspanne umfassender Datensatz (1986-2011), der nicht nur pauschal das Vorhandensein von CAC erfasst, sondern sogar nach einzelnen Klauseln aufschlüsselt und versucht, deren Effekt zu messen.<sup>359</sup> Diese aktuelle Forschungsarbeit, die außerdem nur Anleihen innerhalb eines anwendbaren Rechts vergleicht, um die Auswirkungen struktureller Unterschiede der verschiedenen Marktplätze möglichst auszuschalten, kommt bemerkenswerterweise zu dem Schluss, dass CAC sich auf die Finanzierungskosten solider Schuldner kaum auswirken, während es die Staaten mit *Non-Investment-Grade-Ratings* sind, die in Form

---

<sup>356</sup> Siehe nur *Häsel*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 882, 901 f.

<sup>357</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - September 5, 2003, S. 5; *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 20, 2004, S. 6.

<sup>358</sup> Vgl. auch *Jacklin*, *Law and Contemporary Problems* 73 (2010), 175, 185.

<sup>359</sup> *Bradley/Gulati*, *Collective Action Clauses for the Eurozone*, S. 29 ff.

günstigeren Zinsen sogar besonders stark von der Verwendung von CAC profitieren.<sup>360</sup> Eine weitere aktuelle Untersuchung greift die neuere Vergangenheit (2007-2011) heraus und stellt einen „U-Effekt“ von CAC fest.<sup>361</sup> Demnach hänge die Preisauswirkung wiederum vom Rating des Emittenten ab. Bei Emittenten mit starken Ratings ebenso wie bei Emittenten mit besonders schwachen Ratings sei keine Veränderung der Finanzierungskosten feststellbar, während Emittenten mit mittleren Ratings von einer Senkung der Finanzierungskosten profitieren. Anhaltspunkte für eine Erhöhung der Finanzierungskosten tauchen in den aktuellen Studien nirgends mehr auf.<sup>362</sup> Im Licht dieser Erkenntnisse wandelt sich das Kostenargument mithin zu einem Umstand, der für die Verwendung von CAC zu streiten geeignet ist.<sup>363</sup> Dies gilt jedenfalls zu normalen Zeiten. Zieht eine Krise herauf, so mag sich die Situation durchaus anders darstellen und die Anleger werden schwieriger zu restrukturierende Anleihen bevorzugen. So hat eine interessante Untersuchung der Sekundärmarktpreise griechischer Anleihen in den Jahren 2009/10 zutage gebracht,<sup>364</sup> dass der Zinsaufschlag (*spread*) zwischen griechischen Anleihen, die englischem Recht unterliegen, und solchen, die griechischem Recht unterliegen, fast wie eine Fieberkurve der Krisenentwicklung geschwankt hat. Die Autoren führen diese Entwicklung darauf zurück, dass die Auslandsanleihen schwerer zu restrukturieren seien als die der nationalen Gesetzgebung unterliegenden Inlandsanleihen<sup>365</sup> und deuten ihre Beobachtung als Beleg

---

<sup>360</sup> *Bradley/Gulati*, a.a.O., passim.

<sup>361</sup> *Bardozzetti/Dottori*, *Collective Action Clauses: How Do They Weigh on Sovereigns?*, passim.

<sup>362</sup> Vgl. *Bardozzetti/Dottori*, a.a.O., S. 36.

<sup>363</sup> Wiewohl sich auch im Rahmen der neueren Studien noch kein Konsens über die beste methodische Herangehensweise herausgebildet hat, vgl. dazu *Bradley/Gulati*, a.a.O., S. 9 f.

<sup>364</sup> *Choi/Gulati/Posner*, *Capital Markets Law Review* 6 (2011), 163, passim.

<sup>365</sup> Dieses Kalkül hat sich teilweise bewahrheitet. Griechische Auslandsanleihen nach englischem Recht waren in der Tat insofern schwieriger zu restrukturieren, als es in ihnen nur normale CAC ohne Aggregation gab. Den Gläubigern der 17 von 36 Anleihen (vgl. bereits oben bei Fn. 39), in denen die nach den CAC erforderliche Mehrheit zustande kam, half dies freilich nichts. Hieran wird deutlich, dass Hypothesen, die Preisentwicklungen auf isolierte juristische Gegebenheiten zurückführen wollen, mit einer gewissen Vorsicht zu behandeln sind.

dafür,<sup>366</sup> dass die Ausgestaltung der Anleihebedingungen ein preisbildender Faktor sein kann und dessen Stellenwert zu Krisenzeiten besonders groß ist.<sup>367</sup>

Die Relevanz des Kostenarguments insgesamt relativiert sich jedenfalls zusehends in dem Maße, in dem CAC allgemein als Standard akzeptiert und verbreitet sind und damit überhaupt keine Besonderheit mehr darstellen, die bei der Preisbildung ins Gewicht fallen könnte.

### 1.5.1.2 Missbrauchspotential

Es ist unabweisbar, dass das Vorhandensein von CAC zu einer gewissen Machtverschiebung im Gefüge zwischen Gläubigern und Schuldner führt. Die Position des einzelnen Gläubigers ist deutlich geschwächt, weil er nicht mehr allein Herr seiner Rechtsposition ist, sondern deren teilweise Preisgabe in die Hände der Mehrheit seiner Mitgläubiger gelegt hat. Unter normalen Umständen mag man davon ausgehen, dass es sich dabei nur um einen rein formalen Nachteil handelt,<sup>368</sup> weil die Mehrheit der Gläubiger gleichgerichtete Interessen im Sinne einer bestmöglichen Erhaltung ihrer Anlage haben dürfte und die Entscheidungsgewalt daher in ihren Händen grundsätzlich gut aufgehoben ist. Gleichwohl verweisen kritische Stimmen auch auf das darin liegende Missbrauchspotential. So wird angeführt, dass CAC Schuldner zu *moral-hazard*-Verhalten verführen könnten, d.h. zur Nutzung der durch CAC geschaffenen „bequemen“ Möglichkeit zur Umschuldung auch unter Umständen, wo eine solche gar nicht erforderlich wäre.<sup>369</sup> Insbesondere in ökonomisch geprägten Überlegungen zu den Effekten der Einführung von Umschuldungsklauseln spielt

---

<sup>366</sup> *Choi/Gulati/Posner*, *Capital Markets Law Review* 6 (2011), 163, 186.

<sup>367</sup> Die Autoren betonen überdies, dass auch zu normalen Zeiten bereits ein Spread feststellbar war. Dieser Befund sollte allerdings nicht überbewertet werden. Es erscheint vor allem mehr als fraglich, ob er wirklich (allein) durch die „Restrukturierungsgefährdung“ der Anleihebedingungen erklärbar ist. Hier können ebenso andere Faktoren wie die Marktbeschaffenheit eine Rolle spielen.

<sup>368</sup> Dies betont *Hofmann/Keller*, *ZHR* 175 (2011), 684, 691.

<sup>369</sup> *Berensmann*, *Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen*, S. 26.

dieser Aspekt eine gewichtige Rolle.<sup>370</sup> Diese Furcht dürfte sich jedoch abschwächen, wenn man den größeren Kontext einer Umschuldung in den Blick nimmt.<sup>371</sup> So sind die Überlegungen zu weit hin zur grundsätzlichen Frage des Stellenwertes der Anleihebedingungen für die Prägung des Verhaltens des Schuldners in einer Schuldenkrise.<sup>372</sup> Insofern scheint der Aspekt, welche Rechtsposition die Bestandsgläubiger haben und wie sie sich verhalten werden, nicht der wichtigste zu sein. Viel entscheidender dürfte für das Verhalten des Staates in einer Krisensituation die Fragestellung sein, in welchem Ausmaß und Zeitraum er durch ein bestimmtes Verhalten seine künftigen Refinanzierungsmöglichkeiten verliert. Ob und zu welchen Konditionen es einem Emittenten gelingt, frisches Kapital aufzunehmen, ist der erste Gradmesser dafür, ob er aus Gläubigersicht auf einem guten Weg ist oder sich missbräuchlich verhält.<sup>373</sup> Welchen technischen Weg ein Schuldner für eine von den Finanzmärkten als unumgänglich akzeptierte Umschuldung beschreitet, erscheint in diesem Kontext von nachrangiger Bedeutung. Insofern ist eine Umschuldung mittels CAC zwar effektiver, mit Blick auf die Position des Schuldners an den Finanzmärkten aber gewiss nicht harmloser oder bequemer als jede andere Form der Umschuldung. Das Bestreben nach einer guten Reputation an den Finanzmärkten, die die Basis des für den zukünftigen Marktzugang unabdingbaren Vertrauens ist, bildet also grundsätzlich einen wirksamen Schutz gegen den Missbrauch von CAC.<sup>374</sup> Umgekehrt haben die bisherigen Erfahrungen gezeigt, dass Schuldner mit einem aggressiven Verhalten (ob dieses im Einzelnen als missbräuchlich zu werten ist oder aus

---

<sup>370</sup> *Ghosal/Thampanishvong*, *Journal of International Economics* 89 (2013), 68, 74 ff.; Darstellung entsprechender Bedenken auch bei *Häselser*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 882, 890.

<sup>371</sup> Vgl. für Argumente in eine ähnliche Richtung allgemein auch *Buchheit/Gelpert/Gulati/Panizza/Weder di Mauro/Zettelmeyer*, *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, S. 14.

<sup>372</sup> Vgl. für entsprechende ökonomische Theorien bereits oben Fn. 18.

<sup>373</sup> Diese Annahme wird von empirischen Erkenntnissen gestützt, wonach ein Zusammenhang zwischen der Höhe des Forderungsverzichts in einer Umschuldung und der Geschwindigkeit der Rückkehr an die Kapitalmärkte sowie den dann hinzunehmenden Zinsaufschlägen besteht; vgl.: *Cruces/Trebesch*, *Sovereign Defaults: The Price of Haircuts*, passim.

<sup>374</sup> So auch *Häselser*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 882, 890.

nachvollziehbaren Gründen erfolgte, sei dahin gestellt) nicht davor zurück schrecken, den Weg des Bruchs des Anleihevertrags zu beschreiten und schlicht die Rückzahlung der fälligen Schulden zu verweigern. Auch Anleihen ohne CAC sind also vor einem missbräuchlichen Verhalten nicht gefeit.

Dass das Missbrauchspotential nicht grundsätzlich gegen die Verwendung von Umschuldungsklauseln spricht, entbindet bei der Klauselgestaltung freilich nicht von der Aufgabe, nach Wegen zu suchen, es möglichst gering zu halten bzw. ihm mit rechtlichen Mitteln zu begegnen. Es ist bei der Klauselgestaltung Sensibilität dafür geboten, dass CAC in bestimmten Konfigurationen zu einer empfindlichen Schwächung der Verteidigungsmöglichkeiten der Gläubiger gegenüber missbräuchlichem Verhalten führen können. Dies verdeutlicht das bereits geschilderte<sup>375</sup> Beispiel der Passivität des Treuhänders im Angesicht des missbräuchlichen Verhaltens Ecuadors in den Jahren 2008/09. Aufgabe der Klauselgestaltung muss es also sein, ein gutes Gleichgewicht zwischen praktikablen Aktionsmöglichkeiten des Schuldners und ebenso praktikablen Reaktionsmöglichkeiten der Gläubiger zu finden.<sup>376</sup> Eine bisher in der globalen Diskussion unbeantwortete Frage besteht in diesem Zusammenhang darin, wie ein materieller Schutz der Gläubiger gegen einen Missbrauch der durch CAC eröffneten Möglichkeiten aussehen kann und wie dieser in eine effektive, gleichzeitig aber selbst wiederum nicht unangemessen blockierend wirkende Rechtsschutzgewährleistung eingebettet werden kann.

Für den weiteren Gang der Untersuchung ist aus diesen Erwägungen abzuleiten, dass die Frage, wie der Bereich des Missbrauchs- und Rechtsschutzes im Umfeld des Einsatzes von Umschuldungsklauseln sinnvoll ausgestaltet werden kann, als wichtiger und bis zur Eurokrise nicht befriedigend gelöster Aspekt im Blick zu behalten ist.

---

<sup>375</sup> Oben S. 52.

<sup>376</sup> So auch *Choi/Posner/Gulati*, *Political Risk and Sovereign Debt Contracts*, S. 2.

### 1.5.1.3 Geringer Nutzen

Kritische Stimmen erheben sich in jüngerer Zeit betreffend den Nutzen von CAC. Diese Kritik richtet sich allerdings nicht auf rechtlicher Ebene gegen das Funktionsprinzip oder das Funktionieren der Klauseln als solche, sondern eher auf ökonomischer und politischer Ebene gegen den Stellenwert, der dem Konzept im Rahmen der Diskussion um eine Lösung der Staatsschuldenproblematik zu Teil wird. So hätten die hohen Beteiligungsraten an großen Umschuldungen der vergangenen Jahre, auch soweit diese Anleihen ohne CAC betrafen, gezeigt, dass Gläubigerkoordinationsprobleme ebenso wie das Hold-out-Problem in der Diskussion der Vergangenheit überbewertet worden seien.<sup>377</sup> Außerdem sei aus historischer Sicht der Erfolg einer Umschuldung nicht notwendig davon abhängig, dass restlos alle Gläubiger daran teilhaben.<sup>378</sup> Umgekehrt sichert das Vorhandensein von Umschuldungsklauseln allein keineswegs den Erfolg einer Umschuldung.<sup>379</sup> Dieser Kritik ist nicht zu folgen. Sie basiert, was auch offen gelegt und anerkannt wird,<sup>380</sup> auf der Prämisse, dass es andere Mechanismen gibt, die (beinahe) so effizient von einem Hold-out-Verhalten abschrecken. Dies bedingt jedoch, dass die Kritik am Nutzen von CAC auf Grundannahmen beruht, die die ökonomische Nützlichkeit weit höher gewichten als die juristische Legitimität. So werden als Alternativen für Umschuldungsklauseln zum einen Mindestbeteiligungsquoten gepaart mit *Exit consents*,<sup>381</sup> deren rechtliche Nachteile gegenüber CAC bereits dargestellt wurden,<sup>382</sup> angeführt. Zum anderen wird, im Tatsächlichen sicher zu Recht, die entscheidende Bedeutung der schlichten Drohung des Schuldnerstaates betont,

---

<sup>377</sup> *Bi/Charmon/Zettelmeyer*, The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings, S. 7.

<sup>378</sup> *Weidemaier/Gulati*, A People's History of Collective Action Clauses, S. 24 und 37.

<sup>379</sup> *Internationaler Währungsfonds*, A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings, S. 1 und 14 f.

<sup>380</sup> *Bi/Charmon/Zettelmeyer*, The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings, S. 8.

<sup>381</sup> *Bi/Charmon/Zettelmeyer*, a.a.O.

<sup>382</sup> Siehe oben 1.3.2.3.

nicht „freiwillig“ umgetauschte Anleihen nicht zurück zu zahlen.<sup>383</sup> Dies birgt jedoch nicht nur Prozessrisiken, die im Fall Argentiniens zusehends zutage treten.<sup>384</sup> Unter dem Blickwinkel der Befriedungsfunktion des Rechts und der Rechtstreue staatlichen Handelns ist es auch unabhängig von praktischen Prozessrisiken ein nicht über zu bewertender Nutzen, dass CAC eine Strategie gegenüber eine Umschuldung ablehnenden Gläubigern bieten, die als grundsätzlich rechtssicher und frei von (Un)gleichbehandlungsproblemen anzusehen ist. Dies anerkennen letztlich auch die kritischen Stimmen.<sup>385</sup> Ebenso wird letztlich auch von Seiten der Kritiker gewürdigt, dass Umschuldungsklauseln gegenüber rein freiwilligen Umtauschangeboten aufgrund ihrer teilweisen Zwangswirkung einen höheren Wirkungsgrad erzielen können.<sup>386</sup>

#### 1.5.1.4 Politische Alibi-Funktion

Die vorstehend bereits geschilderte Kritik, der Beitrag von CAC zur Lösung von Staatsschuldenkrisen sei gering, lässt sich noch einen Schritt weiter führen. So findet sich der Vorwurf, sie seien ein Mittel der „*Quacksalberei*“ dergestalt, dass der Rekurs auf das CAC-Konzept es den politischen Akteuren ermögliche, eine vermeintlich zukünftig wirksame und schnell umsetzbare Lösung für Staatsschuldenkrisen zu präsentieren, um so die Erwartung zu schüren, die in der Gegenwart als unumgänglich betrachteten Rettungspakete seien in Zukunft entbehrlich.<sup>387</sup> Der Vorwurf lautet also dahin gehend, CAC seien eine politische Alibi-Maßnahme gegen Staatsschuldenkrisen. Diese Erwägungen verlassen in dieser Allgemeinheit ersichtlich das Terrain juristischer Diskussion in Richtung politikwissenschaftlicher Gefilde und es läge außerhalb des Fokus der vorliegenden Arbeit, ihnen nachzugehen. Relevant ist jedoch die konkrete Frage,

---

<sup>383</sup> *Weidemaier/Gulati*, A People's History of Collective Action Clauses, S. 19 f.

<sup>384</sup> Vgl. bereits oben bei Fn. 26.

<sup>385</sup> *Bi/Charmon/Zettelmeyer*, The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings, S. 20.

<sup>386</sup> Wiedergabe der Position *Zettelmeyers* auf einer Konferenz bei *Nierlich/Schneider*, IILR 2012, 392, 413.

<sup>387</sup> *Gelpern/Gulati*, Sovereign Snake Oil, passim.



in welchem Verhältnis zueinander Rettungspakete und CAC-Einsatz stehen. Sie stellt sich in Europa durch das Vorhandensein des ESM unter besonderen Vorzeichen, auf die zurück zu kommen ist.<sup>388</sup> Festzuhalten ist an dieser Stelle aber, dass der Vorwurf der politischen Alibi-Funktion den technisch-juristischen Nutzen von CAC, so sie denn im Krisenfall auch eingesetzt werden, wiederum unberührt lässt.<sup>389</sup>

#### **1.5.1.5 Ungelöste Problemaspekte**

Die vorstehend beschriebene und im Grundsatz zweifelsohne zutreffende Wahrnehmung, dass es übertrieben wäre, CAC als alleiniges Allheilmittel gegen Staatsschuldenkrisen darzustellen, lässt sich auch auf konkrete Problemfelder herunterbrechen, die durch das bisher dargestellte, in den Jahren bis 2010 praxisrelevante CAC-Konzept keiner Lösung zugeführt werden. Es steht außer Frage, dass ein umfassender Insolvenzrechtsmechanismus wie der SDRM wirkmächtigere Instrumente bereitstellen könnte, als es bloße Vertragsbedingungen vermögen. So lassen sich drei Problemfelder identifizieren,<sup>390</sup> die durch die dargestellten üblichen Vertragsklauseln bis dato nicht bzw. nicht befriedigend gelöst sind und die zu den Kernbestandteilen insolvenzrechtlicher Regime zählen. Dies betrifft zum einen die Schaffung einer Moratoriumsphase, die dem Schuldner ein geschütztes zeitliches Fenster zur Erarbeitung einer Umschuldung eröffnet. Zum anderen stellt sich die unter dem Stichwort der Aggregation der Gläubigerentscheidung die teilweise bereits diskutierte Frage<sup>391</sup> einer Bündelung und Koordinierung des Umschuldungskonzepts über einzelne Schuldinstrumente (und letztlich auch Finanzierungsquellen) hinweg. Außerhalb des Fokus von CAC liegt schließlich die (letzten Endes auch eher inhaltliche) Frage, ob und wie für private Gläubiger

---

<sup>388</sup> Unten 2.5.2.4.

<sup>389</sup> So auch *Gelper/Gulati*, Sovereign Snake Oil, S. 6; *dies.*, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 367, 368, 371.

<sup>390</sup> Vgl. übereinstimmend *Skeel, Jr.*, Emory Law Journal 52 (2003), 417, 422 ff.; *Schier*, Towards a reorganisation system for sovereign debt, S. 27 f.

<sup>391</sup> Siehe oben 1.4.2.3.

ein Anreiz für die Bereitstellung frischer Finanzierungsmittel in der Krise – namentlich durch Vorrangeinräumung – geschaffen wird und wie dieser mit den Interessen der Bestandsgläubiger in Ausgleich gebracht wird.

Auf die genannten Aspekte gilt es, im Rahmen der Auseinandersetzung mit der Festlegung auf das CAC-Konzept für den europäischen Währungsraum und dessen konkrete Ausgestaltungen zurück zu kommen, um zu klären, inwiefern sie dort einer Lösung zugeführt worden sind.

### **1.5.2 Zusammenfassende eigene Stellungnahme**

Fasst man die bisherigen Erkenntnisse der Arbeit zusammen, so bleibt zunächst festzuhalten, dass Umschuldungsklauseln ihre Hauptaufgabe, einer Umschuldung ablehnend gegenüber stehende Gläubiger zur Teilnahme an einer Umschuldung zu zwingen, theoretisch überzeugend und in der Praxis hinreichend erprobt erfüllen. Sie überwinden damit das Hold-out-Problem und vermeiden somit eine rechtlich wie wirtschaftlich unbefriedigende Begleiterscheinung von Umschuldungen. Dass erfolgreiche Umschuldungen auch ohne den Einsatz von CAC möglich sind und sich Hold-out-Gläubiger auch mit anderen Methoden im Zaum halten lassen, stellt dabei kein valides Gegenargument dar. Stattdessen gilt es, die graduellen Verbesserungen, die mit CAC einhergehen, zu würdigen. So erhöhen sie in jedem Fall den Wirkungsgrad einer Umschuldung, was sowohl dem Schuldnerstaat als auch den die Umschuldung akzeptierenden Gläubigern zu Gute kommt. Hinzu kommt, dass die mit einer Auseinandersetzung mit Hold-out-Gläubigern verbundenen Transaktionskosten (seien diese für Gerichtsverfahren oder ein nachträgliches weiteres Umtauschangebot aufgewandt) vermieden werden. Außerdem ist die Verrechtlichung des Umgangs mit blockierenden Gläubigern schon jenseits der ökonomischen Nützlichkeit ein hoch zu achtender Gewinn. So werden die archaischen und eines jeden Rechtsstaates unwürdigen Gebärden des Drohens durch eine rechtlich vorhersehbare und legitimierte Lösung ersetzt. Schließlich bleibt in jedem Fall auch die Gläubigergleichbehandlung gewahrt und besonders risikofreudigen und aggressiven Gläubigern ergeht es weder besser noch

schlechter als den übrigen. Durchgreifende Nachteile, die mit dem CAC-Einsatz einhergehen, sind in den genannten Bereichen nicht ersichtlich.

Gleichwohl ist kein Raum für übersteigerte Erwartungen an das CAC-Konzept. Es handelt sich um ein rechtstechnisches Instrumentarium zur Abwicklung eines Umschuldungsangebots und damit nur um einen Baustein im umfassenderen Kontext der großen Herausforderung, die in der Bewältigung einer Verschuldungskrise liegt. So werden CAC Verschuldungskrisen zukünftig weder verhindern noch herauf beschwören. Und sie verdrängen oder lösen die schwierigen inhaltlichen Fragen, wann eine Umschuldung angezeigt ist und wie sie auszugestalten ist, nicht. Die im Umfeld eines CAC-Einsatzes zu treffenden Entscheidungen bleiben politisch und sie bleiben schmerzhaft. Umschuldungsklauseln sind inhaltlich neutral, nachgerade leer. Es handelt sich um ein prozedurales Konzept, das in seinem Anspruch weit hinter anderen Ideen zum Umgang mit Staatsschuldenkrisen zurück bleibt. Das mag man als Nachteil wahrnehmen, es bringt aber auch den Vorzug geringer Komplexität und leichter Realisierbarkeit mit sich.

Auch wenn das CAC-Konzept, wie dargestellt, zu Beginn der Eurokrise gewisse konsolidierte Strukturen aufwies, so handelte es sich gewiss nicht um eine fertige Lösung. Nicht nur, dass eine Positionierung zu den beschriebenen ungelösten strukturellen Problemfeldern (insbesondere Aggregation und Ausgestaltung des Missbrauchs- und Rechtsschutzes) erforderlich war. Auch im Übrigen kommt der konkreten Klauselgestaltung natürlich eine wichtige Rolle zu, wenn es darum geht, die Wirksamkeit der Klauseln auf der einen Seite und etwaige Missbrauchsgefahren oder Fehlanreize auf der anderen Seite auszubalancieren.

Aus dieser Perspektive heraus bildet es, nachdem die Umriss des CAC-Konzepts, wie es zu Beginn der Eurokrise vorzufinden war, nachgezeichnet wurden, nunmehr den nächsten Schritt der Untersuchung, sich der Frage zuzuwenden, wie dieses Konzepts durch die Festlegung der Staaten des europäischen Währungsgebietes auf Umschuldungsklauseln für den europäischen Kontext aufgegriffen worden ist.

## 2 Die Festlegung auf das CAC-Konzept im Rahmen des ESM

Umschuldungsklauseln als Strategie für den Euroraum kamen in dem Moment ins Spiel, als die europäische Politik nach anfänglichem Zögern zu der Überzeugung gelangte, dass auf die Symptome des jeweiligen Einzelfalles gerichtete Maßnahmen keine hinreichende Antwort auf die bei immer mehr Mitgliedern der Eurozone sich ausbreitende Staatsschuldenkrise sein können, sondern grundsätzliche Änderungen notwendig sind, um für zukünftige Problemfälle mit einem klar umrissenen und effektiven Instrumentarium gewappnet zu sein.<sup>392</sup> So bildet das CAC-Konzept im Euroraum einen Baustein dessen, was als dauerhafte Krisenantwort ersonnen wurde. Es hat dabei seine eigenständige Bedeutung, die nachfolgend durch die Darstellung seiner Genese und die Untersuchung von Form, Inhalt und Reichweite der konzeptionellen Festlegung ergründet werden soll. Es ist darüber hinaus aber auch als Teilelement zusammen mit den übrigen Reformbausteinen zu kontextualisieren. Dies bildet sodann die Grundlage für eine Bewertung der Festlegung auf das CAC-Konzept, die insbesondere die Frage nach alternativen Konzepten und deren Vorzugswürdigkeit aufwirft.

### 2.1 Genese

#### 2.1.1 Ausgangssituation

Was den Stellenwert von CAC im europäischen Währungsraum zu Beginn der Schuldenkrise angeht, so lassen sich die bereits dargestellten Fakten<sup>393</sup> wie folgt zusammenfassen: Umschuldungsklauseln waren bekannt und gemäß der Selbstverpflichtung<sup>394</sup> zur ihrer Verwendung auch ausdrücklich erwünscht. Dies

---

<sup>392</sup> Zur Darstellung der verschiedenen Phasen der Schuldenkrise im europäischen Währungsraum siehe *Herrmann*, Die Folgen der Finanzkrise für die europäische Wirtschafts- und Währungsunion, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 79, 83 ff.

<sup>393</sup> Siehe oben 1.3.1.3.

<sup>394</sup> *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance, ECFIN/CEFCPE(2004)REP/50483, Anhang I.

betraf jedoch nur die Auslandsschulden, insbesondere nach englischem Recht emittierte Anleihen. Insofern existierte zwar ein Grundkonsens über die Kernelemente von Umschuldungsklauseln, die praktische Umsetzung und Ausgestaltung waren aber alles andere als einheitlich.<sup>395</sup> Das volumenmäßige Gewicht der Schuldtitel mit Umschuldungsklauseln nahm im Jahrzehnt vor der Krise sogar ab, weil die Eurostaaten als starke Emittenten galten und auf breiter Front Anleihen in Euro, die ihrem jeweiligen inländischen Recht unterlagen, emittierten. Für die Inlandsschulden erschien der Einsatz von Umschuldungsklauseln fernliegend, zumal bei diesen regelmäßig nur Nennbetrag, Zins und Fälligkeit definiert waren und überhaupt keine darüber hinaus gehenden Anleihebedingungen existierten, die rechtliche Probleme im „Leben“ der Anleihe geregelt hätten.<sup>396</sup> Eher experimentell anmutende Einzelphänomene wie die deutschem Recht unterliegende, aber mit an internationalen Standards angelehnten Anleihebedingungen (einschließlich Umschuldungsklauseln<sup>397</sup>) versehene US-Dollar-Anleihe der Bundesrepublik Deutschland komplettierten das Bild.<sup>398</sup> Es lässt sich also festhalten, dass Umschuldungsklauseln – jedenfalls hinsichtlich Staatsanleihen – in Europa eher ein Nischendasein führten und alles andere als im Fokus breiter politischer und

---

<sup>395</sup> Vgl. *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance, ECFIN/CEFCPE(2004)REP/50483, insbesondere die dortigen Tabellenwerke.

<sup>396</sup> *Choi/Posner/Gulati*, Political Risk and Sovereign Debt Contracts, S. 3, *Zandstra*, Capital Markets Law Journal 6 (2011), 285, 310.

<sup>397</sup> Die insofern gewählte Konstruktion ist durchaus bemerkenswert: in §§ 7 und 8 der Anleihebedingungen waren CAC (Kollektivierung der Entscheidung über die Kündigung, Änderungsbeschlüsse der Gläubigermehrheit) vorgesehen, deren Gültigkeit durch § 13 Abs. 4 auf das Inkrafttreten eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes in Deutschland hinausgeschoben wurde. Das neue Schuldverschreibungsgesetz trat wiederum schlussendlich erst im August 2009 in Kraft. Es nahm Staatsanleihen des Bundes in seinem § 1 Abs. 2 allerdings ausdrücklich von seinem Anwendungsbereich aus. Vgl. zur Entwicklung des deutschen Schuldverschreibungsrechts unten 4.1.3.

<sup>398</sup> Die beschriebene Emission erfolgte im September 2005 mit fünfjähriger Laufzeit. Seither erfolgte nur eine weitere Emission in US-Dollar im Jahr 2009 mit dreijähriger Laufzeit. Gegenwärtig existieren also keine Fremdwährungsanleihen des Bundes mehr. Vgl. *Deutsche Finanzagentur*, Sonstige Bundeswertpapiere, <http://www.deutsche-finanzagentur.de/institutionelle-investoren/bundeswertpapiere/sonstige-bundeswertpapiere/>.

wissenschaftlicher Aufmerksamkeit standen.<sup>399</sup> Durch die Festlegung der Staaten des europäischen Währungsraumes auf die Einführung von CAC erhielt das Konzept mithin eine ganz neue Reichweite. Die Schritte dieser Festlegung gilt es nunmehr nachzuzeichnen.

### 2.1.2 Die einzelnen Schritte der Festlegung auf das CAC-Konzept

Im Zusammenhang mit der europäischen Schuldenkrise tauchen Umschuldungsklauseln offiziell erstmals in der Erklärung der Eurogruppe vom 28. November 2010<sup>400</sup> auf.<sup>401</sup> Dem Zustandekommen dieser Erklärung vorausgegangen war die grundlegende Entscheidung des Europäischen Rates Ende Oktober 2010, einen permanenten Krisenmechanismus zu erarbeiten.<sup>402</sup> Diese Grundsatzentscheidung wurde durch die Erklärung der Eurogruppe konkretisiert und mit Leben erfüllt. Die Konzeption der Eurogruppe wurde sodann durch den nächsten Europäischen Rat wiederum gebilligt und mit dem Mandat versehen, die Vorschläge bis zur Ratstagung im März 2011 so auszuarbeiten, dass sie beschlossen werden können.<sup>403</sup>

---

<sup>399</sup> Exemplarisch verwiesen sei darauf, dass dem Thema bei *Herdegen*, Internationales Wirtschaftsrecht, gerade einmal eine Randnummer (§ 26 Rn. 28, insofern identisch mit der Voraufgabe von 2011) gewidmet wird. Ebenso lautet der Befund bei *Krajewski*, Wirtschaftsvölkerrecht, Rn 958 (identisch mit Rn. 893 der Voraufgabe von 2009). Profunder demgegenüber gestützt auf die angelsächsische Literatur: *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 226 ff.

<sup>400</sup> *Eurogruppe*, Erklärung vom 28. November 2010 (als eigenständiges Dokument nur in englischer Sprache veröffentlicht). Deutsche Übersetzung als Anlage II zu *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 16./17. Dezember 2010, EUCO 30/1/10 REV 1.

<sup>401</sup> Siehe zu Schlaglichtern auf die politischen Abläufe und Motivationen im Hintergrund im Vorfeld dieser Festlegung: *Gelpern/Gulati*, *Journal of Comparative Economics* 41 (2013), 367, 374 ff.

<sup>402</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 28./29. Oktober 2010, EUCO 25/1/10 REV 1, Punkt I.2. Dessen Ausgestaltung war zunächst noch weitgehend offen gelassen worden. Von CAC war noch nicht die Rede, lediglich von (unter anderem) Vorbereitungsarbeiten „zur Rolle der privaten Wirtschaft“ (im englischen Text: „*private sector*“; gemeint ist also die Beteiligung privater Gläubiger an der Bewältigung von Überschuldungssituationen).

<sup>403</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 16./17. Dezember 2010, EUCO 30/1/10 REV 1, Punkt I.3.

Inhaltlich soll der Blick hier zunächst nur auf die Thematik der Umschuldungsklauseln gerichtet werden.<sup>404</sup> Diese werden als Mittel präsentiert, um für den Fall, dass in einer Krisensituation entschieden wird, dass eine Beteiligung des privaten Sektors (PSI) erforderlich ist,<sup>405</sup> diese möglichst gut umsetzen zu können. So sollen sie es ermöglichen, eine Einigung über einen umfassenden Restrukturierungsplan zu erreichen, ohne Hold-out-Problemen ausgesetzt zu sein. Schon bei der ersten Erwähnung des Konzepts werden zugleich die Grundlagen für die Ausgestaltung der Klauseln definiert. So sollen *„ab Juni 2013 standardisierte und identische Umschuldungsklauseln ("collective action clauses" – CAC) in einer die Marktliquidität wahren Form in die Vertragsbedingungen aller neuen Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets aufgenommen“* werden. Die Klauseln sollen *„mit denen vereinbar [sein], die nach dem Bericht der G10 über Umschuldungsklauseln im britischen und im US-Recht üblich sind, und würden [sic] auch Aggregationsklauseln beinhalten, mit denen alle von einem Mitgliedstaat begebenen Schuldtitel bei Verhandlungen zusammengefasst werden können.“*<sup>406</sup>

Die Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011 greifen die vorstehende Weichenstellung auf und verfeinern sie erheblich, indem sie auch Grundzüge zur Verwendung und Ausgestaltung einzelner Klauseln definieren:<sup>407</sup> So wird zur angestrebten Aggregationsklausel ausgeführt, diese solle die übergreifende Mehrheitsentscheidung mehrerer Anleiheemissionen innerhalb einer anwendbaren Rechtsordnung ermöglichen. Angekündigt werden außerdem ein „angemessene[s]“ Vertretungsregime sowie „zweckmäßige Regelungen für die Beschlussfähigkeit“ und schließlich „geeignete Stimmrechtsentzugsklauseln“. Klauseln zur Verhinderung

---

<sup>404</sup> Zur Einbettung in die Gesamtkonzeption des ESM siehe unten 2.5.

<sup>405</sup> Zu der einem erheblichen Wandel ausgesetzten Frage, wann dies der Fall ist, siehe unten 2.5.3.

<sup>406</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 16./17. Dezember 2010, EUCO 30/1/10 REV 1, Anlage II, S. 9 unten.

<sup>407</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31 f.

blockierender Rechtsstreitigkeiten sollen überdies in Erwägung gezogen werden. Die Schlussfolgerungen beschreiben schließlich die Rahmenbedingungen und das weitere Vorgehen zur Einführung der CAC. Der Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen (nachfolgend „Unterausschuss“) wird beauftragt, nach Konsultation der Marktteilnehmer und anderer interessierter Kreise konkrete Klauseln zu erarbeiten. Diese sollen dann *„in standardisierter Form eingeführt [werden], wodurch sichergestellt wird, dass ihre rechtlichen Auswirkungen in allen zum Euro-Währungsgebiet gehörenden Gerichtsbarkeiten [sic] identisch sind und so einheitliche Rahmenbedingungen für alle Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiet gewahrt werden.“*<sup>408</sup> Den Mitgliedstaaten wird daran anschließend die Aufgabe zugewiesen, etwaige Maßnahmen zu erlassen, die für die Rechtswirksamkeit der Umschuldungsklauseln nach ihrem nationalen Recht notwendig sind. Als Zeitpunkt für deren Einführung wird nunmehr (abgestimmt auf die seinerzeitigen Planungen für das Inkrafttreten des ESM) Juli 2013 genannt.<sup>409</sup> Der Anwendungsbereich wird gegenüber der ersten Erklärung der Eurogruppe dahin gehend eingeschränkt, dass nur noch alle neuen Staatsschuldtitel mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr erfasst sein sollen.<sup>410</sup> Klargestellt wird schließlich, dass es eine Übergangsregelung geben wird, wonach die Aufstockung<sup>411</sup> von Altanleihen (also solchen ohne CAC) auch nach Einführung der Umschuldungsklauseln noch möglich sein wird.

Ausgehend von den vorgenannten Schlussfolgerungen vollzog sich die Entwicklung parallel auf zwei Ebenen.

---

<sup>408</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 32 oben.

<sup>409</sup> A.a.O.

<sup>410</sup> Ebd. S. 31.

<sup>411</sup> Englischer Fachausdruck: „*tap*“, vgl. *Büschgen*, Das kleine Börsen-Lexikon, Stichwort „*tap*“, S. 992. Siehe dazu unten 2.4.2.



Einerseits erarbeitete der Unterausschuss unter dem 26. Juli 2011 einen Entwurf für Muster-CAC<sup>412</sup> nebst Anmerkungen<sup>413</sup>, der sodann Marktteilnehmern, Interessenvertretern und thematisch berührten Institutionen zur Stellungnahme zugeleitet wurde. Daraufhin gingen fünfzehn Antworten ein, die vom Unterausschuss geprüft wurden.<sup>414</sup> Darüber hinaus wurden nach eigenem Bekunden auch informelle Gespräche geführt.<sup>415</sup> Schließlich wurde die endgültige Fassung der Klausel festgelegt und am 18.11.2011 vom Wirtschafts- und Finanzausschuss verabschiedet.<sup>416</sup> Der Unterausschuss verfasste sodann zur endgültigen Fassung ergänzende Anmerkungen und stellte die Dokumente zur Veröffentlichung zusammen. Am 26. März 2012 wurden schließlich die Musterklauseln („*Common Terms of Reference*“, CTR)<sup>417</sup> samt fakultativen Regelungen (ergänzende Bestimmungen genannt),<sup>418</sup> die ursprünglichen Anmerkungen<sup>419</sup> und ergänzende Anmerkungen<sup>420</sup> als Antwort auf die eingegangenen Stellungnahmen veröffentlicht.

Andererseits fand die grundlegende Festlegung auf CAC Eingang in den Text des ESM-Vertrages. In der Entwurfsfassung vom Juli 2011<sup>421</sup> war dabei alternativ

---

<sup>412</sup> Die erste Entwurfsfassung der Muster-CAC wurde als solche zunächst nicht zeitnah veröffentlicht. Sie ist mittlerweile jedoch zugänglich, weil sie in einem im Jahr 2013 erschienenen Tagungsband als Anhang abgedruckt worden ist: *Unterausschuss, Draft Model Collective Action Clause*, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 239.

<sup>413</sup> *Unterausschuss, Collective Action Clause Explanatory Note*.

<sup>414</sup> *Unterausschuss, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note*, S. 1.

<sup>415</sup> A.a.O.

<sup>416</sup> Ebd., S. 10.

<sup>417</sup> *Unterausschuss, Common Terms of Reference*.

<sup>418</sup> *Unterausschuss, Supplemental Provisions*.

<sup>419</sup> *Unterausschuss, Collective Action Clause Explanatory Note*.

<sup>420</sup> *Unterausschuss, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note*.

<sup>421</sup> Entwurf des ESM-Vertrages, der am 11.07.2011 von den Finanzministern der Euro-Staaten unterzeichnet wurde. Das entsprechende Dokument war im Jahr 2011 unter der Adresse [http://www.efsf.europa.eu/attachments/esm\\_treaty\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/esm_treaty_en.pdf) abrufbar (heute ist dort der endgültige Vertragstext eingestellt). Eine inoffizielle Arbeitsübersetzung ins Deutsche, mit der auch die Abgeordneten des Deutschen Bundestages arbeiteten, war im Jahr 2011 unter der Adresse [http://www.peter-bleser.de/upload/PDF-Listen/E-Mail-Info\\_Eurostabilisierung/Entwurf\\_Vertrag\\_ESM.pdf](http://www.peter-bleser.de/upload/PDF-Listen/E-Mail-Info_Eurostabilisierung/Entwurf_Vertrag_ESM.pdf) öffentlich abrufbar.

eine Regelung im Normteil oder nur eine Erwähnung in den Erwägungsgründen angedacht.<sup>422</sup> Diese Entwurfsfassung erfuhr im Lauf des Jahres 2011 noch erhebliche Änderungen,<sup>423</sup> die unter anderem eine beschleunigte Realisierung der geplanten Maßnahmen mit sich brachten. Für den Bereich der Umschuldungsklauseln wirkte sich dies dahin gehend aus, dass ihre Einführung auf Januar 2013 vorgezogen wurde. In der am 2. Februar 2012 von den Finanzministern unterzeichneten und dann auch in dieser Form ratifizierten Fassung<sup>424</sup> findet sich dieses frühere Einführungsdatum. Umschuldungsklauseln werden dort schlussendlich sowohl in Erwägungsgrund (11) als auch in Art. 12 Abs. 3 ESMV erwähnt. Hinsichtlich des Erwägungsgrundes erscheint interessant, dass er als unmittelbare Bezugspunkte nur die Erklärung der Eurogruppe vom 28. November 2010 und die vom Wirtschafts- und Finanzausschuss erarbeiteten Einzelheiten der rechtlichen Regelungen nennt. Die Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011 werden nur mittelbar und insofern in Bezug genommen, als sie die Aufforderung an den Wirtschafts- und Finanzausschuss zur Erarbeitung von Regelungen enthielten. Ob eine Bezugnahme auf die Inhalte der Schlussfolgerungen des Europäischen Rates bewusst unterblieb, oder ob es sich insofern nur um ein redaktionelles Phänomen handelt, ist freilich unklar. Der eigentliche Normtext des Art. 12 Abs. 3 ESMV selbst beschränkt sich auf die Niederlegung der absoluten Kernaussage: *„Ab 1. Januar 2013 werden in alle neuen Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebiets mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr Umschuldungsklauseln dergestalt aufgenommen, dass gewährleistet wird, dass ihre rechtliche Wirkung gleich ist.“*<sup>425</sup> Die systematische Einordnung dieser Regelung im Umfeld der ansonsten den neu geschaffenen völkerrechtlichen

---

<sup>422</sup> Art. 12 Abs. 3 oder Erwägungsgrund (9).

<sup>423</sup> Vgl. insbesondere *Europäischer Rat (Hrsg.)*, Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes vom 9. Dezember 2011. Zu den Hintergründen siehe, soweit im hiesigen Kontext von Bedeutung, unten 2.5.3.1.

<sup>424</sup> Vgl. zum Ablauf insgesamt *Europäischer Stabilitätsmechanismus*, Frequently Asked Questions on the European Stability Mechanism (ESM), <http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20ESM%2008102012.pdf>, Frage A2.

<sup>425</sup> Bei diesem Zitat handelt es sich nicht um die amtliche deutsche Sprachfassung sondern um eine eigene Übersetzung. Siehe dazu sogleich 2.2.1.

Stabilitätsmechanismus betreffenden Regeln des ESMV erwies sich offensichtlich als schwieriges Unterfangen. Einen besonderen Sinnzusammenhang weist die Aufnahme der eine Verhaltensweise der Mitgliedstaaten betreffenden Aussage in das Kapitel 4 über die Tätigkeit des ESM und dort die Verortung bei deren Grundsätzen jedenfalls nicht auf.

Zusammengefasst ruht die Festlegung auf die Verwendung von CAC für die Eurozone also auf folgenden Säulen: der ESM-Vertrag enthält die völkerrechtliche Vorgabe für die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes, Umschuldungsklauseln zu verwenden. Die Veröffentlichungen des Unterausschuss geben ihren Inhalt vor. Die für das Rechtsverhältnis zu den Anleihegeäußern entscheidenden Schritte der Implementierung der CAC in das nationale Recht und die Anleiheverträge liegen sodann in der Verantwortung eines jeden Mitgliedstaates des ESM.

Bevor der Inhalt der Musterklauseln und die Fragestellungen im Zusammenhang mit ihrer Umsetzung in den Blick genommen werden, gilt es zunächst, die beschriebene Festlegung auf einheitliche CAC als solche vertieft zu untersuchen. Dabei rücken Form, Inhalt und Reichweite der Festlegung in den Fokus, bevor die Auseinandersetzung mit möglichen Alternativen angezeigt ist.

## 2.2 Form der Festlegung

Wendet man sich der Analyse der dargestellten Festlegung zu, so sticht schon auf der Ebene der verwendeten Handlungsformen klar der ausschließlich an der Gestaltung der Anleihebedingungen orientierte (und in diesem Sinne) vertragliche Ansatz hervor.<sup>426</sup> Ganz deutlich tritt zutage, dass sich die Festlegung auf Umschuldungsklauseln für den Euroraum uneingeschränkt in die Traditionslinie des „*contractual approach*“<sup>427</sup> stellt. So wird die Problemstellung,

---

<sup>426</sup> Im europäischen Kontext besteht im Bereich der Inlandsanleihen die Besonderheit, dass die Inhalte des Anleihevertrages bis in die Details hinein bisweilen nicht durch vertragliche Anleihebedingungen, sondern durch dem Vertrag zugrunde liegendes Gesetzesrecht definiert werden. Dies ist jedoch ein rein technischer Unterschied, siehe dazu ausführlicher unten 2.4.5.

<sup>427</sup> Siehe dazu oben 1.2.

eine Umschuldung möglichst reibungslos durchzuführen, im Rahmen des ESM nicht unter einen besonderen (beispielsweise unions- oder völkerrechtlichen) „Mechanismus“ im Sinne einer Verfahrensordnung gestellt oder einer für die Durchführung von Umschuldungen zuständigen Institution anvertraut. Vielmehr ist die Grundannahme, dass diese Problemstellung sich allein auf der Ebene der Anleihebedingungen durch entsprechende Gestaltung lösen lässt. So hängt alles von der zivilrechtlichen Ausgestaltung der Rechtsbeziehung zwischen Gläubiger und Schuldnerstaat ab, in die in keiner Weise rechtsförmig von außen eingegriffen wird. Entsprechend dünn und von untergeordneter Bedeutung erweist sich die normative Grundlage des Konzepts jenseits der Anleihebedingungen und der nationalen Zivilrechte.

### **2.2.1 Die Verankerung in Art. 12 Abs. 3 ESMV**

Zur Norm des Art. 12 Abs. 3 ESMV gilt es vorweg ein Problem der deutschen Sprachfassung anzusprechen. Der Wortlaut des zweiten Teils von Art. 12 Abs. 3 ESMV (*„Umschuldungsklauseln, die so ausgestaltet sind, dass gewährleistet wird, dass ihre rechtliche Wirkung in allen Rechtsordnungen des Euro-Währungsgebiets gleich ist“*) ist leider völlig verunglückt und weicht inhaltlich stark von den anderen Sprachfassungen ab.<sup>428</sup> Der Satzteil „in allen Rechtsordnungen des Euro-Währungsgebietes“ findet sich nur in der deutschen Fassung. Gemäß dem Schlussvermerk des ESMV ist jeder Wortlaut gleichermaßen verbindlich. Da die anderen Sprachfassungen in sich jedoch übereinstimmen, steht außer Frage, dass es sich bei den zusätzlichen Gehalten in der deutschen Sprachfassung um offensichtliche Unrichtigkeiten handelt, die

---

<sup>428</sup> Englische Fassung: *„Collective action clauses shall be included, as of 1 January 2013, in all new euro area government securities, with maturity above one year, in a way which ensures that their legal impact is identical.“*

Französische Fassung: *„Des clauses d'action collective figureront, à compter du 1er janvier 2013, dans tous les nouveaux titres d'État d'une maturité supérieure à un an qui seront émis dans la zone euro, de manière à leur assurer un effet juridique identique.“*

Spanische Fassung: *„A partir del 1 de enero de 2013, se incluirán cláusulas de acción colectiva en todos los nuevos títulos de deuda soberana con vencimiento superior a un año de Estados miembros de la zona del euro, de un modo que asegure que sus efectos jurídicos sean idénticos.“*

im Auslegungswege entsprechend<sup>429</sup> Art. 33 Abs. 4 WVK überwunden werden können und müssen.<sup>430</sup> So ist das Erfordernis der Wirkungsgleichheit nicht auf die Rechtsordnungen des Euro-Währungsgebietes beschränkt, sondern gilt universell und unabhängig vom durch den Emittenten gewählten anwendbaren Recht (wobei sich an diese Feststellung das inhaltliche Problem anschließt, wie die Wirkungsgleichheit für Rechtsordnungen außerhalb des Euro-Währungsgebietes überprüft und sichergestellt wird). Art. 12 Abs. 3 ESMV intendiert nach allgemeinem Verständnis insbesondere keine Einengung der Rechtswahlmöglichkeiten auf die Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes. Es ist völlig unzweifelhaft, dass die Regelung einer Emission z.B. nach englischem Recht nicht entgegensteht, solange dabei inhaltlich mit den Musterklauseln übereinstimmende Klauseln verwendet werden.<sup>431</sup>

Wendet man sich den in Art. 12 Abs. 3 ESMV tatsächlich enthaltenen Inhalten zu, so ergibt sich Folgendes: die Norm begründet eine an die Mitgliedstaaten des ESM, mithin an die Staaten, deren der Währung der Euro ist,<sup>432</sup> adressierte

---

<sup>429</sup> Die unmittelbare Anwendung der WVK auf den ESM-Vertrag scheidet aus, weil Frankreich kein Vertragsstaat der WVK ist. Die Regeln finden gleichwohl Anwendung, soweit sie Völkergewohnheitsrecht niederlegen, vgl. Art. 38 WVK und *Vitzthum*, in: *ders./Proelß (Hrsg.)*, Völkerrecht, S. 43. Der Regelungsgehalt des Art. 33 WVK ist als allgemeingültig anzusehen, *Hilf*, Die Auslegung mehrsprachiger Verträge, S. 53.

<sup>430</sup> Nachdem die deutsche Sprachfassung für sich genommen mit engerem Bedeutungsgehalt durchaus auch schlüssig verstanden werden kann, sind die unterschiedlichen Wortlaute gemäß Sinn und Zweck der Regelung entsprechend Art. 33 Abs. 4 WVK miteinander in Einklang zu bringen. Siehe grundsätzlich zum Problem der abweichenden Sprachfassungen bei völkerrechtlichen Verträgen *Vitzthum*, in: *ders./Proelß (Hrsg.)*, Völkerrecht, S. 48 und monographisch *Hilf*, Die Auslegung mehrsprachiger Verträge.

<sup>431</sup> Auch der letztgenannte Aspekt, wonach eine Rechtswahl nicht von der Verpflichtung zur Einhaltung von Art. 12 Abs. 3 ESMV entbindet, erscheint eindeutig. Diesen Zusammenhang verkennt *Tirado*, *Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies*, S. 29, wenn er davor warnt, europäische Emittenten könnten ins englische Recht flüchten, um investorenfreundlichere CAC als die Musterklauseln zu vereinbaren. Grundsätzliche Bedenken an der Vereinbarkeit der Musterklauseln mit englischem Recht sind nicht ersichtlich; inwiefern es „europäische CAC“ nach englischem Recht geben wird, erscheint eher als Frage der Entwicklung der Marktgepflogenheiten (vgl. dazu *Burn*, *Bondholder Resolutions in the Courtroom*, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 73).

<sup>432</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 1 ESMV, wonach die Mitgliedschaft nur Staaten offen steht, die den Euro eingeführt haben, und Erwägungsgrund (7) ESMV, wonach ein Beitritt zum Euro-Währungsgebiet mit einer vollwertigen ESM-Mitgliedschaft einhergehen soll. Lettland hat zum 1. Januar 2014 den Euro als Währung eingeführt. Sein Beitritt zum ESM-Vertrag ist zeitnah

Verpflichtung zur Einführung und fortwährenden Verwendung von wirkungsgleichen CAC. Was das Ziel der gleichen rechtlichen Wirkung angeht, so muss man die Verpflichtung zur Etablierung von Umschuldungsklauseln zweigleisig verstehen. Sie betrifft einerseits die Aufnahme entsprechender Klauseln in die Bedingungen der eigenen Staatsanleihen. Sie beinhaltet andererseits auch den Auftrag, zu gewährleisten, dass die Klauseln in der eigenen Rechtsordnung die beabsichtigte Wirkung entfalten. Letzteres ist eine Aufgabe von eigenständigem Gehalt, da sie potentiell auch die von einem anderen Staat bei entsprechender Wahl des anwendbaren Rechtes verwendeten Klauseln betrifft.

Die geschilderten Verpflichtungen teilen die Rechtsnatur des ESM-Vertrages insgesamt, der als eigenständig neben dem Unionsrecht stehender völkerrechtlicher Vertrag zu qualifizieren ist.<sup>433</sup> Dies ist insofern erwähnenswert, als es sich – soweit ersichtlich – um die erste harte völkerrechtliche Verpflichtung zur Verwendung von Umschuldungsklauseln weltweit handelt. Die bisherige Verbreitung erfolgte wie in Kapitel 1 dargestellt auf der Basis politischer Unterstützung und Koordinierung, die in eine freiwillige Umsetzung durch eine Reihe von Staaten, letztlich ohne jede rechtliche Verbindlichkeit für die Zukunft, mündete.<sup>434</sup>

Es schließt sich die Frage an, wie Art. 12 Abs. 3 ESMV hinsichtlich der Anwendbarkeit im innerstaatlichen Recht zu beurteilen ist.<sup>435</sup> Insofern ist zwischen Normen mit unmittelbarer Anwendbarkeit (*self-executing*) und solchen ohne diese Eigenschaft zu unterscheiden.<sup>436</sup> Maßgeblich für die unmittelbare

---

geplant, wurde aber bisher noch nicht vollzogen; vgl. die Antwort des Parlamentarischen Staatssekretärs Steffen Kampeter vom 7. Oktober 2013 in: Schriftliche Fragen mit den in der Woche vom 7. Oktober 2013 eingegangenen Antworten der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/14821, S. 27.

<sup>433</sup> Vgl. *Herrmann*, Die Folgen der Finanzkrise für die europäische Wirtschafts- und Währungsunion, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 79, 95; *Glaser*, DÖV 2012, 901; *Bark/Gilles*, EuZW 2013, 367, 368.

<sup>434</sup> Vgl. zu diesem Unterschied auch *Gelpern/Gulati*, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 367, 376.

<sup>435</sup> Zur Begrifflichkeit siehe *Kunig*, in: *Vitzthum/Proelß (Hrsg.)*, Völkerrecht, S. 81.

<sup>436</sup> *Herdegen*, Völkerrecht, S 169.

Anwendbarkeit ist, dass die Norm inhaltlich hinreichend bestimmt ist, um mit ihrer Rechtsfolge ohne weitere Umsetzungsmaßnahme auf Rechtsverhältnisse nach innerstaatlichem Recht einzuwirken. Dies ist bei Art. 12 Abs. 3 ESMV offensichtlich nicht der Fall. Es handelt sich um eine bloße Zielvorgabe, die an die Mitgliedstaaten adressiert und auf weitere Umsetzungsmaßnahmen (insbesondere die entsprechende Gestaltung der vertraglichen Anleihebedingungen) angewiesen ist. Ein unmittelbares Einwirken der Norm auf die Anleihebedingungen erscheint äußerst fernliegend.<sup>437</sup> Es ist weder intendiert noch enthält die Norm auch nur ansatzweise den dazu erforderlichen Konkretisierungsgrad. Damit bleibt festzuhalten, dass Art. 12 Abs. 3 ESMV eine völkervertragliche Regelung ist, deren Bindungswirkung nur auf der Ebene der Mitgliedstaaten besteht und die nicht unmittelbar in die Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten, d.h. in die Rechtsbeziehung zwischen Gläubigern und Schuldner, einwirkt.<sup>438</sup>

### **2.2.2 Die Dokumente des Unterausschusses des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen**

Bezüglich des Regelungsinhaltes der Umschuldungsklauseln erscheint Art. 12 Abs. 3 ESMV als weitgehend leere Hülle. Verständlich und konkret umsetzbar wird die Festlegung erst durch die vorgenannten Dokumente des Unterausschusses des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen. Hinsichtlich dieser Dokumente ist in Anbetracht ihrer

---

<sup>437</sup> Wagt man ein solches Gedankenexperiment, so muss man sich folgendes Szenario vorstellen: ein nach Januar 2013 emittierter Staatsschuldtitel eines Euro-Staates enthält keine / nicht die richtigen / nicht die vollständigen standardisierten Umschuldungsklauseln und es wird sich darauf berufen, die unmittelbare Anwendbarkeit von Art. 12 Abs. 3 ESMV würde diese Lücke „überdecken“, so dass gleichwohl (die korrekten) Umschuldungsklauseln anwendbar sein sollen.

<sup>438</sup> Anders *Tirado*, Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies, S. 28, der allerdings in seinen an dieser Stelle nicht nachvollziehbaren Ausführungen völker- und unionsrechtliche Elemente vermengt und verkennt, dass nach beiden Rechtsordnungen nur hinreichend bestimmte Normen *self-executing* sein können. Er gelangt auf der Grundlage seiner unhaltbaren Prämissen zu unververtretbaren Ergebnissen. Richtiger dagegen (allerdings auch ohne die wünschenswerte Eindeutigkeit) a.a.O., S. 31 f.

Bedeutung ihr betont informelles Erscheinungsbild bemerkenswert.<sup>439</sup> Obwohl der Wirtschafts- und Finanzausschuss in seiner Sitzung am 18. November 2011 die Musterklauseln beschlossen hat,<sup>440</sup> werden die Dokumente als solche des Unterausschusses (und nicht des Ausschusses) veröffentlicht. Sie tragen weder das übliche Layout der Institutionen der Europäischen Union noch verfügen sie über eine entsprechende Dokumentennummer.<sup>441</sup> Offenbar soll jeder „unionale Anstrich“ und jeder Anflug von Rechtsaktsqualität vermieden werden. Die Ausarbeitung der konkreten Klauseln wird vielmehr im Licht einer rein technischen Expertentätigkeit präsentiert, die keiner expliziten Rückkopplung auf der politischen Ebene bedürfe.<sup>442</sup> Dies zeigt sich vor allem daran, dass es sich bei dem maßgeblichen Akteur, dem Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen, um ein ausgesprochenes Expertengremium handelt, das jedenfalls in der Rechtswissenschaft bisher praktisch unbeachtet geblieben ist.<sup>443</sup> Der

---

<sup>439</sup> Siehe zur kritikwürdigen generellen Tendenz der Informalisierung der gesamten Krisenpolitik: *Ruffert*, ZG 2013, 1, 7.

<sup>440</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 10.

<sup>441</sup> Beide Merkmale weist die vorhergehende Veröffentlichung betreffend CAC auf, siehe *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance, ECFIN/CEFCPE(2004)REP/50483.

<sup>442</sup> Bezeichnend ist insofern auch der Umstand, dass der Beschluss im Wirtschafts- und Finanzausschuss (der indes natürlich selbst auf der normalerweise vorbereitend tätigen Arbeitsebene anzusiedeln ist, vgl. *Kempen*, in: Streinz, Art. 134 AEUV Rn. 1; zur Entscheidungsgewalt aufgrund horizontaler institutioneller Spezialisierung siehe aber *Palm*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 134 AEUV Rn. 18) vom November 2011 stammt, die maßgeblichen Dokumente (CTR und Erläuterungen hierzu) aber das Datum Februar/März 2012 tragen. Eine Erklärung für die darin neben den institutionellen Fragen auch liegende zeitliche Verzögerung könnte darin zu sehen sein, dass zu Beginn des Jahres 2012 die griechische Umschuldung der Veröffentlichung der Klauseln „in die Quere kam“ und man deren Abschluss abgewartet hat, um die Verquickung von aktueller Krise und langfristiger Strategie (vgl. dazu bereits in der Einleitung dieser Arbeit) nicht noch zu verstärken, so *Gelpern/Gulati*, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 367, 383.

<sup>443</sup> Der Unterausschuss taucht in den Standardkommentierungen zum Wirtschafts- und Finanzausschuss nicht auf. *Palm*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 134 AEUV Rn. 18, spricht nur allgemein von der Einsetzung von Arbeitsgruppen und Unterausschüssen, ebenso *ders.*, in: *Bergmann (Hrsg.)*, Handlexikon der Europäischen Union, Stichwort WFA, IV. Gänzlich ohne Erwähnung dieser Thematik: *Kempen*, in: Streinz, Art. 134 AEUV, sowie *Häde*, in: Calliess/Ruffert, Art. 134 AEUV. Selbst in dem speziell dem WFA gewidmeten (politikwissenschaftlichen) Beitrag *Hägele/Wessels*, Die Eurogruppe und der Wirtschafts- und Finanzausschuss, in: *Weidenfeld/Wessels (Hrsg.)*, Jahrbuch der Europäischen Integration



Unterausschuss hat seinen Ursprung in einer 1997 eingesetzten Arbeitsgruppe zu Fragen des Übergangs auf den Euro als Währung für Staatsschuldtitel. Sein Aufgabenfeld weitete sich seither stetig hin zur umfassenden Überwachung, Koordinierung und Verbesserung des Marktes für Euro-Staatsschulden.<sup>444</sup> Das aktuelle Mandat aus dem Jahr 2010<sup>445</sup> legt den Grund für die Erstreckung des Aufgabenfeldes in den Bereich der Vorbereitung normativer Maßnahmen hinein. Dort ist insbesondere auch die „Vorbereitung eines gemeinsamen Verständnisses zu technischen Fragen wie Umschuldungsklauseln“<sup>446</sup> genannt. Die Zusammensetzung des Unterausschusses unterscheidet sich durch größere Spezialisierung von derjenigen des Wirtschafts- und Finanzausschusses. So kommt die maßgebliche Rolle im Unterausschuss den Vertretern der nationalen Schuldenverwaltungen<sup>447</sup> zu. Daraus wird deutlich, dass es sich zweifelsohne um das sachnähste Gremium für die Ausarbeitung konkreter Klauseln handelte.<sup>448</sup> In Anbetracht der nicht unerheblichen Gestaltungsspielräume, die bei der Aufgabe der konkreten Klauselgestaltung bestehen, hätte eine stärker formalisierte und rechtsförmigere Bestätigung des von Expertenseite erarbeiteten Entwurfs der Legitimität des Gesamtunterfangens auf jeden Fall gut zu Gesicht gestanden. Denkbar wäre es beispielsweise gewesen, den Text der CTR dem ESM-Vertrag

---

2000/2001, S. 109, wird der Vorgänger des heutigen Unterausschusses nur in einer Fußnote beiläufig erwähnt. Weitergehende Spezialliteratur ist nicht ersichtlich.

<sup>444</sup> *Europa.eu*, EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/index\\_en.htm](http://europa.eu/efc/sub_committee/index_en.htm).

<sup>445</sup> *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, Revised mandate for the EFC sub-committee on EU sovereign debt markets.

<sup>446</sup> *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, Revised mandate for the EFC sub-committee on EU sovereign debt markets, Punkt 4.e.; eigene Übersetzung.

<sup>447</sup> „*Debt management offices*“; diese haben unterschiedliche Organisationformen, siehe nur die Übersicht unter *Europa.eu*, Links to national institutions, [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/links/index\\_en.htm](http://europa.eu/efc/sub_committee/links/index_en.htm).

<sup>448</sup> Differenzierter *Gelpern/Gulati*, *Journal of Comparative Economics* 41 (2013), 367, 381 f., die die Aufgabenzuweisung an den Unterausschuss als „*logisch und merkwürdig zugleich*“ bezeichnen und Einschätzungen beteiligter Kreise zur Rolle des Unterausschusses dokumentieren. Sie verweisen darauf, dass die Schuldenverwaltungen bezüglich ihrer Anleihen im Ausgangspunkt eher der Verkaufsperspektive verhaftet sind, als Probleme der Restrukturierung juristisch konzeptionell anzugehen. Sie bewerten die Arbeit des Unterausschusses im Ergebnis aber als sachgerecht und produktiv.

als Anhang oder Protokoll beizufügen.<sup>449</sup> Zu bemängeln ist darüber hinaus in jedem Fall, dass die Dokumente nur in englischer Sprache vorliegen. Dies provoziert vermeidbare und teils komplexe Übersetzungsprobleme und diesbezügliche Fehler bei der Umsetzung durch die Mitgliedstaaten.<sup>450</sup>

Was freilich die juristischen Wirkungen angeht, so wird man im Wege der Auslegung des ESM-Vertrages zwanglos, ja letztlich sogar zwingend, dahin gelangen, den Dokumenten des Unterausschusses normatives Gewicht zu verleihen. Dafür sorgt schon die Bezugnahme in Erwägungsgrund (11) ESMV, wobei durchaus bemerkenswert ist, dass dort ausdrücklich auf die Festlegung des Wirtschafts- und Finanzausschuss (und nicht des Unterausschusses) Bezug genommen wird. Durch den Erwägungsgrund ebenso wie durch den Sinnzusammenhang erhalten die Dokumente den Status von „Gesetzgebungsmaterialien“<sup>451</sup> des ESM-Vertrages. Sie bilden unerlässliches Auslegungsmaterial für Art. 12 Abs. 3 ESM und sind damit ein wesentlicher Teil des Zusammenhangs für die Auslegung, auf den entsprechend<sup>452</sup> Art. 31 Abs. 2 WVK abzustellen ist. Denn nur unter Zugrundelegung der CTR lässt sich im Ernstfall die Frage beantworten, ob ein Mitgliedstaat seiner Verpflichtung zur Verwendung der standardisierten Umschuldungsklauseln gerecht wird oder gegen diese verstößt. Gesondert hiervon zu beurteilen ist die Frage, inwiefern ein nationaler Richter bei der Auslegung der nach dem Vorbild der CTR geschaffenen Anleihen auf diese als Auslegungsquelle zurückgreift. Dies richtet

---

<sup>449</sup> Gemäß *Sáinz de Vicuña*, Identical Collective Action Clauses for different Legal Systems: A European Model, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 15, 21, sprach gegen diese Lösung der Nachteil der fehlenden Flexibilität, weil eine Änderung der CAC dann mit einer schwerfälligen Änderung des ESM-Vertrages einhergegangen wäre. Ebenso *Sabel*, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 29, 43. Diese Sichtweise vermag indes nicht zu überzeugen, weil sich dieses Problem unabhängig von der gewählten Handlungsform sachgerecht durch die Schaffung eines adäquaten Änderungsverfahrens hätte lösen lassen; siehe dazu sogleich.

<sup>450</sup> Siehe dazu umfassend in den Kapiteln 3 und 4.

<sup>451</sup> Zur völkerrechtlichen Bedeutung der „*travaux préparatoires*“ siehe *Herdegen*, Völkerrecht, S. 131.

<sup>452</sup> Vgl. oben Fn. 429. Zum völkergewohnheitsrechtlichen Charakter der Auslegung im Zusammenhang siehe *Herdegen*, Völkerrecht, S. 132.

sich allein nach den Gegebenheiten des jeweiligen nationalen Rechts und seiner Auslegungsregeln, so dass eine pauschale Aussage hierzu nicht möglich ist. In der Sache liegt es aber nahe, so zu verfahren.<sup>453</sup>

### 2.2.3 Änderbarkeit der Festlegung

Der Auslegungszusammenhang zwischen ESMV und CTR lässt sich völlig unproblematisch annehmen, solange es wie gegenwärtig nur eine Fassung der Musterklauseln gibt und diese aus der Zeit vor der Ratifizierung des ESM-Vertrages stammt. Ungeklärt (und soweit ersichtlich bisher auch nicht im Detail erörtert)<sup>454</sup> ist demgegenüber die Frage, ob und wie die Festlegung auf die Musterklauseln in der Zukunft geändert werden kann. Keines der Dokumente betreffend die Einführung der Umschuldungsklauseln widmet sich diesem Themenkreis. Eine Zuständigkeit der Organe des ESM ist abzulehnen, da sich dessen Zweck gemäß Art. 3 ESMV auf die Bereitstellung von Finanzierungen beschränkt. Eine ausdrückliche Zuweisung der „Pflege der Gestaltung der Umschuldungsklauseln“ erfolgt nicht und eine implizite Zuständigkeit erscheint fernliegend, weil es sich um eine vollkommen verschiedene Materie handelt. Ein Rückgriff auf Zuständigkeiten der Europäischen Union verbietet sich ebenso, weil man sich mit der Verortung im ESM-Vertrag bewusst gegen deren Rahmen und für ein eigenständiges völkerrechtliches Regime entschieden hat. Aus diesem Grund ist es insbesondere abzulehnen, nach dem Vorbild einer „*actus contrarius*“-Theorie eine fortdauernde rechtlich selbständige Zuständigkeit des Wirtschafts- und Finanzausschusses oder des Unterausschusses anzunehmen. Damit verbleiben als potentielle Akteure nur die Mitgliedstaaten. Der Verzicht auf Form bei der Festlegung der Musterklauseln spricht dafür, dass auch eine

---

<sup>453</sup> Zum deutschen Recht siehe unten 4.2.2.1.

<sup>454</sup> Aus den Ausführungen von *Sáinz de Vicuña*, Identical Collective Action Clauses for different Legal Systems: A European Model, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 15, 21, sowie *Sabel*, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 29, 43, zur Flexibilität der informellen Lösung (und zu den Nachteilen einer Formalisierung im ESM-Vertrag) ergibt sich, dass man im Unterausschuss von einer problemlosen Möglichkeit zur ebenso informellen Änderung ausgeht. Wie diese indes genau ausgehen soll, wird nicht erörtert.

Veränderung der Musterklauseln informell möglich ist. Solange die Vorgabe der gleichen rechtlichen Wirkung aus Art. 12 Abs. 3 ESMV gewahrt bleibt, ist insbesondere nicht von einer Vertragsänderung des ESM-Vertrages auszugehen, weil in diesem die Gleichgültigkeit gegenüber dem konkreten Klauselinhalt bereits angelegt ist. Ein Verständnis der Norm, wonach sie eine dauerhafte Versteinerung des bei Vertragsschluss vorliegenden Klauseltextes bewirken soll, wäre zu weitgehend.

Nach deutschem innerstaatlichem Recht wäre eine Mitwirkung der Bundesregierung an einer Änderung der Musterklauseln auch ohne Beteiligung des Parlaments möglich. Eine den Rahmen des Art. 12 Abs. 3 ESMV wahrende Änderung der Klauselausgestaltung stellt keine so tief greifende Maßnahme dar, als dass sie gemäß § 3 ESMFinG<sup>455</sup> die Verantwortung für den Haushalt und für den Bestand und die Fortentwicklung der Stabilität der Wirtschafts- und Währungsunion berühren würde.

Den Mitgliedstaaten ist es im Rahmen der formlosen Verständigung auf neue Klauseln natürlich unbenommen, die Aufgabe der Ausformulierung der Klauseln wiederum auf ein Expertengremium wie den Wirtschafts- und Finanzausschuss bzw. den Unterausschuss zu übertragen. Dessen Tätigwerden wäre auch unionsrechtlich von seinem aktuellen Mandat gedeckt.<sup>456</sup> Mangels abweichender Regelung ist jedoch davon auszugehen, dass eine Änderung der Zustimmung aller Mitgliedstaaten bedarf. Insbesondere die unionsrechtliche Mehrheitsregelung des Art. 5 der Satzung des Wirtschafts- und Finanzausschuss ist nicht anwendbar.

Unbeschadet der hier vorgeschlagenen praktikablen Lösung bleibt es ein kritikwürdiges Versäumnis der gegenwärtigen Konstruktion, dass für die Änderung der Festlegung auf Musterklauseln kein Mechanismus vorgesehen worden ist.

---

<sup>455</sup> ESM-Finanzierungsgesetz vom 13. September 2012 (BGBl. I S. 1918).

<sup>456</sup> *Wirtschafts- und Finanzausschuss*, Revised mandate for the EFC sub-committee on EU sovereign debt markets, Punkt 4.e.

## 2.2.4 Umsetzungskontrolle

Das Fehlen eines speziellen rechtsförmigen Mechanismus ist auch hinsichtlich einer Kontrolle, ob die Mitgliedstaaten Art. 12 Abs. 3 ESMV einhalten, zu konstatieren. Der Unterausschuss ist hinsichtlich der Umsetzungskontrolle wiederum einen informellen Weg gegangen. In seinen Erläuterungen hat er angekündigt, bis Januar 2013 einen Bericht über die Umsetzung der Musterklauseln durch die Mitgliedstaaten vorzulegen.<sup>457</sup> Die Veröffentlichung eines entsprechenden Dokumentes hat sich schließlich bis Mitte November 2013 verzögert. Was dann veröffentlicht wurde,<sup>458</sup> verdient die Bezeichnung als Umsetzungsbericht nicht ansatzweise. Es handelt sich lediglich um eine allgemeine Einführung im Umfang einer halben Seite sowie um einen einseitigen Anhang mit einer Tabelle, in der schlicht aufgelistet ist, welcher Mitgliedstaat welche Umsetzungsmaßnahmen ergriffen hat. Bezeichnenderweise nennt das Dokument auch noch nicht einmal einen Autor oder Herausgeber, es ist außerdem nicht datiert. Eine Auseinandersetzung mit den Inhalten der Umsetzungsmaßnahmen, geschweige denn mit ihrer Vollständigkeit oder der rechtlichen Beurteilung der Musterklauseln nach dem jeweiligen nationalen Recht, sucht man vergebens. Dass die Umsetzungskontrolle derart oberflächlich ausgefallen ist, ist enttäuschend und weckt schlimme Befürchtungen hinsichtlich der Verwirklichung des Ziels der einheitlichen Wirkung der Klauseln. Die Umsetzungskontrolle müsste eigentlich eine wichtige Rolle spielen und inhaltlich tief schürfen. Denn die wesentliche Herausforderung des gewählten dezentralen Ansatzes ist gerade die Umsetzung der Musterklauseln durch die Mitgliedstaaten im Kontext ihres jeweiligen nationalen Rechts. Hier lauert eine Reihe von Fehlerquellen, die in der vorliegenden Untersuchung an mehreren Stellen noch breiten Raum einnehmen werden.<sup>459</sup> Ein offensichtliches Beispiel dafür, wie sehr die Dinge im Argen liegen, sei jedoch an dieser Stelle schon genannt. Österreich

---

<sup>457</sup> *Unterausschuss*, Supplemental Provisions, S. 10.

<sup>458</sup> *Unterausschuss*, Report on the implementation of euro area model Collective Action Clauses (CACs).

<sup>459</sup> Siehe exemplarisch und ausführlich zum deutschen Recht in Kapitel 4.

hat ausweislich des Berichts keine Änderung seines nationalen Rechts vorgenommen und die Musterklauseln allein durch Einfügung eines entsprechenden Klauselwerks in seine Anleihebedingungen umgesetzt. Blickt man allerdings in diese Anleihebedingungen, so stellt man auf den ersten Blick fest, dass die Umsetzung nicht vollständig erfolgt ist. Dort wurde der gesamte Abschnitt 2.6 CTR, also die Bestimmungen zur Nennwertberechnung in Sonderfällen (fremde Währung, Stripping etc.),<sup>460</sup> schlicht weg gelassen.<sup>461</sup> Und dies, obwohl ausweislich § 11 der Anleihebedingungen das Anleihe-Stripping bei österreichischen Staatsanleihen möglich ist.<sup>462</sup>

Blickt man auf den Themenkomplex der Umsetzungskontrolle über den ernüchternden tatsächlichen Befund hinaus aus rechtlicher Perspektive, so ist immerhin zu konstatieren, dass der ESM-Vertrag ein allgemeines rechtliches Instrumentarium enthält, auf das theoretisch auch für Zwecke der Umsetzungskontrolle zurück gegriffen werden kann. Gemäß Art. 37 Abs. 2 ESMV können Streitigkeiten über die Auslegung oder Anwendung des Vertrages einer Entscheidung des Gouverneursrats des ESM zugeführt werden. Gegen diese Entscheidung steht gemäß Art. 37 Abs. 3 ESMV die Möglichkeit der Klage vor dem Gerichtshof der Europäischen Union offen. Dieser Mechanismus ermöglicht ein Vertragsverletzungsverfahren wegen Nichteinhaltung des Art. 12 Abs. 3 ESMV und damit eine rechtliche Handhabe gegen Umsetzungsdefizite. Weil der Wortlaut ausdrücklich alle Streitigkeiten betreffend den gesamten ESM-Vertrag erfasst, spielt es insofern auch keine Rolle, dass die Frage der Umschuldungsklauseln außerhalb des Zwecks (Art. 3 ESMV) und gewöhnlichen Tätigkeitsbereich des ESM als Institution liegt. Dies wirkt sich nach hier vertretener Auffassung nur insofern aus, als ein Initiieren des Verfahrens durch den ESM selbst ausscheidet, weil er durch ein Umsetzungsdefizit bei den Umschuldungsklauseln nicht in seinem Aufgabenkreis berührt wird und es damit

---

<sup>460</sup> Siehe dazu inhaltlich unten 3.1.3.1.

<sup>461</sup> *Republik Österreich*, Allgemeine Bedingungen für die Ausstattung von Bundesanleihen, deren ursprüngliche Tranche ab dem 1. Januar 2013 begeben wurde, S. 6.

<sup>462</sup> Zu dieser Begrifflichkeit siehe unten Fn. 791.

an einer Kompetenzeröffnung für ein initiales Tätigwerden fehlt.<sup>463</sup> Zu einem anderen Ergebnis gelänge man nur, wenn man den ESM als umfassenden „Hüter des Vertrages“<sup>464</sup> mit dem Auftrag zur objektiven Rechtsdurchsetzung sehen würde, wofür allerdings jedwede Grundlage im Vertragstext fehlt. Eindeutig ist in jedem Fall, dass die Klagemöglichkeit vor dem EuGH gemäß Art. 37 Abs. 3 ESMV nur für die Mitgliedstaaten besteht und nicht für den ESM selbst.<sup>465</sup> Diese Beschränkung ist auch unionsrechtlich zwingend, weil Art. 273 AEUV als unionale Grundlage für die Begründung der Zuständigkeit des EuGH qua Schiedsabrede<sup>466</sup> nur Mitgliedstaaten offen steht.<sup>467</sup>

Zieht man die Erfahrungen mit dem unionsrechtlichen Vertragsverletzungsverfahren auf Veranlassung der Mitgliedstaaten (Art. 259 AEUV) heran, so spricht sehr viel für die Prognose, dass ein rechtliches Vorgehen der Mitgliedstaaten gegeneinander wegen Umsetzungsdefiziten eine eher theoretische Option ist und (unterstellt den Bedarfsfall) geringe praktische Relevanz entfalten wird.<sup>468</sup> Die Mitgliedstaaten dürften sich kaum für die Details der Umsetzung in den nationalen Rechtsordnungen der anderen Mitglieder interessieren (bzw. über entsprechende Erkenntnisquellen verfügen) und werden eine gerichtliche Auseinandersetzung untereinander schon wegen der damit verbundenen politischen Verwerfungen scheuen.<sup>469</sup>

---

<sup>463</sup> *Tirado*, Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies, S. 31 f., geht ohne diesbezügliches Problembewusstsein undifferenziert von einem Kontrollinstrument „des Gouverneursrates des ESM“ aus.

<sup>464</sup> In Anlehnung an die Rolle der EU-Kommission als „Hüterin des Unionsrechts“; dort allerdings auch mit entsprechender Grundlage in Art. 17 Abs. 1 S. 2 EUV und Art. 258 Abs. 1 AEUV, vgl. *Streinz*, Europarecht, Rn. 396.

<sup>465</sup> So gesehen wäre ein durch den ESM ohne Unterstützung der Mehrheit der Mitgliedstaaten initiiertes Vertragsverletzungsverfahren ohnehin ein zahnloser Tiger, weil es für den ESM gegen die Entscheidung seines Gouverneursrates keine Handhabe gibt.

<sup>466</sup> Erwägungsgrund (16) des ESMV.

<sup>467</sup> Vgl. zum Parallelproblem und seiner Umgehung im Rahmen des Fiskalpaktes, wo sich die Mitgliedstaaten zur Klageerhebung auf Geheiß der Kommission verpflichtet haben: *Calliess/Schoenfleisch*, JZ 2012, 477, 483 f.

<sup>468</sup> *Streinz*, Europarecht, Rn. 622, m.w.N.

<sup>469</sup> Vgl. zur diplomatischen Rücksichtnahme als Hemmschuh für das Vertragsverletzungsverfahren nach Art. 259 AEUV: *Ehricke*, in: *Streinz*, Art. 259 AEUV Rn. 3.

### 2.2.5 Fazit

Fasst man die untersuchten formalen Aspekte zusammen, so ergibt sich folgende Bewertung: die Aufnahme der grundlegenden Verpflichtung zur Verwendung von Umschuldungsklauseln in den Vertragstext des ESM ist aus rechtlicher Sicht begrüßenswert und gegenüber der Variante eines rein faktisch koordinierten Verhaltens vorzuzugswürdig, weil so jeder beteiligte Staat im Gegenzug zur Beschneidung der eigenen Handlungsmöglichkeiten auch einen Anspruch gegen die übrigen Staaten auf Einhaltung des gemeinsam festgelegten Standards einschließlich Erzwingungsmöglichkeit im Vertragsverletzungsverfahren erhält. Dass die eigentlichen Klauseln demgegenüber bar jeder Rechtsaktsqualität von einem der Europäischen Union entliehenen Expertengremium festgelegt wurden, erscheint als gewisser Bruch. Dieser wirkt sich gegenwärtig nicht aus, sondern lässt sich im Rahmen der Auslegung kitten. Er hinterlässt jedoch eine vermeidbare Rechtsunsicherheit zu der Frage, ob und wie die Musterklauseln geändert werden können. Hier würde eine ex ante (und nicht erst im Angesicht konkreten Änderungsbedarfs) getroffene eindeutige verfahrensmäßige Zuweisung und Absicherung einen deutlichen Gewinn darstellen.

Die gewählte, in den eigentlichen Sachfragen informelle Herangehensweise hat auf den ersten Blick zweifelsohne den Vorzug der einfachen Handhabbarkeit und der leichten und zügigen Realisierbarkeit. Dies liegt jedoch insbesondere daran, dass der anspruchsvollste Teil des Unterfangens – das Einfügen der Klauseln in die einzelnen nationalen Rechtsordnungen – dezentral den Mitgliedstaaten überlassen wird, und das ohne eine wirksame Umsetzungskontrolle vorzusehen. Auf die mit der Umsetzung der Musterklauseln verbundenen erheblichen Probleme wird in Kapitel 4 am Beispiel Deutschlands ausführlich zurück zu kommen sein.

Im Anschluss an die Auseinandersetzung mit der Form der Festlegung auf CAC wendet sich die Untersuchung nunmehr ihrer inhaltlichen Ausrichtung zu.



## 2.3 Inhalt der Festlegung

Betrachtet man die Festlegung unter inhaltlichem Blickwinkel, so verdienen das Ziel der einheitlichen und flächendeckenden Einführung, die Anknüpfung an den angelsächsischen Marktstandard sowie die besondere Innovationsfreude im Bereich der anleiheübergreifenden Aggregation der Mehrheitsentscheidung besondere Beachtung.

### 2.3.1 Einheitliche Einführung

Die Vorgabe, einheitliche und in allen Rechtsordnungen des Euro-Währungsgebietes wirkungsgleiche Umschuldungsklauseln zu schaffen, sticht in inhaltlicher Hinsicht als erstes ins Auge. Sie unterscheidet die Einführung von CAC im Rahmen des ESM grundlegend von allen vorhergehenden Bemühungen, wo zwar von verschiedener Seite Musterklauseln erarbeitet wurden, es letztlich aber vor allem darum ging, Staaten davon zu überzeugen, überhaupt Umschuldungsklauseln zu nutzen.<sup>470</sup> Dass diese je nach anwendbarer Rechtsordnung unterschiedlichen Traditionslinien hinsichtlich der Ausgestaltung folgten und auch immer wieder neuartige Gestaltungen anzutreffen waren, wurde nicht als korrekturbedürftiges Problem wahrgenommen.<sup>471</sup> So erklärt sich auch, dass das Thema CAC in der Zeit seit 2005 trotz der beschriebenen Variationsbreite<sup>472</sup> von der Agenda der internationalen Institutionen wieder weitgehend verschwunden war.<sup>473</sup>

In der Eurozone war die Ausgangslage indes eine andere. Vor dem Hintergrund der Währungsunion besteht von Haus aus ein grundlegendes Bedürfnis nach Einheitlichkeit. Speziell in der Schuldenkrise kommt hinzu, dass sich die schnelle und sichere Vorhersehbarkeit der Handlungsmöglichkeiten des betroffenen

---

<sup>470</sup> Siehe oben 1.2.3.

<sup>471</sup> So stellen die Berichte des IWF in der Zeit nach 2003 zusehends nur noch pauschal darauf ab, ob CAC vorhanden sind, die im Großen und Ganzen der G10-Empfehlung entsprechen, vgl. besonders deutlich: *Internationaler Währungsfonds*, Progress Report on Crisis Resolution - September 21, 2005, S. 2 f.

<sup>472</sup> Siehe oben 1.3.1.4.

<sup>473</sup> Vgl. *Gelper/Gulati*, Capital Markets Law Journal 4 (2008), 85, 101.

Staates für die übrigen Mitgliedstaaten als wichtiges Ziel erwiesen hat. Darüber hinaus vermeidet die einheitliche und synchrone Einführung in einem ganzen Währungsraum eine Reihe von theoretisch gegen CAC vorgebrachten Problempunkten. Zu nennen sind zunächst „*first mover*“-Probleme, also die Sorge, der Pionier, der es als erstes wagt, in seinen Anleihebedingungen vom Einstimmigkeitsprinzip abzurücken, könnte am Markt deshalb Nachteile erfahren.<sup>474</sup> Dazu gesellt sich die Befürchtung, die Verwendung von Umschuldungsklauseln könnte als Indikator für ein erhöhtes Ausfallrisiko gedeutet werden und weise den betreffenden Staat als schwachen Schuldner aus.<sup>475</sup> Diese Befürchtungen haben offenbar auch den Europäischen Rat intensiv beschäftigt. So enthalten die Schlussfolgerungen vom 24./25. März 2011 die wohl als apodiktische Zerstreuung der Bedenken und selbsterfüllende Prophezeiung gleichermaßen gemeinte Passage, wonach „*die Aufnahme von Umschuldungsklauseln in eine Anleihe nicht gleichbedeutend damit [ist], dass diese eine größere Wahrscheinlichkeit in Bezug auf Kreditausfall oder Umschuldung ausweist*“ und „*der Gläubigerstatus öffentlicher Schuldtitel durch die Aufnahme von Umschuldungsklauseln nicht beeinträchtigt [wird]*“.<sup>476</sup>

Im Kern lassen sich die geschilderten Befürchtungen jeweils auf das Kostenargument zurückführen,<sup>477</sup> dessen Sorge es ist, der CAC-Einsatz verteuere die Finanzierungskosten der Staaten. Ein solcher Effekt wurde überwiegend nicht erwartet<sup>478</sup> und aus heutiger Sicht ist zu konstatieren, dass er auch nicht feststellbar ist. Die Emissionsergebnisse des Jahresbeginnes 2013 sind

---

<sup>474</sup> Zusammenfassend dazu *Häsel*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 882, 909 f.

<sup>475</sup> Mustergültig anzutreffen, symptomatischerweise allerdings aufbauend auf bloße Mutmaßungen, ist diese Argumentation bei *Herdegen*, WM 2011, 913, 916. Zur Beschreibung des Arguments im ökonomischen Kontext siehe wiederum *Häsel*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 882, 911 f.

<sup>476</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31.

<sup>477</sup> Siehe oben 1.5.1.1.

<sup>478</sup> So *Wiesmann*, CACs and the Restructuring of Sovereign Debt - How Would Markets React?, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 103, 112, und *Sester*, WM 2011, 1057, 1059. Uneinheitliche Einschätzungen zur Bedeutung des Kostenarguments bei den europäischen Akteuren dokumentieren *Gelpern/Gulati*, *Journal of Comparative Economics* 41 (2013), 367, 378 f.

hinsichtlich der Renditeentwicklung völlig unauffällig und fügen sich nahtlos in die Zinskurven ein, ein Preisaufschlag durch die CAC-Einführung zum ersten Januar ist nicht erkennbar.<sup>479</sup> Die Ursachen hierfür verlässlich zu identifizieren, dürfte kaum möglich sein. Die einheitliche und flächendeckende Einführung auch bei den starken und tadellos gerateten Emittenten des Euroraumes<sup>480</sup> wird jedenfalls verbreitet als Argument dafür genannt, warum negativen Signalwirkungen aufgrund der CAC-Einführung im Euroraum kein bedeutendes Gewicht zukam.<sup>481</sup> Schließlich dient die Einheitlichkeit auch über die Phase der Einführung hinaus in jedem Fall dazu – unbeschadet der Frage, ob Anleihebedingungen überhaupt ein relevantes Merkmal für die Marktposition staatlicher Emittenten sind<sup>482</sup>– einen Wettbewerb zwischen den Eurostaaten um die (vermeintlich) gläubigerfreundlicheren Klauseln zu verhindern und stattdessen in diesem Punkt gleiche Wettbewerbsbedingungen zu wahren.<sup>483</sup>

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass das Ziel der einheitlichen Einführung standardisierter Umschuldungsklauseln ausschließlich positiv zu bewerten ist. Es darf jedoch wiederum nicht aus dem Blick geraten, dass die große Herausforderung in der Umsetzung des Zieles liegt.

---

<sup>479</sup> *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Februar 2013, S. 45.

<sup>480</sup> Wobei deren Kreis im Verlauf der Eurokrise immer überschaubarer wurde. Zum Zeitpunkt der Einführung der europäischen CAC zum Jahreswechsel 2012/13 waren bei Standard&Poors nur noch Finnland, Deutschland, Luxemburg und die Niederlande mit AAA geratet, vgl. *Standard & Poors*, *The Eurozone Debt Crisis: 2013 Could Be A Watershed Year*, S. 9.

<sup>481</sup> *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 691; *Weidemaier/Gulati*, *A People's History of Collective Action Clauses*, S. 35.

<sup>482</sup> Siehe zu dieser kontrovers diskutierten Frage *Weidemaier/Gulati*, a.a.O., S. 14 m.w.N.

<sup>483</sup> Diese Intention wird ausdrücklich vom Europäischen Rat genannt: Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31 („*gleiche Ausgangsbedingungen garantier[en]*“; deutlicher in der englischen Sprachfassung: „*preserve[.] a level playing field*“). Für eher politisch angehauchte Überlegungen zum Begriff des „*level playing field*“ für Staatsanleihen in einem umfassenden (auch ökonomischen) Sinne siehe *Happe*, *Towards a Level Playing Field*, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 25.

### 2.3.2 Anknüpfung an den angelsächsischen Marktstandard

Das inhaltliche Vorbild der europäischen Festlegung auf Umschuldungsklauseln wird klar benannt: „Die Hauptmerkmale der Umschuldungsklauseln werden mit denjenigen vereinbar <sup>484</sup> sein, die seit dem Bericht der G10 über Umschuldungsklauseln auf dem US-amerikanischen und dem britischen Markt üblich sind“. <sup>485</sup> Dieser Aussage ist in juristischer Hinsicht eher symbolische Bedeutung als konkreter Gehalt beizumessen. Ihre Funktion bestand wohl hauptsächlich darin, zu signalisieren, dass man auf ein praxiserprobtes Krisenrezept zurück greift, das an den Finanzmärkten gerade aus den dort gemeinhin als führend erachtenden Jurisdiktionen bekannt ist. Wie in Kapitel 1 ausführlich dargelegt wurde, gab es keinen einheitlichen Marktstandard nach englischem und New Yorker Recht, sondern allenfalls je einen. Ganz zu schweigen davon, dass zu der Frage, welche Gestaltungen man zum Marktstandard zählt, kein allgemein anerkannter (und darüber hinaus auch verbreiteter) Konsens ersichtlich ist, wenn man einmal von den grundlegenden Funktionen, die dem Begriff der Umschuldungsklauseln unabhängig vom anwendbaren Recht immanent sind (für alle bindende Mehrheitsentscheidung und deren Ausgestaltung) absieht. Hinzu kommt, dass keine Übernahme des Marktstandards, sondern nur die Schaffung von mit diesem konsistenten Klauseln angekündigt wurde. Insofern impliziert diese Anknüpfung keine nennenswerte Beschränkung des Gestaltungsspielraums bei der Ausarbeitung konkreter Klauseln. So erweist sich der Großteil der angekündigten Regelungen (angemessene Vertretung, Mehrheitsentscheidung mit abgestuften Schwellen für wesentliche und sonstige Angelegenheiten, Regeln zur Beschlussfähigkeit und zum Stimmrechtsentzug) auch nicht als an sich aufsehenerregend; die spannenden Fragen liegen wiederum beim „Wie“ der konkreten Ausgestaltung.

---

<sup>484</sup> Besser: „gleichartig“, siehe Fn. 52.

<sup>485</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31; ebenso auch schon *Eurogruppe*, Erklärung vom 28. November 2010, S. 2.

An einer Stelle geht die Festlegung jedoch eindeutig über den etablierten Marktstandard hinaus und wagt mit allem Nachdruck eine Innovation.

### 2.3.3 Innovation hinsichtlich Aggregation

Deutlich ambitionierter als der allgemeine Marktstandard zeigen sich die Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 24. / 25. März zur Frage der Aggregation, indem sie eine gemeinsame qualifizierte Mehrheitsentscheidung für alle mit Umschuldungsklauseln versehenen Anleihen, die dem gleichen anwendbaren Recht unterliegen, ankündigen.<sup>486</sup> Wie dargestellt<sup>487</sup> waren Aggregationsklauseln zu diesem Zeitpunkt zwar ein Desiderat der juristischen Diskussion, in der Praxis bei Neuemissionen jedoch ohne Vorbild und unbeliebt. Die existierenden praktischen Vorbilder entstammten allesamt Umtauschvorgängen im Rahmen von Umschuldungen.<sup>488</sup> Insofern betritt die Festlegung an diesem Punkt eindeutig juristisches Neuland und dies an einer besonders komplexen Stelle, vor der die ansonsten herangezogenen Vorbilder aus der Zeit des G10-Berichts noch explizit zurück geschreckt hatten.<sup>489</sup> Gleichwohl wurde die Festlegung bisweilen als nicht weitgehend genug kritisiert, weil sie die Aggregation innerhalb einer auf die Anleihen anwendbaren Rechtsordnung beschränkt anstatt sie auch rechtsordnungsübergreifend anzugehen.<sup>490</sup>

Im Anschluss an die Beschreibung der inhaltlichen Merkmale der Festlegung soll als Nächstes ihre Reichweite, verstanden als das Spektrum der erfassten Finanzierungsinstrumente, untersucht werden.

---

<sup>486</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31.

<sup>487</sup> Punkt 1.4.2.3 gegenüber Punkt 1.4.3.3.

<sup>488</sup> *Bradley/Gulati*, *Collective Action Clauses for the Eurozone*, S. 50.

<sup>489</sup> Die insofern aus dem öffentlichen Sektor vorliegenden Vorarbeiten geben sich betont zurückhaltend gegenüber der Idee der Aggregation, vgl.: *Group of Ten*, *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*, S. 10 unten („Aggregation auf vertraglicher Grundlage nicht praktikabel“); *Internationaler Währungsfonds*, *The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims*.

<sup>490</sup> *Sester*, *WM* 2011, 1057, 1064.

## 2.4 Die Reichweite der Festlegung

Bezüglich der Reichweite der Festlegung ist eine Verschiebung zwischen der ursprünglichen Ankündigung der Eurogruppe und den Schlussfolgerungen des Europäischen Rates zu konstatieren. Während in der Erklärung vom 28. November 2010 noch von allen neuen Staatsanleihen des Euro-Währungsgebietes die Rede war,<sup>491</sup> fügen die Schlussfolgerungen vom 24./25. März 2011 eine Ausnahme hinzu. Dort heißt es: Umschuldungsklauseln werden „in alle neuen Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebietes mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr“ aufgenommen.<sup>492</sup> Diese Formulierung hat auch Eingang in Art. 12 Abs. 3 ESMV gefunden. Weitere Ausnahmen bzw. Präzisierungen ergeben sich aus den Materialien des Unterausschusses.

Der Anwendungsbereich der Umschuldungsklauseln bietet also durchaus Anlass zu einer vertieften Betrachtung. Lohnenswert ist dabei einerseits die Auseinandersetzung mit den Grenzen der Festlegung und andererseits der Wegfall einer bis dahin in der Diskussion um Umschuldungsklauseln stets vorgenommenen Begrenzung, nämlich derjenigen auf sogenannte Auslandsschulden.

### 2.4.1 Staatsschuldtitel

Der Begriff des Staatsschuldtitels ist synonym mit dem Begriff der Staatsanleihe. Eine umfassende autonome Begriffsdefinition besteht insofern weder im Rahmen des ESM-Vertrages noch im Unionsrecht.<sup>493</sup> Eine entscheidende begriffliche Trennlinie, die sich aus dem allgemeinen Sprachgebrauch ergibt, verläuft zwischen der Begebung von Schuldverschreibungen im Sinne eines Bündels inhaltsgleicher Forderungen in einer Gesamtemission und einer auf einem

---

<sup>491</sup> Eurogruppe, Erklärung vom 28. November 2010, S. 2.

<sup>492</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31.

<sup>493</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. f) der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (ABl. Nr. L 86 S. 1). Dort wird „öffentlicher Schuldtitel“ als Schuldinstrument, das von einem öffentlichen Emittenten begeben wird, definiert. Der Begriff des Schuldtitels seinerseits wird jedoch nicht gesondert definiert, sondern als allgemeinverständlich vorausgesetzt.

Individualvertrag basierenden Darlehensgewährung. Sämtliche Formen von Darlehensverträgen werden von der Verpflichtung zur Verwendung von Umschuldungsklauseln nicht erfasst. Auf den ersten Blick mag diese Unterscheidung sinnvoll erscheinen. Denn beim klassischen Darlehensvertrag fehlt es typischerweise an der unüberschaubaren und schwer koordinierbaren Gläubigermehrheit, die den Ausgangspunkt für die Probleme bildet, denen Umschuldungsklauseln zu begegnen suchen. Sie ist in der Realität jedoch wenig konsistent und vermag konzeptionell nicht zu überzeugen. So kommt es für die Anwendbarkeit der Verpflichtung zum CAC-Einsatz einerseits nicht darauf an, ob Staatsschuldtitel einen unüberschaubaren Gläubigerkreis haben. Erfasst werden auch Schuldtitel, die nicht börsennotiert sind oder die nicht öffentlich platziert wurden.<sup>494</sup> Andererseits können sich Kollektivhandlungsprobleme auch im Kontext von Darlehensverträgen stellen. Dies gilt nicht nur für die wegen der in Rede stehenden großen Volumina in der Regel unmittelbar beteiligten Kreditgeberkonsortien, sondern in viel größerem Maße deshalb, weil sich auch Darlehensforderungen im Wege der Verbriefung auf dem Kapitalmarkt auf zahllose anonyme Beteiligte „verteilen“ können.<sup>495</sup> Dabei braucht man im Übrigen nicht nur an moderne „Finanzinnovationen“ denken. Zu nennen ist insbesondere auch der ganz klassische deutsche Öffentliche Pfandbrief<sup>496</sup>, der gemäß § 20 Pfandbriefgesetz ebenso mit Geldforderungen aus der Vergabe von Darlehen an den Staat wie mit entsprechenden Schuldverschreibungen gedeckt werden kann.<sup>497</sup> Vor diesem Hintergrund ist der Kritik der Deutschen Bundesbank

---

<sup>494</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, Punkt 2. Zur Ausnahme für Produkte für private Sparer siehe sogleich.

<sup>495</sup> So schon *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, Rn. 20 und *Internationaler Währungsfonds*, The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses, Rn. 56.

<sup>496</sup> Überblickartig zur Funktionsweise des Öffentlichen Pfandbriefs: *Stöcker*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 87 Rn. 45 ff.

<sup>497</sup> Das Pfandbriefgesetz wurde durch Art. 2 des CRD IV-Umsetzungsgesetzes vom 28. August 2013, BGBl. I S. 3395, um einen neuen § 4a ergänzt, der klarstellt, dass auch Staatsanleihen, die die europäischen CAC enthalten, für eine Indeckungnahme geeignet sind. Vom Gesetzgeber nicht gesehen und bis dato ungeklärt ist in diesem Zusammenhang allerdings die Folgefrage, wie für die zum Deckungsvermögen eines Pfandbriefes gehörenden Staatsanleihen die Willensbildung im Vorfeld einer Beteiligung an einer Mehrheitsentscheidung der Staatsanleihegläubiger aussehen soll. Eine

zuzustimmen, die gefordert hat, den Anwendungsbereich der CAC nicht auf die Wertpapierverschuldung zu beschränken, sondern sämtliche Formen der Staatsverschuldung mit einzubeziehen.<sup>498</sup> Gewiss gibt es bestimmte Finanzierungsformen wie den Einzelkredit, bei denen Umschuldungsklauseln keinen Sinn machen. Dies spricht gleichwohl nicht gegen einen umfassenden Anwendungsbereich, weil die Klauseln in Abwesenheit einer Gläubigermehrheit auch keinen Schaden anrichten, sondern schlicht ins Leere gehen. Das in der gegenwärtigen Situation denkbare Ergebnis, dass verbrieft Darlehensforderungen unter Umständen schwieriger zu restrukturieren sind als unmittelbar als Anleihen begebene wirtschaftlich identische Forderungen, vermag in keiner Weise zu überzeugen. Nicht überzeugend ist vor allem auch das vorgebrachte Argument, die nicht von der Verpflichtung zum CAC-Einsatz erfassten Finanzierungsformen würden gegenwärtig nur einen sehr geringen Anteil an der Staatsverschuldung ausmachen.<sup>499</sup> Wie bereits an anderer Stelle erörtert<sup>500</sup> ist auch ein geringer Nutzen aus juristischer Sicht hoch zu achten, besonders aus Gleichheitsgründen. Außerdem sagt die heutige Finanzierungsstruktur nichts darüber aus, wie sich die Lage im Falle einer künftigen Krise darstellt. Und schließlich ist die Aussage stark vergrößernd. Sieht man sich die Statistiken genau an, so mag die geringe Bedeutung der Darlehensfinanzierung im Durchschnitt zutreffen, die Finanzierungsstruktur der einzelnen Eurostaaten variiert aber erheblich.<sup>501</sup> Der Anteil von Darlehen liegt

---

Mehrheitsentscheidung der Pfandbriefgläubiger selbst zu der Frage, wie hinsichtlich der Staatsanleihe abgestimmt werden soll, ist jedenfalls nicht möglich, weil § 1 Abs. 2 S. 1 SchVG nach aktueller deutscher Rechtslage Pfandbriefe aus dem Anwendungsbereich des SchVG ausnimmt. Siehe zu letzterem kritisch *Oulds*, in: Veranneman, § 1 SchVG Rn 37 ff.

<sup>498</sup> *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht April 2011, S. 58. Zustimmend auch *Sester*, WM 2011, 1057, 1064.

<sup>499</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, Punkt 2.

<sup>500</sup> Siehe oben S. 85.

<sup>501</sup> *Eurostat*, Structure of government debt in Europe in 2011, Statistics in focus 34/2012, S. 2.



beim Spitzenreiter Estland<sup>502</sup> bei über 70% und bei Luxemburg, Irland und Portugal im Bereich von 30% bis knapp 50%.<sup>503</sup>

Dass es begriffliche Unschärfen und konzeptionelle Schwächen mit sich bringt, auf eine autonome Begriffsdefinition zu verzichten, zeigt des Weiteren eine Ausnahme, zu der die ergänzenden Anmerkungen<sup>504</sup> des Unterausschuss Stellung beziehen. So brauchen Produkte für private Sparer<sup>505</sup>, die von einem Mitgliedstaat unmittelbar und kostenfrei an diese vertrieben werden, keine Umschuldungsklauseln enthalten, auch wenn sie als Anleihe, Zertifikat, Schatzbrief o.ä. ausgestaltet sind.<sup>506</sup> Als entscheidendes Kriterium wird genannt, dass diese Produkte auf Gläubigerseite nicht übertragbar sein dürfen, wobei der Formulierung insofern ersichtlich keine besondere Sorgfalt gewidmet wurde, sondern es als ausreichend erachtet wurde, dass klar wird, was gemeint ist.<sup>507</sup> In Deutschland entsprach diesem Typus der Bundesschatzbrief,<sup>508</sup> der jedoch seit Jahresbeginn 2013 ohnehin nicht mehr angeboten wird.<sup>509</sup> Die hinsichtlich der Darlehensverschuldung geäußerte Kritik trifft auf diese Fallgruppe erst recht zu. Nirgends sind die Kollektivhandlungsprobleme wohl größer, als wenn sich ein

---

<sup>502</sup> Estland nimmt mit seiner insgesamt außerordentlich niedrigen Verschuldung indes generell eine Sonderstellung ein.

<sup>503</sup> *Eurostat*, a.a.o.

<sup>504</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, Punkt 3.J.

<sup>505</sup> Originalwortlaut: „*Retail Saving Bonds*“.

<sup>506</sup> *Unterausschuss*, a.a.O. Eigene freie Übersetzung.

<sup>507</sup> Gemeint ist sicherlich eine Übertragung im Wege der Einzelrechtsnachfolge. Gesamtrechtsnachfolgefähig dürften alle Sparprodukte sein.

<sup>508</sup> Wobei dieser im Rahmen des zugelassenen Käuferkreises (insbesondere natürliche Personen) durchaus übertragbar war. Ein Zweithandel mit Bundesschatzbrieffen war jedoch nicht vorgesehen. Vgl. dazu die Emissionsbedingungen für Bundesschatzbriefe.

<sup>509</sup> Als Grund wurden die hohen Kosten des Endkundengeschäfts und die geringen Volumina im Vergleich zur Refinanzierung auf dem Kapitalmarkt angegeben. Vgl. *Handelsblatt.com*, Leiser Abschied: Bund beerdigt Bundesschatzbriefe, Artikel vom 28.12.2012, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/leiser-abschied-bund-beerdigt-bundesschatzbriefe/7567564.html>; und *Deutsche Finanzagentur*, Privatkundengeschäft der Finanzagentur, Meldung vom 03.01.2013, [http://www.deutsche-finanzagentur.de/private-anleger/publikationen/aktuelle-meldungen/einzelnews/?tx\\_ttnews%5Btt\\_news%5D=20&cHash=803ed70fc6b7b3934ca5b47e6f0db9d3](http://www.deutsche-finanzagentur.de/private-anleger/publikationen/aktuelle-meldungen/einzelnews/?tx_ttnews%5Btt_news%5D=20&cHash=803ed70fc6b7b3934ca5b47e6f0db9d3).

Staat ohne Zwischenschaltung von Banken einer Schar von Kleinanlegern gegenüber sieht. Ob deren Beteiligung an einer Umschuldung politisch gewollt ist, steht auf einem anderen Blatt. Sich der juristischen Techniken für einen solchen Fall der Fälle von vorne herein zu entledigen, erscheint in jedem Fall als kontraproduktiv.

#### **2.4.2 Neue Staatsschuldtitel**

Dass nur neue Staatsschuldtitel ab Januar 2013 die Umschuldungsklauseln enthalten (müssen), bedeutet zunächst, dass die bis zum 31.12.2012 emittierten Titel die standardisierte CAC<sup>510</sup> nicht enthalten (müssen)<sup>511</sup> und unverändert bleiben. Der damit verbundene zeitliche Aufschub zwischen Festlegung und Einführung wurde bisweilen kritisiert,<sup>512</sup> die Vorverlegung von Juli auf Januar 2013 hat diesen Punkt jedoch entschärft, zumal ein gewisser zeitlicher Vorlauf für die Umsetzung, insbesondere für etwaige Anpassungen des nationalen Rechts, sicherlich erforderlich war.

Interessanter ist demgegenüber ein anderer Aspekt: es besteht für die Mitgliedstaaten in erheblichem Umfang die Möglichkeit, bis zum Jahresende 2012 begonnene Emissionen auch über das Jahr 2013 hinaus noch aufzustocken. Die Aufstockung bestehender Emissionen ist eine von den Schuldenverwaltungen langjährig genutzte Methode. Sie ermöglicht es, den Finanzierungsbedarf tranchenweise zu decken, ohne jedes Mal den Aufwand einer Neuemission zu betreiben.<sup>513</sup> Sie führt zu größeren Emissionsvolumina und

---

<sup>510</sup> In älteren Auslandsanleihen sind natürlich ggf. die bis dahin üblichen CAC enthalten.

<sup>511</sup> Interessanterweise haben im Lauf des Jahres 2012 einzelne Emittenten freiwillig die Musterklauseln bereits vorzeitig verwendet, siehe *Clifford Chance*, Euro area member states take collective action to facilitate sovereign debt restructuring, S. 6. Dies ändert aber substantiell nichts am Nebeneinander von „neuen“ und „alten“ Anleihen.

<sup>512</sup> *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 690; *Corsetti/Devereux/Hassler/Saint-Paul/Sinn/Sturm/Vives*, EEAG Report on the European Economy 2011, 71, 85.

<sup>513</sup> Auch die Deutsche Finanzagentur nutzt dieses Instrument standardmäßig. Aufstockungen haben neben Neuemissionen einen festen Platz in der Emissionsplanung des Bundes, vgl. *Deutsche Finanzagentur*, Emissionsplanung des Bundes 2013, [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/PDF/Institutionelle\\_Investoren/Emissionsplanung\\_2013\\_dt.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Institutionelle_Investoren/Emissionsplanung_2013_dt.pdf). So wurde beispielsweise eine 30jährige Bundesanleihe im

somit zu einer liquideren und transparenteren Struktur der Papiere als ständige kleine Neuemissionen. Darüber hinaus wird die Aufstockung auch als Instrument der Marktpflege genutzt, indem durch Aufrechterhaltung eines ausreichenden Angebots die Liquidität der Papiere auf dem Sekundärmarkt sichergestellt wird.<sup>514</sup> Die Marktpflege kann auch dadurch erfolgen, dass bei der Emission ein gewisser Teil zurückbehalten und bei Bedarf unmittelbar auf dem Sekundärmarkt platziert wird.<sup>515</sup> Für die hiesigen Zwecke sind beide Vorgehensweisen gleich zu behandeln, weil sie beide dazu führen, dass zu einem späteren Zeitpunkt Anleihen mit altem Bedingungswerk (also ohne Umschuldungsklauseln) in Umlauf kommen.

Die ergänzenden Anmerkungen des Unterausschuss geben die Einigung der Mitgliedstaaten über das zulässige Aufstockungsvolumen wieder.<sup>516</sup> Dieses beträgt (als Verhältnis des Nennwerts der aufgestockten Anleihen<sup>517</sup> bezogen auf den Nennwert aller im entsprechenden Jahr emittierten Staatsschuldtitel) im Jahr 2013 stolze 45%, im Jahr 2014 40%, im Jahr 2015 35%, in den Jahren 2016 und 2017 30%, 2018-2021 25 %, 2022 10% und ab dann 5 %.

Der Unterausschuss beabsichtigt vor dem Hintergrund der unsicheren Liquiditätsentwicklung, die festgelegten Werte im Jahr 2015 zu überprüfen. Außerdem erachtet er sich für zuständig, Mitgliedstaaten in dringenden Fällen von den festgelegten Grenzen zu dispensieren.<sup>518</sup> Beide Aussagen (eines EU-Organs, daran sei erinnert) sind vor allem in institutioneller Hinsicht interessant

---

Jahr 2013 überhaupt nicht begeben, sondern das Emissionvolumen der im Jahr 2012 begebenen Anleihe wurde durch vier Aufstockungen von zuvor 8 auf 16 Mrd. € erhöht.

<sup>514</sup> Vgl. nur *Agence France Trésor*, Indicative State medium- and long-term borrowing programme for 2013, Pressemitteilung vom 20.12.2012.

<sup>515</sup> So das Vorgehen der Deutschen Finanzagentur, das technisch gesehen keine Aufstockung ist, vgl. *Deutsche Finanzagentur*, Sekundärmarkt, <http://www.deutsche-finanzagentur.de/institutionelle-investoren/sekundaermarkt/>.

<sup>516</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, Punkt 3 [sic] auf S. 9.

<sup>517</sup> Diese werden zum jeweiligen Emissionszeitpunkt nicht zum Nennwert, sondern zu einem am dann aktuellen Marktpreis orientierten Wert begeben, teilen aber natürlich den Nennwert der Ausgangsemission als Rückzahlungsbetrag.

<sup>518</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 10.

und zeugen von einem höchst fragwürdigen Verständnis der völkerrechtlichen Natur des ESM-Vertrages. Nach hier vertretener Auffassung<sup>519</sup> bedarf jede Modifikation der Festlegung, wie sie im Zeitpunkt der Ratifikation des ESM-Vertrages bestand, eines einstimmigen Konsens der Mitgliedstaaten des ESM-Vertrages, die diese Entscheidung allenfalls auf den Unterausschuss delegieren können.

Blickt man auf die Wirkung der umfangreichen Aufstockungsmöglichkeit, so erweist sich, dass das volumenmäßige Gewicht der Altanleihen ohne (bzw. mit individuellen CAC) gegenüber den Neuemissionen dadurch auf lange Zeit hinaus gestärkt wird. Dies mindert umgekehrt das Gewicht der neugeschaffenen Instrumente und damit potentiell die Effektivität des CAC-Einsatzes. Unverändert bleibt demgegenüber das absolute zeitliche Ende der Altanleihen. Wobei dieses in Anbetracht von Laufzeiten von teils über 30 Jahren<sup>520</sup> ohnehin in ferner Zukunft liegt.

Über die genaue zeitliche und volumenmäßige Abgrenzung der Sphären von „alt“ und „neu“ hinaus stellt sich die grundsätzliche Frage nach der Einfügung von CAC in bestehende Anleihen. Dass es bei einer rein vertragsbasierten Einführung von Umschuldungsklauseln zu einem Nebeneinander von Anleihen mit und ohne diesen Klauseln kommt, ist ein offensichtlicher Nachteil dieses Ansatzes. Bereits im Rey-Report 1996 wurde das Problem erkannt.<sup>521</sup> Genauso alt ist auch die Sorge vor einer Aufspaltung des Marktes in „neu“ und „alt“, die auch in der europäischen Diskussion wieder geäußert wurde.<sup>522</sup> Ihre Berechtigung und Tragweite korreliert mit dem (im Ergebnis nach heutigem Stand

---

<sup>519</sup> Siehe oben 2.2.3.

<sup>520</sup> Die längstlaufende deutsche Anleihe aus dem Jahr 2012 wird beispielsweise am 04.07.2044 fällig (WKN 113548).

<sup>521</sup> *Group of Ten*, The resolution of sovereign liquidity crises, S. 17 und 31; siehe dazu *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 209.

<sup>522</sup> *Keller/Kößler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 88 (allerdings nur bezogen auf die gesetzliche Umsetzung in Deutschland, die theoretisch gegenüber den europäischen Vorgaben auch überschießend möglich gewesen wäre, weil alle deutschen Schuldtitel deutschem Recht unterliegen).

leer laufenden) Kostenargument, also mit der Frage inwiefern das Vorhandensein von Umschuldungsklauseln bei der Preisbewertung als Bonus, Malus oder unerheblicher Faktor wirkt.<sup>523</sup> Klar ist, dass sich bei einer Umschuldung während der Übergangsphase Hold-out-Probleme gleichsam „eine Ebene höher“ stellen können, weil Altanleihen anfällig für änderungsunwillige Gläubiger sind und diesen ideale Bedingungen bieten, um von den Sanierungsbemühungen der Gläubiger der mit CAC versehenen Anleihen als Trittbrettfahrer zu profitieren.<sup>524</sup> So gesehen mag man die Änderung der Bedingungen neuer Anleihen hinsichtlich einer schnellen und nachhaltigen Lösung des Problems der Machbarkeit einer Umschuldung durchaus nur als die „halbe Schlacht“ betrachten.<sup>525</sup>

Im ursprünglichen Kontext der Auslandsanleihen war eine Änderung des Gesetzesrechts keine Option, so dass eine nachträgliche Einfügung von CAC nur durch einen freiwilligen Umtausch in Anleihen mit CAC möglich erschien. Außerhalb von Krisenzeiten schreckte man vor diesem Schritt wegen der damit verbundenen erheblichen (und falls es nicht zu einer Umschuldung kommt vergeblichen) Transaktionskosten verständlicherweise zurück.<sup>526</sup> Für Krisensituationen wurde das Modell eines „zweistufigen Umtausches“ vorgeschlagen, wonach alle Gläubiger zunächst ohne Verzicht ihre Anleihen in eine Übergansanleihe mit CAC eintauschen, um sodann gemeinsam über einen Verzicht abzustimmen.<sup>527</sup> Die Praktikabilität dieses (nie umgesetzten) Modells wurde allerdings zu Recht bestritten,<sup>528</sup> weil sich das Hold-out-Problem auf der ersten Stufe mit unverminderter Härte stellt. Die besondere Konstellation in der Eurozone, wo ein Großteil der Anleihen nach inländischem Recht begeben ist,<sup>529</sup>

---

<sup>523</sup> Siehe bereits oben 1.5.1.1. und 2.3.1.

<sup>524</sup> Vgl. *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 213.

<sup>525</sup> So *Schier*, Towards a reorganisation system for sovereign debt, S. 35.

<sup>526</sup> *Group of Ten*, The resolution of sovereign liquidity crises, S. 31.

<sup>527</sup> *Bartholomew/Liuzzi/Stern*, Geo. J. Int'l L. 35 (2003), 859.

<sup>528</sup> Vgl. *Berensmann*, Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen, S. 30.

<sup>529</sup> Siehe oben 1.3.1.3.

bereitete schließlich den Boden für die Idee, Umschuldungsklauseln auf gesetzlichem Wege in Bestandsanleihen einzufügen. Sie wurde im Kontext der Griechenlandkrise vorgeschlagen<sup>530</sup> und wie geschildert auch realisiert.<sup>531</sup>

Es erscheint unter Würdigung der Rahmenbedingungen der Einführung des ESM nachvollziehbar und klug, dass man im Rahmen der europäischen Festlegung auf die Verwendung von CAC auf jedweden einseitigen gesetzlichen Eingriff in bestehende Anleiheverträge verzichtet hat. Ein solcher hätte unbeschadet der Frage nach der rechtlichen Machbarkeit aus Investorensicht eine völlig andere Qualität bedeutet als der gewählte marktkonforme und kooperative Ansatz. Das Risiko einer zusätzlichen Beunruhigung der Märkte in ohnehin turbulenten Zeiten stand schlicht in keinem Verhältnis zum potentiellen Nutzen, wenn man sich vor Augen hält, dass nach Berechnungen einer Investmentbank auch durch die Einfügung allein in neue Staatsanleihen in der Eurozone innerhalb von 10 Jahren ein Verbreitungsgrad der Umschuldungsklauseln von 70-80 % des ausstehenden Anleihevolumens erreicht werden wird.<sup>532</sup> Jenseits der praktischen Opportunität stellt die rückwirkende gesetzliche Einfügung von Umschuldungsklauseln in jedem Fall eine wissenschaftlich interessante Lösung dar. Sie soll unter diesem Blickwinkel allerdings nicht hier, sondern im insgesamt theoretisch ausgerichteten Kapitel 5 untersucht werden.<sup>533</sup>

---

<sup>530</sup> *Buchheit/Gulati*, How to Restructure Greek Debt, S. 11 ff. Dies geschah gewiss nicht ohne Hintergedanken. *Buchheit* ist einer der profiliertesten Anwälte bei der Beratung öffentlicher Schuldner und wurde später auch von Griechenland mandatiert, vgl. *Zeit online*, Euro-Krise: Vorsicht – Buchheit kommt!; Artikel vom 05.07.2012 (gedruckt: Die Zeit, Ausgabe 28/2012); <http://www.zeit.de/2012/28/Europa-Buchheit>.

<sup>531</sup> Siehe bereits oben S. 12.

<sup>532</sup> *Wiesmann*, CACs and the Restructuring of Sovereign Debt - How Would Markets React?, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 103, 111. Diese Zahl ist allerdings insofern mit einer gewissen Vorsicht zu genießen, als bei ihrer Ermittlung soweit ersichtlich die Aufstockungsmöglichkeiten für Altanleihen unberücksichtigt geblieben sind.

<sup>533</sup> Siehe unten 5.5.

### 2.4.3 Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebietes

„Alle Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebietes“ in Art. 12 Abs. 3 ESMV meint ausweislich der Erläuterungen des Unterausschuss, die man insofern als maßgebliche Auslegungsgrundlage betrachten muss,<sup>534</sup> lediglich alle Staatsschuldtitel der Regierungen (verstanden als Zentralregierungen) der Mitgliedstaaten der Währungsunion.<sup>535</sup> Nicht erfasst sind Schuldtitel der unterstaatlichen Ebenen (Bundesländer, Regionen, Kommunen und dergleichen). Diese Einschränkung wird wiederum mit dem dünnen und ablehnungswürdigen Argument begründet, diese hätten quantitativ nur ein geringes Gewicht.<sup>536</sup> Die an dieser Stelle anzutreffende Inkonsequenz befremdet in jedweder Hinsicht.<sup>537</sup> So ist das quantitative Argument im Detail wieder nicht stichhaltig. Wie die Statistiken für das Jahr 2011 zeigen,<sup>538</sup> sticht wiederum Estland mit einem Anteil der unteren staatlichen Ebenen an der Verschuldung von über 52% heraus. Erwartungsgemäß liegt er auch in föderal strukturierten Staaten wie Deutschland (36,9 %) und Spanien (21,5 %) in durchaus beachtlicher Höhe.<sup>539</sup> Viel schwerer wiegt aber der mit dieser Festlegung einher gehende Systembruch. Aus gutem Grund hat man im Zuge der europäischen Integration insgesamt<sup>540</sup> und im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion im Besonderen die Mitgliedstaaten mit ihren Untergliederungen stets als Einheit betrachtet. Im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion gilt dies insbesondere für die Definition und Sanktionierung des Schuldenstandes im Rahmen des Verfahrens zur Vermeidung übermäßiger öffentlicher Defizite (Art. 126 AEUV). Art. 2 erster Spiegelstrich des Protokolls Nr. 12 über das

---

<sup>534</sup> Ausführlich oben 2.2.2.

<sup>535</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, Punkt 2.

<sup>536</sup> A.a.O.

<sup>537</sup> Umso mehr, als ein weiterer und mit den Maastricht-Kriterien konsistenter Anwendungsbereich erwogen worden war; siehe *Sabel*, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 29, 32.

<sup>538</sup> *Eurostat*, Structure of government debt in Europe in 2011, Statistics in focus 34/2012, S. 2.

<sup>539</sup> Vor allem, wenn man sie die dahinter stehenden absoluten Beträge vergegenwärtigt.

<sup>540</sup> Vgl. nur *Streinz*, in: ders., Art. 4 EUV Rn. 5.

Verfahren bei einem übermäßigen Defizit<sup>541</sup> definiert „öffentlich“ als „zum Staat, d.h. zum Zentralstaat (Zentralregierung), zu regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder Sozialversicherungseinrichtungen gehörig (...)“. Warum man von diesem bewährten und bisher als unumstößlichen Grundsatz begriffenen Verständnis speziell bei Umschuldungsklauseln abgerückt ist, erscheint schlechterdings nicht nachvollziehbar. Ohne den Ausführungen zur Einbettung der Anwendung von CAC in die übrigen Kriseninstrumente vorgreifen zu wollen,<sup>542</sup> liegt es auf der Hand, dass Auslöser für Umschuldungsbemühungen stets ein nicht tragbares öffentliches Defizit im vordefinierten Sinn sein wird und dass es stets darum gehen wird, dieses insgesamt zu reduzieren. Warum man sich bei der Schaffung entsprechender technischer Möglichkeiten dann mit einem Teilausschnitt zufrieden gibt, verwundert doch sehr. Man braucht es sich nur einmal auszumalen: kann man ernsthaft erwarten, dass es deutschen Bundesländern noch gelingt, sich problemlos am Kapitalmarkt zu refinanzieren,<sup>543</sup> während hinsichtlich der Bundesschuld eine Umschuldung diskutiert wird? Wegen der engen Verflechtungen im bündischen Mehrebenensystem<sup>544</sup> besteht zwischen der Kreditwürdigkeit des Zentralstaates und seinen Untergliederungen ein untrennbarer Zusammenhang.

Es wäre daher dringend vorzugswürdig, die „Staatsschuldtitel im europäischen Währungsgebiet“ i.S.d. Art. 12 Abs. 3 ESMV ebenso zu definieren, wie dies beim Staatsschuldenkriterium der Fall. Auch unterstaatliche Einheiten sind in die Verpflichtung zur Verwendung von Umschuldungsklauseln einzubeziehen. Dies muss jedenfalls in dem Maße gelten, wie diese - wie beim Beispiel der deutschen Bundesländer der Fall - tatsächlich im Bereich der Anleihefinanzierung aktiv sind

---

<sup>541</sup> Ursprünglich vom 7. Februar 1992, aktuell in der Fassung des Vertrags von Lissabon vom 13.12.2007; konsolidierte Fassung ABl. C 83 vom 30.03.2010, S. 279.

<sup>542</sup> Unten 2.5.

<sup>543</sup> Zumindest gegenwärtig stellt dies eine wichtige Einnahmequelle der Länder dar, auch wenn sich dies im Rahmen der Schuldenbremse gemäß Art. 109 Abs. 3 GG ändern soll.

<sup>544</sup> Die Verflechtungen sind vielfältig, besonders deutlich treten sie im Bereich der vertikalen Verteilung der Staatseinnahmen zutage. Vgl. dazu und zu weiteren Aspekten *Lewinski*, Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, S. 377 ff.



und im Falle einer Zahlungsunfähigkeit vor der gleichen Problemlage stehen wie der Zentralstaat (d.h. ebenfalls nicht auf ein Insolvenzverfahren bauen können).<sup>545</sup> Akzeptabel mag es allenfalls sein, kommunale Untergliederungen auszuklammern. In diese Richtung geht die (allerdings zeitlich nach der Festlegung des Anwendungsbereiches der CAC) im unionalen Sekundärrecht geschaffene Definition des Begriffs des öffentlichen Schuldtitels,<sup>546</sup> die neben den Mitgliedstaaten<sup>547</sup> einschließlich ihrer Ministerien, Agenturen und Zweckgesellschaften auch die Gliedstaaten der bundesstaatlich organisierten Mitgliedstaaten erfasst. Zumindest in dieser Breite hätte auch das Begriffsverständnis im Rahmen des Art. 12 Abs. 3 ESMV gewählt werden müssen.

#### **2.4.4 Staatsschuldtitel mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr**

Die nachträglich<sup>548</sup> eingefügte Ausnahme für Schuldtitel mit bis zu einjähriger Laufzeit zeichnet die Unterscheidung zwischen kurzfristiger und langfristiger Staatsverschuldung nach. Sie wurde wiederum mit dem Argument kritisiert, sie verhindere ein wirklich flächendeckendes Vorhandensein von Umschuldungsklauseln und behindere damit deren Wirksamkeit.<sup>549</sup> An dieser Stelle überzeugt dieses Argument nach hier vertretener Auffassung jedoch nicht. Die kurzfristige Staatsverschuldung und die langfristige Staatsverschuldung haben eine unterschiedliche Funktion. Die kurzfristige Staatsverschuldung ist Teil des Geldmarktes und dient dem Ausgleich von Liquiditätsschwankungen, im Idealfall dagegen nicht der Finanzierung eines strukturellen Defizites. Sie hat bargeldähnlichen Charakter. Wären in kurzfristigen Schuldtiteln

---

<sup>545</sup> Aus dem letztgenannten Grund stellen sich die Dinge (wobei es sich soweit ersichtlich mangels Finanzierung über den Kapitalmarkt ohnehin um eine theoretische Fragestellung handelt) hinsichtlich der Sozialversicherungen in einem anderem Licht dar. Vgl. exemplarisch zur Insolvenzfähigkeit von Krankenkassen nach deutschem Recht: § 171b SGB V.

<sup>546</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. f) i.V.m. lit. d) iii) der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. Nr. L 86 S. 1.

<sup>547</sup> Der EU im Kontext der Verordnung.

<sup>548</sup> Vgl. oben S. 116.

<sup>549</sup> *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht April 2011, S. 58.

Umschuldungsklauseln enthalten, so ginge dieser Charakter verloren und die Risikokomponente träte deutlicher zutage. Dies wöge umso schwerer, als sich Staatsschuldenkrisen in ihrer akuten Phase zuerst als Liquiditätskrisen infolge versiegender Refinanzierungsmöglichkeiten äußern. Es wurde als ein bestehender Nachteil des CAC-Konzepts herausgearbeitet, dass dieses keinen Mechanismus für eine Überbrückung eines Liquiditätsengpasses durch Bevorzugung „frischen Kapitals“ in der Krisensituation bietet.<sup>550</sup> Indem sich kurzfristige Anleihen von langfristigen dadurch unterscheiden, dass sie keine Umschuldungsklauseln beinhalten und damit „umschuldungsfester“ sind, wird eine gewisse Grundstruktur in diese Richtung geschaffen. Die Grundaussage lautet: wer „nur“ kurzfristige Liquidität zur Verfügung stellt, muss im Gegensatz zu demjenigen, der langfristig ein strukturelles Defizit finanziert, nicht damit rechnen, am PSI beteiligt zu werden.

Legt man diesen Gedanken zugrunde, so schwingt die Gefahr des Missbrauchs in Gestalt eines Ausweichens in kürzere Laufzeiten (und damit letztlich eines Hinauszögerns und einer Verschlimmerung des Eingeständnisses der Notwendigkeit einer Umschuldung) sogleich mit.<sup>551</sup> Blickt man auf die Statistik, so lässt sich dieses Problem am Beispiel Irlands nachvollziehen. Dort ist der Anteil der unterjährigen Staatsverschuldung bis zum Jahr 2008 innerhalb von drei Jahren um über 35 Prozentpunkte angewachsen.<sup>552</sup> Dass dies indes kein allgemeingültiges Muster ist, zeigt das Beispiel Portugals, wo der Anteil kurzfristiger Finanzierung in der Zeit bis zur Inanspruchnahme von Rettungsmaßnahmen unverändert blieb.<sup>553</sup> Letztlich dürfte aber festzuhalten sein, dass es keine Problemstellung der Anleihegestaltung im Punkt der Umschuldungsklauseln ist, ein tragfähiges Laufzeitprofil zu bewahren. Es mag

---

<sup>550</sup> Siehe oben 1.5.1.5.

<sup>551</sup> *Zeitler*, "Die Rückkehr zum Recht" - Weiterentwicklung des institutionellen Rahmens der Währungsunion - ökonomische und rechtliche Überlegungen, in: *Möllers/ders. (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 161, 173.

<sup>552</sup> Von 0,7% im Jahr 2005 auf 37,4% im Jahr 2008. Im Jahr 2009 betrug der Anteil 23,8% und im „Rettungsjahr“ 2010 sank er sprunghaft auf 8,5 %. Quelle: Eurostat, Online-Datenbank „General Government Debt“, Datensatz gov\_dd\_ggd.

<sup>553</sup> 2007: 24,9%, 2008: 26,1%, 2009: 24,6%, 2010: 22,6%. Quelle: ebd.

die Gefahr einer „Flucht“ in kurze Laufzeiten geben und sie wird durch die Besserstellung der betreffenden Anleihen im Bereich der CAC sicher eher größer als kleiner. Diese Gefahr zu bannen ist jedoch nicht Aufgabe der Klauselgestaltung, sondern der allgemeinen fiskalpolitischen Überwachung.

Die ausführliche Auseinandersetzung mit den Begrenzungen der Verpflichtung zur Verwendung von CAC darf den Blick darauf nicht verstellen, dass die Festlegung der Eurostaaten eine signifikante Weitung des Konzepts impliziert, indem sie es, wie bis dato stets der Fall, nicht nur auf Auslandsschulden anwendet.

#### **2.4.5 Überwindung der Differenzierung zwischen Auslands- und Inlandsschulden**

Das internationale Wirtschaftsrecht kennt traditionellerweise die Unterscheidung zwischen Auslands- und Inlandsschuld und legt seinen völkerrechtlichen Wurzeln getreu seinen Fokus auf erstere. Als Abgrenzungskriterium kommen in jedweder kumulativer oder alternativer Kombination der Sitz des Gläubigers, die Währung des Schuldtitels und das auf den Schuldtitel anwendbare Recht in Betracht.<sup>554</sup> Schon vor der Eurokrise wurde der Sinn dieser Unterscheidung zunehmend in Frage gestellt, weil in der immer enger vernetzten und globalisierten Welt Inlands- und Auslandsschuld als kaum mehr trennbar erscheinen.<sup>555</sup> Die Eurokrise schließlich hat die Besonderheiten der Staatsverschuldung der Mitgliedstaaten einer Währungsunion deutlich zutage treten lassen und gezeigt, dass eine gemeinsame Währung die Grenzen zwischen Inlands- und Auslandsschulden bis zur Bedeutungslosigkeit verwischt.<sup>556</sup> Ein maßgeblicher Unterschied zum

---

<sup>554</sup> Szodrich, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 46. Der IWF geht in seiner Praxis beispielsweise von einer internationalen Anleihe aus, sobald ausländisches Recht anwendbar ist oder ein ausländisches Gericht zuständig ist, vgl. *Internationaler Währungsfonds, Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 13 Fn. 12.

<sup>555</sup> Szodrich, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 47 f.

<sup>556</sup> Zandstra, *Capital Markets Law Journal* 6 (2011), 285, 305.

klassischen Szenario besteht darin, dass innerhalb der Währungsunion auch bei der vermeintlichen Inlandsschuld dem Schuldnerstaat die Disposition über die rechtlichen und institutionellen Grundlagen der Währung entzogen ist.<sup>557</sup> Er kann also insbesondere seine inländische Schuldenlast nicht „weginflationieren“ oder sich sonst durch einseitige Veränderungen der monetären Rahmenbedingungen Linderung verschaffen.<sup>558</sup>

Was nun speziell die Materie der Umschuldungsklauseln anlangt, so hat sich – wie im erstem Kapitel dargestellt – das Konzept im Kontext der Auslandsschulden von Entwicklungs- und Schwellenländern entwickelt. Dementsprechend bezog es sich bis zur Eurokrise auch nur auf diese. Die Einbeziehung der Inlandsschulden wurde lediglich im Rahmen des SDRM zunächst erwogen, wegen Widerstands der Staaten gegen Eingriffe in ihr nationales Recht aber sogleich wieder verworfen.<sup>559</sup> Bezüglich CAC wurde vertreten, diese seien für den Bereich der Inlandsschuld nicht erforderlich, weil der Schuldnerstaat hier durch einseitige Änderung seines nationalen Rechts jederzeit eine Entschuldung erreichen und/oder zumindest die Rechtsdurchsetzung der Gläubiger stark behindern könne.<sup>560</sup> Prominenter Zeuge der auf die Auslandsschuld beschränkten klassischen Sicht- und Denkweise (wenn auch mit völlig anderer Begründung<sup>561</sup>) ist § 1 Abs. 2 SchVG,

---

<sup>557</sup> *Keller/Kößler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 75.

<sup>558</sup> Dies wird allgemein als Grund dafür gesehen, warum Mitgliedstaaten einer Währungsunion besonders anfällig für drohende Zahlungsunfähigkeit sind, vgl. *Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11, S. 18; *Kopf*, Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 149, 152.

<sup>559</sup> *Hefeker*, Wirtschaftsdienst 2002, 684, 688.

<sup>560</sup> *Internationaler Währungsfonds*, The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses, Rn. 51-53; dort kommen allerdings auch bereits Bedenken wegen nationalem Verfassungsrecht und internationalem Privatrecht zur Sprache. Ohne Problembewusstsein in dieser Hinsicht hingegen noch in jüngster Zeit: *Choi/Posner/Gulati*, Political Risk and Sovereign Debt Contracts, passim, und *Gelpern/Gulati*, Sovereign Snake Oil, S. 10.

<sup>561</sup> Das fehlende Bedürfnis für Umschuldungsklauseln in inländischen Staatsanleihen wurde (in zirkulärer Weise, die aus heutiger Sicht fast skurril anmutet) auf die fehlende

der die Schuldverschreibungen des Bundes von der Anwendbarkeit des SchVG ausnimmt.<sup>562</sup>

Die Argumentation, wonach Umschuldungsklauseln in Inlandsanleihen überflüssig seien, mag sich mit den historischen Erfahrungen in Entwicklungsländern decken. Sie erscheint selbst in diesem Zusammenhang zusehends fehl am Platz, weil sich aus dem internationalen Investitionsschutzrecht durchaus substantielle Hürden auch für einseitige Änderungen von Inlandsschulden herleiten lassen.<sup>563</sup> In jedem Fall passt dieses Argument deutlich nicht zur Rechtslage und –tradition der Mitgliedstaaten des europäischen Währungsraumes, wo verfassungsrechtliche und unionsrechtliche Garantien und Schranken hohe Hürden für einseitige Eingriffe eines Schuldnerstaates in bestehende Anleiheverhältnisse aufbauen<sup>564</sup> und ein solcher mithin stets erheblichen rechtlichen Unsicherheiten ausgesetzt ist. Die Diskussion um das griechische Anleihegläubigergesetz<sup>565</sup> bestätigen diesen Befund. Insofern erscheint es nicht nur als Bestätigung der Besonderheiten staatlicher Schuld im Rahmen einer supranationalen Währungsunion,<sup>566</sup> sondern durchaus als verallgemeinerungsfähige und -würdige Weiterentwicklung,<sup>567</sup>

---

Insolvenzfähigkeit der Schuldner der öffentlichen Hand gestützt, vgl. Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814, S. 16 r.u.

<sup>562</sup> Dieser Ausschluss hat bis heute überdauert, was aber kritikwürdig ist. Siehe unten 4.2.1.2.

<sup>563</sup> Eingehend dazu *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 254 ff.

<sup>564</sup> *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 705 f.

<sup>565</sup> Vgl. bereits oben S. 12.

<sup>566</sup> So *Keller/Köbler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 83.

<sup>567</sup> Die allerdings laut *Gelpern/Gulati*, *Journal of Comparative Economics* 41 (2013), 367, 381, im Rest der Welt eher als Symbol der Schwäche Europas denn als nachahmenswert empfunden wird. Sie verweisen unter anderem darauf, dass die im Jahr 2003 im Fokus stehenden Schwellenländer wie Mexiko mittlerweile den Großteil ihrer Schuldtitel ebenfalls unter ihrem eigenen Recht zu begeben vermögen und dabei keine CAC benutzen. Für CAC als Standard auch in Inlandsanleihen im globalen Maßstab spricht sich bemerkenswerterweise nunmehr *International Capital Market Association*, Sovereign Bond Consultation Paper 2013, S. 5 aus.

wenn die Eurostaaten Umschuldungsklauseln auch für Inlandsschulden als sinnvoll und notwendig erachten.<sup>568</sup>

Das Bemerkenswerte dieses Schrittes liegt vor allem darin, dass die stärksten Emittenten wie Deutschland, Frankreich oder die Niederlande bisher überhaupt keine ausformulierten Anleihebedingungen gekannt haben, die über die Festlegung der finanziellen Kennzahlen (Nennbetrag, Zins und Laufzeit) hinaus gegangen wären.<sup>569</sup> Der Schritt, nunmehr Umschuldungsklauseln einzufügen, bedeutet hier also einen grundlegenden Paradigmenwechsel, weil dem gesamten Bereich der Leistungsstörungen bisher schlicht keine Aufmerksamkeit gewidmet wurde. Einige Mitgliedstaaten sind ihrer bisherigen Logik, dass Inlandsanleihen keine Anleihebedingungen im Sinne eines ausformulierten Vertragstextes haben, sondern durch das nationale Recht normiert werden, auch im Rahmen der Einführung von Umschuldungsklauseln treu geblieben.<sup>570</sup> So hat beispielweise Frankreich die Einführung im Rahmen des Haushaltsgesetzes, das durch Ausführungsverordnungen konkretisiert wird,<sup>571</sup> vorgenommen und nicht in einem vertraglichen Bedingungswerk. Die Erstreckung auf Inlandsanleihen führt also zu einer gewissen Verbreiterung des Bedeutungsgehaltes der Begrifflichkeit des vertraglichen Ansatzes. Diese erscheint gleichwohl für das Vorgehen in Europa unverändert angemessen. Denn ob die Klauseln im bei Begebung der Anleihe in Bezug genommenen gesetzlichen Bezugsrahmen oder in den Anleihebedingungen enthalten sind, ist eine rein technische Frage, die zu keiner unterschiedlichen wertungsmäßigen Betrachtung führt. Die Trennlinie des

---

<sup>568</sup> Die Problematik der rechtlichen Machbarkeit einseitiger Änderungen des Regimes bestehender Schuldtitel wird im Zusammenhang mit der Erörterung der Einfügung von Umschuldungsklauseln in Bestandsanleihen unten 5.5. strukturiert und beleuchtet.

<sup>569</sup> *Choi/Posner/Gulati*, Political Risk and Sovereign Debt Contracts, S. 3; *Zandstra*, Capital Markets Law Journal 6 (2011), 285, 310. Vgl. zu den technischen Unterschieden zwischen Anleihen nach inländischem und ausländischem Recht auch im globalen Maßstab: *Gelpert/Gulati*, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 367, 369.

<sup>570</sup> Vgl. zu den verschiedenen Umsetzungsmethoden *Unterausschuss*, Report on the implementation of euro area model Collective Action Clauses (CACs).

<sup>571</sup> Art. 59 Loi n° 2012-1509 du 29 décembre 2012 de finances pour 2013; Décret n° 2012-1517 du 29 décembre 2012 relatif aux clauses d'action collective applicables aux titres d'Etat; Arrêté du 29 décembre 2012 relatif aux clauses d'action collective applicables aux titres d'Etat, JORF n°0304 du 30 décembre 2012, p. 21030, texte n° 34.

vertraglichen Ansatzes zu einem gesetzgeberischen Ansatz im Sinne der Idee des SDRM und auch zum Vorgehen Griechenlands bei dessen Inlandsanleihen im Vorfeld der Umschuldung im Jahr 2012 liegt darin, dass dort durch einseitige gesetzgeberische Maßnahmen in die Bedingungen der bestehenden Anleihen eingegriffen wird, während hier die Bedingungen für neue Anleihen im Vorfeld geändert werden und die Anleger bei Erwerb der Anleihe die entsprechenden Bedingungen kennen (können) und akzeptieren. Letzteres ist auch bei der Umsetzung der europäischen Umschuldungsklauseln durch Anpassung des gesetzlichen Bezugsrahmens der Fall,<sup>572</sup> so dass es angebracht erscheint, auch insofern vom vertraglichen Ansatz zu sprechen. Denn der Begriff beschreibt im hier verwendeten Sinn weniger eine bestimmte Handlungsform, als vielmehr den Verzicht auf eine einseitige Veränderung der Rahmenbedingungen für die Gläubiger.

Die juristische Bewertung der Erstreckung der Umschuldungsklauseln auf Inlandsanleihen fällt durchweg positiv aus.<sup>573</sup> Die Ziele der Einheitlichkeit des Umschuldungsprocedures und der praktischen Wirksamkeit einer Umschuldung durch Mehrheitsentscheidung wären bei einer Beschränkung auf Auslandsschulden schlicht nicht realisierbar gewesen, weil diese rein quantitativ eine untergeordnete Rolle in der Eurozone spielen.<sup>574</sup>

#### **2.4.6 Fazit**

Blickt man zusammenfassend auf die vorstehenden Erörterungen, so wird deutlich, dass das angekündigte „alle“ doch nicht wirklich allumfassend ist. Insbesondere, dass erstens nicht alle Formen der Staatsverschuldung (oder jedenfalls alle am Kapitalmarkt handelbaren Formen) erfasst werden und

---

<sup>572</sup> Vgl. nur die Beschränkung des zeitlichen Anwendungsbereichs auf neue Anleihen durch Art. 59 Abs. 2 des vorgenannten französischen Gesetzes.

<sup>573</sup> Zu eher politischen Sorgen, durch die Verwendung von CAC würden europäische Staatsschulden ihren Nimbus der Risikolosigkeit (und damit ihre Gleichwertigkeit zu Bargeld) verlieren, siehe *Gelpern/Gulati*, *Journal of Comparative Economics* 41 (2013), 367, 380. In diesem Zusammenhang stellt sich allerdings die grundsätzliche Frage, ob Umschuldungsklauseln insofern wirklich das Symptom oder nicht eher die Medizin sind.

<sup>574</sup> Siehe oben 1.3.1.3.

zweitens nicht alle Ebenen, die nach den Maastricht-Kriterien für die Staatsverschuldung maßgeblich sind, Adressaten der Verpflichtung sind, verdient laute und deutliche Kritik. Hier wäre es wünschenswert, dass die Festlegung nachgebessert wird. Die recht großzügig ausgestalteten Möglichkeiten zur Aufstockung von Altanleihen verwässern die Wirkung des CAC-Konzepts zwar für eine Übergangszeit, für sie streiten indes zumindest valide sachliche Gründe. Die Ausnahme für unterjährige Titel schließlich erscheint konzeptionell stichhaltig, wenn auch mit praktischen Gefahren verbunden.

Nachdem die Festlegung auf das CAC-Konzept nun in allen Facetten Betrachtung gefunden hat, wandert der Blick weiter auf den Kontext, in den es durch die übrigen Krisenreaktionsmaßnahmen der Eurostaaten gestellt wird.

## **2.5 Kontextualisierung als Teilelement des ESM**

Ausgangspunkt der Kontextualisierung ist der Befund, dass das Unionsrecht bis zu Beginn der Griechenland-Krise im Jahr 2010 völlig blind für das Phänomen des Verlusts des Zugangs eines Mitgliedsstaates der Eurozone zur Refinanzierung auf den Kapitalmärkten war (anders als für die Staaten, deren Währung nicht der Euro ist, vgl. Art. 143 Abs. 2 AEUV). So kommt der marktmäßigen Disziplinierung hoher staatlicher Defizite (in Form von abschreckenden Risikoaufschlägen) in der Währungsverfassung des Euroraumes zwar eine zentrale Rolle zu, wie die Ratio der Verbote der Art. 123 bis 125 AEUV (unbeschadet des Streits, wie weitreichend vor allem letzterer auszulegen bzw. teleologisch zu reduzieren ist)<sup>575</sup> zeigt.<sup>576</sup> Der weitreichendste Fall, dass die Märkte den Zugang zu frischem Kapital schlicht verweigern, war jedoch unregelt,<sup>577</sup> was ein im Nachhinein ungerechtfertigtes Vertrauen in das

---

<sup>575</sup> Zu den unterschiedlichen Auffassungen überblicksartig *Herrmann*, EuZW 2012, 805, 807.

<sup>576</sup> *Ohler*, ZG 2010, 330, 335.

<sup>577</sup> *Hofmann/Konow*, ZG 2012, 138, 141.



zeitgerechte Funktionieren der Warn- und Sanktionsmechanismen und vor allem auch der erforderlichen Anpassungsprozesse offenbart.<sup>578</sup> Dementsprechend warf die Krise, die in Griechenland ihren Ausgangspunkt nahm, völlig neue Herausforderungen auf. Nach einer ersten Phase der „entschlossenen Unentschlossenheit“<sup>579</sup> wurden völlig neue Antworten gefunden. Diese waren zunächst teils stark auf die konkrete Situation fokussiert und kurzfristiger Natur, bevor sich ein dauerhaftes Lösungsschema heraus kristallisierte. Der ESM-Vertrag und mit ihm die Einführung von Umschuldungsklauseln bilden den vorläufigen Schlusspunkt in der Entwicklung einer europäischen Krisenantwort. Sie sind mithin vor dem Hintergrund dieser Entwicklung zu deuten, die daher – soweit sie für den vorliegenden Kontext relevant ist – in einem ersten Schritt gerafft skizziert werden soll.<sup>580</sup>

### **2.5.1 Überblick über die Reaktionen auf die Eurokrise**

Die Reaktionen auf die Staatsschuldenkrise auf europäischer Ebene sind durchgehend zweigleisig.<sup>581</sup>

Der eine Ansatzpunkt ist eine Verstärkung, Vertiefung und Verfeinerung der haushalts- und wirtschaftspolitischen Konvergenz. Hier geht es einerseits darum, die zwischenzeitlich offenbar gewordenen Schwächen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes von 1997 zu korrigieren,<sup>582</sup> und andererseits um das Erreichen neuer Integrationsfortschritte. In diesen Bereich fallen die umfangreichen Änderungen und Ergänzungen des bestehenden Unionsrechts durch das als „Sixpack“ bekannt gewordene Bündel von

---

<sup>578</sup> Vgl. *Nettesheim*, NJW 2013, 14. Zu den Übertreibungen (in beide Richtungen) in der Risikowahrnehmung der Märkte und den daraus folgenden abrupten Korrekturen als einer Ursache der krisenhaften Zuspitzung vgl. *Ohler*, ZG 2010, 330, 335.

<sup>579</sup> *Herrmann*, Die Folgen der Finanzkrise für die europäische Wirtschafts- und Währungsunion, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 79, 83.

<sup>580</sup> Zu einer ausführlicheren Chronologie vgl. *Herrmann*, a.a.O.

<sup>581</sup> *Weber*, DVBI 2012, 801.

<sup>582</sup> Zu diesen ausführlich *Ohler*, ZG 2010, 330, 331 ff.

Gesetzgebungsmaßnahmen<sup>583</sup> im Jahr 2011 sowie die weitergehenden Verschärfungen speziell für den Euro-Währungsraum durch die im Jahr 2013 geschaffenen „*Twopack*-Verordnungen“. <sup>584</sup> Ergänzt werden sie durch den Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion vom 2. März 2012<sup>585</sup> (gemeinhin Fiskalpakt genannt und abgekürzt als SKSV). Seine Inhalte reichen über die sekundärrechtlichen Kompetenztitel hinaus und werden nicht von allen Mitgliedstaaten der EU (das Vereinigte Königreich und Tschechien sind keine Mitglieder des Fiskalpaktes) mitgetragen. Der Fiskalpakt wurde daher auf eigenständiger völkerrechtlicher Grundlage geschaffen.<sup>586</sup> Seine Unterordnung unter das Unionsrecht (Art. 2 SKSV) sowie das vertraglich verankerte Streben der Vertragsparteien nach einer Überführung in den Rechtsrahmen der Europäischen Union (Art. 16 SKSV) dokumentieren jedoch, dass damit der unionale Charakter der Konvergenzbemühungen nicht in Frage gestellt wird. Allen genannten Maßnahmen gemein ist neben ihrer unionalen Orientierung, dass sie nicht die akute Überwindung der Zahlungsunfähigkeit betroffener Staaten zum Gegenstand haben, sondern zukünftigen Krisensituationen durch langfristige Überwachung und Senkung der öffentlichen Defizite sowie Koordinierung der Wirtschaftspolitik entgegenwirken wollen. Von der Grundidee und Ausrichtung her liegen damit bei Lichte betrachtet das Konzept der Umschuldungsklauseln und die fiskalpolitischen Reformen nicht weit auseinander. Auf beiden Feldern geht es um die Ausarbeitung von „Lösungen für die nächste Krise“. Der Kern der CAC-Festlegung ist auch ein Konvergenzanliegen; es geht um die Schaffung einheitlicher und krisentauglicher Anleihebedingungen. Diese strukturelle

---

<sup>583</sup> Einzelaufzählung bei *Herdegen*, *Europarecht*, S. 386 f. Für einen inhaltlichen Überblick siehe auch *Hofmann/Konow*, *ZG* 2012, 138, 143.

<sup>584</sup> *Europäische Kommission*, Die "Twopack"-Verordnungen treten in Kraft: Vervollständigung der Haushaltsüberwachung und weitere Verbesserung der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsraum, MEMO/13/457; *Herdegen*, *Europarecht*, S. 389.

<sup>585</sup> In Kraft getreten zum Jahresbeginn 2013.

<sup>586</sup> Zur Vertragsschlusskompetenz der Mitgliedstaaten vgl. *Calliess/Schoenfleisch*, *JZ* 2012, 477, 481. Kritisch demgegenüber wegen einer Sperrwirkung des Regelungsbestands des Unionsrechts für die Umkehrung der Abstimmungsmechanismen *Weber*, *DVBl* 2012, 801, 804.

Parallelität wurde jedoch nie wahrgenommen und so wurden die Umschuldungsklauseln nicht den im unionalen Umfeld verankerten Konvergenzbemühungen zugeordnet, obwohl eine unionsrechtliche Lösung auch bezüglich der Einführung von einheitlichen Umschuldungsklauseln viele Vorteile gebracht hätte.<sup>587</sup>

Umschuldungsklauseln traten stattdessen als Annex zur zweiten Schiene der Krisenreaktionen zutage. Dabei handelt es sich um die Konstrukte zur Bereitstellung von Liquidität für akut von einer Verschuldungskrise betroffene Staaten. Hier wurde anders als bei den Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes Neuland betreten und so verlief die Entwicklung zuerst weniger stet und konzeptionell. Es wurden zunächst bilaterale Kredithilfen speziell für Griechenland ersonnen und sodann potentiell allen Mitgliedstaaten zeitlich befristete Hilfen in Gestalt der durch die Mitgliedstaaten getragenen EFSF und des durch die Europäische Union getragenen EFSM zur Verfügung gestellt, bevor durch die Schaffung des ESM ein dauerhafter Mechanismus zur Gewährung von Notfallfinanzierungen in Angriff genommen wurde.<sup>588</sup> Jede dieser Etappen war bekanntermaßen von erheblichen politischen und juristischen Auseinandersetzungen auf europäischer wie nationaler Ebene begleitet. Das Ausmaß der Krise entwickelte sich – besonders in Griechenland<sup>589</sup> – so, dass die eigentlich sukzessive gedachten Instrumente nachjustiert, erweitert und miteinander kombiniert wurden.<sup>590</sup> Für zukünftige Krisensituationen stehen die vorläufigen und zwischenzeitlich ausgelaufenen<sup>591</sup> Instrumente

---

<sup>587</sup> Dazu unten Kapitel 5.

<sup>588</sup> Zu den einzelnen Schritten und ihren Volumina siehe *Hobe*, Europarecht, S. 272 f.

<sup>589</sup> Die anfänglich gewährten bilateralen Kredite genügten bei Weitem nicht. Griechenland erhielt darüber hinaus mit Abstand die meisten Mittel aus der EFSF, vgl. dazu *EFSF*, Lending operations, <http://www.efs.europa.eu/about/operations/index.htm>.

<sup>590</sup> Zu nennen ist die Aufstockung des Volumens der EFSF und die Ermöglichung des „Parallelbetriebs“ von EFSF und ESM, durch die das Gesamtvolumen der Hilfen deutlich erhöht wurde. Vgl. *Bark/Gilles*, *EuZW* 2013, 367 f., insbesondere Fn. 12.

<sup>591</sup> Die EFSF besteht nur noch zur Abwicklung der aufgenommenen Anleihen und ausgereichten Kredite fort (dies allerdings bei gegenwärtigen Laufzeiten bis 2047 noch für geraume Zeit), kann aber seit 30.06.2013 keine neuen Finanzhilfen mehr gewähren, vgl. Kapitel 1 Punkt 4 der *Articles of incorporation* der EFSF in der Fassung vom 06.12.2011.

nunmehr nicht mehr zur Verfügung, sondern (soweit sich dies aus heutiger Sicht beurteilen lässt) nur noch der ESM. Dementsprechend soll dessen Konzeption nunmehr genauer in den Blick genommen werden.

## 2.5.2 Die Konzeption des ESM

### 2.5.2.1 Struktur

Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) wurde durch die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes durch völkerrechtlichen Vertrag vom 2. Februar 2012 gegründet, der am 27. September 2012 in Kraft getreten ist. Sein Zweck ist es gemäß Art. 3 ESMV, Finanzmittel zu mobilisieren, um Mitgliedstaaten bei Refinanzierungsproblemen Finanzhilfen zu gewähren.<sup>592</sup> Die Wahl der völkerrechtlichen Handlungsform und damit die Schaffung einer neuen internationalen Finanzinstitution stellen einen wesentlichen Unterschied zur EFSF dar, die als privatrechtliche Kapitalgesellschaft nach luxemburgischem Recht geführt wurde.<sup>593</sup> Die dem völkerrechtlichen Charakter geschuldeten Vertragsregelungen, insbesondere zur Immunität des Mechanismus (Art. 32 ESMV) und seiner Organe (Art. 35 ESMV) sowie zur Steuerbefreiung in den Mitgliedstaaten (Art. 36 ESMV), sind bedauerlicherweise Anknüpfungspunkt für polemische Kritik auch in der juristischen Diskussion.<sup>594</sup> Dabei handelt es sich bei den gewählten Regelungen um das Standardrepertoire für internationale Organisationen.<sup>595</sup> Völlig neben der Sache liegt es insbesondere, aus der Immunität des ESM zu folgern, „*kein Mensch, der bei Verstand ist*“, dürfe ihm Kredit geben, weil es dank Immunität rechtlich im Belieben des Mechanismus stehe, ob er seinen Verpflichtungen nachkommt.<sup>596</sup> Bei dieser Argumentation

---

<sup>592</sup> Zu den Kautelen zur Beschränkung des Spielraums zur Hilfgewährung siehe sogleich.

<sup>593</sup> Hofmann/Konow, ZG 2012, 138, 153 f.

<sup>594</sup> Philipp, AG 2013, 81 spricht beispielsweise in völliger Verkennung der völkerrechtlichen Zusammenhänge von einer „Gesellschaft mit unbeschränkter Nichthaftung“ als „Hinrichtungsstätte der europäischen Rechtskultur“.

<sup>595</sup> Wie hier Bark/Gilles, EuZW 2013, 367, 368.

<sup>596</sup> Philipp, AG 2013, 81, 82.

wird der völkerrechtliche Hintergrund einschließlich seines Telos völlig verkannt.<sup>597</sup> Des Rätsels Lösung liegt in der vertraglichen Vereinbarung eines Verzichts auf die völkerrechtliche Immunität gegenüber den jeweiligen Gläubigern.<sup>598</sup> Ein solcher Verzicht ist dann natürlich auch in den Anleihebedingungen des ESM enthalten,<sup>599</sup> so dass dieser im Falle der Nichtrückzahlung des von ihm aufgenommenen Fremdkapitals vor luxemburgischen Gerichten verklagt werden könnte.<sup>600</sup> Von der rechtstechnischen Seite her bestehen damit keine stichhaltigen Einwände gegen die völkerrechtliche Struktur des ESM, hier hätte eher eine dauerhafte „Flucht“ in das luxemburgische Privatrecht befremdlich angemutet.

Zur unionsrechtlichen Legitimierung der Gründung und des Handelns des ESM wurde Art. 136 AEUV im Wege des vereinfachten Vertragsänderungsverfahrens ein entsprechender neuer Abs. 3 hinzugefügt.<sup>601</sup> Dadurch verlieren die unionsrechtlich heiß diskutierten Bedenken gegen die vorläufigen Rettungsmaßnahmen ihre Relevanz hinsichtlich des ESM<sup>602</sup> bzw. verlagern sich auf die weniger durchgreifende Ebene, ob der neu geschaffene Absatz in Art. 136

---

<sup>597</sup> Die völkerrechtliche Immunität internationaler Organisationen begründet sich anders als bei Staaten nicht aus dem Prinzip der souveränen Gleichheit (*par in parem non habet iurisdictionem*), sondern funktionell aus der Sicherstellung einer von staatlichen Eingriffen geschützten effektiven Aufgabenerfüllung; *Klein/Schmahl*, in: *Vitzthum/Proelß (Hrsg.)*, *Völkerrecht*, S. 281.

<sup>598</sup> Dieser ist bei einer internationalen Organisation anders als bei Staaten (siehe insofern BVerfGE 117, 141, 153) nicht nur deklaratorisch, weil sich die funktionell begründete Immunität auch auf *acte iure gestionis* erstreckt, *Klein/Schmahl*, a.a.O., S. 282.

<sup>599</sup> Abschnitt 19.(d) der Terms and Conditions of the Notes, siehe: *Europäischer Stabilitätsmechanismus*, Information Memorandum on Debt Issuance Programme. Nicht übersehen werden darf allerdings in der Tat, dass sich der Verzicht auf die Immunität gemäß lit. (ii) nicht auf Vollstreckungsmaßnahmen erstreckt, so dass ein erstrittenes Urteil im absoluten Ernstfall nicht vollstreckbar wäre. Dies ist durchaus gläubigerfeindlicher als sonst bei Staatsanleihen, wo sowohl nach Völkergewohnheitsrecht (vgl. dazu *Ohler*, JZ 2005, 590, 595) als auch beispielsweise nach deutschem Recht (§ 882a Abs. 2 ZPO) die Zwangsvollstreckung in Vermögenswerte möglich ist, die nicht hoheitlichen Zwecken dienen.

<sup>600</sup> Um diese bedeutsame Rückausnahme zu entdecken hätte es im Übrigen nicht des detaillierten Studiums der Anleihebedingungen des ESM bedurft, sie ist vielmehr schon im Wortlaut des Art. 32 Abs. 3 ESMV ausdrücklich angelegt.

<sup>601</sup> Dazu *Häde*, JZ 2011, 333, 339.

<sup>602</sup> *Kempfen*, in: *Streinz*, Art. 136 AEUV Rn. 1.

AEUV rein deklaratorischer Natur ist.<sup>603</sup> In der inhaltlichen Ausgestaltung seiner Arbeitsweise ist der ESM eng mit den Organen der Union und deren Vollzug des Stabilitäts- und Wachstumspaktes verwoben und ohne Gleichlauf mit der Unionspolitik nicht funktionsfähig. So setzt die Gewährung von Finanzhilfe aus dem ESM als „Gegenleistung“ stets die Erfüllung von Auflagen durch den hilfeschuchenden Mitgliedstaat voraus (Konditionalität der Hilfspgewährung).<sup>604</sup> Dreh- und Angelpunkt für die Festlegung dieser Auflagen bildet das (bedauerlicherweise auch im deutschen Vertragstext so genannte) Memorandum of Understanding („MoU“) gemäß Art. 13 Abs. 3 ESMV, das inhaltlich in enger Verzahnung und voller Übereinstimmung zu den im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes getroffenen Vorgaben für den entsprechenden Mitgliedstaat stehen soll. Die Aufgaben, dieses MoU auszuhandeln und seine Umsetzung zu überwachen, werden dementsprechend ausdrücklich der Europäischen Kommission zugewiesen.<sup>605</sup> Diese weitreichende Organleihe und die mit ihr einhergehende inhaltliche und institutionelle Verzahnung werfen ihrerseits unionsrechtliche Problemstellungen hinsichtlich Möglichkeiten und Grenzen der intergouvernementalen Zusammenarbeit der EU-Mitgliedstaaten auf, die jedoch vom EuGH in seiner *Pringle*-Entscheidung zerstreut werden.<sup>606</sup> Die eigentliche Entscheidung über die Gewährung und Ausgestaltung der Finanzhilfen liegt

---

<sup>603</sup> So das Verständnis des EuGH, siehe EuGH (Plenum), Urteil vom 27.11.2012, Rs. C-370/12 (*Pringle*), NJW 2013, 29, Rn. 68, 72, 109 und 184. Die Ausführungen des Bundesverfassungsgerichts in seiner Entscheidung im einstweiligen Rechtsschutz zum ESM (BVerfGE 132, 195) zur Rolle des Art. 136 AEUV werden dagegen dahin gehend gedeutet, dass es von einer konstitutiven Funktion ausgeht; siehe dazu *Calliess*, NVwZ 2013, 97, 102 f. m. N. auf die entsprechenden Entscheidungspassagen. Bedenken, das Bundesverfassungsgericht könne andernfalls deutsche Garantieübernahmen beanstanden, waren jedenfalls im Vorfeld der Errichtung des ESM ein Grund dafür, eine Primärrechtsänderung anzustrengen, vgl. *Corsetti/Devereux/Hassler/Saint-Paul/Sinn/Sturm/Vives*, EEAG Report on the European Economy 2011, 71, 83.

<sup>604</sup> *Hofmann/Konow*, ZG 2012, 138, 142. Siehe zur rechtlichen Natur der Konditionalität, die auf der freiwilligen Zustimmung aller Akteure aufbaut und daher die Souveränität des Programmlandes unberührt lässt: *Ohler*, German Yearbook of International Law 54 (2011), 47, 67 f.

<sup>605</sup> Art. 13 Abs. 3 S. 1 und Abs. 7 ESMV. Die Kommission soll dabei jeweils „im Benehmen mit der EZB und nach Möglichkeit zusammen mit dem IWF handeln“, was die seit der Griechenlandkrise übliche Praxis der sog. „Troika“ verstetigt.

<sup>606</sup> EuGH (Plenum), Urteil vom 27.11.2012, Rs. C-370/12 (*Pringle*), NJW 2013, 29; dieser Aspekt bildet den Schwerpunkt der Urteilsbesprechung von *Nettesheim*, NJW 2013, 14.

jedoch – was der EuGH auch als tragende Erwägung seines Urteils herausstreicht – <sup>607</sup> bei den Organen des ESM selbst, letztverantwortlich also beim aus den Finanzministern der Mitgliedstaaten gebildeten Gouverneursrat (Art. 5 ESMV).<sup>608</sup>

### 2.5.2.2 Instrumente

Was nun die dem ESM zur Verfügung stehenden Instrumente anlangt, so sind diese auf die je adäquate Antwort auf verschiedene denkbare Krisensituationen zugeschnitten.<sup>609</sup> Zu unterscheiden sind im Ausgangspunkt drei Szenarien: liegen die Probleme speziell im Bankensektor eines Mitgliedstaates und nicht in seinem eigentlichen Staatshaushalt, so sind Finanzhilfen zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten gemäß Art. 15 ESMV passend. Ist von einer generell soliden wirtschaftlichen und fiskalischen Situation des Mitgliedstaates auszugehen und gilt es, kurzfristig drohende Liquiditätsschwierigkeiten zu überbrücken, so steht vorsorgliche Finanzhilfe (Art. 14 ESMV) zur Verfügung.<sup>610</sup> Als Reaktion auf ernsthafte und umfassende Krisensituationen, die insbesondere mit dem dauerhaften Verlust des Zugangs zu den Kapitalmärkten zu Refinanzierungszwecken einhergehen, sind schließlich Finanzhilfen in Darlehensform (Art. 16 ESMV) vorgesehen. Die Unterscheidung zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrise erscheint theoretisch wie praktisch äußerst schwierig<sup>611</sup> und sie werden häufig nahtlos ineinander übergehen. So dürfte es sich bei dem ESM-Darlehen nach Art. 16 ESMV um den Regelfall der Stabilitätshilfe handeln<sup>612</sup> und im Kontext eines etwaigen Einsatzes von

---

<sup>607</sup> EuGH, a.a.O., Rn. 161.

<sup>608</sup> Zur Organstruktur und internen Organisation des ESM siehe *Bark/Gilles*, EuZW 2013, 367, 368.

<sup>609</sup> Die im Vertragstext selbst eher tautologisch geratenen Definitionen der Instrumente werden durch die dazugehörigen Leitlinien (*Guidelines*) konkretisiert, vgl. je Abs. 4 der Art. 14-17 und Art. 18 Abs. 5 ESMV. Alle *Guidelines* sind im Internet unter <http://www.esm.europa.eu/about/legal-documents/index.htm> abrufbar.

<sup>610</sup> Siehe Art. 2 Guideline on Precautionary Financial Assistance für Einzelheiten.

<sup>611</sup> *Ohler*, German Yearbook of International Law 54 (2011), 47, 53 f.

<sup>612</sup> *Bark/Gilles*, EuZW 2013, 367, 369.

Umschuldungsklauseln dürfte dies die allein maßgebliche Fallgruppe sein. Entsprechend der Abstufung der Schwere der zugrunde liegenden Krisensituation sind auch die im MoU vorzusehenden Auflagen abgestuft. Am weitreichendsten ist das im Gegenzug zur Darlehensgewährung vorgesehene makroökonomische Anpassungsprogramm. Ein solches beinhaltet regelmäßig sehr tief greifende Strukturreformen, Privatisierungen und dergleichen mehr.

Den beiden anleihemarktbezogenen Instrumenten (Primärmarkt-Unterstützungsfazilität nach Art. 17 ESMV und Sekundärmarkt-Unterstützungsfazilität nach Art. 18 ESMV) liegt demgegenüber kein eigenständiges Krisenszenario zugrunde.<sup>613</sup> Die Primärmarktunterstützung ist stets nur als Ergänzung eines ESM-Darlehens oder als Umsetzung einer vorsorglichen Finanzhilfe möglich<sup>614</sup> und für die Sekundärmarktunterstützung ist dies der Regelfall.<sup>615</sup> Letztere ist ausnahmsweise auch als eigenständiges Instrument einsetzbar, dann unter vergleichbaren Voraussetzungen wie eine vorsorgliche Finanzhilfe.<sup>616</sup>

### **2.5.2.3 Voraussetzung und Verfahren der Gewährung von Stabilitätshilfe**

Gemeinsam ist allen Instrumenten, dass sie gemäß Art. 12 Abs. 1 ESMV nur eingesetzt werden dürfen, wenn dies zur Wahrung der Finanzstabilität des Euro-Währungsgebietes insgesamt und seiner Mitgliedstaaten unabdingbar ist. In der Theorie handelt es sich dabei um ein striktes Kriterium, aus dem sich vor allem auch der *ultima-ratio*-Charakter der Stabilitätshilfe ableiten lässt.<sup>617</sup> Allerdings

---

<sup>613</sup> Ausführlicher *Bark/Gilles*, EuZW 2013, 367, 369 f.

<sup>614</sup> Art. 1 Guideline on the Primary Market Support Facility.

<sup>615</sup> Art. 2 Abs. 1 Guideline on the Secondary Market Support Facility.

<sup>616</sup> Die Sekundärmarktstützung eines sich ansonsten nicht in einem ESM-Programm befindlichen Mitgliedstaates stellt eine politisch besonders heikle Form der Hilfe dar. Die sich in diesem Kontext stellenden Herausforderungen und Fragestellungen, die außerhalb des Spektrums der vorliegenden Untersuchung liegen, werden schon aus der diesbezüglichen Regelung in Art. 2 Abs. 2 der Guideline on the Secondary Market Support Facility und den dort angelegten Bezugnahmen auf das Defizitverfahren im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes deutlich.

<sup>617</sup> Vgl. *Ohler*, German Yearbook of International Law 54 (2011), 47, 61 f.; *Calliess/Schoenfleisch*, JZ 2012, 477, 486. Nicht überzeugend ist in diesem Zusammenhang die undifferenzierte Verquickung des Regel-Ausnahmeverhältnisses zwischen „Bail-Out-Verbot“ und ESM-Hilfe



steht zu befürchten, dass dieses Kriterium in der Praxis keine starke Steuerungswirkung entfalten wird.<sup>618</sup> Hierfür sind zwei zentrale Gründe zu nennen.

Zum einen ist keine tragfähige theoretische Konzeption ersichtlich, um Ansteckungsrisiken über den – innerhalb des Euroraumes bisher und wohl auch zukünftig schon wegen der engen Verflechtung der Volkswirtschaften in Rahmen des Binnenmarktes stets anzutreffenden – qualitativen Beschrieb hinaus zu kategorisieren oder gar zu quantifizieren.<sup>619</sup> In dieser Hinsicht kam es schon zu Beginn des Jahres 2013 zur Nagelprobe. Beim Hilfsantrag Zyperns an den ESM wurde die Systemrelevanz eines Zahlungsausfalles für die Finanzstabilität weithin stark angezweifelt,<sup>620</sup> die maßgebliche Stellungnahme der Europäischen Kommission<sup>621</sup> zu der Frage hat dann aber lediglich den Umfang von zwei Druckseiten und beschränkt sich in weiten Teilen auf allgemein gehaltene Mutmaßungen darüber, wie die Probleme Zyperns ein schlechtes Licht auf andere Krisenstaaten werfen könnten.

Zum anderen erscheint eine rechtsförmige Kontrolle der von den Organen des ESM vorgenommenen Subsumtion strukturell sehr unwahrscheinlich, weil die Entscheidungen grundsätzlich im gegenseitigen Einvernehmen (Art. 4 Abs. 3 ESMV) – also ohne Gegenstimme – getroffen werden, so dass sie kaum je von einem der (auf der Ebene des ESMV gemäß Art. 37 allein dazu berufenen)

---

einerseits mit der Frage der Beteiligung des privaten Sektors andererseits bei *Calliess*, Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, in: *VVDStRL* 71 (2012), S. 113, 156 ff.

<sup>618</sup> Auch *Ohler* hält letztlich die Beurteilung des Tatbestands durch die zuständigen Organe rechtlich nur für eingeschränkt kontrollierbar, weil sie sich auf wertende Urteile und Prognosen stützt, für die ein Beurteilungsspielraum anzunehmen ist; vgl. *ders.*, Gemeinschaftssolidarität und finanzpolitische Eigenverantwortung, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 277, 287.

<sup>619</sup> (Selbst)kritisch in dieser Hinsicht in Reaktion auf die bisherigen Erfahrungen mit der Eurokrise: *Internationaler Währungsfonds*, Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 23.

<sup>620</sup> Vgl. *Stöbener*, *EuZW* 2013, 365.

<sup>621</sup> *Europäische Kommission*, Cyprus: assessment of the risks to the financial stability of the Euro Area (Art 13 of ESM Treaty).

Mitgliedstaaten angefochten werden dürften.<sup>622</sup> Dieser Befund gilt im Übrigen gleichermaßen auch für die spezielleren Voraussetzungen der einzelnen Instrumente, so dass sich insgesamt konstatieren lässt, dass der ESMV einem einheitlichen politischen Willen der beteiligten Akteure nur in sehr begrenztem Umfang rechtlich wirksame Grenzen setzt.<sup>623</sup>

Gemeinsam ist weiter allen Instrumenten das in Art. 13 ESMV geregelte Verfahren zur Gewährung von Stabilitätshilfe. Demnach ist die Hilfgewährung stets von einem Ersuchen des betreffenden Mitgliedstaates abhängig. Dieses wird flankiert von einer Analyse der Europäischen Kommission zum Bestehen einer Krisensituation (Gefahr für die Finanzstabilität wie gerade diskutiert, Bewertung der Staatsverschuldung und des zu erwartenden Finanzierungsbedarf). Auf dieser Grundlage wird die grundsätzliche Entscheidung getroffen, ob eine Hilfgewährung in Betracht kommt. Sodann werden gleichzeitig die je nach gewähltem Instrument unterschiedlich einschneidenden Auflagen im Rahmen des MoU durch die Europäische Kommission und die technischen Details der Ausgestaltung der Finanzhilfe durch den ESM selbst ausgehandelt, bevor die endgültigen Entscheidungen getroffen werden.

#### **2.5.2.4 Verhältnis der Stabilitätshilfe zur Beteiligung des privaten Sektors**

Von besonderem Interesse im hiesigen Zusammenhang ist nun die Frage, wie sich die Hilfsprogramme des ESM im Ernstfall zur Möglichkeit einer Umschuldung der bestehenden Verbindlichkeiten des Programmlandes und damit (auf lange Sicht) zum Einsatz von Umschuldungsklauseln verhalten. Insofern ist der Befund aus dem Vertragstext wenig ergiebig. Zwar ist gemäß Art. 13 Abs. 1 S. 2 lit. b

---

<sup>622</sup> Eine mittelbare Kontrolle durch eine Verfassungsbeschwerde gegen die nationalen Vorbereitungsmaßnahmen der Zustimmung im Gouverneursrat in Deutschland scheidet im Rahmen des „laufenden Betriebs“ des ESM anders als bei dessen Gründung bereits auf Zulässigkeitsebene aus, vgl. BVerfG, NVwZ 2013, 858.

<sup>623</sup> *Paulus*, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 201, 209, spricht gar vom ESM als einer „leeren Hülse“ für politisches Handeln.

ESMV bei Erhalt eines Stabilitätshilfeersuchens zu ermitteln, ob die Staatsverschuldung tragfähig ist. Es gibt aber keine Rechtsfolgen, die explizit an den Befund einer nicht tragfähigen Verschuldung geknüpft werden. Lediglich aus dem Zusammenhang und dem Sinn und Zweck der Stabilitätshilfe lässt sich ableiten, dass ESM-Hilfe nur in einem Rahmen zulässig ist, der auch zu einer Überwindung der Krise durch das Programmland führt und dass dies die Überwindung der nicht tragfähigen Verschuldung impliziert.<sup>624</sup> Eine Beteiligung der privaten Anleihegläubiger an der Wiederherstellung einer tragfähigen Verschuldung (PSI) wird im ESMV nur in Erwägungsgrund (12) angesprochen. Dort heißt es: *„Entsprechend der Praxis des IMF [sic] ist in Ausnahmefällen eine Beteiligung des Privatsektors in angemessener und verhältnismäßiger Form in Fällen in Betracht zu ziehen, in denen die Stabilitätshilfe in Verbindung mit Auflagen in Form eines makroökonomischen Anpassungsprogramms gewährt wird.“* Diese Formulierung besticht vor allem durch ihre Unbestimmtheit. So verbleibt völlig im Dunkeln, was (im Kreis der generell – hoffentlich – nur ausnahmsweise auftretenden Krisensituationen) ein Ausnahmefall sein soll. Insbesondere knüpft die Formulierung nicht ausdrücklich an die Feststellung einer nicht tragfähigen Verschuldung an<sup>625</sup> und könnte damit auch Fälle erfassen, in denen es gerade daran fehlt. Bedeutsamer ist aber wohl der umgekehrte Fall, dass zwar eine nicht tragfähige Verschuldung festgestellt wird, man aber doch keinen ein PSI erfordernden Ausnahmefall zu erkennen vermag.

Besonders brisant und als bewusste Entscheidung erscheint die gewählte wage Bezugnahme auf die Möglichkeit zur Durchführung einer Umschuldung, wenn man sie der noch im ursprünglichen Entwurf zum ESM-Vertrag vom Juli 2011<sup>626</sup> enthaltenen Regelung im Vertragstext selbst gegenüberstellt. Der dort

---

<sup>624</sup> So Ohler, Gemeinschaftssolidarität und finanzpolitische Eigenverantwortung, in: Möllers/Zeitler (Hrsg.), Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 277, 288, der allerdings ebenfalls eine erhebliche Flexibilität und Unbestimmtheit des Verhältnisses von ESM-Hilfe und Beteiligung des privaten Sektors konstatiert.

<sup>625</sup> Auch wenn diese implizit in der Bezugnahme auf die Praxis des IWF angelegt ist, die zwischen Liquiditätskrisen und Solvenzkrisen zu unterscheiden sucht und für letztere typischerweise ein PSI fordert.

<sup>626</sup> Siehe Fn. 421.

vorgeschlagene Art. 12 Abs. 2<sup>627</sup> sollte lauten: „Erhält ein ESM-Mitglied eine Finanzhilfe, wird je nach Einzelfall und entsprechend der Praxis des IWF eine Beteiligung des Privatsektors in angemessener und verhältnismäßiger Form erwartet. Art und Ausmaß dieser Beteiligung sind abhängig vom Ergebnis einer Schuldentrugfähigkeitsanalyse und tragen dem Ansteckungsrisiko und potenziellen Übertragungseffekten auf andere Mitgliedstaaten und Drittländer gebührend Rechnung. Ergibt diese Analyse, dass ein makroökonomisches Anpassungsprogramm die Staatsverschuldung realistisch auf ein langfristig tragbares Niveau zurückführen kann, so ergreift der begünstigte Mitgliedstaat Initiativen, um die wichtigsten privaten Anleger zu ermutigen, ihr Engagement beizubehalten. Kommt man zu dem Schluss, dass ein makroökonomisches Anpassungsprogramm die Staatsverschuldung realistisch nicht auf ein langfristig tragbares Niveau zurückführen kann, so muss der begünstigte Mitgliedstaat mit seinen Gläubigern bona fide aktive Verhandlungen aufnehmen, die darauf abzielen, sie unmittelbar in die Wiederherstellung einer tragbaren Verschuldung einzubeziehen. Im letzteren Fall wird die Gewährung der Finanzhilfe davon abhängig gemacht, dass der Mitgliedstaat über einen glaubwürdigen Plan verfügt und ausreichend Einsatz zeigt, um eine angemessene und verhältnismäßige Beteiligung des Privatsektors sicherzustellen. Die Fortschritte bei der Durchführung des Plans werden im Rahmen des Programms überwacht und beim Beschluss über die Auszahlungen berücksichtigt.“<sup>628</sup>

Es tritt deutlich zutage, dass die in der endgültigen Fassung gewählte Formulierung in jedweder Hinsicht hinter dem ursprünglichen Entwurf zurück bleibt. War im Entwurf die Beteiligung des privaten Sektors noch als Bestandteil der Konditionalität für jedwede Finanzhilfe vorgesehen und im rechtlich verbindlichen Vertragstext selbst verankert,<sup>629</sup> so ist sie jetzt nur noch in

---

<sup>627</sup> Als Alternative war dort eine inhaltlich äquivalente ausführliche Erwähnung in den Erwägungsgründen vorgesehen.

<sup>628</sup> Zitiert nach der vorgenannten inoffiziellen Arbeitsübersetzung.

<sup>629</sup> Erläuternd zur alten Fassung *Ohler*, German Yearbook of International Law 54 (2011), 47, 68 f.

Ausnahmefällen in Betracht zu ziehen. Ein Bezugsrahmen dazu, wie sie (abgestuft nach Schwere der Krise) auszufallen hat, wurde fallen gelassen. Der daraus zu ziehende Schluss ist eindeutig: man hat bewusst auf eine – in ihrer Steuerungswirkung wie oben dargelegt ohnehin schwache – Verrechtlichung der Frage nach einer Beteiligung des privaten Sektors verzichtet und diesen Punkt völlig dem politischen Gestaltungsspielraum der handelnden Akteure überantwortet.<sup>630</sup> Als Orientierung für die im Einzelfall zu treffenden Entscheidungen verbleibt letztlich einzig die sehr flexibel handhabbare Bezugnahme auf die „Praxis des IWF“.<sup>631</sup> Dies stellt eine erhebliche „juristische Abschwächung“<sup>632</sup> und eine bemerkenswert gegenläufige Entwicklung zu den im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ergriffenen Bemühungen dar, durch eine stärkere Verrechtlichung von politischen Entscheidungsprozessen den diesen anhaftenden Fehlentwicklungen und –anreizen entgegen zu wirken. Stimmen, die *ex ante* verbindlich definierte Regeln für das Zusammenspiel von ESM-Hilfe und Beteiligung des privaten Sektors gefordert haben,<sup>633</sup> wurde letztlich nicht gefolgt.

Es bleibt also festzuhalten, dass das Scharnier zwischen dem Tätigkeitsbereich des ESM und dem für Umschuldungsklauseln gedachten Anwendungsfeld bewusst nicht verrechtlicht, sondern der politischen Ausgestaltung im Einzelfall überlassen wurde.<sup>634</sup> Damit ist es, um sich ein Urteil über das zu erwartende

---

<sup>630</sup> Zu den politisch dahinter stehenden Erwägungen und Entwicklungen siehe sogleich im nächsten Abschnitt.

<sup>631</sup> Zum Gehalt dieses Begriffs sogleich 2.5.3.2.

<sup>632</sup> Ohler, Gemeinschaftssolidarität und finanzpolitische Eigenverantwortung, in: Möllers/Zeitler (Hrsg.), Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 277, 288.

<sup>633</sup> Z.B. Corsetti/Devereux/Hassler/Saint-Paul/Sinn/Sturm/Vives, EEAG Report on the European Economy 2011, 71, 86. Zu denken wäre beispielsweise an eine Schuldenobergrenze, aber der ein ESM-Programm nur zulässig ist, wenn die Schulden durch Restrukturierung zugleich unter diese Grenze gesenkt werden, so (allerdings zeitlich nach der Einführung des ESM) Buchheit/Gelpern/Gulati/Panizza/Weder di Mauro/Zettelmeyer, Revisiting Sovereign Bankruptcy, S. 35 f.

<sup>634</sup> Vgl. zum Primat der Politik gegenüber rechtlichen Regeln in der Krisensituation allgemein: Schorkopf, Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, in: VVDStRL 71 (2012), S. 183, 202 f.

Zusammenspiel von ESM und CAC bilden zu können, nunmehr notwendig, die politische Praxis zu dieser Frage genauer auszuleuchten.

### **2.5.3 Der politische Diskurs hinsichtlich der Beteiligung des privaten Sektors**

#### **2.5.3.1 Entwicklung der Position der Eurogruppe während der Eurokrise**

Die gemeinsame politische Sichtweise der Staats- und Regierungschefs der Eurogruppe auf die Möglichkeit der Beteiligung des privaten Sektors unterlag einem erheblichen Wandel im Verlauf der Eurokrise. Wobei es – dies sei vorab angemerkt – durchaus angebracht erscheint, diese Analyse mit einer gewissen Vorsicht zu würdigen. Denn noch mehr als anderswo kann man im jetzt zu erörternden Bereich den Eindruck gewinnen, dass bei den handelnden Akteuren die Furcht vor der Psychologie der Märkte und/oder den eigenen Wählern die ein oder andere verlautbarte Position mitunter mehr geprägt haben mögen als die aufgrund der Analyse der Faktenlage und der eigenen politischen Überzeugungen gewonnen Handlungsmaßstäbe.<sup>635</sup> Diese Einschätzung zu vertiefen und belastbar zu verifizieren, erscheint gegenwärtig indes auf gesicherter methodischer Grundlage noch nicht möglich.<sup>636</sup> Für eine ernsthafte historisch-kritische Analyse ist der Zeitabstand zu den Geschehnissen schlicht noch zu gering und sind diese und die damals Handelnden noch zu sehr mit dem aktuellen Tagesgeschehen verwoben. Zu bedenken ist außerdem, dass die verlautbarten Positionen stets Kompromisse waren, mit denen verschiedene Akteure unterschiedliche Erwartungen und Ziele verbanden.<sup>637</sup> In jedem Fall aber

---

<sup>635</sup> Von der Beurteilung her ähnlich aber stark generalisierend und mit deutlich kritisch-polemischer Konnotation auch *Knopp*, NVwZ 2011, 1480, 1482.

<sup>636</sup> Zu ersten Ansätzen siehe z.B. *FAZ.net*, Was geschah beim Dinner?: Die Nacht, die alles veränderte, Artikel vom 08.05.2013, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/was-geschah-beim-dinner-die-nacht-die-alles-veraenderte-12172625.html>.

<sup>637</sup> Eindrucksvoll dokumentieren *Gelpern/Gulati*, *Journal of Comparative Economics* 41 (2013), 367, passim, Schlaglichter auf die Einschätzungen und Motivationen, die einzelne Beteiligte mit dem Junktin PSI/CAC verbanden.

ergibt sich auch bereits aus den öffentlichen Verlautbarungen eine interessante Entwicklungslinie, die fast einer Pendelbewegung gleicht.

Bei Ausbruch der Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 war die Differenzierung zwischen Liquiditäts- und Solvenzproblemen kein leitender Topos der Diskussion. Durchaus verbreitet war vielmehr die Deutung, es gelte kurzfristig einen Angriff von Spekulanten auf einen an sich gesunden oder jedenfalls binnen kurzer Frist gesundbaren Euroraum abzuwehren.<sup>638</sup> Auch wenn sich diese Deutung nicht durchzusetzen vermochte, verblieb es dabei, dass ein Zahlungsverzug oder gar eine Umschuldung zunächst nicht ernsthaft thematisiert wurden, sondern die Gewährung von Hilfspaketen in einem Umfang, der die zeitgerechte und vollständige Rückzahlung aller auslaufenden Staatsanleihen ermöglichte, als alternativlos dargestellt wurde. Tragender und im Ausgangspunkt sehr nachvollziehbarer Hintergrund war die verbreitete Sorge vor Ansteckungsrisiken für andere problembehaftete Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes und Kettenreaktionen im Bankensektor mit Wirkungen wie beim Zusammenbruch der Bank *Lehmann Brothers* zwei Jahre zuvor.<sup>639</sup> Kritiker münzen diese Sichtweise in die Position um, es sei bei der „Rettung des Euro“ ausschließlich um die Bedienung von Bankinteressen gegangen.<sup>640</sup> Mit fortschreitender Krise reifte (wie 20 Jahre zuvor schon bei den *bail-outs* für Entwicklungs- und Schwellenländer)<sup>641</sup> indes die allgemeine Erkenntnis, dass es kein gangbarer Weg sein kann, die Verwirklichung des mit einer Kreditgewährung verbundenen Ausfallrisikos dauerhaft durch vollumfängliche Rettungspakete zu unterbinden.<sup>642</sup> So rang man sich im Oktober 2010 zu der bipolaren Formel durch, bis in das Jahr 2013 sei eine Beteiligung des privaten Sektors in der

---

<sup>638</sup> Nachgewiesen bei *Ruffert*, ZG 2013, 1, 5.

<sup>639</sup> *Oppermann*, NJW 2013, 6, 7. Vgl. zur spezifischen Gemengelage hinsichtlich Ansteckungsrisiken bei Staatsschulden auch *Ohler*, German Yearbook of International Law 54 (2011), 47, 52.

<sup>640</sup> *Knopp*, NVwZ 2011, 1480, 1482.

<sup>641</sup> Vgl. oben 1.1.2.

<sup>642</sup> Vgl. auch *Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11, S. 14 f.

Eurozone ausgeschlossen, im Rahmen des dann in Kraft tretenden dauerhaften Stabilisierungsmechanismus werde sie aber Berücksichtigung finden.<sup>643</sup> Aus dieser Sichtweise heraus wurden die ersten Grundlagen des ESM definiert,<sup>644</sup> die sich zur oben bereits wiedergegebenen strengen Fassung im ersten Entwurf des ESM-Vertrages fortentwickelte haben, wonach eine Beteiligung des privaten Sektors stets erwartet wurde und ihre Intensität sich regelhaft aus dem Befund zur Art der in Rede stehenden Krise ableitete.<sup>645</sup>

Eine Zäsur in dieser Entwicklungslinie trat dann jedoch ein, als entgegen der ursprünglich getroffenen Festlegung doch im Juli 2011 die Weichen für eine zeitnahe Umschuldung Griechenlands gestellt wurden. Dieses Ereignis führte beinahe zu einer Umkehrung der zuvor definierten Pole. So wurde die Umschuldung Griechenlands explizit als „*außergewöhnliche und einmalige Lösung*“ dargestellt und alle übrigen Euroländer „*bekräftig[t]en feierlich ihre unumstößliche Entschlossenheit*“, ihre Anleihen vollständig zu bedienen.<sup>646</sup> Eine regelhafte Beteiligung des privaten Sektors bei jedem zukünftigen ESM-Programm passte nicht mehr zu dieser Sichtweise. Die im Sommer/Herbst 2011 eingeschlagene Linie setzte sich schließlich durch und so beschlossen die Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes im Dezember desselben Jahres Anpassungen des ESM-Vertragstextes dahin gehend, dass eine Beteiligung des privaten Sektors nur in der Präambel auftauchen soll.<sup>647</sup> Inhaltlich bekräftigte man zwar, weiterhin „*strikt an den bewährten Grundsätzen*

---

<sup>643</sup> Vgl. *Internationaler Währungsfonds*, Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 25.

<sup>644</sup> *Eurogruppe*, Erklärung vom 28. November 2010, S. 2: „*Sollte der unerwartete Fall eintreten, dass sich ein Land als insolvent erweist, so muss dieser Mitgliedstaat zur Wiederherstellung eines tragbaren Verschuldungsmaßes entsprechend der IWF-Praxis mit seinen privaten Gläubigern einen umfassenden Restrukturierungsplan aushandeln.*“

<sup>645</sup> Vgl. auch bereits *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 29 f.

<sup>646</sup> *Rat der Europäischen Union (Hrsg.)*, Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes und der EU-Organe vom 21. Juli 2011, S. 3. Bestätigt durch die Erklärung des Euro-Gipfels vom 26. Oktober 2011, SN 3993/5/11 REV 5, S. 5.

<sup>647</sup> *Europäischer Rat (Hrsg.)*, Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes vom 9. Dezember 2011, S. 6.



und Verfahren des IWF“ festhalten zu wollen. Gleichzeitig wurde aber betont, dass die griechische Umschuldung eine einmalige Ausnahme darstelle. Diese Formulierung, die nicht ohne Doppelbödigkeit als Maßnahme zur Erhöhung der Wirksamkeit des ESM verpackt wird<sup>648</sup> und in deren Umsetzung Erwägungsgrund (12) in der heutigen Fassung entstand, erscheint als mehr oder minder fauler Kompromiss. Letztlich fällt man inhaltlich beinahe auf den Ausgangspunkt der Entwicklung zurück, wonach Europäer von isoliert zu betrachtenden Ausnahmen abgesehen auf Umschuldungen nicht angewiesen sein sollen.<sup>649</sup>

Welche Konsequenzen all dies nun in der Anwendung des ESM haben wird, lässt sich nicht abschätzen. Zu berücksichtigen ist, dass in der Zwischenzeit die Beteiligung des privaten Sektors im Fall Griechenlands im Wesentlichen erfolgreich und ohne nennenswerte Ansteckungswirkungen durchgeführt wurde, was die Attraktivität von Umschuldungen als politische Handlungsalternative erhöhen mag.<sup>650</sup> Andererseits wurde für Zypern im Jahr 2013 ein ESM-Darlehensprogramm mit umfassendem makroökonomischem Anpassungsprogramm bewilligt, bei dem die Beteiligung des privaten Sektors im hier diskutierten Sinne<sup>651</sup> nur eine äußerst untergeordnete Rolle spielte. Die nach

---

<sup>648</sup> Einleitungssatz zu Punkt 15, *a.a.O.*

<sup>649</sup> So das im Zusammenhang mit der vorgenannten Entscheidung stehende Diktum des seinerzeitigen französischen Präsidenten *Sarkozy*: „*Wir werden zeigen, dass Europäer ihre Schulden zurück zahlen.*“, vgl. Nachweis bei *Buchheit/Tirado/Gulati*, *The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructuring*, S. 4.

<sup>650</sup> Differenziert zur Vorbildwirkung der griechischen Umschuldung *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, S. 40 f.; *Buchheit/Gelpert/Gulati/Panizza/Weder di Mauro/Zettelmeyer*, *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, S. 24 ff. Es wird in diesem Zusammenhang unter anderem zutreffend darauf hingewiesen, dass der Erfolg des Unterfangens auch dem massiven Einsatz öffentlicher Rettungsmittel als finanzielles Lockmittel geschuldet ist, von dem fraglich ist, ob er sich so wiederholen wird. Die an der Umschuldung teilnehmenden griechischen Gläubiger erhielten neben neuen griechischen Anleihen auch kurzlaufende (und damit bargeldähnliche) EFSF-Papiere im Umfang von 15% des ursprünglich von ihnen gehaltenen Nennwertes. Vgl. zu den Hintergründen des diesbezüglichen Verhandlungsprozesses: *Kopf*, *Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History*, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 149, 150.

<sup>651</sup> Die vielbeachtete Zwangsabgabe auf Bankeinlagen bei zyprischen Banken ist keine Beteiligung der Gläubiger des Staates durch Verzicht auf eine Forderung gegen diesen, sondern eine spezifische Spielart der Staatsfinanzierung durch Steuererhebung und damit völlig anders zu systematisieren.

ausländischem Recht begebenen Anleihen Zyperns waren hiervon nicht betroffen. Für Inlandsanleihen im Volumen von einer Milliarde Euro wurde ein freiwilliger Umtausch in Papiere mit verlängerten Laufzeiten bei unveränderten Nennbeträgen und Zinssätzen durchgeführt,<sup>652</sup> was von europäischer Seite als ausreichend erachtet wurde.<sup>653</sup> Die ergriffene Maßnahme erscheint als denkbar schwächste Form des PSI.<sup>654</sup> Tragfähige Prognosen zu der Frage, wie man sich in zukünftigen Anwendungsfällen zu Art und Umfang einer Umschuldung positionieren wird, erscheinen nicht möglich.

Die geschilderte Unklarheit wird noch dadurch verstärkt, dass der einzige fix im (Erwägungsgrund des) ESM-Vertrag verankerte Bezugspunkt, die Praxis des IWF, vom Fonds selbst kritisch beurteilt und für die Zukunft auf den Prüfstand gestellt wird.

### **2.5.3.2 Die selbstkritisch im Wandel befindliche Position des IWF**

Der Internationale Währungsfonds hat im Frühjahr 2013 eine selbstkritische Analyse seines Umgangs mit dem Themenkomplex der Restrukturierung von Staatsschulden begonnen. Aufbauend auf die Erfahrungen unter anderem in Griechenland wurde die These zur Diskussion gestellt, die Beteiligung des privaten Sektors erfolge häufig zu spät und in zu geringem Umfang, um die Schuldentragfähigkeit der Krisenländer wieder herzustellen.<sup>655</sup> Die Auseinandersetzung mit diesem Thema wurde durch eine fachliche

---

<sup>652</sup> *Finanzministerium der Republik Zypern*, Cyprus Government Bonds Exchange, Pressemitteilung vom 01.07.2013, [http://www.mof.gov.cy/mof/mof.nsf/All/-61DE0488E2664B97C2257B9B003C0A99/\\$file/Bonds%20exchange.pdf](http://www.mof.gov.cy/mof/mof.nsf/All/-61DE0488E2664B97C2257B9B003C0A99/$file/Bonds%20exchange.pdf).

<sup>653</sup> Statement by the European Commission and the IMF on Cyprus, [http://www.mof.gov.cy/mof/mof.nsf/All/7B416492C0BB1A2AC2257B98002A5175/\\$file/Statement%20EC%20and%20IMF%20on%20Cyprus.pdf](http://www.mof.gov.cy/mof/mof.nsf/All/7B416492C0BB1A2AC2257B98002A5175/$file/Statement%20EC%20and%20IMF%20on%20Cyprus.pdf).

<sup>654</sup> *Miller/Thomas*, Eurozone Sovereign Debt Restructurings: promising legal prospects?, S. 8.

<sup>655</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 15 ff.

Veröffentlichung vorbereitet,<sup>656</sup> aber auch klar in den allgemeinen Medien platziert.<sup>657</sup> Speziell zu Griechenland wurde eine umfangreiche Analyse vorgelegt, die sich unter anderem sehr kritisch mit der Frage beschäftigt, ob dort eine Umschuldung nicht früher hätte stattfinden müssen.<sup>658</sup> Als eine der für die Zukunft zu ziehenden Lehren wird dort festgehalten, unangebrachte Verzögerungen bei der Beteiligung des privaten Sektors seien zu vermeiden und es dürfe sich insbesondere nicht wiederholen, dass es den privaten Gläubigern ermöglicht wird, dass sie ihre Risiken in weitem Umfang auf die Rettungsprogramme des öffentlichen Sektors abzuwälzen vermögen.<sup>659</sup> Die Selbstkritik des IWF in Bezug auf Griechenland ist bei der EU-Kommission auf öffentliche Ablehnung und Kritik gestoßen, wobei die unterschiedliche Beurteilung hinsichtlich der Umschuldungsproblematik (ein zweites, hier nicht relevantes Themenfeld mit Meinungsverschiedenheiten sind Wachstumsimpulse zur Dämpfung des krisenbedingten volkswirtschaftlichen Einbruchs) sich vor allem auf die Frage der Ansteckungsrisiken zu Krisenbeginn bezieht.<sup>660</sup> Diese damalige Situation wird sich in gleicher Form durch das Vorhandensein des ESM gewiss nicht wiederholen. Der IWF hat angekündigt, dass seine Untersuchungen und internen Diskussionen in etwa ein Jahr in Anspruch nehmen sollen.<sup>661</sup> Dementsprechend sind bis dato noch keine Ergebnisse bekannt.<sup>662</sup> Es bleibt also abzuwarten, welche Schlussfolgerungen der Fonds für seine zukünftige Praxis

---

<sup>656</sup> Ebd.

<sup>657</sup> *Internationaler Währungsfonds*, IMF Executive Board Discusses Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework, Public Information Notice No. 13/61.

<sup>658</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement, S. 26 ff.

<sup>659</sup> A.a.O., S. 33.

<sup>660</sup> *Spiegel Online*, Griechenland: IWF und EU-Kommission streiten über Fehler, Artikel vom 06.06.2013, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/griechenland-iwf-und-eu-kommission-streiten-ueber-fehler-a-904163.html>.

<sup>661</sup> *IMF Survey online*, IMF Launches Discussion of Sovereign Debt Restructuring, Interview mit Hugh Bredenkamp vom 23.05.2013, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/POL052313A.htm>.

<sup>662</sup> Siehe *Salmon*, *Capital Markets Law Journal* 9 (2014), 10 für eine erste Zusammenfassung der Diskussionen und Tendenzen.

und die ihr zugrunde liegenden Regeln bezüglich der Erforderlichkeit einer Beteiligung des privaten Sektors ziehen wird.

#### **2.5.4 Umschuldungsklauseln als reiner Lösungsdurchsetzungsmechanismus**

Fasst man die bisherigen Überlegungen zusammen und fokussiert sie auf die Ausgangsfrage, wie das Zusammenspiel des ESM und des Einsatzes von Umschuldungsklauseln einzuordnen ist, so ist eines in aller Klarheit (und letztlich unabhängig davon, ob die Entscheidung über die Beteiligung des privaten Sektors innerhalb eines ESM-Programms rechtlich determiniert ist oder politisch getroffen wird) festzustellen: CAC sollen im europäischen Währungsraum keine Rolle als primärer Lösungsfindungsmechanismus spielen.<sup>663</sup> Die Lösungsstrategie wird vielmehr umfassend auf der Stufe der Verhandlungen zum Abschluss eines ESM-Hilfspaketes zwischen den Mitgliedstaaten des ESM und den Europäischen Institutionen definiert und in den Bedingungen der Konditionalität niedergelegt.<sup>664</sup> Soweit dazu auch ein Beitrag der privaten Gläubiger gehört, so ist dessen Ausmaß dadurch schon vorgegeben und der sich anschließende Verhandlungsprozess dient im Wesentlichen nur noch der Lastenverteilung innerhalb der Gläubigerschaft. Die schlussendlich konkret vorgeschlagene bzw. ausgehandelte Ausgestaltung der Umschuldung muss mehrheitsfähig sein, damit sodann CAC als reiner Lösungsdurchsetzungsmechanismus eingreifen können.

Dies stellt eine stärkere Akzentuierung der bloßen Lösungsdurchsetzung im Vergleich zum ursprünglichen Konzept der Umschuldungsklauseln dar. Zwar wurde auch insofern bereits konstatiert, dass die Vorgaben und Prognosen des

---

<sup>663</sup> Dazu, dass auch die genau umgedrehte Konfiguration theoretisch denkbar wäre, siehe *Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11, S. 23. Dort wird die Idee vorgebracht, ein stimmiges Konzept entstehe, wenn Kredite aus dem Stabilisierungsmechanismus erst gewährt werden dürften, nachdem eine Einigung mit den Gläubigern erzielt worden ist.

<sup>664</sup> Zum (allerdings natürlich nicht unter der Ägide des ESM spielenden) Beispiel Griechenlands siehe Erklärung des Euro-Gipfels vom 26. Oktober 2011, SN 3993/5/11 REV 5, S. 4.

IWF in der Praxis den Verhandlungsspielraum erheblich einengen<sup>665</sup> und der Fonds mit seiner Beurteilung der Schuldentragfähigkeit das Ausmaß des ggf. erforderlichen Verzichts faktisch vorgibt.<sup>666</sup> Gleichwohl war dies kein gezielt so konstruierter Zustand. Dem Aspekt der Koordinierung des Verhandlungsprozesses mit Hilfe von CAC wurde erhebliches konzeptionelles Gewicht beigemessen.<sup>667</sup> Dies ist im Kontext der europäischen Lösung anders.<sup>668</sup> Hier ist als grundlegend entscheidender Verhandlungsprozess ausdrücklich derjenige zwischen antragstellendem Mitgliedstaat und ESM angelegt. Der Einsatz der Umschuldungsklauseln ist erst nachgeordnet bei der Abarbeitung des Anpassungsprogrammes vorgesehen. Damit werden die privaten Gläubiger in eine sehr passive Stellung gedrängt und es ist ihnen eher die Rolle zugeordnet, zu reagieren denn zu agieren.<sup>669</sup>

Die bisherigen Erwägungen zum Zusammenspiel von ESM und CAC gehen wie selbstverständlich stets davon aus, dass Umschuldungsklauseln nur im Rahmen eines Hilfsprogrammes unter dem Dach des ESM zum Einsatz kommen werden. Dies entspricht auch der gedanklichen Genese und den bisherigen Erfahrungen. Unter dieser Prämisse mag ein missbräuchlicher CAC-Einsatz in einem Eurostaat als äußerst unwahrscheinlich erscheinen.<sup>670</sup> Im Rahmen der umfassenden juristischen Auseinandersetzung mit der Festlegung auf das CAC-Konzept soll jedoch auch der nicht beabsichtigte, aber gleichwohl denkbare Fall eines isolierten Gebrauchmachens von den Umschuldungsklauseln Beachtung finden.

---

<sup>665</sup> *Bedford/Penalver/Salmon*, Financial Stability Review 2005, 91, 98.

<sup>666</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 9.

<sup>667</sup> Dies zeigt sich schon daran, dass die beiden maßgeblichen Entwürfe von Musterklauseln jeweils Regeln betreffend eine gewählte Gläubigervertretung vorsahen; vgl. oben 1.4.2.1.3.

<sup>668</sup> Vgl. auch *Gelpern/Gulati*, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 367, 376.

<sup>669</sup> Vgl. *Paulus*, WM 2013, 489, 493.

<sup>670</sup> *Zandstra*, Capital Markets Law Journal 6 (2011), 285, 316.

### **2.5.5 Das Fehlen einer Rückkopplung des CAC-Einsatzes an ein Tätigwerden des ESM**

Gedanklicher Ausgangspunkt ist es, folgendes Szenario durchzuspielen: ein Mitgliedstaat der Eurozone entschließt sich – aus welchen Gründen auch immer<sup>671</sup> – seine Schuldenprobleme ohne die Hilfe des ESM „auf eigene Faust“ in den Griff zu bekommen. Die Staatsanleihen des betreffenden Staates enthalten alle die einheitlichen europäischen Umschuldungsklauseln. Der Regierung des betroffenen Staates gelingt es, mit einer außereuropäischen Weltmacht, die erhebliche strategische Interessen in der Region verfolgt, einen bilateralen Kredit auszuhandeln, allerdings unter der (auch für den Krisenstaat selbst nicht ungelegenen) Bedingung, dass ein Teil der frischen Mittel zum Rückkauf von Bestandsschulden genutzt werden muss. Die Regierung unterbreitet daraufhin den privaten Gläubigern ein Umschuldungsangebot in neue Anleihen. Diese beinhalten einerseits einen nennenswerten Nominalwertabschlag, andererseits verkürzen sich die Laufzeiten deutlich (1-3 Jahre) und die neuen Anleihen sind durch die kreditgewährende außereuropäische Weltmacht (deren Bonität tadellos ist) besichert. Die Regierung des Krisenstaates signalisiert den privaten Gläubigern, dass sie im Fall der Ablehnung zahlungsunfähig würde und den Weg einer offenen Zahlungseinstellung zu wählen gezwungen wäre. Aus Furcht vor einem langjährigen völligen Zahlungsausfall ringen sich die privaten Gläubiger, darunter schwerpunktmäßig die größten Banken der gesamten Eurozone, dazu durch, das Umtauschangebot anzunehmen, um wenigstens einen Teil des eingesetzten Geldes zeitnah zurück zu erhalten. Die Eurogruppe missbilligt das gesamte Verhalten des in Rede stehenden Staates und das Umtauschangebot aufs Schärfste, weil sie durch die bilanziellen Verluste der Banken erhebliche Ansteckungsgefahren für die Volkswirtschaften der übrigen Eurozone fürchtet,

---

<sup>671</sup> Vorstellbar ist beispielsweise, dass die im Rahmen eines ESM-Hilfspaketes geforderten Eigenleistungen des entsprechenden Staates für die Regierung innenpolitisch nicht durchsetzbar sind. Die zwischenzeitliche Weigerung des zyprischen Parlaments, einer Zwangsabgabe auf Bankeinlagen zuzustimmen, bildet in dieser Hinsicht Anschauungsmaterial.

deren finanzieller Schaden unabsehbar ist und die in anderen Mitgliedstaaten die Rekapitalisierung von Banken erforderlich machen werden.

Der geschilderte Fall – bei dem es schon ausreicht, einzelne Nuancierungen des Sachverhaltes zu verändern, um eine Umschuldung durch den betreffenden Staat dem Bauchgefühl nach eher als missbräuchlich oder eher als klug erscheinen zu lassen – legt einen Schwachpunkt der europäischen Festlegung auf das CAC-Konzept offen: der ESM-Vertrag schreibt zwar die Verwendung der Klauseln bei der Anleiheemission vor, es werden aber rechtlich verbindlich (anders als hinsichtlich der Gewährung von Hilfen aus dem ESM) keinerlei Voraussetzungen dafür definiert,<sup>672</sup> wann und wie die Umschuldungsklauseln eingesetzt werden dürfen.<sup>673</sup> Damit wird hinsichtlich der grundsätzlich gegebenen Missbrauchsgefahr<sup>674</sup> keinerlei ausdrückliche Vorsorge getroffen. Dies erscheint vor dem Hintergrund der geschilderten großen Furcht vor den Ansteckungswirkungen eines PSI<sup>675</sup> für den gesamten Euroraum durchaus kurzfristig. Es stellt sich die Frage, inwiefern auch ohne ausdrückliche Regelung allgemeine Prinzipien eine befriedigende Absicherung gegen einen missbräuchlichen Klausелеinsatz bieten. Dabei sind mit dem Verhältnis Schuldner-Gläubiger einerseits und dem Verhältnis der Mitgliedstaaten untereinander andererseits zwei Ebenen grundlegend zu unterscheiden. Unmittelbar Betroffene eines missbräuchlichen Klausелеinsatzes sind die Gläubiger, die ihm allerdings auch mehrheitlich zustimmen müssen. Die Antwort auf die Frage, inwiefern im Verhältnis Schuldner-Gläubiger ein Gebrauchmachen von CAC schützenden Schranken für die Gläubiger unterliegt, kann nicht

---

<sup>672</sup> Eine politische Festlegung auf Modalitäten für das PSI findet sich bei *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 30. Demnach sollen die Prinzipien von Verhältnismäßigkeit, Transparenz, Fairness und grenzüberschreitender Koordination bei der Anwendung der Klauseln Beachtung finden. Diese Begriffe werden jeweils in kurzen Worten erläutert, bleiben aber gleichwohl sehr abstrakt.

<sup>673</sup> Aus Erwägungsgrund (12) des ESM-Vertrages eine Sperrwirkung ableiten zu wollen, erscheint als äußerst gewagte und fernliegende Auslegung, zumal für Fälle, in denen noch nicht einmal ein Tätigwerden des ESM gegeben ist.

<sup>674</sup> Siehe bereits oben 1.5.1.2.

<sup>675</sup> Siehe oben 2.5.3.1.

losgelöst vom auf die Anleihen anwendbaren Recht beantwortet werden. Sie führt vielmehr tief in dessen Dogmatik und allgemeine Grundsätze hinein. Sie soll daher hier zurück gestellt und an entsprechender Stelle eingehend besprochen werden,<sup>676</sup> zumal sie für die hier aufgeworfene Frage nach dem Schutz der Interessen der übrigen Mitgliedstaaten nichts hergibt. Es ist eine Besonderheit der europäischen Konstellation, dass ein Einsatz von CAC durch einen Staat auch erhebliche Probleme für die übrigen Mitgliedstaaten der Währungsunion zu begründen vermag. Dies führt zu der Frage, inwiefern zwischen den Mitgliedstaaten Pflichtenbindungen bestehen, Umschuldungsversuche (mit Folgen wie Abwertung durch Ratingagenturen, Auslösen eines Abschreibungsbedarfs bei Banken und dergleichen) zu unterlassen bzw. nur in Abstimmung mit den übrigen Mitgliedstaaten vorzunehmen. Pointiert lautet die Frage, ob es den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes untereinander verboten ist, auf eigene Faust ein PSI durchzuführen. Eine ausdrückliche Regelung in diesem Sinne enthalten weder der ESM-Vertrag, dessen Anwendung umgekehrt gerade einen Antrag des betreffenden Staates voraussetzt, noch das Unionsrecht. Angelegt ist eine Verpflichtung, sich im Sinne der Finanzstabilität und des reibungslosen Funktionieren des Euro-Währungsgebietes zu verhalten, in Art. 9 S. 2 SKSV. Dieser ist seinem Anwendungsbereich nach allerdings auf die Wirtschaftspolitik beschränkt. Im fiskalpolitischen Teil des SKSV werden keinerlei Maßnahmen zur Verbesserung des Schuldenstandes ausgeschlossen. Damit verbleibt letztlich nur ein Rückgriff auf den allgemeinen Grundsatz der Unionstreue nach Art. 4 Abs. 3 EUV, wonach die Mitgliedstaaten der Union unter anderem alle Maßnahmen unterlassen, die die Verwirklichung der Ziele der Union gefährden können. Der Gedanke einer Bezugnahme auf den Grundsatz der Unionstreue hinsichtlich des Verhaltens bei der Krisenbewältigung findet sich durchaus dergestalt, dass dieses stabilitätswahrend sein muss.<sup>677</sup> Darin ist sicherlich auch eine Schranke für eine

---

<sup>676</sup> Siehe zum Defizit der Musterklauseln in diesem Bereich unten 3.3.3 und exemplarisch zu den Prüfungsmaßstäben des deutschen Rechts unten 4.5.1.

<sup>677</sup> Gewendet als Verpflichtung der Hilfeempfänger auf loyale Zusammenarbeit und Verpflichtung zum Ergreifen von Konsolidierungsmaßnahmen: *Calliess*, NVwZ 2013, 97, 99; ausführlicher *ders.*, ZEuS 2011, 213, 273. Als allgemeinen Grundsatz in bündischen Systemen arbeitet



Umschuldung im Alleingang zu sehen, die global betrachtet in der Währungsunion mehr Schaden als Nutzen anrichtet. Der hohe Abstraktionsgrad dieser Schranke dürfte es aber mit sich bringen, dass über ihr Eingreifen in Anbetracht divergierender Deutungen und Deutungsmöglichkeiten des ökonomischen Geschehens kaum je belastbare Einigkeit bestehen dürfte. Außerdem ließe sich damit ein CAC-Einsatz nicht unmittelbar verhindern, sondern nur im Nachhinein als Verletzung des EUV feststellen. Die äußerste Grenzlinie für einen anderen Mitgliedstaaten schadenden CAC-Einsatz, die sich aus dem Grundsatz der Unionstreue ableiten lässt, erscheint also nicht als adäquater Ersatz für eine ausdrückliche Vorsorge. Zumal eine solche im Rahmen des bestehenden Systems einfach und eindeutig realisierbar wäre. Man müsste kein neues inhaltliches Kriterium mit allen damit einher gehenden Problemen schaffen, sondern eine Kopplung der Zulässigkeit des CAC-Einsatzes an das Verfahren des ESM würde genügen. Für die genaue Verknüpfungsstelle gibt es verschiedene Möglichkeiten der Ausgestaltung. Man könnte eine Antragstellung an den ESM ausreichen lassen, um die CAC zu „entsperren“. Oder man könnte diese Möglichkeit je nach Antragsart abstufen (z.B. dergestalt, dass bei einem Antrag nach Art. 14 ESMV maximal eine Verlängerung der Laufzeit um bis zu 3 Jahre bei unveränderten Nennwerten und Zinsen beschlossen werden kann und darüber hinaus gehende Verzichte nur bei einem Darlehens-Antrag nach Art. 16 ESM möglich sind).<sup>678</sup> Oder man setzt den Ausführungen zum reinen Lösungsdurchsetzungsmechanismus im vorgehenden Abschnitt folgend einen Schritt später an und erlaubt den Einsatz von Umschuldungsklauseln nur in dem Rahmen, wie eine Beteiligung der privaten Gläubiger in einem MoU gemäß Art. 13 Abs. 3 ESMV vorgesehen ist. Die letztgenannte Variante bietet die größtmögliche Sicherheit für die Gläubiger und die übrigen Mitgliedstaaten, weil die Missbrauchsgefahr im Rahmen eines zwangsläufig von breiter Unterstützung getragenen MoU gegenüber potentiellen nationalen Alleingängen deutlich

---

diesen Gedanken bereits Hey, *Finanzautonomie und Finanzverflechtung in gestuften Rechtsordnungen*, in: VVDStRL 66 (2007), S. 277, 296, heraus.

<sup>678</sup> Wodurch sich eine rechtlich verbindliche Eingrenzung des inhaltlichen Spektrums des PSI ergäbe.

reduziert erscheint. Für den antragstellenden Staat kann diese Beschränkung allerdings umgekehrt dann lähmend und einengend wirken, wenn eine Einigung auf ein MoU nicht gelingt.<sup>679</sup> Gleichwohl erscheint dieser Anknüpfungspunkt als vorzugswürdig, weil sich die Umschuldungsklauseln so am Besten in die dem ESM zugrunde liegende Systematik einfügen. Das Korrelat von Solidarität und gemeinsamer Verantwortung der Mitgliedstaaten wird gestärkt und es wird sichergestellt, dass private Gläubiger und Euro-Staaten nicht gegeneinander ausgespielt werden können.

Zur technischen Umsetzung dieser Absicherung könnte man in Art. 12 ESMV, ohne dass gegen die Machbarkeit einer solchen Änderung Bedenken ersichtlich sind, regeln, dass sich die Mitgliedstaaten untereinander dazu verpflichten, ihre Umschuldungsklauseln nur dann und so weit zu aktivieren, wie dies als Auflage in einem MoU vorgesehen ist. Diese Voraussetzung ließe sich zudem auf der Ebene des Klauselwerks spiegeln und damit in das Verhältnis zu den Gläubigern „durchstecken“,<sup>680</sup> worauf an geeigneter Stelle noch zurück zu kommen ist.<sup>681</sup>

Dass in diese Richtung keinerlei Regelung in der Festlegung enthalten ist, erscheint als deutliches Manko. Es wäre bei zukünftigen Änderungen aber leicht zu reparieren.

Das bis hierher dargestellte Gesamtpaket von ESM und Umschuldungsklauseln erfährt bisweilen auch ganz grundsätzliche Kritik. Diese weist die gewählte Kombination von Umschuldungsklauseln und einem politisch gesteuerten Rettungsfonds als Lösungsstrategie grundlegend zurück und favorisiert

---

<sup>679</sup> Dies kann unterschiedliche Ursachen haben, die unter Umständen auch gar nicht auf das Verhalten des Antragstellers zurückzuführen sind. Man denke nur an Konstellationen, in denen ein ESM-Programm in einem anderen Mitgliedstaat auf innenpolitisch motivierte Widerstände stößt und deshalb das erforderliche Einvernehmen im Gouverneursrat nicht erzielt werden kann.

<sup>680</sup> So dass es zu einer inhaltlichen Konvergenz und rechtlichen Doppelung (völkerrechtlich zwischen den Mitgliedstaaten aufgrund ESMV und zivilrechtlich im Verhältnis zu den Gläubigern aufgrund Klauselwerk) des Missbrauchsschutzes kommen würde.

<sup>681</sup> Siehe zur Herleitung aus Gläubigersicht unten 3.3.3.3.

stattdessen eine „Insolvenzlösung“<sup>682</sup> in irgendeiner Form. Auch wenn Hauptangriffsrichtung dieser Position, jedenfalls in der deutschen Diskussion,<sup>683</sup> zumeist weniger die technische Ausgestaltung der Krisenlösung als vielmehr der finanzielle Aufwand für die „Rettungsschirme“ ist<sup>684</sup> und dieser Aspekt als solcher außerhalb des vorliegenden Untersuchungsgegenstandes liegt, so stellt sich doch die Frage, inwiefern sich unter dem Topos der „Insolvenzlösung“ brauchbare Alternativen zur Festlegung auf das CAC-Konzept finden lassen.

## 2.6 Die Alternative eines umfassenderen Staateninsolvenzrechts

Der Begriff des Staateninsolvenzrechts (oder der „Insolvenzordnung für Staaten“) wurde in der Diskussion um die richtige Weichenstellung zur Bewältigung der europäischen Schuldenkrise, häufig mit dominierend ökonomischer Akzentuierung, bisweilen schillernd und wenig bedeutungsscharf verwandt.<sup>685</sup> Er wurde mitunter stark funktional gebraucht und auf alle Instrumente erstreckt, die eine Beteiligung des privaten Sektors ermöglichen.<sup>686</sup> Für die vorliegende juristische Diskussion wird er jedoch spezifisch als Gegenentwurf zu CAC und damit in der Traditionslinie zum den SDRM befürwortenden „*statutory approach*“<sup>687</sup> im Sinne eines außerhalb der Anleiheverträge angesiedelten, den Umschuldungsprozess steuernden Regelungsregimes verstanden.<sup>688</sup> Die Überlegungen zur Schaffung eines umfassenderen Staateninsolvenzrechts in

---

<sup>682</sup> *Oppermann*, NJW 2013, 6.

<sup>683</sup> Siehe aber auch *Gelpern/Gulati*, *Sovereign Snake Oil*, passim.

<sup>684</sup> Vgl. *Oppermann*, NJW 2013, 6, 7; *Knopp*, NVwZ 2011, 1480, 1482; *Heß*, ZJS 2011, 207, 209.

<sup>685</sup> Verwiesen sei nur auf die Diskussionsbeiträge mit völlig unterschiedlicher Ausrichtung in ifo Schnelldienst 23/2010 von *Hüther*, a.a.O., 3, *Paulus*, a.a.O., 7 und *Berensmann*, a.a.O., 11.

<sup>686</sup> In diesem Sinne *Zeitler*, „Die Rückkehr zum Recht“ - Weiterentwicklung des institutionellen Rahmens der Währungsunion - ökonomische und rechtliche Überlegungen, in: *Möllers/ders. (Hrsg.)*, *Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise*, S. 161, 171 ff., der „Staatsinsolvenzrecht“ und „Restrukturierungsverfahren“ synonym gebraucht und CAC als wesentlichen und für den Bereich des PSI ausreichenden Baustein eines solchen betrachtet.

<sup>687</sup> Siehe oben 1.2.

<sup>688</sup> Auf diese Traditionslinie stützen sich explizit beispielsweise *Weder di Mauro/Zettelmeyer*, *A European Debt Restructuring Mechanism as a tool for Crisis Prevention*, und vor allem *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*.

diesem Sinne, die auch vor der Eurokrise nach dem Scheitern des SDRM im wissenschaftlichen Bereich nicht zum Erliegen gekommen sind<sup>689</sup> und durch die Eurokrise neuen Auftrieb erhalten haben, nähern sich dem Phänomen des drohenden Zahlungsausfalles eines Staates vom gedanklichen Ausgangspunkt her durch einen Vergleich mit den aus den nationalen Rechtsordnungen bekannten Insolvenzrechten. Dabei ist jedoch allgemein anerkannt, dass zwischen zahlungsunfähigen Staaten und Privatrechtssubjekten bedeutende Unterschiede bestehen, die die Erkenntniskraft der Analogie zum privatrechtlichen Insolvenzrecht stark beschränken.<sup>690</sup> So gilt insbesondere gemeinhin als gesichert, dass der „letzte Trumpf“ des Insolvenzrechts, die Liquidation des Schuldnervermögens und dessen gerechte Verteilung unter den Gläubigern, für Staaten nicht in Betracht kommt.<sup>691</sup> Anknüpfungspunkt der Überlegungen sind daher eher insolvenzrechtliche Sanierungsmechanismen wie das amerikanische „Chapter 11“,<sup>692</sup> die auch innerhalb der insolvenzrechtlichen Diskussion gegenwärtig das Gebot der Stunde zu sein scheinen.<sup>693</sup> Dies mag

---

<sup>689</sup> Aus dem deutschen Schrifttum: *Paulus*, ZRP 2002, 383; *Schwarz*, ZRP 2003, 170; *Berensmann*, Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen; *Kämmerer*, ZaöRV 2005, 651; *Ohler*, JZ 2005, 590; *Bußhardt*, Insolvenzrecht für Staaten - einige Überlegungen zur Quadratur des Kreises, in: Festschrift Braun, S. 423, *Paulus*, RIW 2009, 11.

<sup>690</sup> *Ohler*, JZ 2005, 590, 591 f. mit weiteren historischen Nachweisen, *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 23, *Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11, S. 20 f. Die Betonung auf die Nützlichkeit der Grundstrukturen und Erfahrungen aus dem Bereich des Insolvenzrechts legt demgegenüber *Paulus*, ZSE 2012, 30, 34.

<sup>691</sup> Auf völlig einsamer Flur stehen insofern die Überlegungen von *Aden*, ZRP 2010, 191, 192, der aus dem Menschenrecht auf Eigentumsschutz und der weltweiten Verbreitung des Grundsatzes der Gläubigergleichbehandlung im Insolvenzverfahren ein völkerrechtliches Gebot für Staaten ableiten will, wonach diese zur Schaffung eines Insolvenzmechanismus verpflichtet seien, der die Liquidation und Verteilung ihres Fiskalvermögens ermöglichen müsse. Diese auf das Völkergewohnheitsrecht abhebende, äußert gewagte Argumentation vermag nicht zu überzeugen, da sie jedweden Beleg einer entsprechenden völkerrechtlichen Praxis und Rechtsüberzeugung schuldig bleibt.

<sup>692</sup> *Paulus*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 109.

<sup>693</sup> Vgl. für Deutschland nur das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen vom 7. Dezember 2011 (ESUG), BGBl. I S. 2582, 2800.

man durch die Verwendung des Begriffs der „Resolvenz“<sup>694</sup> zum Ausdruck bringen, wiewohl auch dieser Begriff noch keinen abgegrenzten Bedeutungsgehalt gefunden zu haben scheint.<sup>695</sup>

Der maßgebliche Anknüpfungspunkt im Bereich der insolvenzrechtlichen Sanierungsregime, dessen Übertragung auf den staatlichen Bereich versucht wird, ist die Existenz einer rechtlich determinierten (gerichtlichen) Institution, die politisch unabhängig ist und über den Interessen von Gläubiger und Schuldner steht.<sup>696</sup> Vorschläge für Konzepte, die nicht nur juristisch und ökonomisch wünschenswerte Eigenschaften und Ziele eines solchen Insolvenzmechanismus beschreiben,<sup>697</sup> sondern zumindest ansatzweise konkrete juristische Wege für die Umsetzung aufzeigen, sind im europäischen Kontext durchaus rar gesät<sup>698</sup> und sollen nachfolgend dargestellt werden. Nicht in diese Kategorie fallen unter

---

<sup>694</sup> Der Begriff geht soweit ersichtlich auf *P. Kirchhof* zurück, vgl. *Paulus*, Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staatenresolvenz, in: *Giegerich/Heinz (Hrsg.)*, Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise, S. 135, Fn. 2; im Zusammenhang mit der Eurokrise in Fachkreisen verbreitet wurde er durch *Paulus*. Einer breiteren Öffentlichkeit bekannt wurde er durch den damaligen deutschen Wirtschaftsminister *Rösler* durch seinen Gastkommentar vom 11.09.2011 „Europa braucht ein Insolvenzverfahren für Staaten“ (<http://www.welt.de/debatte/kommentare/article13598095/Europa-braucht-ein-Insolvenzverfahren-fuer-Staaten.html>), wo die entsprechende Quelle jedoch nicht offen gelegt wurde.

<sup>695</sup> Der Begriff des Resolvenzrechts wird zumeist synonym zum in diesem Abschnitt zugrunde gelegten Verständnis des Begriffs Staateninsolvenzrecht in der juristischen Diskussion (d.h. im Sinne des „*statutory approach*“) gebraucht, so bei *Rösler* und beispielsweise bei *Streinz*, Europarecht, Rn. 1101. *Paulus* selbst verwendet den Begriff schwerpunktmäßig auch in diesem Sinne, so im Titel des Aufsatzes „Prolegomena für die Schaffung eines Resolvenzrechts für Staaten“, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105. Er beschränkt die Verwendung aber nicht auf das Desiderat eines geschlossenen Konzepts eines Resolvenzrechts im Sinne einer „Resolvenzordnung“, sondern fast darunter bisweilen umfassend alle Phänomene, die sich überhaupt irgendwie mit dem Umgang mit überschuldeten Staaten befassen, also beispielsweise auch den ESM und Umschuldungsklauseln; vgl. *ders.*, Jüngste Entwicklungen im Resolvenzrecht, WM 2013, 489.

<sup>696</sup> *Bußhardt*, Insolvenzrecht für Staaten - einige Überlegungen zur Quadratur des Kreises, in: Festschrift Braun, S. 423, 433.

<sup>697</sup> Insofern herrscht an interessanten Vorschlägen kein Mangel, siehe z.B. *Weder di Mauro/Zettelmeyer*, A European Debt Restructuring Mechanism as a tool for Crisis Prevention, und *Skeel, Jr.*, Rules-Based Restructuring and the Eurozone Crisis, in: *Allen/Alphandéry (Hrsg.)*, Life in the eurozone with or without sovereign default?.

<sup>698</sup> Auf politischer Ebene erwies sich die Schaffung eines Insolvenzverfahrens für Euro-Staaten trotz der ursprünglichen Unterstützung durch die deutsche Bundesregierung (vgl. oben Fn. 694) rasch als chancenlos, siehe dazu *Hofmann/Konow*, ZG 2012, 138, 154 und *Gelpern/Gulati*, Journal of Comparative Economics 41 (2013), 367, 375 f. Insofern bildete die Kombination aus ESM und CAC die politisch durchsetzbare Variante.

dem Schlagwort eines „Europäischen Währungsfonds“<sup>699</sup> anzutreffende Überlegungen, ein im Rahmen des ESM oder einer vergleichbaren Institution vereinbartes makroökonomisches Anpassungsprogramm durch die Schaffung von Durchgriffsrechten in die nationalen Haushalte der Empfängerländer effektiver durchsetzen zu können.<sup>700</sup> Nicht gesondert eingegangen wird außerdem auf die fortwährende Lösungssuche zum gleichen Thema im Weltmaßstab,<sup>701</sup> die in den hier vorgestellten Konzepten ohnehin berücksichtigt ist.<sup>702</sup> Der Vollständigkeit halber sei insofern nur erwähnt, dass der IWF Lösungen in einer Traditionslinie zum SDRM im globalen Maßstab auch heute nach wie vor für mangels Unterstützung durch seine Mitgliedstaaten nicht erwägenswert hält.<sup>703</sup>

## 2.6.1 Konzepte

### 2.6.1.1 European Crisis Resolution Mechanism (ECRM)

Der von der europäischen „Denkfabrik“ Bruegel herausgegebene Vorschlag eines Krisenlösungsmechanismus<sup>704</sup> ist ein unmittelbar auf das Vorbild des SDRM aufbauendes Lösungskonzept, das sich eng an den europäischen

---

<sup>699</sup> Dazu, dass in diesen Begriff wiederum vielseitige Bedeutungen hinein gelegt werden und dass der ESM eine ganze Reihe davon bereits aufgreift siehe *Zandstra*, *Capital Markets Law Journal* 6 (2011), 285, 295 Fn. 38.

<sup>700</sup> Dazu *Calliess/Schoenfleisch*, *JZ* 2012, 477, 487.

<sup>701</sup> Blickt man auf *Vereinte Nationen*, Resolution 65/144 der Generalversammlung, insbesondere Punkt 26, so muss man konstatieren, dass hier die Betonung unverändert eher auf Suche denn auf Lösung liegt. Deutlich ambitionierter noch der vorausgehende Bericht der Expertenkommission, der einen „*International Debt Restructuring Court*“ vorschlägt und in ganz groben Zügen skizziert: *Vereinte Nationen*, Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, S. 124.

<sup>702</sup> Zu einer Gegenüberstellung verschiedener Konzepte siehe für ältere Konzepte *Berensmann/Herzberg*, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), 856 und für aktuellere, einschließlich der hier diskutierten *Das/Papaioannou/Trebesch*, *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, S. 88 ff.

<sup>703</sup> *Internationaler Währungsfonds*, *Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 27.

<sup>704</sup> *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*.

Realitäten orientiert. Es hat erhebliche Beachtung gefunden.<sup>705</sup> Das vorgeschlagene Konzept basiert auf zwei Säulen:<sup>706</sup> ein Verfahren zur Einleitung und Durchführung einer Umschuldung einschließlich eines dieses flankierenden Rechtsschutzregimes und parallel dazu Regeln zur Bereitstellung finanziellen Beistands zur Krisenbewältigung. Umgesetzt werden sollen die Verfahren und Regeln je nach tangiertem Bereich durch drei gesonderte Institutionen:<sup>707</sup> eine rechtsprechende Institution, die die rechtliche Verfahrensleitung gegenüber den privaten Gläubigern inne hat; eine wirtschaftliche Institution, die die für die Anwendung der Regeln erforderlichen wirtschaftlichen Tatsachenfeststellungen trifft; und eine finanzielle Institution zur Abwicklung des finanziellen Beistands.

Die vorgenannte zweite Säule, die große Ähnlichkeiten zum ESM (zumindest in seiner stets ein PSI vorsehenden ursprünglichen Fassung) aufweist, soll hier nicht weiter vertieft werden.

Für die erste Säule eines Umschuldungsverfahrens werden folgende Ziele definiert:<sup>708</sup> es soll eine förmliche Verfahrenseröffnung geben, die nur durch den Schuldnerstaat möglich ist und zur Folge hat, dass alle Schuldentrückzahlungsverpflichtungen und alle diesbezüglichen Einzelrechtsstreite ausgesetzt werden. Sodann soll ein Mechanismus zur Durchführung von Verhandlungen in Gang kommen. Die Verhandlungsführung soll von einer neutralen, politisch unabhängigen Einrichtung wahrgenommen werden. Leider wird der entscheidende Punkt, wie die Verhandlungen durchgeführt werden sollen und wie die verhandlungsleitende Institution funktionieren soll (ob und wie sie beispielsweise „destruktives Verhandlungsverhalten“ sanktionieren kann), in dem Vorschlag nicht weiter ausgeführt. Schlussendlich soll es eine Mehrheitsentscheidung der Gläubiger

---

<sup>705</sup> *Das/Papaioannou/Trebesch*, Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts, S. 89.

<sup>706</sup> *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 4 f.

<sup>707</sup> A.a.O., S. 27.

<sup>708</sup> A.a.O., S. 24.

über eine mit dem Schuldner erzielte Einigung geben, die auch für die Minderheit bindend ist.

Die rechtliche Institution, vorgeschlagen wird dafür die Schaffung einer spezialisierten Kammer am EuGH,<sup>709</sup> soll keine materiellen Entscheidungsbefugnisse hinsichtlich einer Umschuldung haben (d.h. eine solche weder gegen des Willen des Schuldners noch gegen denjenigen der Gläubigermehrheit erzwingen können). Sie soll indes die förmliche Entscheidungsgewalt über das Verfahren haben, d.h. insbesondere über die Eröffnung des Verfahrens und die Umsetzung der von den Beteiligten getroffenen Entscheidungen beschließen und auftauchende Streitigkeiten zwischen den Beteiligten entscheiden.<sup>710</sup> Sie soll die Entscheidungsgewalt über die von der Umschuldung betroffenen Forderungen bündeln und ihre Entscheidungen sollen alle anderen Gerichte binden.<sup>711</sup> Über diese rudimentären Grundlinien einer Art europäischen Insolvenzgerichts hinausgehende Einzelfragen werden in dem Vorschlag leider nicht erörtert. So verbleibt insbesondere im Dunkeln, wie sich die rechtlich determinierten und die der politischen Verhandlung anheimgestellten Verfahrensteile genau voneinander abgrenzen und zueinander verhalten sollen.

Als Form für die Umsetzung des ECRM wird ein eigenständiger völkerrechtlicher Vertrag vorgeschlagen, der unmittelbare Wirkung in den einzelnen Anleiheverträgen (und zwar auch, soweit diese dem Recht eines Drittstaates unterliegen) entfalten soll. Als Alternative wird eine EU-Richtlinie erwogen.<sup>712</sup> Rechtstechnische Einzelheiten und Machbarkeitserwägungen verbleiben auch hier im Dunkeln.

---

<sup>709</sup> A.a.O., S. 29.

<sup>710</sup> Vgl. a.a.O., S. 27.

<sup>711</sup> A.a.O., S. 31.

<sup>712</sup> A.a.O., S. 32.



### 2.6.1.2 Schiedsgerichtsbarkeitsbasierte Lösung

Die Idee, ein Sanierungsplanverfahren für Staaten durch Schaffung einer entsprechenden Schiedsgerichtsbarkeit zu schaffen, wurde in jüngerer Zeit vor allem von *Paulus* wiederholt vorgestellt und entfaltet.<sup>713</sup> Vorgeschlagen wird die Einrichtung eines „*Sovereign Debt Tribunal*“ (SDT).<sup>714</sup> Dabei lässt *Paulus* an vielen Stellen großen Realitätssinn walten und beschneidet seine Vorschläge dem folgend dergestalt, dass sie ihm praktikabel und konsensfähig erscheinen.<sup>715</sup> So hält er beispielsweise theoretisch eine gesetzliche Lösung im Sinne des *statutory approach* für vorzugswürdig,<sup>716</sup> schlägt die Verankerung der die Zuständigkeit des Schiedsgerichts begründenden Abrede dann aber aus Machbarkeitserwägungen heraus genau wie bei CAC auf der Ebene des Anleihevertrages vor.<sup>717</sup> Diese selbst auferlegte Zurückhaltung lässt die

---

<sup>713</sup> *Paulus*, RIW 2009, 11, *ders.*, ifo Schnelldienst 23/2010, 7; *ders.*, ZG 2010, 313; *ders.*, Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staatenresolvenz, in: *Giegerich/Heinz (Hrsg.)*, Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise, S. 135, *ders.*, A Standing Arbitral Tribunal as a Procedural Solution for Sovereign Debt Restructurings, in: *Braga (Hrsg.)*, Sovereign debt and the financial crisis - will this time be different?, S. 317; *ders.*, Die Eurozone und das größere Thema eines Staateninsolvenzrechts, in: *Kodek (Hrsg.)*, Staateninsolvenz, S. 9, weitgehend identisch mit dem vorstehenden Beitrag; *ders.*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105; *ders.*, ZSE 2012, 30; *ders.*, ZIP 2011, 2433, englische Fassung: *ders.*, IILR 2012, 1, identisch mit: *ders.*, A Resolvency Proceeding for Defaulting Sovereigns, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 181; *ders.*, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 201, im Wesentlichen damit übereinstimmende englische Fassung: *ders.*, Law and Economics Yearly Review 2012, 203.

<sup>714</sup> In einem älteren Vorschlag noch „*Sovereign Debt Arbitration Tribunal*“ genannt, *Paulus*, RIW 2009, 11, 15.

<sup>715</sup> *Paulus*, Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staatenresolvenz, in: *Giegerich/Heinz (Hrsg.)*, Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise, S. 135, 141; *ders.*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 117.

<sup>716</sup> *Paulus*, RIW 2009, 11, 13; *ders.*, Die Eurozone und das größere Thema eines Staateninsolvenzrechts, in: *Kodek (Hrsg.)*, Staateninsolvenz, S. 9, 21.

<sup>717</sup> *Paulus*, RIW 2009, 11, 15; *ders.*, Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staatenresolvenz, in: *Giegerich/Heinz (Hrsg.)*, Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise, S. 135, 147; *ders.*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105; 120. Die Hoffnung auf eine gesetzgeberische Lösung deutlich begrabend: *ders.*, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 201, 214.

Vorschläge allerdings folgerichtig hinter ihren eigentlichen Zielen zurück bleiben. So wäre es beispielsweise für ein leistungsfähiges Insolvenzverfahren an sich notwendig, auch Forderungen auf nicht vertraglicher Grundlage einzubeziehen, was aber nur auf gesetzlicher Grundlage möglich ist.<sup>718</sup> Dies vorausgeschickt sollen nunmehr, um einen klaren analytischen Blick auf die Kernpunkte erlangen zu können, die tragenden Grundlinien und –thesen dargelegt werden, ohne die dazugehörige Relativierung sogleich nachzuzeichnen. Dies soll jedoch nicht als Zerrbild der Position des Autors missverstanden werden, der selbst nur von den „*Prolegomena*“<sup>719</sup> eines in ferner Zukunft liegenden Idealzustands spricht.<sup>720</sup>

Erklärtes Ziel des Verfahrens vor dem Schiedsgericht ist es, eine bindende rechtliche Struktur in der Abwicklung der Krisenbewältigung an die Stelle von politischem Spielraum und unorganisiertem Chaos treten zu lassen.<sup>721</sup> Dies soll dadurch geschehen, dass das Schiedsgericht regelbasiert und auf der Grundlage von objektivem Sachverstand durch einen Verhandlungsprozess leitet. Verschieden weitreichende Vorschläge existieren zu der Frage, an welchen Punkten dem Gericht eigene Entscheidungsgewalt zukommen soll und wo es nur moderieren soll.<sup>722</sup> Nicht vorgesehen ist in jedem Fall die Möglichkeit, das Verfahren gegen den Willen des Schuldnerstaates zu führen (also einzuleiten

---

<sup>718</sup> *Paulus*, Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staateninsolvenz, in: *Giegerich/Heinz (Hrsg.)*, Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise, S. 135, 140 gegenüber 149.

<sup>719</sup> *Paulus*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105.

<sup>720</sup> Und seine Vorschläge je nach Kontext der jeweiligen Veröffentlichung und im Lauf der Zeit an einigen Stellen etwas anders gewichtet (auch nach eigenem Bekunden, vgl. *Paulus*, ZSE 2012, 30, 33 Fn. 9), was aber am vorliegend allein interessierenden Kern des Konzepts nichts ändert. Für die Details sei auf die umfangreichen, in Fn. 713 genannten Veröffentlichungen verwiesen.

<sup>721</sup> *Paulus*, Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staateninsolvenz, in: *Giegerich/Heinz (Hrsg.)*, Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise, S. 135, 140; *ders.*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 115.

<sup>722</sup> Weitreichende Ideen bei *Paulus*, Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staateninsolvenz, in: *Giegerich/Heinz (Hrsg.)*, Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise, S. 135, 148. Deutlich zurückhaltender *ders.*, Die Eurozone und das größere Thema eines Staateninsolvenzrechts, in: *Kodek (Hrsg.)*, Staateninsolvenz, S. 9, 26 ff. und *ders.*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 124 ff.

und erfolgreich zu beenden). Vielmehr soll der Schuldnerstaat bei der allein auf seinen Antrag möglichen Verfahrenseröffnung einen umfassenden Plan zur Krisenbewältigung vorlegen. Das SDT soll dann als „*wohl gewichtigste Aufgabe*“<sup>723</sup> prüfen, ob auch wirklich ein Eröffnungsgrund vorliegt oder ob dem Schuldnerstaat noch Finanzierungsquellen offen stehen. Die insofern genannten Beispiele lassen durchaus aufhorchen und verdeutlichen exemplarisch das erhebliche Spannungsfeld zwischen einem nur verfahrenstechnisch strukturierenden Organ, das dann aber wohl auch ein zahnloser Tiger wäre, einerseits und den mit der Zuerkennung inhaltlicher Entscheidungs- und damit zwangsläufig auch Gestaltungsmacht verbundenen Problemkreisen andererseits.<sup>724</sup> So soll das Gericht (aus Anlass der Verfahrenseröffnung wohlgermerkt) prüfen, ob der Staat alle Privatisierungsoptionen, Steuererhöhungsmöglichkeiten und Einsparmöglichkeiten (explizit genannt wird die Kürzung der Gehälter im öffentlichen Sektor) ausgeschöpft hat.<sup>725</sup> Sodann soll das SDT anhand vordefinierter Kriterien<sup>726</sup> eine ebenfalls vom antragstellenden Staat vorzulegende Bildung von Gläubigerklassen auf ihre Rechtmäßigkeit prüfen.<sup>727</sup> Dabei soll sich das Verfahren auf alle (vertraglichen) Schuldner erstrecken, also insbesondere auch auf vom öffentlichen Sektor

---

<sup>723</sup> *Paulus*, Prolegomena für die Schaffung eines Resolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 124.

<sup>724</sup> Die Disziplinierungsfunktion des Verfahrens für den Schuldnerstaat ist gerade ein wesentliches Anliegen *Paulus*, vgl. nur: *ders.*, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 201, 224.

<sup>725</sup> *Paulus*, Prolegomena für die Schaffung eines Resolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 124.

<sup>726</sup> Diese werden in den Vorschlägen von *Paulus* nicht systematisch spezifiziert. Lediglich in *ders.*, ZG 2010, 313, 323 Fn. 36, schlägt er vor, für jede Anleihe eine gesonderte Gruppe zu bilden. Verfährt man so, so nähert sich das Resolvenzverfahrenskonzept sehr stark der Funktionsweise von CAC mit Aggregationsmechanismus an. Dies erscheint indes nicht zwingend, hier wären auch ambitioniertere Lösungen vorstellbar. So findet sich der genannte Vorschlag in den späteren Artikeln auch nicht mehr. Siehe für die Diskussion von Problemen bei der Gruppenbildung und eine interessante Vorschläge diesbezüglich: *Li, Yanying*, IILR 2013, 243, insbesondere 255.

<sup>727</sup> *Paulus*, Prolegomena für die Schaffung eines Resolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 128.

gewährte (frühere) Hilfskredite.<sup>728</sup> Enden soll das Verfahren, wenn Schuldner und Gläubigermehrheiten, die je nach Ausgestaltung in den einzelnen Gläubigerklassen oder in einem bestimmten Teil dieser erzielt werden müssen,<sup>729</sup> eine Einigung über einen Plan erzielen. Das Gericht soll dann die Ordnungsmäßigkeit des Verfahrens prüfen und seine Rechtswirkungen durch Beschluss herbeiführen.<sup>730</sup> Schließlich soll dem Gericht auch die Kompetenz zur Entscheidung über im Verfahrensverlauf aufkommende Streitigkeiten zustehen.<sup>731</sup>

## 2.6.2 Bewertung

Blickt man auf die dargestellten Überlegungen, so fällt auf den ersten Blick auf, dass sie jeweils an entscheidender Stelle noch „unausgegoren“ erscheinen. Dies ist keineswegs als Vorwurf gemeint. Es dürfte vielmehr auf substantielle strukturelle Grenzen hindeuten, wenn alle Überlegungen an der gleichen Stelle stecken bleiben und sich mit der Frage schwer tun, wie das vorgeschlagene Verfahren auf den Verhandlungsprozess zwischen Schuldner und Gläubigern genau förderlich einwirken und worin sein diesbezüglicher Zusatznutzen liegen soll. Dem soll nunmehr zunächst in grundsätzlicher Hinsicht nachgegangen werden, bevor in einem zweiten Schritt ein Vergleich der geschilderten Konzepte mit dem CAC-Konzept anschließt.

---

<sup>728</sup> *Paulus*, Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staatenresolvenz, in: *Giegerich/Heinz (Hrsg.)*, Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise, S. 135, 143.

<sup>729</sup> Vgl. *Paulus*, A Resolvency Proceeding for Defaulting Sovereigns, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 181, 197.

<sup>730</sup> *Paulus*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 126.

<sup>731</sup> *Paulus*, Die Eurozone und das größere Thema eines Staateninsolvenzrechts, in: *Kodek (Hrsg.)*, Staateninsolvenz, S. 9, 28.

### 2.6.2.1 Die Grenzen der Entpolitisierung und Verrechtlichung der Krisenbewältigung

Als Ziel der Schaffung eines umfassenderen Staateninsolvenzrechts im Sinne einer rechtlich determinierten Verfahrensordnung wird regelmäßig genannt, die gegenwärtig rein politisch geprägte und zumeist einzelfallbezogene Suche nach einer Problemlösung zu ordnen und zu verrechtlichen.<sup>732</sup> Der Anspruch an die Verrechtlichung ist dabei, dass eine neutrale Instanz eine regelbasierte Entscheidung trifft. Allerdings hat noch kein Vorschlag eine tragfähige und geschlossene Lösung zu der Frage unterbreitet, welchen konkreten Inhalt die dabei anzuwendenden Regeln haben sollen.<sup>733</sup> Das postulierte Ziel der Verrechtlichung erscheint mithin als (gegenwärtig und auch in naher Zukunft) nicht realisierbar. Nach hier vertretener Ansicht ist in diesem Umstand mehr als nur der Befund einer noch nicht ausgereiften Rechtsentwicklung in diesem Bereich zu sehen. Die Stoßrichtung der Verrechtlichung der inhaltlichen Gestaltung der Krisenlösung in den Händen einer neutralen Instanz ist vielmehr aus grundsätzlichen Erwägungen abzulehnen.<sup>734</sup>

Man sollte sich im Ausgangspunkt noch einmal vergegenwärtigen, worum es bei der Festlegung eines „Planes“ zur Überwindung einer Verschuldungskrise vor allem geht. Ein Land verliert den Zugang zum Kapitalmarkt und gerät damit in den akuten Krisenstrudel, wenn und weil ihm die Fähigkeit abgesprochen wird, seine Schulden auf Dauer zurück zu zahlen und möglichen Investoren somit das Ausfallrisiko zu groß erscheint. Typisch für eine solche Situation ist, dass nicht nur die Bestandsschulden ein erhebliches Ausmaß angenommen haben, sondern auch ein strukturelles Primärdefizit besteht, so dass selbst, wenn man

---

<sup>732</sup> Siehe bereits Fn. 721 sowie den Konferenzbericht bei *Nierlich/Schneider*, IILR 2012, 392.

<sup>733</sup> Mit Bezug auf schiedsgerichtsbasierte Lösungen im globalen Maßstab: *Steering Committee of the Netherlands Government and the Permanent Court of Arbitration*, Arbitration and Sovereign Debt, Rn. 11 ff.

<sup>734</sup> Dies ist nicht zu verwechseln mit der Frage, ob einzelne Bausteine in der Umsetzung einer Krisenbewältigungsstrategie wie beispielsweise die Gewährung einer Überbrückungsfinanzierung oder die Bindung ablehnender Minderheiten im Rahmen einer Umschuldung an rechtliche Voraussetzungen gekoppelt werden sollen. Dies wird auch nach hiesiger Ansicht befürwortet, vgl. nur die Ausführungen zum Missbrauchsschutz oben 2.5.5.

Zins und Tilgung der Bestandsschulden außer Betracht lässt, eine Neuverschuldung für die Aufrechterhaltung der Funktionen des Staates erforderlich ist. In dieser Situation steht eine Reihe von Stellschrauben zur Verfügung, um dies wieder zu ändern. Die kurzfristig spürbarste Entlastung hinsichtlich des Schuldenstandes bringt ein Verzicht der Bestandsgläubiger auf einen Teil ihrer Forderung. Dieser beseitigt aber das laufende strukturelle Defizit nicht, so dass selbst gesetzt den hypothetischen Fall eines vollständigen Forderungsverzichtes aller Bestandsgläubiger noch keine hinreichende Problemlösung vorliegt. Kern der Genesungsbemühungen sind daher regelmäßig weitreichende Spar- und Reformbemühungen, die den Bürgern des betroffenen Landes (die als Bedienstete des öffentlichen Dienstes, Rentner, Sozialleistungsbezieher u.ä. zugleich auch häufig dessen „Gläubiger“ sind und die als Steuerzahler dessen Haupteinnahmequelle repräsentieren) erhebliche Entbehrungen abverlangen. Flankiert werden müssen diese Maßnahmen regelmäßig mit einer Überbrückungsfinanzierung, die zur Deckung der Defizitzuwächse während der Zeitspanne notwendig ist, bis die Maßnahmen greifen und zumindest kein neues Defizit mehr hinzukommt.<sup>735</sup>

Es wird also deutlich, dass die Krisenbewältigungsstrategie auf weitreichende Entscheidungen angewiesen ist, die in unserer Rechts- und Verfassungstradition klassischerweise dem politischen Gestaltungsraum vorbehalten sind und einer rechtlichen Prädeterminierung weitgehend entzogen sind. Und dies an (mindestens) zwei Stellen. Einerseits beim Schuldnerstaat selbst hinsichtlich der Durchführung eines ganzen Bündels an Einsparmaßnahmen, Steuererhöhungen und Reformen und andererseits auch bei der Gewährung der erforderlichen Überbrückungsfinanzierung, die zumindest mittelbar wohl oder übel aus den Haushaltsmitteln anderer Staaten stammen bzw. von diesen garantiert werden wird.

---

<sup>735</sup> Vgl. zu diesem Zeitproblem auch *Ohler*, Gemeinschaftssolidarität und finanzpolitische Eigenverantwortung, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 277, 285 f.

Hinsichtlich des ersten Punktes, der Ausarbeitung der Ausgabenkürzungen und Einnahmesteigerungen, wäre es ein gravierender Verstoß gegen grundlegende Prinzipien der Demokratie und der Gewaltenteilung, diese Aufgabe dem Schuldnerstaat und dort den nach dessen innerstaatlicher Verfassungsordnung zuständigen Organen (insbesondere dem Parlament) zu entziehen. Dies anerkennen auch die Befürworter einer Verfahrensordnung<sup>736</sup> und ziehen daraus die zwingende Konsequenz, dass jeder Plan zur Problemlösung nur mit der Zustimmung des Schuldnerstaates, bei deren Erteilung Raum für die Wahrung seiner verfassungsrechtlichen Anforderungen bleibt, wirksam wird. Damit geht einher, dass eine inhaltliche Verrechtlichung der Problemlösung ausscheidet. Es bleibt nur noch die Verrechtlichung des Verhandlungsprozesses, die dann jedoch nur geringe Prägekraft hinsichtlich der inhaltlichen Konturierung der Problemlösung zu entfalten vermag, wenn und weil man den Schuldnerstaat zu nichts zwingen kann. Wie unbeholfen und aussichtslos die Versuche sind, auf indirektem Wege doch auf inhaltliches Terrain vorzustoßen, zeigen die vorzitierten Überlegungen von *Paulus* dazu,<sup>737</sup> ein Insolvenzgericht solle im Rahmen der Prüfung des Vorliegens der Eröffnungsvoraussetzungen des Verfahrens prüfen, ob der antragstellende Staat alle Finanzierungsquellen ausgeschöpft hat. Die genannten Beispiele (Kürzung der Gehälter im öffentlichen Dienst, Steuererhöhungen, Privatisierungen) für „alternative Finanzierungsquellen“ sind allesamt hochpolitisch und berühren den Kern der inneren demokratischen Entscheidungsprozesse des entsprechenden Landes.<sup>738</sup> Sie mögen Teil der Problemlösung sein, sie zur voll justiziablen

---

<sup>736</sup> Ausdrücklich *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 23; *Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11, S. 20 f.; im Ansatz auch *Paulus*, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 201, 221. Ein ernsthafter und ausdifferenzierter Vorschlag, der die Beschneidung der politischen Souveränität des Krisenstaates beinhaltet, ist nicht ersichtlich.

<sup>737</sup> Siehe bei Fn. 725.

<sup>738</sup> Ganz abgesehen davon, dass ein Staat spätestens dann, wenn sein Antrag auf Eröffnung eines „Resolvenzverfahrens“ vom SDT zurück gewiesen wurde, den Status der Zahlungsunfähigkeit problemlos erlangen dürfte, weil ein entsprechender Vorgang erhebliche Verwerfungen auf Seiten potentieller Anleihekäufer hervorrufen dürfte.

Voraussetzung für die Verfahrenseröffnung zu machen, erscheint aber als verfehlt und rechtlich nicht tragfähig umsetzbar. Damit fallen alle Vorschläge letztlich auf das auch den ESM prägende Grundschema der Konditionalität zurück, wonach die (Selbst)verpflichtung des Schuldnerstaates im Austauschverhältnis zu Sanierungsbeiträgen von anderer Seite steht.<sup>739</sup> Zu bedenken ist allerdings der entscheidende Unterschied, dass die Konditionalität im Rahmen eines Gesamtplanes an die Beiträge aller Beteiligten, also auch an die Verzichtleistung der privaten Gläubiger gekoppelt wird. Dies führt zunächst einmal zu einer massiven Zunahme der Komplexität der Verhandlungen mit den privaten Gläubigern.<sup>740</sup> Dies erscheint als erheblicher Nachteil, weil zu befürchten steht, dass die Verhandlungen mit wachsender Komplexität schwieriger werden und länger dauern. Schnelligkeit ist bei der Durchführung von Umschuldungen allerdings sehr wichtig, weil die Erfahrung zeigt, dass die erzielbaren Ergebnisse mit zunehmender Dauer schlechter und teurer werden.<sup>741</sup> Aber auch die inhaltlichen Folgen, die eine Erstreckung der Konditionalität auf die Verzichtleistung der privaten Gläubiger mit sich bringt, erscheinen unausgegoren und eher abschreckend denn wünschenswert.<sup>742</sup> So ist es das Spezifikum der Konditionalität im Zusammenspiel mit tranchenweise auszuzahlenden Hilfskrediten, dass eine Nichteinhaltung der im MoU vereinbarten Auflagen für sich genommen keinen Rechtsverstoß darstellt,

---

<sup>739</sup> Vgl. auch *Paulus*, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 201, 223.

<sup>740</sup> Wenn *Paulus*, ZG 2010, 313, 320, auf die hohe Komplexität der berührten Fragestellungen hinweist, so ist dem uneingeschränkt zuzustimmen. Der Schluss allerdings, diese auf der Ebene der Verfahrensregelung auszusparen, um die Regelungen nicht zu komplex werden zu lassen, führt dazu, dass die unbewältigte Komplexität der Durchführung des Verfahrens überlassen bleibt, ohne dass ersichtlich wird, wie sie dort bewältigt werden soll.

<sup>741</sup> Vgl. *Internationaler Währungsfonds*, Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 8.

<sup>742</sup> A.A. *Paulus*, Der Staat als Schuldner - Überlegungen anlässlich einer Entscheidung des BGH, in: *Festschrift Simotta*, S. 427, 436, der es als Schwäche der CAC anprangert, dass diese die Gläubiger zu einem einseitigen, nicht mit einer rechtlich verbürgten Gegenleistung verknüpften Verzicht nötigen. Vgl. auch *ders.*, ZSE 2012, 30, 47, wonach es eine Schwäche der CAC sei, dass sie nichts zur Behebung der wirtschaftsstrukturellen Probleme des Schuldners beitragen.



sondern dadurch sanktioniert wird, dass die Auszahlungsvoraussetzungen für künftige Hilfstranchen nicht erreicht werden und sich damit die Weigerung weiterer Auszahlungen begründen lässt.<sup>743</sup> Dieser Mechanismus lässt sich aber nicht eins zu eins auf die punktuelle Verzichtleistung der privaten Gläubiger übertragen. Hier müsste man den verzichtenden Anleihegläubigern, die mit ihrem Verzicht gleichsam in Vorleistung gehen, einen (nicht praktikablen) klagbaren Anspruch auf Umsetzung des vereinbarten Anpassungsprogrammes oder zumindest eine Reaktionsmöglichkeit im Falle der Nicht- oder Schlechterfüllung gewähren.<sup>744</sup> Konsequenterweise müsste somit der als Gegenleistung geleistete Verzicht der privaten Gläubiger im Fall von Umsetzungsschwierigkeiten hinsichtlich der Konditionalität wieder entfallen können, falls die vereinbarten Einsparziele oder Reformvorgaben verfehlt werden.<sup>745</sup> Es wäre kaum handhabbar und mit erheblichen Transaktionskosten verbunden, wenn notwendig werdende Anpassungen der Konditionalität wiederum mit allen Beteiligten zu verhandeln wären und der Zustimmung der Gläubigermehrheit bedürften. All diese Aspekte brächten gewiss eine größere Verrechtlichung, allerdings sicher nicht im Sinne des angestrebten „geordneteren“ Ablaufes. Es wird deutlich, dass das Zusammenspiel des ESM mit seiner überschaubaren Zahl politisch verantwortlicher Akteure, auf deren Ebene die Frage der Konditionalität im politischen Raum angesiedelt ist, verbunden mit CAC als reinem Lösungsdurchsetzungsmechanismus für den Teilbereich des PSI, diese

---

<sup>743</sup> Ohler, German Yearbook of International Law 54 (2011), 47, 64 und 68; ders., Gemeinschaftssolidarität und finanzpolitische Eigenverantwortung, in: Möllers/Zeitler (Hrsg.), Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 277, 289. Der von Ohler gezogene Schluss, das MoU sei „*rechtlich nicht verbindlich*“ erscheint allerdings in dieser Allgemeinheit als zu pauschal. Denn das MoU bildet einen wichtigen Baustein jedes ESM-Programms und der diesbezüglichen Vereinbarungen (vgl. z.B. Art. 16 Abs. 2 ESMV). Richtig ist allerdings, dass es keinen Automatismus zwischen Einhaltung des MoU und (Nicht)-Auszahlung weiterer Hilfstranchen gibt, sondern insofern jeweils eine neue (ggf. politisch induzierte) Entscheidung des Direktoriums des ESM notwendig ist (z.B. Art. 16 Abs. 5 ESMV).

<sup>744</sup> Vgl. Paulus, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: Möllers/Zeitler (Hrsg.), Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 201, 223 f.

<sup>745</sup> Dies sieht auch Paulus, a.a.O., und ders., ifo Schnelldienst 23/2010, 7, 11, ohne es allerdings als problematisch zu erachten.

Probleme allesamt vermeidet und mithin in einem deutlich zweckmäßigeren und praktikableren Licht erscheint als ein Gesamtplan.<sup>746</sup>

Nicht verkannt werden darf außerdem die Bedeutung der zweiten politischen Stellschraube, nämlich die Entscheidung über die Gewährung einer Überbrückungsfinanzierung. Diese ordnet das ECRM-Konzept aus hiesiger Sicht zutreffend dem Zusammenspiel der finanziellen und der wirtschaftlichen Institution zu (also nicht dem verrechtlichten Bereich).<sup>747</sup> In den Überlegungen zum SDT und seiner „entpolitisierenden Wirkung“ taucht dieser Aspekt leider nicht in tragender Rolle auf,<sup>748</sup> diese schweben an entscheidender Stelle daher in einer Art gedanklichem Vakuum. Denn auch ein noch so ideal gestaltetes Verfahren wird, ebenso wie die Umsetzung der vereinbarten Anpassungen, eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen, während derer das Überleben und die Funktionsfähigkeit des betreffenden Staates irgendwie gesichert werden müssen. Andere Instrumente als ein Hilfspaket aus öffentlicher Quelle sind für dieses Problem gegenwärtig schlicht nicht ersichtlich. Ohne Überbrückungsfinanzierung wird es also nicht gehen. Und eine Verrechtlichung dieses Aspektes wäre nichts anderes als ein finanzieller Beistandsautomatismus. Ein solcher ist innerhalb der Eurozone einerseits rechtlich schlechterdings unzulässig und andererseits auch unzweckmäßig. Er wäre nach allen Auffassungen ein Verstoß gegen Art. 125 AEUV und eine Mitwirkung Deutschlands daran wäre aus verfassungsrechtlicher Sicht unter der Geltung des

---

<sup>746</sup> Für einen Gesamtplan im Vergleich beider Modelle, allerdings gestützt auf die nach hiesiger Ansicht verfehlt Erwartung einer Entpolitisierung des Entscheidungsprozesses: *Paulus*, ZSE 2012, 30, 50.

<sup>747</sup> *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 28.

<sup>748</sup> *Paulus* erkennt zwar die Bedeutung der Überbrückungsfinanzierung und will dieser einen privilegierten Rückzahlungsstatus gewähren (*ders.*, ZSE 2012, 30, 45, 47). Er geht jedoch nicht weiter darauf ein, wie Konditionalität der Überbrückungsfinanzierung und Konditionalität des Sanierungsplanes ineinander greifen sollen. Er hält eine Beteiligung neuer Geldgeber am Sanierungsplan für zweckmäßig, aber nicht zwingend erforderlich (a.a.O., S. 41). Wie unter dem Einfluss der politisch geprägten Überbrückungsfinanzierung das SDT den Anspruch der Verrechtlichung (den *Paulus* sogar zu einer „Grundfeste der Rechtsstaatlichkeit“ hochstilisiert, vgl. *ders.*, Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: *Möllers/Zeitler (Hrsg.)*, Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise, S. 201, 211) einlösen soll, verbleibt im Dunkeln.

Grundgesetzes ausgeschlossen. Die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zu Griechenland-Hilfe<sup>749</sup> und ESM<sup>750</sup> lässt keinen Zweifel daran, dass dem Bundestag in jedem Einzelfall die Möglichkeit verbleiben muss, eine den deutschen Haushalt belastende Hilfsmaßnahme zu billigen oder abzulehnen, damit die Haushaltsautonomie des Parlaments gewahrt bleibt.<sup>751</sup> Damit ist es nicht vereinbar, die Entscheidung über eine Überbrückungsfinanzierung in politisch unabhängige Hände zu legen.<sup>752</sup> Ein wie auch immer gestaltetes rechtliches Verfahren aber, das finanziell am Tropf der politischen Entscheidung über die Gewährung einer Überbrückungsfinanzierung hängt, wird keine große Wirkmacht im Sinne der gewünschten „geordneteren“ und unpolitischen Krisenlösung entfalten können.

Auch unter Zweckmäßigkeitsgesichtspunkten erscheint es im Übrigen unerlässlich, dass hinsichtlich der Frage der Überbrückungsfinanzierung ein politischer Handlungsspielraum verbleibt. Denn nur mit politischem Druck lässt sich von außen auf das politische Verhalten des Schuldnerstaates effektiv einwirken. Insofern wäre eine zu weitgehende Vorhersehbarkeit der Funktionsweise der Überbrückungsfinanzierung äußerst kontraproduktiv, weil die Mittel, die als ausnahmsweise verfügbare Nothilfe gegen Auflagen gedacht sind, sonst von vorne herein als Teil der Refinanzierungsoptionen eingeplant werden könnten.<sup>753</sup> Dies wäre geradezu eine Einladung zu *moral-hazard*-Verhalten.

---

<sup>749</sup> BVerfGE 129, 124, Leitsatz 3.

<sup>750</sup> BVerfGE 132, 195, 240 f.

<sup>751</sup> Siehe für eine Kategorisierung der Kriterien, die das Bundesverfassungsgericht zur Wahrung der Haushaltsautonomie für maßgeblich hält: *Nettesheim*, EuR 2011, 765, 772 ff.

<sup>752</sup> Dass das Grundgesetz es nicht toleriert, die (für Deutschland) finanzwirksamen Bereiche der Krisenbewältigung zu entpolitisieren und ohne Einfluss des Parlaments in die Hände einer neutralen Instanz zu legen, unterstreicht auch der Vorlagebeschluss des Bundesverfassungsgerichts an den EuGH betreffend den OMT-Beschluss der EZB (BVerfG, Beschluss vom 14.01.2014, Rs. 2 BvR 2728-2731/13 und 2 BvE 13/13, BeckRS 2014, 46922). Den Schwerpunkt dieses Beschlusses bildet zwar die ultra-vires-Kontrolle, das Gericht unterstreicht aber auch neuerlich die sich aus der Wahrung der Verfassungsidentität ergebenden strukturellen Grenzen (a.a.O., Rn. 102).

<sup>753</sup> Das gleiche Spannungsverhältnis besteht auch hinsichtlich der Lastenverteilung zwischen zu Tilgungszwecken eingesetzter Überbrückungsfinanzierung und Beteiligung der privaten Gläubiger. Darauf weisen zutreffend *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 28, hin.

Die dargestellten Konzepte berücksichtigen die erläuterten Grenzen letztlich ausdrücklich oder immanent auch. Dies zeigt sich insbesondere daran, dass alle Vorschläge als maßgebliches Steuerungsprinzip zur Festlegung des konkreten Inhalts der Krisenbewältigungsstrategie (also insbesondere für die Bestimmung des Ausmaßes des Forderungsverzichts der privaten Gläubiger) auf eine Einigung zwischen Schuldner und Gläubigerseite abstellen. Die Möglichkeit, einer Einigung zuzustimmen oder diese zu verweigern, eröffnet einen Verhandlungsspielraum. Auf Schuldnerseite eröffnet dieser das Feld für die unabdingbare politische Auseinandersetzung und Entscheidungsfindung. Auf Gläubigerseite teilen alle Konzepte die Einsicht, dass eine Mehrheitsentscheidung der betroffenen Gläubiger das adäquate Instrument ist, um die Bindung aller Gläubiger zu begründen. Dieses identische Grundmuster führt zu der nunmehr zu untersuchenden Frage, worin im Detail die Unterschiede zwischen den im Raum stehenden Alternativvorschlägen und dem CAC-Konzept bestehen und inwiefern diese die Ausgestaltung des CAC-Konzepts befruchten können.

### **2.6.2.2 Abschichtung der Unterschiede zum CAC-Konzept**

Was die Mehrheitsentscheidung auf Gläubigerseite angeht, so widmen die Alternativkonzepte der Herleitung dieses Elements kein gesondertes Augenmerk. Sie entwickeln keine eigenständige dogmatische Begründung zur Rechtfertigung der Mehrheitsentscheidung. Vielmehr bauen sie insofern auf den im Rahmen der Diskussion um das CAC-Konzept erreichten *acquis* auf.<sup>754</sup> Die prinzipielle Deckungsgleichheit der verschiedenen Konzepte hinsichtlich der Funktionsweise auf Gläubigerseite reicht im Übrigen zurück in die Diskussion um

---

<sup>754</sup> *Gianviti et al.*, a.a.O., S. 25, beschreiben den durch den ECRM geschaffenen Abstimmungsmechanismus als Teil des auf den Anleihevertrag anwendbaren Rechtes, der ebenso wirken würde wie vertraglich vereinbarte Umschuldungsklauseln. *Paulus*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 120, stützt seinen gesamten Mechanismus wie beschrieben auf eine vertragliche Abrede, diese würde also auch die Möglichkeit der Mehrheitsentscheidung umfassen.

den SDRM.<sup>755</sup> Sie spiegelte sich dort bereits in der Idee des zweigleisigen Vorgehens wieder.<sup>756</sup> So erachten die Befürworter eines umfassenderen Mechanismus Umschuldungsklauseln allgemein auch nicht als falsche Maßnahme, sondern als Schritt in die richtige Richtung, der allerdings unzureichend ist.<sup>757</sup> Die darüber hinaus angestrebten Verbesserungen betreffen zwei Ebenen. Einerseits findet sich das Ringen um eine „umfassendere“ (also über Staatsanleihen bzw. generell die Gläubigerseite hinausreichende) und „geordnetere“ (also verrechtliche) Lösung, das allerdings an die vorstehend ausgiebig erörterten Grenzen stößt, so dass eine wirklich tragfähige „große Lösung“ selbst bei ihren Befürwortern als nicht realisierbar gilt.<sup>758</sup> Andererseits, und dies ist an dieser Stelle nun von zentralem Interesse, sehen die Vertreter einer Verfahrensordnung speziell für den auch von CAC abgedeckten Bereich der Gläubigerentscheidung im Detail Vorteile ihrer Konzepte.

Als wichtigster Vorzug einer Verfahrensordnung gegenüber Umschuldungsklauseln wurde traditionell stets genannt, dass eine Verfahrensordnung eine Aggregation der Mehrheitsentscheidung über verschiedene Schuldtitel hinweg ermögliche.<sup>759</sup> Dieser Unterschied ist indes durch die innovative Aufnahme von Aggregationsklauseln in die Festlegung der Eurogruppe auf CAC<sup>760</sup> entfallen.<sup>761</sup> Entstanden ist damit aber ein allen Konzepten gemeinsames Problem, nämlich wie sich die zusammenzufassenden

---

<sup>755</sup> Gray, *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), 693, 696.

<sup>756</sup> Siehe oben 1.2.3.

<sup>757</sup> Vgl. *Nierlich/Schneider*, IILR 2012, 392, 410, 430.

<sup>758</sup> *Forteau*, *Le défaut souverain en droit international public*, in: *Audit (Hrsg.)*, *Insolvabilité des États et dettes souveraines*, S. 209, 227 f.

<sup>759</sup> *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*, S. 18; ohne Würdigung der europäischen Innovation auch noch jüngst *Internationaler Währungsfonds*, *Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 14.

<sup>760</sup> Oben 2.3.3.

<sup>761</sup> Der Unterschied bestünde fort, soweit man eine Verfahrensordnung auf Forderungen auf nichtvertraglicher Grundlage erstrecken wollte, für die der Einsatz von CAC nicht möglich ist. Ein entsprechend weitreichendes belastbares Konzept liegt aber gegenwärtig wie dargestellt nicht vor.

Forderungen zueinander verhalten, nach welchen Kriterien also Gläubigerklassen o.ä. zu bilden sind. Festzuhalten ist hierzu an dieser Stelle, dass auch die Vorschläge zu einem Insolvenzverfahrensrecht dieses Problem bisher keiner befriedigenden inhaltlich konturierten Lösung zuführen und insofern kein Vorbild für das CAC-Konzept bereithalten.

Je nach inhaltlicher Ausrichtung vorgeschlagen<sup>762</sup> wird außerdem eine durch die Verfahrenseröffnung automatisch ausgelöste Moratoriumsphase (also die Aussetzung der an sich anstehenden Zins- und Tilgungszahlungen), die dazu dienen soll, dem Schuldner die für die Krisenlösung erforderliche Zeit zu verschaffen und die Bestandsgläubiger nicht durch Tilgungen während der Krisenphase aus dem Risiko zu entlassen. Will man eine entsprechende Lösung implementieren,<sup>763</sup> so zwingt dies indes nicht zur Abkehr vom CAC-Konzept. Ein derartiges automatisches Moratorium lässt sich ohne Weiteres auch klauselbasiert realisieren und wurde auch entsprechend vorgeschlagen.<sup>764</sup>

Ein wesentlicher Unterschied, der sich aus dem Vorhandensein eines wie auch immer gearteten Insolvenzgerichts ergibt, ist eindeutig, dass dieses Gericht während des Umschuldungsprozesses die Rechtmäßigkeit von einzelnen Maßnahmen prüfen und entscheiden kann. Besonders vorteilhaft ist in diesem Zusammenhang, dass die Zuständigkeit bei einem spezialisierten und herausgehobenen Spruchkörper gebündelt ist. Im Kontrast hierzu spielen Reflexionen über Rechtsschutzfragen für das CAC-Konzept bisher keine nennenswerte Rolle. Dieses Unterlassen ist aber nicht dahin gehend misszuverstehen, als würden CAC im rechtsschutzfreien Raum funktionieren. Sie

---

<sup>762</sup> So bei *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 24; zurückhaltend in dieser Hinsicht dagegen *Paulus*, Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: *Kadelbach (Hrsg.)*, Nach der Finanzkrise, S. 105, 117.

<sup>763</sup> Was an gegebener Stelle gesondert zu erörtern ist, siehe unten 3.3.4.

<sup>764</sup> Zur von *Taylor* stammenden Idee einer „cooling off period“ (Abkühlungsphase) im Rahmen einer „initiation clause“ (Klausel zur Verfahrenseinleitung) vgl. *Internationaler Währungsfonds*, The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses, Rn. 41. Mit aktuellem Bezug zu Europa siehe den Vorschlag der Deutschen Bundesbank: *Weber/Ulbrich/Wendorff*: Finanzmarktstabilität sichern, Investorenverantwortung stärken, Steuerzahler schonen. Im Wesentlichen identische Wiedergabe in *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht August 2011, S. 73 ff.

unterliegen vielmehr dem aus dem auf die Anleihe anwendbaren Recht folgenden Rechtsschutz. Dieser ist allerdings dezentral mit allen diesbezüglichen Nachteilen. Es wird daher deutlich, dass in der Frage des Rechtsschutzes ein Defizit der bisherigen Festlegung auf das CAC-Konzept besteht und dass die umfassenderen Lösungsansätze insofern überlegen sind. Dies spricht nach hiesiger Auffassung jedoch wiederum nicht per se gegen Umschuldungsklauseln. Diese stellen einen grundsätzlich geeigneten Lösungsweg dar, es erscheint aber zugleich geboten, das bisherige CAC-Konzept um entsprechende Elemente anzureichern. Dabei sind die Klauseln im Zusammenspiel mit der Einbettung in das anwendbare Recht zu betrachten. Speziell Rechtsschutzfragen können in diesem Kontext als Teil eines „gesetzlichen Ermöglichungsrahmens“<sup>765</sup> für das Funktionieren der CAC ausgestaltet werden.

### **2.6.2.3 Fazit**

Insgesamt ergibt sich aus der Auseinandersetzung mit möglichen Alternativkonzepten folgendes Bild: die bestehenden konkreten Vorschläge bleiben hinter den Ambitionen ihrer Befürworter<sup>766</sup> zurück. Dies erscheint indes wegen der für eine Entpolitisierung und Verrechtlichung der zur umfassenden Krisenbewältigung notwendigen Anpassungsprogramme bestehenden (insbesondere) verfassungsrechtlichen Grenzen zwangsläufig. Wendet man den Blick gezielt der Frage der Entscheidungsfindung auf Gläubigerseite zu, so ergibt sich, dass die Unterschiede zum CAC-Konzept eher gering sind. Die Alternativkonzepte adressieren insofern einzelne Zusatzaspekte (automatische Moratoriumsphase, umfassende Aggregation, zentralisierter Rechtsschutz), die das Umfeld der Einigung und Mehrheitsentscheidung verbessern. Diese Punkte rechtfertigen jedoch keine generelle Abkehr vom CAC-Konzept. Umschuldungsklauseln erscheinen vielmehr auch vor dem Spiegel der Alternativkonzepte als der richtige Weg. Durch entsprechende Gestaltung der Klauseln und ihres gesetzlichen Umfeldes lässt sich das CAC-Konzept so

---

<sup>765</sup> Diesen treffenden Begriff verwendet *Sester*, WM 2011, 1057, 1065.

<sup>766</sup> Einen guten Überblick geben insofern *Nierlich/Schneider*, IILR 2012, 392.

anreichern, dass den bis dato unterentwickelten Aspekten Rechnung getragen wird.<sup>767</sup> Dies ist im Rahmen der gegenwärtigen Festlegung indes bisher nur teilweise (Aggregation) der Fall, so dass weitergehender Untersuchungsbedarf, insbesondere hinsichtlich der Rechtsschutzthematik, besteht. Sie wurde – wie schon in der globalen Entwicklung des CAC-Konzepts – auch im Zusammenhang mit der europäischen Festlegung bisher vernachlässigt.

## 2.7 Gesamtergebnis

Fasst man alle getroffenen Erwägungen zur Festlegung auf das CAC-Konzept im Rahmen des ESM zusammen, so bleibt festzuhalten: die Festlegung auf das CAC-Konzept ist grundsätzlich begrüßenswert und insofern ergibt sich aus der Analyse der auf ein Insolvenzverfahren abzielenden Alternativkonzepte kein vorzugswürdiger Ansatz. In einer Reihe von Einzelpunkten erweist sich die gewählte Vorgehensweise indes als unzulänglich. Dies betrifft zunächst den formalen Rahmen, wo eine Festlegung der Musterklauseln mit Rechtsaktqualität vorzugswürdig erscheint. Außerdem sollte die Frage nach dem Procedere für eine Änderung der Musterklauseln einer eindeutigen Regelung zugeführt werden. Einen sinnvollen Rahmen für beide Aspekte hätte eine rechtsförmige Anbindung der Musterklauseln an den Vertragstext des ESM geboten, beispielsweise in Form eines Protokolls. Im Argen liegen die Dinge hinsichtlich einer praktisch wirksamen Kontrolle der korrekten Umsetzung der Musterklauseln durch die Mitgliedstaaten. Hierfür wäre eine institutionalisierte Umsetzungskontrolle notwendig, um die im gewählten dezentralen Ansatz angelegten Schwachstellen soweit möglich auszugleichen. Nach aktueller Lage der Dinge steht zu befürchten, dass sich die informelle Herangehensweise auf die Qualität der Ergebnisse auswirkt und das Ziel der einheitlichen Wirkung der Klauseln dabei auf der Strecke bleibt.

---

<sup>767</sup> Zu weitgehend und als nicht ausgereifte Vermischung verschiedener Konzepte erscheint allerdings der Vorschlag des *Wissenschaftlichen Beirates beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11, S. 21, wonach mit Hilfe von Umschuldungsklauseln ein „Insolvenzverfahren“ abgebildet werden soll.



Was den Anwendungsbereich der Verpflichtung zur Verwendung von CAC angeht, so sind ebenfalls Schwächen feststellbar. Besonders schwer wiegt, dass die Verpflichtung zur Verwendung von CAC nur die Zentralregierungen der Mitgliedstaaten trifft und nicht auch Gliedstaaten, wie dies bei der Ermittlung des Verschuldungsgrades nach den Maastricht-Kriterien und nach der im unionalen Sekundärrecht anzutreffenden Definition des Staatsschuldtitels der Fall ist. Die Ausnahme für unterjährige Anleihen erscheint demgegenüber als nachvollziehbar. Sinnvoll ist auch die Überwindung der Differenzierung zwischen Inlands- und Auslandsschulden.

Wichtig für das Verständnis der Funktionsweise der europäischen Umschuldungsklauseln ist es, diese in ihrem Zusammenspiel mit den Instrumenten des ESM zu betrachten. Dadurch, dass die grundlegenden Weichen der Krisenbewältigung im Rahmen der Erarbeitung eines MoU auf der Ebene des ESM bereits gestellt und in diesem Schritt auch die Dimensionen eines PSI vorgegeben werden, kommt den Umschuldungsklauseln die Rolle eines Lösungsdurchsetzungsmechanismus zu. Hinsichtlich der Rolle des PSI im Rahmen eines ESM-Programms gibt es kein klares rechtliches Kriterium, sondern man hat diesen Punkt bewusst einer politischen Einzelfallentscheidung überlassen. Dies erscheint zuvorderst als Ergebnis eines politischen Kompromisses und ist in Anbetracht des andauernden Ringens um die richtige Handhabung dieser Frage, das durch den gegenwärtigen Reflexionsprozess des IWF dokumentiert wird, durchaus nachvollziehbar, auch wenn in der Theorie gewichtige Argumente für eine regelbasierte Lösung streiten mögen. Eindeutig kritikwürdig ist dagegen das Fehlen einer Regelung für den umgekehrten Fall, also ein Verbot des Einsatzes von CAC außerhalb eines ESM-Programmes.

Der Inhalt der Festlegung bedarf in den folgenden Kapiteln der weitergehenden Untersuchung anhand der Musterklauseln und ihrer Umsetzung im nationalen Recht. Dabei ist auf der Grundlage der dank der Alternativkonzepte gewonnenen Anregungen auch danach zu fragen, zu welchen Aspekten eine Regelung fehlt.

### 3 Der Bezugsrahmen für standardisierte CAC (CTR) für den Euroraum

Nachdem der konzeptionelle Rahmen abgesteckt wurde, gilt die Aufmerksamkeit nunmehr den konkreten Klauselinhalten. Hierzu sollen in diesem Kapitel zunächst die auf europäischer Ebene erarbeiteten Vorgaben untersucht werden, bevor im kommenden Kapitel dann deren Umsetzung am Beispiel Deutschlands in den Blick genommen wird.

Die europäischen Vorgaben sind in den Dokumenten des Unterausschuss niedergelegt.<sup>768</sup> Die Musterklauseln sind im nur in englischer Sprache vorliegenden Bezugsrahmen („*Common Terms of Reference*“, CTR)<sup>769</sup> definiert. Die für die dort verwendeten Begrifflichkeiten nachfolgend genutzten deutschen Begriffe orientieren sich im Sinne eines einheitlichen Sprachgebrauchs im deutschen Kontext, soweit dies inhaltlich überzeugend erscheint, an der Übersetzung bzw. Übertragung, wie sie sich in den Emissionsbedingungen der Bundesrepublik Deutschland findet.<sup>770</sup> Diese werden in der vorliegenden Arbeit als „UmschKI“ abgekürzt. Auch die österreichischen Anleihebedingungen<sup>771</sup> sind in weiten Teilen, allerdings nicht überall, wortlautidentisch mit den UmschKI. Die begrifflichen Abweichungen fallen in der Sache nicht ins Gewicht.<sup>772</sup> Inhaltlicher Bezugspunkt sind für die Ausführungen in diesem Kapitel aber stets die CTR. Auf sprachliche Abweichungen und Fehler der deutschen Anleihebedingungen wird an entsprechender Stelle in den Fußnoten hingewiesen, soweit dies für das Verständnis der CTR relevant ist. Für eine zusammenhängende Betrachtung der

---

<sup>768</sup> Siehe oben 2.2.2.

<sup>769</sup> *Unterausschuss*, *Common Terms of Reference*.

<sup>770</sup> *Deutsche Finanzagentur*, Umschuldungsklauseln für Bundeswertpapiere. Siehe zur Struktur der deutschen Emissionsbedingungen unten 4.2.2.

<sup>771</sup> *Republik Österreich*, Allgemeine Bedingungen für die Ausstattung von Bundesanleihen, deren ursprüngliche Tranche ab dem 1. Januar 2013 begeben wurde.

<sup>772</sup> Die österreichischen Bedingungen sprechen beispielsweise von „*nicht-wesentlichen Angelegenheiten*“, in den deutschen Bedingungen heißen diese „*sonstige Angelegenheiten*“, wobei diese Bezeichnung im Zusammenspiel mit den „*wesentlichen Angelegenheiten*“ inhaltlich ebenso eindeutig ist.

Abweichungen und Fehler des deutschen Bedingungswerkes im Vergleich zu den Vorgaben der CTR sei auf das nachfolgende Kapitel 4 verwiesen.

Die Auseinandersetzung mit den CTR soll in zwei Schritten erfolgen. Zunächst soll es ausschließlich um die Darstellung des Inhalts der durchaus umfangreichen und gehaltvollen Regelungen gehen. Erst in einem zweiten Schritt ist dann Raum für Analyse und Kritik.

### **3.1 Darstellung der Regelungsinhalte**

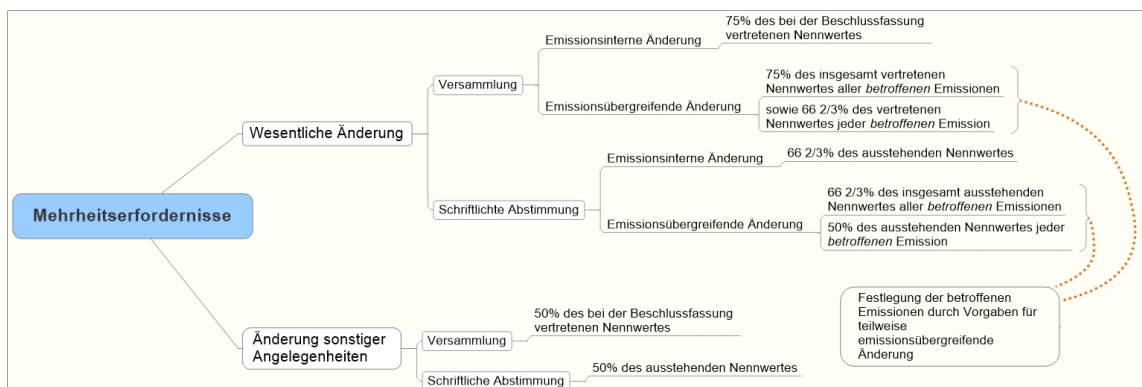
Die Darstellung der Regelungsinhalte der Musterklauseln folgt vorliegend im Sinne eines besseren Verständnisses nicht der Gliederung des Klauselwerkes (das mit zahlreichen Verweisungen arbeitet), sondern wird thematisch gruppiert. Herzstück der Klauseln ist die Mehrheitsentscheidung der Gläubiger. Deren Modalitäten werden durch die Mehrheitserfordernisse und die Regelungen zum Stimmrecht definiert. Diese sollen zuerst betrachtet werden, wobei gesondert auch auf die Regelungen zu emissionsübergreifenden Änderungen, wie die Aggregation der Mehrheitsentscheidung über Anleihen hinweg in den CTR heißt, einzugehen ist. Denn Schluss der Darstellung bilden dann die Rahmenbedingungen der eigentlichen Entscheidung, also Fragestellungen zu Ablauf und Ausgestaltung des Entscheidungsprozesses.

#### **3.1.1 Parameter der Mehrheitserfordernisse**

Bevor die Gläubiger zur Abstimmung berufen sind, liegt das Heft des Handelns zunächst beim Schuldner. Er hat das alleinige Initiativrecht zu Gläubigerbeschlüssen und damit zu überlegen, welche Entscheidungsvorlage er den Gläubigern in welcher Form macht. Ausgangspunkte der strategischen Überlegungen werden dabei die Bestimmung der erforderlichen Mehrheiten und die Abwägung, ob und in welcher Form diese am wahrscheinlichsten zu erreichen sind, bilden. Die einschlägige Mehrheitsschwelle hängt von drei Parametern ab. Es kommt erstens darauf an, um welchen Beschlussgegenstand es geht. Zweitens ist die Art der Abstimmung (in einer Versammlung oder durch schriftliche Beschlussfassung) maßgebend. Und drittens ergeben sich

Unterschiede je nachdem, ob eine Aggregation der Mehrheitsentscheidung über mehrere Emissionen hinweg gewünscht wird.

Das nachfolgende Schaubild gibt einen Überblick über die zur Auswahl stehenden Mehrheitserfordernisse, deren Voraussetzungen im Anschluss im Einzelnen dargestellt werden.



### 3.1.1.1 Wesentliche und sonstige Beschlussgegenstände

Zunächst ist zu subsumieren, ob es sich bei der gewünschten Änderung um einen wesentlichen Beschlussgegenstand handelt. In einer Umschuldungssituation wird man es typischerweise mit einem wesentlichen Beschlussgegenstand zu tun haben, weil alle Änderungen, die mit einer finanziellen Entlastung für den Schuldner verbunden sind, wesentliche Beschlussgegenstände darstellen. Die Liste der wesentlichen Beschlussgegenstände in Abschnitt 1.(h) der CTR umfasst folgende Änderungen:

- Änderung der Fälligkeitstermine von Zahlungen;
- Verringerung des Betrags von Hauptforderung und Zinsen, auch wenn bereits Zahlungsverzug besteht;
- Änderung der Berechnungsmethode für Zahlungen;

- Verringerung des Rückkaufpreises<sup>773</sup> oder Änderung von Rückkaufszeitpunkten<sup>774</sup>;
- Änderung der Währung oder des Zahlungsortes;
- Einführung von Bedingungen für Zahlungspflichten des Emittenten oder eine anderweitige Änderung der Zahlungspflichten des Emittenten;
- Freigabe von im Zusammenhang mit der Anleihe gestellten Bürgschaften oder Änderungen in den Bedingungen von Bürgschaften, soweit nicht durch die Bürgschaftserklärung gestattet;<sup>775</sup>
- Freigabe von für den Rückzahlungsanspruch aus der Anleihe gewährten Pfändern und Sicherheiten und Veränderung der Bedingungen der Sicherheiten, soweit nicht durch die Sicherungsabrede gestattet;<sup>776</sup>
- Änderung der zahlungsbezogenen<sup>777</sup> Gründe, die zur vorzeitigen Kündigung der Anleihe berechtigen;<sup>778</sup>
- Änderung des Vorrangs oder der Rangfolge;
- Änderung des anwendbaren Rechts;<sup>779</sup>
- Änderung eines gewillkürten<sup>780</sup> Gerichtsstands oder eines Immunitätsverzichts des Emittenten für Rechtsstreitigkeiten aus der Anleihe oder im Zusammenhang<sup>781</sup> mit dieser;<sup>782</sup>

---

<sup>773</sup> Abschnitt 1.(h).(iv) UmSchKI: „Verringerung des Rückzahlungspreises oder Änderung des Termins einer vorzeitig möglichen Rückzahlung“. Rückzahlungspreis stellt eine Lehnübersetzung aus dem Englischen dar und kein in der deutschen Sprache existentes Wort.

<sup>774</sup> Soweit es sich um eine Anleihe mit Möglichkeit zum vorzeitigen Rückkauf handelt.

<sup>775</sup> Soweit einschlägig.

<sup>776</sup> Soweit einschlägig.

<sup>777</sup> Das Attribut „*payment-related*“ in Abschnitt 1.(h).(ix) des CTR hat keine Entsprechung in den UmSchKI, was jedoch in Anbetracht der inhaltlichen Ausgestaltung der Bundeswertpapiere unschädlich ist. Siehe unten 4.2.2.2.1.

<sup>778</sup> Soweit Anleihe vorzeitig kündbar.

<sup>779</sup> Ist gemäß CTR nur aufzunehmen, wenn die Anleihe ausländischem Recht unterliegt.

<sup>780</sup> Eine Übersetzung für „*to whose jurisdiction the Issuer has submitted*“ (Abschnitt 1.(h).(xii) CTR) fehlt in Abschnitt 1.(h).(x) UmSchKI, was jedoch keinen inhaltlichen Unterschied bedeuten dürfte.

<sup>781</sup> Wie vor: „*in relation to legal proceedings arising out of or in connection with the Bonds*“.

<sup>782</sup> Ist gemäß CTR nur aufzunehmen, wenn sich der Emittent einer ausländischen Gerichtsbarkeit unterworfen oder einen ausdrücklichen Immunitätsverzicht erklärt hat.

- Änderung der für Gläubigermehrheiten erforderlichen ausstehenden Nennwerte der Anleihe oder – im Falle einer emissionsübergreifenden Änderung – der Anleihen einer anderen Emission; Änderung der Anforderungen an die Beschlussfähigkeit; Änderung der Definition von „ausstehend“ oder
- Änderung der Definition der wesentlichen Beschlussgegenstände.

Für die in der Liste genannten Beschlussgegenstände gilt ein qualifiziertes Mehrheitserfordernis. Alle übrigen Beschlussgegenstände zählen nicht zu den wesentlichen und unterliegen der einfachen Mehrheit.

### **3.1.1.2 Form der Beschlussfassung**

Die CTR sehen mit Gläubigerversammlung und schriftlicher Abstimmung zwei mögliche Formen für Gläubigerentscheidungen vor. Sie differenzieren die Methode zur Bestimmung der Mehrheit in Abhängigkeit von der gewählten Form.

Im Falle von Versammlungen wird jeweils auf einen bestimmten Prozentsatz des bei der Beschlussfassung vertretenen, ausstehenden Nennwertes abgestellt. An dieser Stelle hat das Zusammenspiel mit der Regelung zur Beschlussfähigkeit eine große Bedeutung, weil sich hieraus der geringste erforderliche Anteil an Ja-Stimmen bezogen auf das ausstehende Kapital ergibt. Gemäß Abschnitt 4.5 CTR ist für wesentliche Angelegenheiten Beschlussfähigkeit bei der ersten Versammlung gegeben, wenn mindestens zwei Drittel des ausstehenden Nennwertes vertreten sind. Wurde die erste Versammlung mangels Beschlussfähigkeit vertagt, so ändert sich dadurch das Quorum für wesentliche Beschlussgegenstände gemäß Abschnitt 4.6 CTR nicht. Damit ergeben sich für Versammlungen folgende kleinstmögliche Mehrheiten bezogen auf das ausstehende Kapital: bei einer Anwesendenmehrheit von 75% eine auf das ausstehende Kapital bezogene Mehrheit von 50% und bei einer Anwesendenmehrheit von zwei Dritteln eine kapitalbezogene Mehrheit von 44,44%. Für sonstige Angelegenheiten beträgt das Quorum demgegenüber bei der ersten Versammlung 50% und im Falle der Vertagung 25%. Die kleinstmögliche Mehrheit bezogen auf das ausstehende Kapital beträgt hier also 12,5%.

Im Fall der schriftlichen Abstimmung sind die Mehrheitsschwellen demgegenüber unmittelbar auf den Nennwert des ausstehenden Kapitals bezogen. Ein gesondertes Kriterium hinsichtlich einer Mindestbeteiligung gibt es hier nicht, so dass die Nichtteilnahme an der Abstimmung die Wirkung einer Nein-Stimme hat. Die Mehrheitsschwellen betragen hier je nach Konstellation 50% oder zwei Drittel.

### **3.1.1.3 Aggregation der Mehrheitsentscheidung**

Die CTR verwenden für die Aggregation der Mehrheitsentscheidung die Bezeichnung der „emissionsübergreifenden Änderung“. <sup>783</sup> Der Aggregationsmechanismus in den Abschnitten 2.2-2.4. CTR betrifft nur wesentliche Beschlussgegenstände. In den CTR wird ein zweistufiges Aggregationsmodell umgesetzt. <sup>784</sup> Im Einzelnen gelten folgende Mehrheitsschwellen: im Rahmen von Versammlungen beträgt die emissionsübergreifende qualifizierte Mehrheit 75% und die für jede Anleihe erforderliche Mehrheit zwei Drittel. Im Rahmen schriftlicher Abstimmungen sind es zwei Drittel und 50% (jeweils mit den im vorherigen Abschnitt erläuterten Bezugspunkten).

Der Aggregationsmechanismus wirft über die Ermittlung der einschlägigen Mehrheitsschwellen hinaus eine Reihe weiterer Fragestellungen auf, zu denen die CTR ebenfalls Regelungen enthalten. Diese bilden den Gegenstand des folgenden Abschnitts.

### **3.1.2 Emissionsübergreifende Änderung**

Es ist das Wesen der emissionsübergreifenden Änderung, dass die Gläubiger verschiedener Anleiheemissionen eine gemeinsame Entscheidung treffen sollen. Die Definition eines entsprechenden Tatbestandes setzt die Abgrenzung der verschiedenen Anleiheemissionen voraus. Hierfür bestimmt Abschnitt 1.(d) CTR

---

<sup>783</sup> Englisch: „*cross-series modification*“.

<sup>784</sup> Siehe oben 1.4.2.3.

als zu einer Emission gehörend alle Wertpapiere, die abgesehen von Ausgabedatum oder Datum der ersten Auszahlung identische Merkmale aufweisen und die als Teil einer einheitlichen Emission bezeichnet sind. Diese Formulierung trägt der bereits erörterten Praxis der zeitlich gestreckten Aufstockung von Anleihen, die eine einheitliche Emission bilden sollen, Rechnung.<sup>785</sup> Eine emissionsübergreifende Änderung liegt gemäß Abschnitt 1.(g) CTR vor, wenn sich eine Änderung auf mehr als eine Emission in diesem Sinn bezieht. Der Kreis der in die Aggregation einbezogenen Emissionen kann also vom Schuldner in seinem Änderungsvorschlag frei definiert werden. Es gibt insbesondere kein Erfordernis, wonach eine emissionsübergreifende Änderung allen Emissionen angeboten werden müsste. Hinsichtlich des Inhalts des Änderungsvorschlages macht hingegen Abschnitt 2.3 CTR Vorgaben. Demnach können alternative Änderungen vorgeschlagen werden, die sich je auf alle einbezogenen Anleihen beziehen müssen. Dabei muss jede vorgeschlagene Alternative jedem Gläubiger einer Anleihe einer einbezogenen Emission offen stehen.<sup>786</sup>

Gemäß Abschnitt 2.2 CTR am Ende findet die Beschlussfassung für jede Emission gesondert statt. Abschnitte 1.(i) am Ende und 1.(h) am Ende CTR sorgen für eine synchronisierte Bedeutung der Begriffe des Gläubigers und der wesentlichen Beschlussgegenstände in allen Emissionen. Die Ermittlung des Abstimmungsergebnisses folgt demgegenüber gemäß Abschnitt 2.8 CTR ausschließlich den Regelungen der jeweiligen Emission (vgl auch Abschnitt 1.(e) CTR).<sup>787</sup>

Die Mehrheitsschwellen des zweistufigen Aggregationsmechanismus wurden im vorgehenden Gliederungspunkt bereits dargestellt.

---

<sup>785</sup> Siehe oben 2.4.2.

<sup>786</sup> Diese kompliziert formulierte Regelung erscheint auslegungsbedürftig, siehe unten 3.2.2.5. Zur kaum aussagekräftigen deutschen Übersetzung in den UmSchKI unten 4.2.2.1.1.

<sup>787</sup> Was sich freilich nicht auswirkt, wenn die Anleihebedingungen aller aggregierten Emissionen 1:1 mit den CTR übereinstimmen.



Für den Fall, dass die erforderlichen Mehrheiten nicht zustande kommen, weil das Abstimmungsergebnis in einigen beteiligten Emissionen besonders schlecht ausfällt, ermöglichen die CTR in Abschnitt 2.4 CTR eine teilweise emissionsübergreifende Änderung. Das bedeutet, dass eine emissionsübergreifende Änderung für einen Teil der einbezogenen Anleihen stattfinden kann, wenn bezogen auf diese die erforderlichen Mehrheiten erreicht werden. Voraussetzung ist, dass der Emittent in der Bekanntmachung über die Einberufung der Gläubigerversammlung angekündigt hat, dass und unter welchen Bedingungen eine emissionsübergreifende Änderung möglich ist. Das bedeutet insbesondere, dass der Emittent Gruppen von Emissionen benennen kann, für die eine teilweise Änderung in Betracht kommt.<sup>788</sup>

Eine wesentliche Vorfrage für die Bestimmung eines Abstimmungsergebnisses, sei dieses emissionsübergreifend oder nicht, besteht darin, zu klären, wie die Stimmrechte verteilt sind. Die diesbezüglichen Regelungen werden daher nun in den Blick genommen.

### **3.1.3 Stimmrecht**

Stimmberechtigt sind gemäß Abschnitt 4.8 CTR die Gläubiger von ausstehenden Anleihen am im Rahmen der Vorbereitung der Versammlung festgelegten Stichtag (Abschnitt 1.(j) CTR). Den Ausgangspunkt zur Verteilung der Stimmen auf die Gläubiger bildet Abschnitt 4.9 S. 2 CTR. Demnach richtet sich die Anzahl der Stimmen eines Gläubigers nach dem Nennwert der von ihm gehaltenen ausstehenden Anleihen. Die beiden maßgeblichen Merkmale (Nennwert und Charakter als ausstehend) erscheinen auf den ersten Blick klar. Bei den Nennwerten können sich allerdings bei besonders ausgestalteten Anleihen komplizierte Fragen stellen. Und das Merkmal des Ausstehens ist der klassische tatbestandliche Anknüpfungspunkt zur Regelung von Stimmrechtsausschlüssen.

---

<sup>788</sup> Die deutsche Fassung in den UmSchKI bringt den entscheidenden Aspekt, dass der Emittent Bedingungen aufstellen kann, nicht deutlich zum Ausdruck („auf die Voraussetzungen [...] hingewiesen hat“). Daran, dass Abschnitt 2.4 CTR so auszulegen ist, besteht aber kein Zweifel. Siehe zur Begründung unten 3.2.3.

Beide Aspekte greifen die CTR ausführlich auf und geben den Begriffen dadurch eine klauselspezifische Bedeutung.

### **3.1.3.1 Bildung vergleichbarer Nennwerte**

Das Kriterium des Nennwertes für die Stimmrechtsgewichtung geht vom Standardfall einer Abstimmung unter Gläubigern, die *pari* begebene festverzinsliche Anleihen halten, aus. Im Rahmen emissionsübergreifender Änderungen ist aber nicht von Haus aus sichergestellt, dass die Dinge hinsichtlich aller Gläubiger so liegen. Soweit die Nennwerte nicht vergleichbar sind, müssen sie durch Rechenschritte vergleichbar gemacht werden. Abschnitt 2.6. CTR enthält diesbezüglich Regelungen zur Berechnung für Fälle, die vom Normalfall einer *pari* begebenen, festverzinslichen Anleihe auf Euro abweichen. Zeitlicher Bezugspunkt ist jeweils der im Vorfeld für die Frage der Stimmberechtigung festgelegte Stichtag (Abschnitt 1.(j) CTR). Einfach ist die Umrechnung des Nennwertes für auf ausländische Währungen lautende Anleihen. Für diese ist anhand des für den Stichtag von der EZB veröffentlichten Referenzwechsellkurses ein Eurobetrag zu bestimmen (Abschnitt 2.6.(a) CTR).

Komplizierter gestalten sich die Berechnungen für Diskontpapiere, Anleihenstrips, indexierte Wertpapiere und Strips indexierter Wertpapiere, die nachfolgend jeweils eingeleitet mit einem kurzen Exkurs zum Wesen der betreffenden Sonderformen erörtert werden. Als gedanklichen Ausgangspunkt zum Verständnis der diesbezüglichen Regelungen sollte man sich vergegenwärtigen, dass es im Normalfall der *pari* begebenen Anleihe für das Stimmgewicht nur auf deren (bei Ausgabe und bei Rückzahlung gleich hohen) Nennbetrag und nicht auf die Verzinsung ankommt (Abschnitt 4.9 CTR), während der wirtschaftliche Wert der Anleihe sich durch die Kombination von zukünftigem Rückzahlungsanspruch und Verzinsung konstituiert.

Diskontpapiere <sup>789</sup> werden in Abschnitt 1.(b) CTR dem allgemeinen Sprachgebrauch folgend <sup>790</sup> als Wertpapiere definiert, die keine Verzinsung vorsehen. Die Vergütung für die Überlassung des Kapitals ergibt sich bei ihnen daraus, dass sie zu einem Betrag ausgegeben werden, der unter dem Nennbetrag und damit dem Rückzahlungsbetrag liegt. Der Anleger erhält am Ende der Laufzeit also mehr Geld zurück, als er zur Verfügung gestellt hatte. Aus der Diskontierung (Abzinsung) des Ausgabepreises ergibt sich wirtschaftlich betrachtet eine Verzinsung. In dieser Konstellation stellt sich die Frage, welcher Wert für das Stimmgewicht einer Diskontanleihe zugrunde zu legen ist. Die beiden theoretisch denkbaren Pole werden einerseits durch den Ausgabepreis und andererseits durch den Nennwert abgesteckt. Die CTR entscheiden sich für einen Mittelweg, indem sie eine Abzinsung des Nennwertes auf den Barwert anordnen. Diese Lösung wird am leichtesten anhand der Fallgruppe der Trennung der Kapital- und Zinsansprüche einer Anleihe (sog. „*Stripping*“ <sup>791</sup>) verständlich. Diese soll daher zunächst erläutert werden, bevor auf Einzelheiten der Barwertberechnung eingegangen wird.

Beim Stripping wird eine Anleihe in ihre Bestandteile zerlegt, d.h. der Anspruch auf Rückzahlung des Kapitals (Kapital-Strip) und die einzelnen Zinsansprüche (Zins-Strips) werden voneinander getrennt.<sup>792</sup> Jeder dieser Teile ist dann einzeln

---

<sup>789</sup> Englisch „*zero-coupon obligations*“.

<sup>790</sup> *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, S. 40.

<sup>791</sup> Das englische Wort „*strip*“ wird heute in diesem Kontext auch im deutschen (Fach-) Sprachgebrauch als Verb für den Trennungsvorgang und als Nomen für den abgetrennten Zinsanspruch verwendet, vgl. *Büschgen*, Das kleine Börsen-Lexikon, Stichworte „Strip“ und „Stripping“, S. 965 f. Zurückzuführen ist diese Wortverwendung soweit ersichtlich auf das Akronym STRIPS, das bei amerikanischen Staatsanleihen für „*Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities*“ steht, vgl. *U.S. Department of the Treasury*, History of Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities (STRIPS), [http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/history/histmkt/histmkt\\_strips.htm](http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/history/histmkt/histmkt_strips.htm).

<sup>792</sup> Siehe beispielsweise zu deutschen Bundeswertpapieren: § 7 Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes; für Hintergrunderläuterungen: *Deutsche Finanzagentur*, Stripping von Bundesanleihen, Handmappe - Kapitel E2 (die dort genannten Fälligkeits-Termine betreffen nur Anleihen vor Einführung der Umschuldungsklauseln, siehe zur neuen Fälligkeitsstruktur ab 2013 *Deutsche Finanzagentur*, Emissionsplanung des Bundes Jahresvorausschau und erstes Quartal 2013, Pressemitteilung Nr. 25/12, S. 3).

handelbar und kann somit in die Hände verschiedener Gläubiger gelangen.<sup>793</sup> Sowohl Kapital-Strip als auch Zins-Strips erfüllen für sich genommen die Definition des Diskontpapiers, weil sie einen Anspruch auf einmalige Zahlung eines Geldbetrages ohne laufende Zinszahlung gegen den Emittenten gewähren.<sup>794</sup> Diese Parallelität anerkennen auch die CTR und stellen in Abschnitt 1.(b) CTR ausdrücklich klar, dass frühere Bestandteile einer Anleihe mit Verzinsung, die für sich genommen keine Verzinsung vorsehen, Diskontpapiere im Sinne der Musterklauseln sind. In diesem Zusammenhang stellt Abschnitt 1.(a) CTR a.E. klar, dass auch Bestandteile einer unter die Musterklauseln fallenden Anleihe, die selbst nicht die Mindestlaufzeit von über einem Jahr haben, im Rahmen der Umschuldungsklauseln Berücksichtigung finden.<sup>795</sup> Die Fragestellung lautet nun wiederum, welches Stimmgewicht den einzelnen aus einer „normalen“ Anleihe hervorgegangenen Bestandteilen zukommen soll. Leitender Gedanke für die Aufteilung des Stimmgewichts und Richtschnur für alle Detailregelungen ist insofern die Erwägung, dass den Einzelteilen in der Summe das gleiche Stimmrecht zustehen soll wie dem Original.<sup>796</sup> Dies wird dadurch erreicht, dass im Rahmen einer finanzmathematischen Berechnung für jeden Teil der ursprünglichen Anleihe ein Barwert errechnet wird. Das bedeutet, dass der Nennwert der Zahlung zum Laufzeitende auf den Stichtag abgezinst wird. Diese Berechnung hat zunächst den Effekt, die einzelnen Teile trotz ihrer unterschiedlichen Laufzeiten in ein

---

<sup>793</sup> Zu wirtschaftlichen Hintergründen: *Ekkenga*, in: *Claussen (Hrsg.)*, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 152.

<sup>794</sup> Zur Illustration soll folgendes Beispiel gebildet werden: Eine Staatsanleihe ist im Jahr 2013 zu ihrem Nennbetrag von 100 begeben worden. Sie hat eine 10-jährige Laufzeit und einen jährlichen Zinskupon von 5%. Nach genau einem Jahr Laufzeit (Probleme der unterjährigen Zinsberechnung sollen aus Vereinfachungsgründen außer Betracht bleiben) wird die Anleihe „aufgetrennt“. Es ergeben sich folgende Einzelbestandteile: ein Anspruch auf Zahlung von 100 im Jahr 2023 (Anleihemantel) und neun Zins-Strips: Anspruch auf Zahlung von 5 im Jahr 2015 (Zinsstrip Kupon Jahr 2 der Laufzeit); Anspruch auf Zahlung von 5 im Jahr 2016 (Zinsstrip Kupon Jahr 3 der Laufzeit); usw.; Anspruch auf Zahlung von 5 im Jahr 2023 (Zinsstrip Kupon Jahr 10 der Laufzeit).

<sup>795</sup> Wäre dem anders, so könnte ggf. ein unterjähriger Zins-Strip aus dem Anwendungsbereich herausfallen, was bei der Stimmrechtsgewichtung Zufallsergebnisse produzieren würde.

<sup>796</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 8; *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 5 f.

vergleichbares Wertverhältnis zueinander zu setzen. Was darüber hinaus die Vergleichbarkeit mit der ursprünglichen Anleihe angeht, so ist der entscheidende Parameter der bei der Abzinsungsrechnung zugrunde gelegte Zinssatz. Wählt man hierfür den Zinssatz der ursprünglichen Anleihe vor der Trennung, so führt dies mathematisch zwingend dazu,<sup>797</sup> dass die Summe der Barwerte von Anleihenanteil und Zins-Strips den ursprünglichen Nennwert ergibt.<sup>798</sup> Das nachfolgende Berechnungsbeispiel soll dies illustrieren:<sup>799</sup>

100 Nennbetrag, 5% Zins, 10 Jahre Laufzeit, 9 Jahre Restlaufzeit			
Abzinsungsformel Diskontpapier: <sup>800</sup>			
Barwert = Rückzahlungsbetrag x (1+Zinssatz) <sup>-Laufzeit</sup>			
	Nennwert	Fälligkeit	Barwert = Stimmgewicht
Anleihenanteil	100	9 Jahre	64,46089162
Strip 2	5	1 Jahr	4,761904762
Strip 3	5	2 Jahre	4,535147392
Strip 4	5	3 Jahre	4,319187993
Strip 5	5	4 Jahre	4,113512374
Strip 6	5	5 Jahre	3,917630832
Strip 7	5	6 Jahre	3,731076983
Strip 8	5	7 Jahre	3,553406651
Strip 9	5	8 Jahre	3,38419681
Strip 10	5	9 Jahre	3,223044581
<b>Summe</b>			<b>100</b>

Die dargelegte Methode ist in den CTR in den Abschnitten 4.9.(c), 1.(b), 2.6.(c) CTR niedergelegt. Klargestellt wird dort auch, dass die Barwertberechnung nur Anwendung findet, wenn das Diskontpapier noch nicht fällig ist. Ist der

<sup>797</sup> Ausführlich zum finanzmathematischen Äquivalenzprinzip *Tietze*, Einführung in die Finanzmathematik, S. 62 ff.

<sup>798</sup> Wenn man den Nennwert von 100 einerseits mit z.B. 5% abzinst und andererseits eine Verzinsung von 5% erhält, dann heben sich beide Effekte wechselseitig auf und man erhält zu jedem Zeitpunkt einen Barwert von 100.

<sup>799</sup> Fortsetzung des Beispiels aus Fn. 794. Aus Vereinfachungsgründen wird wiederum unterstellt, dass der Stichtag genau auf das Ende eines Rechnungsjahres der Anleihe fällt. Damit kommt es auf die Wahl einer unterjährigen Zinsberechnungsmethode nicht an.

<sup>800</sup> Zur Formel siehe *Albrecht/Mayer*, Finanzmathematik für Wirtschaftswissenschaftler, S. 76.

Fälligkeitstermin bereits überschritten, so wird der Rückzahlungsbetrag als Nennwert angesetzt. Die Details der Barwertberechnung werden durch Abschnitt 2.6.(e).(ii) CTR festgelegt. Demnach ist die marktübliche Zinsberechnungsmethode bei der Berechnung zugrunde zu legen.<sup>801</sup> Für die entscheidende Stellschraube der Ermittlung des Abzinsungssatzes werden drei Fallgruppen unterschieden. Speziell für Anleihen- und Zinsstrips ist Abschnitt 2.6.(e).(y) CTR einschlägig. Demnach ist, wenn er sich ermitteln lässt, der Kupon des ursprünglich zerlegten Wertpapiers maßgeblich. Lässt er sich nicht ermitteln – was z.B. der Fall sein kann, wenn mehrere Anleihenmäntel von ursprünglich verschiedenen verzinslichen Wertpapieren zum gleichen Datum auslaufen – so weicht Abschnitt 2.6.(e).(ii).(y).(2) CTR auf eine Näherungslösung aus: es ist dann das arithmetische Mittel der Kupons aller gleichzeitig bzw. zeitnah mit dem Strip auslaufenden Anleihen der gleichen Kategorie, die untereinander nach Rückzahlungswert gewichtet werden, zu berechnen.<sup>802</sup>

Die dargestellte Abzinsungslösung findet in gleicher Weise wie für Anleihestrips auch für von vorne herein als solche begebene Diskontpapiere Anwendung. Da es hier jedoch keinen zugrunde liegenden Kupon gibt, ist der Anknüpfungspunkt für die Abzinsung ein anderer. Gemäß Abschnitt 2.6.(e).(ii).(x) CTR ist als Abzinsungssatz hier die ursprüngliche Rendite bei Ausgabe<sup>803</sup> der Anleihe. Das bedeutet, dass das Stimmgewicht eines als solchen begebenen Diskontpapiers während der Laufzeit kontinuierlich größer wird. Bei Ausgabe entspricht es dem Ausgabepreis und bei Laufzeitende dem Rückzahlungswert. Die durch Zeitablauf bereits „verdiente“ Rendite erhöht also den Nennwert im Sinne der Umschuldungsklauseln. Dieser Effekt ist zwar auch bei einem gestrippten Anleihenmantel anzutreffen, er wird dort jedoch durch den korrespondierenden Wegfall von Zinsstrips kompensiert.

---

<sup>801</sup> Zu den üblichen Zinsusancen siehe *Grundmann/Luderer*, Finanzmathematik, Versicherungsmathematik, Wertpapieranalyse, S. 24.

<sup>802</sup> Zu den Einzelheiten siehe in der Klausel.

<sup>803</sup> Im Fall der zeitlich gestreckten Ausgabe der Emission (d.h. der späteren Aufstockung der Ausgangsemission) das gewichtete Mittel der Ausgangsrenditen der einzelnen Tranchen.

Indexierte Wertpapiere werden in Abschnitt 1.(b) CTR dahin gehend definiert, dass sie die Zahlung zusätzlicher Beträge entsprechend der Änderung eines veröffentlichten Indexes vorsehen. Bedeutendes praktisches Beispiel sind inflationsgebundene Anleihen.<sup>804</sup> Für inflationsindexierte Wertpapiere wählen die CTR den Weg, dass etwaige bis zum Stichtag erzielte Indexsteigerungen sich auf den für das Stimmrecht maßgeblichen Nennwert auswirken. So ordnen Abschnitte 4.9.(b) i.V.m. 2.6.(b) CTR an, dass ein angepasster Nennwert zu errechnen ist. Dieser ergibt sich gemäß Abschnitt 2.6.(e).(i) CTR aus dem ggf. erhöhten Rückzahlungswert, der sich unter Berücksichtigung der Indexentwicklung bis zum Stichtag ergibt.<sup>805</sup>

Was schließlich Strips indexierter Wertpapiere angeht, so werden die dargestellten Methoden miteinander kombiniert. Soweit der abgetrennte Teil für sich genommen keinen Veränderungen durch Indexentwicklungen mehr unterliegen kann, legt Abschnitt 1.(c) am Ende CTR fest, dass die Regeln für indexierte Wertpapiere auf ihn auch nicht anwendbar sind. D.h. es ist kein angepasster Nennwert zu ermitteln, sondern es findet nur die aus den Vorschriften über Diskontpapiere folgende Barwertberechnung statt. Dies wird in Abschnitt 2.6.(d).(i) CTR auch ausdrücklich bekräftigt.<sup>806</sup> Handelt es sich um einen abgetrennten Teil, der Anspruch auf eine indexgebundene Zahlung gibt, so ist das Vorgehen gemäß Abschnitt 2.6.(d).(ii) CTR zweistufig: zunächst ist (vorausgesetzt, die Fälligkeit ist noch nicht eingetreten) ein angepasster Nennwert zu ermitteln. Dieser ist dann auf den Barwert abzuzinsen.

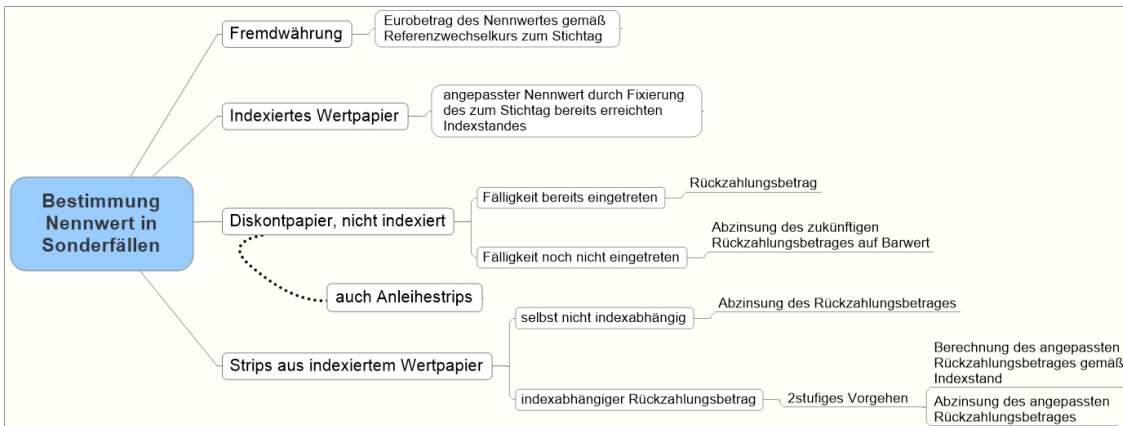
---

<sup>804</sup> Siehe beispielsweise für die Bundesrepublik Deutschland als Emittent: Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen.

<sup>805</sup> Zu den Einzelheiten der Berechnung siehe den Klauseltext.

<sup>806</sup> Die deutsche Übersetzung in den UmSchKI ist an dieser Stelle wiederum missraten, weil sie die beiden Fälle vertauscht, was inhaltlich keinerlei Sinn macht (siehe dazu ausführlicher unten 4.2.2.1.3). Die englische Fassung der CTR ist insofern aber eindeutig und in sich stimmig.

Da die dargestellten Regelungen in den CTR durchaus unübersichtlich geraten sind, soll das nachfolgende Schaubild einen abschließenden Überblick über die zur Ermittlung der Nennwerte in Sonderfällen vorgesehenen Rechenmethoden vermitteln:



### 3.1.3.2 Stimmrechtsausschluss

Der Begriff der „ausstehenden“ Anleihen (Abschnitte 1.(e) und 2.7 sowie 2.8 CTR) ist ein Schlüsselbegriff der europäischen Umschuldungsklauseln, weil er festlegt, welche Anleihen stimmberechtigt sind. Die CTR versehen den Begriff „ausstehend“ in diesem Zusammenhang mit einer spezifischen Bedeutung, indem sie an dieser Stelle das Problem von Stimmrechtsausschlüssen für bestimmte Gläubiger regeln. So gelten als nicht ausstehende Anleihen nicht nur diejenigen, die dies technisch nicht sind, weil sie an den Emittenten zurückübertragen oder zurückgezahlt worden sind (Abschnitte 2.7.(a) und (b) CTR), sondern es werden darüber hinaus diejenigen Anleihen als nicht ausstehend fingiert, deren Teilnahme an der Abstimmung wegen des Einflusses des Emittenten auf das Abstimmungsverhalten ihrer Gläubiger ausgeschlossen werden soll. Die Regelung hierzu in Abschnitt 2.7.(c) CTR ist vielschichtig. Zunächst sind zwei Fallgruppen zu unterscheiden. Ohne dass es weiterer Voraussetzungen bedarf, sind alle Anleihen ausgeschlossen, die vom Emittenten selbst, von einem seiner Ministerien oder einer sonstigen Behörde des Emittenten gehalten werden. Man kann diese Fallgruppe als Stimmrechtsausschluss wegen unmittelbarer Entscheidungsgewalt des



Emittenten bezeichnen. Die zweite Alternative der Regelung, die ungleich komplexer ist, betrifft die mittelbare Entscheidungsgewalt. So können auch Anleihen ausgeschlossen sein, die von einer vom Emittenten personenverschiedenen juristischen Person (Gesellschaft, Treuhandvermögen oder sonstiger Rechtsträger)<sup>807</sup> gehalten werden. Dies jedoch nur, wenn der Gläubiger der Anleihe unter der Kontrolle des Emittenten steht und zugleich nicht über Entscheidungsfreiheit verfügt. Dieser Tatbestand wird in den nachfolgenden Unterabschnitten im Einzelnen definiert.

Demnach ist gemäß Abschnitt 2.7.(c).(i) CTR als Gläubiger in Abweichung von der sonst gültigen Definition gemäß Abschnitt 1.(i) CTR, die formal an das Sachenrecht anknüpft, zu betrachten, wer die rechtliche Entscheidungsbefugnis über das Abstimmungsverhalten im Rahmen der Beschlussfassung der Gläubiger hat. Dies ist grundsätzlich derjenige, der zur Stimmabgabe berufen ist. Besteht jedoch durch eine vertragliche Regelung für eine rechtmäßige Stimmabgabe das Erfordernis einer direkten oder indirekten Zustimmung oder Weisung durch eine andere Person, so ist diese Person als Gläubiger zu betrachten, auch wenn sie nicht formal die Stimme abgibt.

Der so definierte Gläubiger steht nach Abschnitt 2.7.(c).(ii) CTR unter der Kontrolle des Emittenten, wenn für diesen unmittelbar oder mittelbar entweder ein generelles Weisungsrecht gegenüber der Geschäftsführung besteht oder er in der Lage ist, die Mehrheit der Mitglieder des oder der Leitungsorgane (Verwaltungsrat und/oder Organe bzw. Personen mit ähnlichen Aufgaben) des Gläubigers zu ernennen oder zu wählen.<sup>808</sup> Die rechtliche Grundlage für diesen

---

<sup>807</sup> Die deutschsprachige Regelung in Abschnitt 2.7.(c) UmschKI ist nach hiesiger Auffassung misslungen und an einigen Stellen bedeutungsunscharf sowie unvollständig, so dass in diesem Abschnitt weitgehend mit eigenen Übersetzungen gearbeitet wird. Zu den inhaltlichen Mängeln der deutschen Regelung siehe ausführlich unten 4.2.2.1.4.

<sup>808</sup> Die Formulierung wählt als Ausgangspunkt die monistische Konzeption der Leitungsstruktur („*board of directors*“), wie sie im deutschen Recht nur bei der monistischen SE anzutreffen ist (§§ 20 ff. SEAG). Die nachfolgenden Weitungen (Personen, die anstelle oder zusätzlich ähnliche Funktionen ausüben) sind jedoch so umfassend gefasst, dass sich darunter problemlos auch alle anderen Formen von Organen, beispielsweise sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat der dualistischen Konzeption der deutschen Aktiengesellschaft, subsumieren lassen.

Einfluss ist dabei unerheblich. Er kann auf Stimmrechten oder anderen Mitgliedschaftsrechten ebenso beruhen wie auf vertraglicher Grundlage oder sonstigen Rechtsgründen.

Die Voraussetzung der fehlenden Entscheidungsfreiheit wird schließlich nicht eigenständig definiert. Vielmehr legt Abschnitt 2.7.(c).(iii) CTR drei Fallgruppen fest, bei denen Entscheidungsfreiheit zu bejahen ist. Diese knüpfen an die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Entscheidungsfindung auf der Ebene des Gläubigers an. So ist Entscheidungsfreiheit erstens (lit. (x)) stets gegeben bei Gläubigern, denen es verboten ist, hinsichtlich des Abstimmungsverhaltens bei einer vorgeschlagenen Änderung der Anleihebedingungen direkt oder indirekt Weisungen des Emittenten entgegen zu nehmen. Die zweite Fallgruppe von Entscheidungsfreiheit (lit. (y)) erfasst Gläubiger, die hinsichtlich der Entscheidung über das Abstimmungsverhalten an einen vorgegebenen Entscheidungsmaßstab gebunden sind. Die CTR nennen hierfür drei Unterfälle.<sup>809</sup> Wenn der Gläubiger seine Entscheidung an einem objektiven Sorgfaltsmaßstab, an seinem Eigeninteresse oder an der Verfolgung seiner rechtlich verbindlichen Aufgaben<sup>810</sup> auszurichten verpflichtet ist, so ist er stimmberechtigt. Die dritte Fallgruppe (lit. (z)) bezieht sich auf Gläubiger, die aufgrund einer treuhänderischen oder ähnlichen Pflicht im Interesse einer oder mehrerer dritter Personen handeln müssen, soweit die dritte Person nicht ihrerseits unter die Regelung der Abschnitt 2.7 CTR fallen würde und vom Stimmrecht ausgeschlossen wäre, wenn sie Gläubiger einer Anleihe wäre. Liegt eine dieser Fallgruppen vor, so besteht für den Gläubiger trotz der Kontrolle durch den Emittenten Stimmrecht.

---

<sup>809</sup> In den UmSchKI wurden daraus, weil in der deutschen Fassung ein Komma vergessen wurde, zwei Unterfälle. Siehe genauer unten 4.2.2.1.4.

<sup>810</sup> Die hier vorgeschlagene Übersetzung weicht aus inhaltlichen Gründen stark von einer wortlautgetreuen Übersetzung ab. Wörtlich ist in den CTR an dieser Stelle vom Eigeninteresse des Gläubigers oder von den Interessen aller seiner „*stakeholder*“ die Rede. Eine sinnvolle Übersetzung der letztgenannten Alternative bereitet Schwierigkeiten. Siehe dazu eingehend unten 3.2.5.2.1.

Nachdem die Komponenten der Mehrheitsentscheidung nunmehr beleuchtet wurden, soll jetzt der für den Entscheidungsprozess gesetzte Rahmen ins Blickfeld rücken.

### **3.1.4 Ausgestaltung und Ablauf des Entscheidungsprozesses**

#### **3.1.4.1 Akteure**

Das Verfahren zur Einberufung einer Gläubigerversammlung liegt grundsätzlich in den Händen des Emittenten. Abschnitt 4.2.(b) CTR, der nur für Anleihen aufgenommen werden muss, bei denen eine vorzeitige Gesamtfälligkeit möglich ist, sieht die Möglichkeit vor, dass Gläubiger von 10% des ausstehenden Nennwertes einer Emission durch ein schriftliches Verlangen die Einberufung einer Versammlung erzwingen können. Dies jedoch nur, wenn ein Grund zur Gesamtfälligkeit eingetreten ist und fortbesteht.<sup>811</sup> Auch in diesem Fall obliegt die weitere Einberufung dem Emittenten.

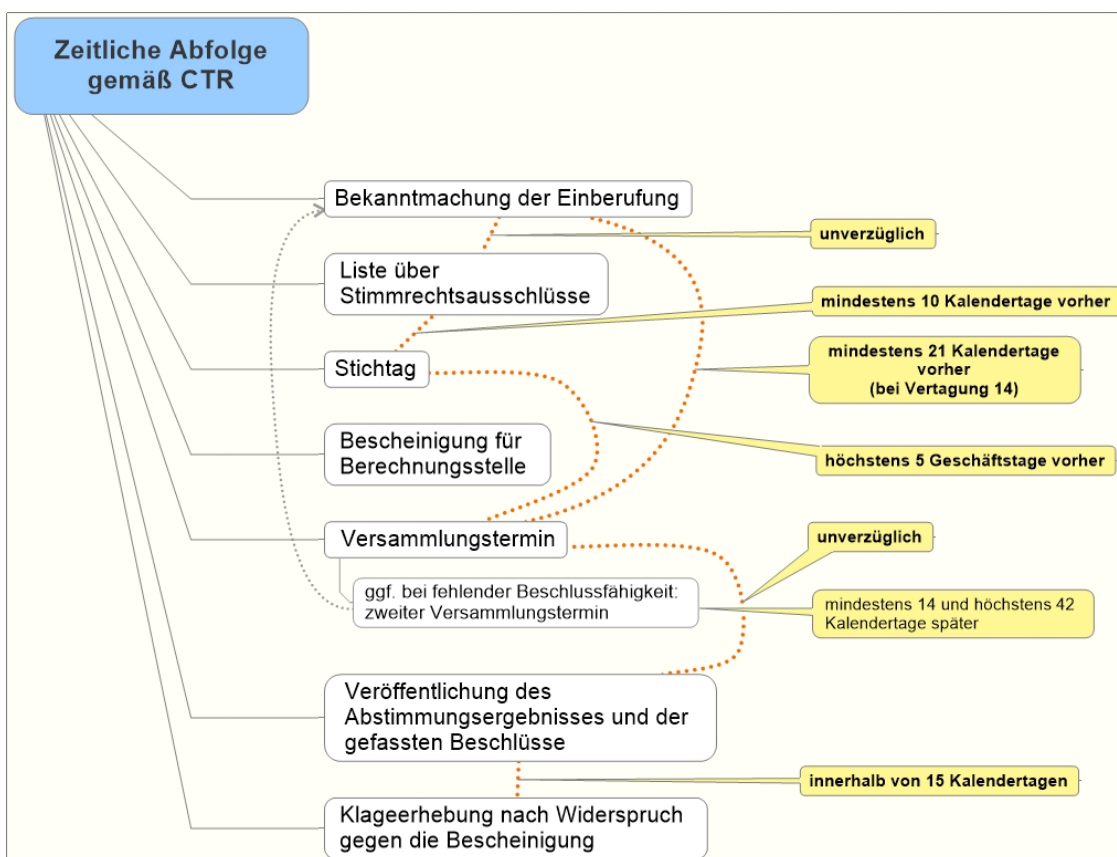
Abschnitt 4.1 a.E. CTR stellt klar, dass der Emittent sich bei den zur Vorbereitung der Gläubigerversammlung erforderlichen Schritten vertreten lassen kann. In den CTR zwingend vorgesehen sind zwei weitere Akteure. Dabei handelt es sich zum einen um die Berechnungsstelle (Abschnitt 3 CTR) und zum anderen um den Vorsitzenden der Versammlung (Abschnitt 4.4 CTR). Die Berechnungsstelle wird vom Emittenten ernannt und hat die Aufgabe, das Abstimmungsergebnis zu ermitteln. Im Fall einer emissionsübergreifenden Änderung ist für alle betroffenen Anleihen dieselbe Berechnungsstelle zu ernennen (Abschnitt 3.1 S. 2 CTR). Der Vorsitzende der Versammlung wird im Regelfall ebenfalls vom Emittenten ernannt. Geschieht dies nicht, kann eine einfache Anwesendenmehrheit der Gläubiger einen Vorsitzenden wählen (Abschnitt 4.4.(b) CTR). Als ausdrückliche Kompetenz für ihn ist in den CTR nur vorgesehen, dass er eine nicht beschlussfähige Versammlung vertagen kann (Abschnitt 4.6 CTR).

---

<sup>811</sup> Die in den deutschen Umsetzungsakten gewählte Begrifflichkeit „Zahlungsverzug“ ist zumindest für das Bundesschuldenwesengesetz zu eng, siehe unten 4.2.1.4.

### 3.1.4.2 Überblick über den zeitlichen Ablauf

Verstreut über den Text der CTR finden sich verschiedene zeitliche Vorgaben, die zwischen den einzelnen Verfahrensschritten einzuhalten sind und den Ablauf des Verfahrens strukturieren. Als Ausgangspunkt der Darstellung der Verfahrensschritte soll mit Hilfe eines Schemas zunächst ein Überblick über diese zeitlichen Vorgaben gegeben werden. Wie sich aus Abschnitten 4.1 CTR ergibt, gelten die für Gläubigerversammlungen angeordneten Regelungen auch für schriftliche Beschlussfassungen.



### 3.1.4.3 Vorbereitung der Versammlung

Der erste formalisierte Schritt zur Vorbereitung einer Gläubigerversammlung ist die Bekanntmachung über die Einberufung gemäß Abschnitt 4.3 CTR. Der erforderliche Inhalt der Mitteilung ist dort festgelegt und entspricht den üblichen notwendigen Informationen für die Gläubiger. Die Kanäle für diese und die

übrigen Veröffentlichungen (Webseite, Clearing-System, Amtsblatt) definiert Abschnitt 5 CTR.

Ein weiteres Dokument zur Information der Gläubiger sieht Abschnitt 2.9 CTR im Zusammenhang mit Stimmrechtsausschlüssen vor. So muss der Emittent aus Gründen der Transparenz bereits zehn Tage vor dem an sich für die Subsumtion des Abschnitts 2.7 CTR relevanten Stichtag eine Liste veröffentlichen, in der sämtliche Rechtsträger aufgeführt sind, die von einem Stimmrechtsausschluss betroffen sein werden, weil sie unter der Kontrolle des Emittenten stehen und in Bezug auf die von ihnen gehaltenen Anleihen keine Entscheidungsfreiheit haben.

Nach dem Stichtag schließt sich ein entscheidender Schritt der Vorbereitung an. Der Emittent hat eine Bescheinigung über die Grundlagen für die Mehrheitsberechnung zu erstellen (Abschnitt 3.2 CTR). Diese Bescheinigung ist der Berechnungsstelle zu übergeben und zu veröffentlichen. In ihr sind für jede von der Änderung betroffene Emission die als ausstehend geltenden Nennwerte einerseits und die unter einen Stimmrechtsausschluss fallenden Nennwerte andererseits anzugeben. Außerdem sind die Namen der vom Stimmrecht ausgeschlossenen Gläubiger zu nennen. Abschnitt 3.3 CTR misst der Bescheinigung besondere Rechtswirkungen zu. Die Berechnungsstelle braucht die Richtigkeit der Bescheinigung nicht zu prüfen und die dort gemachten Angaben sind für Gläubiger und Schuldner grundsätzlich bindend. Fehler in der Bescheinigung sind nur unter eng definierten Umständen beachtlich (Abschnitte 3.3 und 3.4 CTR). Ein betroffener Gläubiger muss den Fehler vor der Beschlussfassung schriftlich unter Angabe von Gründen rügen. Sein Widerspruch gegen die Bescheinigung muss außerdem, die Begründetheit unterstellt, Einfluss auf den Ausgang der Abstimmung haben. Nach der Bekanntmachung des Beschlusses muss der widersprechende Gläubiger sodann innerhalb von 15 Kalendertagen beim zuständigen Gericht Klage erheben und die Klage muss schlussendlich Erfolg haben. Geht der widersprechende Gläubiger den Klageweg nicht bis zum Ende, so wird der gerügte Fehler wieder unbeachtlich.

#### 3.1.4.4 Beschlussfassung und Umsetzung

Der eigentliche Ablauf der Gläubigerversammlung und der Beschlussfassung wird von den CTR nicht genau geregelt. Abschnitt 4.1 CTR ist in der Erwartung konzipiert, dass zu Fragen des Ablaufs einer Gläubigerversammlung in den nationalen Rechten eine etablierte Praxis besteht und der Emittent selbst hierfür geeignete ergänzende Vorkehrungen trifft.<sup>812</sup> So besteht insofern ein Konkretisierungs- und Gestaltungsspielraum. Geregelt sind dann aber wieder die Wirkungen des Beschlusses. Gemäß Abschnitt 4.12 CTR bindet ein Beschluss alle Gläubiger unabhängig von ihrem eigenen Stimmverhalten, wenn er im Rahmen einer nach Maßgabe der Anleihebedingungen einberufenen und durchgeführten Gläubigerversammlung ordnungsgemäß angenommen wurde.<sup>813</sup> Gleiches gilt für einen ordnungsgemäß von der erforderlichen Mehrheit unterzeichneten schriftlichen Beschluss.<sup>814</sup>

Unverzüglich nach der Beschlussfassung sind sowohl das von der Berechnungsstelle ermittelte Ergebnis (Abschnitt 3.4 CTR) als auch der gefasste Beschluss (Abschnitt 4.13 CTR) zu veröffentlichen.

Hinsichtlich der Abwicklung einer beschlossenen Änderung der Anleihebedingungen stellt Abschnitt 2.10 CTR sicher, dass die praktisch bewährte Vorgehensweise<sup>815</sup> einer Kombination der Mehrheitsentscheidung der Gläubiger mit einem für alle Gläubiger verbindlichen Umtausch der betroffenen Papiere in neue Anleihen mit den geänderten Bedingungen möglich ist, wenn das entsprechende Vorgehen vor dem Stichtag angekündigt wurde.

Zusätzlich zu den dargestellten Abläufen regeln die CTR noch einen weiteren Fragenkreis ausführlich. Es handelt sich um Regeln zur Stellvertretung von Gläubigern kraft Vollmacht.

---

<sup>812</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 3.

<sup>813</sup> In der deutschen Fassung in den UmSchKI wurden die Tatbestandsvoraussetzungen schlicht weg gelassen, siehe unten 4.2.2.2.4.

<sup>814</sup> Dieser kann in einen oder mehreren Schriftstücken verkörpert sein, siehe Abschnitt 4.7 CTR.

<sup>815</sup> Siehe oben 1.3.2.4.

### **3.1.5 Vollmachtserteilung durch Gläubiger**

Die Abschnitte 4.10 und 4.11 CTR machen Vorgaben zu Form und Wirkungen von durch die Gläubiger erteilten Vollmachten. Eine Vollmacht bedarf der Schriftform und muss überdies auf dem der Bekanntmachung der Einberufung der Gläubigerversammlung beigefügten Formular erteilt werden. Sie muss dem Emittenten außerdem mindestens 48 Stunden vor dem Versammlungsbeginn zugehen. Sind diese Voraussetzungen nicht erfüllt, so ist sie nicht wirksam. Auch ein Vollmachtswiderruf muss dem Emittenten 48 Stunden vor der Versammlung mitgeteilt werden, um beachtlich zu sein. Als Rechtsfolge der Vollmachtserteilung sehen die CTR vor, dass der Bevollmächtigte als Gläubiger der Anleihen des Vollmachtgebers fingiert wird (und der Vollmachtgeber selbst nicht mehr als Gläubiger gilt).<sup>816</sup> Es handelt sich also um die Konzeption einer verdrängenden Vollmacht.

### **3.1.6 Die ergänzenden Bestimmungen**

In das Dokument mit den ergänzenden Bestimmungen<sup>817</sup> wurden Regelungen aufgenommen, die aus Sicht des Unterausschuss sinnvoll sind, die jedoch mit den Gegebenheiten bei Inlandsanleihen der Euro-Staaten nicht vereinbar erschienen oder in einzelnen Mitgliedstaaten ernsthafte rechtliche Bedenken nach sich ziehen.<sup>818</sup> Daher gehören diese Regelungen nicht zum für alle verbindlichen Kanon an Klauseln, sondern werden zur fakultativen Benutzung empfohlen. Es handelt sich um drei Klauseln.

Erstens wird eine Klausel vorgeschlagen, die den Emittenten ohne Beteiligung der Gläubiger zur einseitigen Änderung der Anleihebedingungen bei offensichtlichen Unrichtigkeiten und solchen Änderungen, die nur formaler oder technischer Art sind oder ausschließlich zum Vorteil der Gläubiger sind,

---

<sup>816</sup> Die letztgenannte Schlussfolgerung wird im Originaltext der CTR in Abschnitt 4.11. ausdrücklich ausformuliert. In den deutschen UmSchKI fehlt diese Klarstellung.

<sup>817</sup> *Unterausschuss*, Supplemental Provisions.

<sup>818</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 7 f.

berechtigten. Die zwei weiteren Klauseln sind stärker im Kernbereich des CAC-Konzepts angesiedelt.

Die zweite Klausel sieht eine Kollektivierung der Entscheidung über die vorzeitige Gesamtfälligkeit<sup>819</sup> bzw. deren Rückgängigmachung vor. Die Entscheidung, die Gesamtfälligkeit bei Vorliegen eines entsprechenden Grundes zu erklären, bedarf der in schriftlicher Form erteilten Zustimmung von mindestens 25% des ausstehenden Gesamtnennwertes. Die Rückgängigmachung einer Gesamtfälligkeitserklärung erfordert die Zustimmung von 50% des ausstehenden Gesamtnennwertes.

Als drittes schließlich wird für Anleihen, bei denen ein Gläubigervertreter vorhanden ist, zu dessen vertraglich definiertem Aufgabenkreis die Durchsetzung der Ansprüche der Gläubiger aus der Anleihe gehört, eine Klausel vorgeschlagen, die das Recht zur individuellen Klageerhebung durch einen einzelnen Gläubiger grundsätzlich ausschließt. Ausnahmsweise ist eine individuelle Klageerhebung nur dann und nur solange möglich, wie der Gläubigervertreter die Rechtsdurchsetzung trotz Verstreichen einer angemessenen Frist nicht unternimmt.

### **3.2 Analyse der Regelungen**

Die dargelegten Regelungen der CTR geben an vielen Stellen Anlass zu tiefergehender Analyse und zur Auseinandersetzung mit sich daraus ergebenden Auslegungsfragen. Ein nicht minder interessanter Fragenkreis betrifft denkbare Alternativgestaltungen und die für die unterschiedlichen Lösungen sprechenden Erwägungen. Diese Befunde münden an einigen Stellen auch in Anlass zu Kritik. Wichtigste Grundlage für das Verständnis der Klauseln bilden die beiden Erläuterungsdokumente des Unterausschusses.<sup>820</sup> Besondere Berücksichtigung

---

<sup>819</sup> In den Kategorien des deutschen Rechts: außerordentliche Kündigung.

<sup>820</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note; *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note.



findet außerdem die kritische Stellungnahme der ICMA zum Klauselentwurf.<sup>821</sup> Ihr kommt großes Gewicht zu, weil die ICMA-Musterklauseln aus dem Jahr 2004 eine bedeutsame Grundlage der bisherigen Marktpraxis bilden<sup>822</sup> und die ICMA umfangreich auf die Meinungsbildung im Unterausschuss eingewirkt hat.<sup>823</sup>

### 3.2.1 Mehrheitserfordernisse

Bei den Regelungen zu den Mehrheitserfordernissen sticht als erstes der unterschiedliche Bezugspunkt zur Berechnung der Mehrheiten in Abhängigkeit von der Form der Beschlussfassung ins Auge. Dies entspricht nicht dem bis 2011 etablierten Marktstandard<sup>824</sup> und hat kritische Reaktionen hervorgerufen.<sup>825</sup> Der Unterausschuss begründet seinen Ansatz mit folgender Argumentation: bei einer Versammlung sei mit mehr nicht teilnehmenden Gläubigern zu rechnen als bei einer schriftlichen Beschlussfassung. Außerdem sei davon auszugehen, dass die Präsenz in den Reihen der einer Änderung ablehnend gegenüberstehenden Gläubiger stärker ausgeprägt sein wird als bei den (potentiellen) Befürwortern. Daher sei es verfehlt, den Enthaltungen der abwesenden Gläubiger automatisch die Wirkung von Nein-Stimmen zu geben.<sup>826</sup> Diese Argumentation erscheint nicht sehr zwingend. Einerseits ist zu bedenken, dass die Beteiligung an einer Versammlung für Gläubiger auch ohne ihre physische Präsenz durch die Erteilung von Stimmrechtsvollmachten (beispielsweise an die Depotbank) ohne

---

<sup>821</sup> *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities.

<sup>822</sup> Oben 1.4.2.

<sup>823</sup> Vgl. nur die eigene Darstellung zu den diesbezüglichen Bemühungen: *International Capital Market Association*, a.a.O., S. 2.

<sup>824</sup> Siehe oben 1.4.3.2.1.

<sup>825</sup> *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 11; *Keller/Kößler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 84.

<sup>826</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 3; *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 2.

großen Aufwand möglich ist.<sup>827</sup> Und andererseits wird es auch bei einer schriftlichen Beschlussfassung Gläubiger geben, denen der Ausgang unwichtig ist und die sich nicht beteiligen.

Die Tragweite des Unterschieds zwischen den Berechnungsmethoden hängt maßgeblich von den gewählten Prozentschwellen für Beschlussfähigkeit und Anwesendenmehrheit ab, weil sich daraus die mindestens erforderliche Mehrheit bezogen auf den gesamten ausstehenden Nennwert ableitet. In dieser Hinsicht ist beachtenswert, dass der Unterausschuss auf die im Rahmen der Beteiligung interessierter Kreise geäußerte Kritik an entscheidender Stelle reagiert hat. Im ursprünglichen Entwurf<sup>828</sup> war in Abschnitt 2.1.(a) eine Anwesendenmehrheit von zwei Dritteln vorgesehen. Außerdem sah Abschnitt 4.6 vor, dass bei einer vertagten Versammlung für alle Arten von Beschlüssen die Beschlussfähigkeit gegeben ist, wenn 25% des ausstehenden Gesamtnennwertes anwesend sind. Diese Schwellen wurden als zu niedrig angesehen und damit als unausgewogen zugunsten der Schuldner und zulasten der Gläubiger kritisiert.<sup>829</sup> Als in manchen Rechtsordnungen rechtlich problematisch wurde es insbesondere beurteilt, dass schon im Normalfall einer ersten Versammlung bei einer wesentlichen Änderung eine absolut gesehene Minderheit (zwei Drittel Anwesendenmehrheit von beschlussfähigen zwei Dritteln des ausstehenden Nennwertes = 44,44% des ausstehenden Nennwertes) die absolut gesehene Mehrheit zu binden vermag.<sup>830</sup> Dieser Einwand wurde vom Unterausschuss ernst genommen und aus ihm heraus erklären sich die in der endgültigen Fassung der CTR gewählte Anwesendenmehrheit von 75% bei wesentlichen Beschlüssen und die gleich bleibenden Anforderungen an die Beschlussfähigkeit für wesentliche Beschlüsse auch bei einer vertagten Versammlung. So ist sichergestellt, dass auch absolut

---

<sup>827</sup> Vgl. *Keller/Kößler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 84 Fn. 34.

<sup>828</sup> *Unterausschuss*, Draft Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 239.

<sup>829</sup> *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 3.

<sup>830</sup> A.a.O., S. 5 und 10.

gesehen einer wesentlichen Änderung stets mehr als die Hälfte des ausstehenden Nennwertes zustimmen (75% von zwei Dritteln = 50%).<sup>831</sup>

Der Unterausschuss geht davon aus, dass die von ihm schlussendlich gewählte Lösung dazu führt, dass die erforderlichen Mehrheiten in einer Versammlung und bei schriftlicher Beschlussfassung „gleich schwierig“ zu erreichen sind.<sup>832</sup> Darüber zu diskutieren, inwiefern dies zutrifft, ist müßig. Man mag davon ausgehen, dass sich die Mehrheiten in einer Versammlung leichter erreichen lassen als bei schriftlicher Beschlussfassung.<sup>833</sup> Entscheidender dürfte aber sein, dass gegen das schlussendliche Konzept keine durchgreifenden juristischen Bedenken bestehen.<sup>834</sup> Die gewählte Lösung ist (womöglich unnötig) kompliziert,<sup>835</sup> sie ist in sich jedoch stimmig und ausgewogen.

Die Abgrenzung der wesentlichen und sonstigen Beschlussgegenstände erscheint auf der Grundlage der CTR klar und wirft mit einer Ausnahme keine weiteren Fragen auf. Erörterungsbedürftig erscheint, dass Abschnitt 1.(h).(xi) CTR (Änderung des anwendbaren Rechts als wesentlicher Beschlussgegenstand) nur aufgenommen werden soll, wenn die Anleihe ausländischem Recht unterliegt.<sup>836</sup> Der Unterausschuss begründet dies damit, dass es für Inlandsanleihen nicht erforderlich sei, einen entsprechenden wesentlichen Beschlussgegenstand vorzusehen, weil der Emittent ohnehin in der Lage sei, sein nationales Recht anzupassen, ohne überhaupt die Zustimmung

---

<sup>831</sup> *Unterausschuss*, Supplemental Provisions, S. 2.

<sup>832</sup> A.a.O.

<sup>833</sup> So *Keller/Köbler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 84 Fn. 34. *Philipp*, NVwZ - Extra 2013, 1, 3, hält – allerdings ohne Argument oder Beleg und im Rahmen einer insgesamt äußerst fragwürdigen und oberflächlichen Auseinandersetzung mit der Materie, der jedweder Bezug zur internationalen Restrukturierungspraxis fehlt – gar den Erfolg einer schriftlichen Abstimmung für sehr unwahrscheinlich.

<sup>834</sup> Für grundlegende Kritik an Gläubigerversammlungen unter Zweckmäßigkeitsgesichtspunkten siehe *Tirado*, Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies, S. 22 f.

<sup>835</sup> Es sei nur an die zahlreichen Verästelungen der Grafik auf S. 186 erinnert.

<sup>836</sup> Gemäß Fußnote 5 der CTR.

der Gläubiger einzuholen.<sup>837</sup> Dieses Argument vermag nicht zu überzeugen.<sup>838</sup> Die entsprechende Unterscheidung erscheint überflüssig<sup>839</sup> und es erschließt sich inhaltlich nicht, warum eine konsensuale Änderung des anwendbaren Rechts einfacher möglich sein soll, wenn dem Schuldner zudem noch die Alternative eines unilateralen Vorgehens eröffnet ist. Auch wenn eine konsensuale Änderung der qualifizierten Mehrheit bedürfte, stünde außer Frage, dass der Schuldner auch den Weg über eine Änderung des nationalen Rechts (mit allen damit verbundenen Schwierigkeiten) wählen kann. Die in den CTR eingeführte Unterscheidung birgt eine Fehlerquelle für die Umsetzung in das nationale Recht. Denn sie erfordert bei der Schaffung eines gesetzlichen Bezugsrahmens ein Bewusstsein dafür, dass das entsprechende nationale Recht für den gesetzgebenden Staat selbst zwar sein eigenes Recht ist, für andere Staaten, die diese Rechtsordnung wählen, aber ein Fremdrecht darstellt.<sup>840</sup>

### **3.2.2 Emissionsübergreifende Änderung**

Die Regelungen zur Ermöglichung emissionsübergreifender Änderungen (bis zum Erscheinen der CTR im allgemeinen Sprachgebrauch stets Aggregation genannt) bilden ein besonderes Charakteristikum der europäischen Umschuldungsklausel.<sup>841</sup> Es ist unbestritten, dass ein weit angelegter Aggregationsmechanismus viele Vorteile für eine einheitliche und umfassende

---

<sup>837</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 6.

<sup>838</sup> So auch *Tirado*, Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies, S. 16 Fn. 53, dessen Begründung allerdings schwerlich nachvollziehbar ist.

<sup>839</sup> Vgl. *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 9.

<sup>840</sup> Die richtige Umsetzung in Deutschland ist in dieser Hinsicht nicht geglückt, siehe unten 4.2.1.4.

<sup>841</sup> Um das begriffliche Spektrum zu vervollständigen, sei darauf hingewiesen, dass im Bundesschuldenwesengesetz für das gleiche Institut der Begriff der "anleiheübergreifenden Änderung" verwendet wird (vgl. § 4a S. 2 BSchuWG). Die UmSchKI sprechen dann aber wieder von „emissionsübergreifender Änderung“.

Abwicklung einer Umschuldung bietet.<sup>842</sup> Er wirft jedoch auch eine Reihe von Fragen auf, auf die im Folgenden genauer einzugehen ist.

### 3.2.2.1 Grundlagen

Bemerkenswert ist zunächst die sehr weite Fassung des Anwendungsbereichs der Klausel. Die in den CTR enthaltene Version geht an dieser Stelle deutlich über die ursprünglichen Festlegungen der Eurogruppe hinaus.<sup>843</sup> In den Schlussfolgerungen vom 24./25. März 2011 war von einem Aggregationsmechanismus die Rede, der alle unter einer einheitlichen Rechtsordnung begebenen Anleihen erfasst. Diese Beschränkung, die als überflüssig kritisiert worden war,<sup>844</sup> ist entfallen. Der Unterausschuss sah keine juristischen Hürden, die gegen eine rechtsordnungsübergreifende Aggregation sprächen und wählte die erweiterte Konzeption.<sup>845</sup> Wichtig ist in diesem Zusammenhang die Regelung am Ende von Abschnitt 2.2 CTR, wonach für jede Emission eine gesonderte Abstimmung stattfindet. Dies ermöglicht jeweils die Einhaltung der je nach Rechtsordnung unterschiedlichen Regeln zum Ablauf des Entscheidungsprozesses.<sup>846</sup> Die Zusammenführung der Ergebnisse der Einzelabstimmungen zu einem Gesamtergebnis vollzieht sich dann auf der Ebene der gemeinsamen Berechnungsstelle.

Vor dem Hintergrund der weiten Konzeption stellt sich die Frage nach dem dogmatischen Fundament der emissionsübergreifenden Änderung. Zu suchen ist insofern nach einer Verbindung zwischen den einzelnen Emissionen, aus der heraus sich begründen lässt, dass die Gläubiger einer Emission ihre Entscheidungsgewalt über eine Änderung ihrer Anleihe teilweise in die Hände der Gläubiger einer anderen Emission legen. Nicht überzeugend ist insofern eine

---

<sup>842</sup> Vgl. *Sabel*, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 29, 39.

<sup>843</sup> Siehe oben 2.3.3.

<sup>844</sup> *Sester*, WM 2011, 1057, 1064.

<sup>845</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 4.

<sup>846</sup> A.a.o.

Ansicht, die hierfür (ohne argumentative Stütze) zwingend eine gesetzliche Grundlage verlangt (was eine rechtsordnungsübergreifende Aggregation höchst problematisch erscheinen ließe).<sup>847</sup> Von dieser Einzelmeinung abgesehen, ist es allgemeiner Konsens, dass die Grundlage für Aggregation auf vertraglicher Ebene geschaffen werden kann.<sup>848</sup> Die Untersuchung des IWF zu den rechtlichen Aspekten von Aggregationsklauseln aus dem Jahr 2003 hat insofern zwei Begründungslinien skizziert.<sup>849</sup> Eine Möglichkeit ist, dass alle erfassten Anleihen auf einen gemeinsamen Bezugspunkt verweisen. So war die Lösung Uruguays konstruiert, wo alle von der Aggregation erfassten Anleihen unter einem einheitlichen Treuhandvertrag<sup>850</sup> begeben wurden, der die Regelungen zum Aggregationsmechanismus enthielt.<sup>851</sup> Diese Variante scheidet im Kontext der CTR jedoch aus, da diese (überwiegend) auch in Situationen eingesetzt werden sollen, in denen es überhaupt keinen Anleihetreuhänder gibt. Als zweite Möglichkeit wird die Verbindung der aggregationsfähigen Anleihen durch unmittelbare wechselseitige Öffnung für Aggregation genannt.<sup>852</sup> Diese Reziprozität wird erreicht, wenn in allen in Frage kommenden Anleihen eine identische Aggregationsklausel aufgenommen wird. Man mag eine derartige auf Reziprozität ausgelegte Klausel auch als „unilateral“ bezeichnen,<sup>853</sup> weil sie jede betreffende Anleihe einseitig für die Teilnahme an einer aggregierten

---

<sup>847</sup> Kerber, Souveränität und Konkurs, S.72, der zudem ein solches Gesetz für rechtswidrig hält.

<sup>848</sup> Auch die *International Capital Market Association*, die kein Freund der Aggregationsklausel war (vgl. nur die kritische Position in: Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 12 f.), setzte sich bereits im Jahr 2010 in ihrem Sovereign Bond Consultation Paper 2010, S. 11, mit der Opportunität von Aggregationsklauseln aus Investorensicht auseinander, ohne die rechtliche Machbarkeit in Frage zu stellen. Diese Entwicklung hat sich so fortgesetzt, dass die *ICMA* mittlerweile einen konkreten Vorschlag für eine standardisierte Aggregationsklausel für außereuropäische CAC diskutiert, der sich in einigen Punkten an die europäischen Musterklauseln anlehnt; vgl. Sovereign Bond Consultation Paper 2013.

<sup>849</sup> *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, S. 18 f.

<sup>850</sup> *Trust indenture*.

<sup>851</sup> Szodruich, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 229.

<sup>852</sup> *Internationaler Währungsfonds*, a.a.O.

<sup>853</sup> Keller, Umschuldung von Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 157, 176.

Abstimmung öffnet, ohne dass feststeht, bei welchen anderen Anleihen dies auch geschehen wird. Mit dem zuletzt genannten Modell lässt sich die Lösung der CTR dogmatisch fundieren. Die Aggregationsklausel wird in alle (die europäischen CAC enthaltenden) Anleihen identisch eingefügt und öffnet damit auf vertraglicher Grundlage jede dieser Anleihen dafür, dass besondere Mehrheitsschwellen gelten, wenn eine Abstimmung mit in diesem Punkt gleich gestrickten Anleihen erfolgt. Damit liegt dogmatisch betrachtet das Fundament der Aggregation im Vertragswerk jeder einzelnen betroffenen Anleihe für deren Gläubiger.

### 3.2.2.2 Zweistufigkeit

Diesem Befund entspricht es auch, dass die emissionsübergreifende Änderungsmöglichkeit zweistufig ausgestaltet wurde. Zwar streitet gewiss für eine einstufige Aggregation, dass sie das Hold-out-Problem nicht nur zurückdrängt, sondern praktisch vollständig überwindet<sup>854</sup> und die Erfolgchancen einer Umschuldung noch weiter erhöht.<sup>855</sup> Sie wurde daher bisweilen auch für die europäische Umschuldungsklausel favorisiert.<sup>856</sup> Der Unterausschuss hat eine einstufige Lösung indes unter anderem wegen Zweifeln an der dogmatischen Tragfähigkeit verworfen.<sup>857</sup> Diese Zweifel erscheinen begründet, weil sich eine einstufige Aggregation völlig von der durch die

---

<sup>854</sup> *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 304, der allerdings auch im Kontext einer gesetzlichen Lösung (des deutschen SchVG) argumentiert und als Korrelat für die einstufige Aggregation stark ausgeprägte materielle Schutzvorkehrungen fordert, siehe unten Fn. 885.

<sup>855</sup> Weshalb sie mittlerweile durchaus die Sympathien des IWF gefunden hat, vgl. *Internationaler Währungsfonds*, Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 30.

<sup>856</sup> Interessanterweise beispielsweise vom *Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft*, siehe *ders.*, Stellungnahme zu "Collective Action Clauses", S. 3. Für Einstufigkeit aus Nützlichkeitsgesichtspunkten auch *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, S. 42, *Buchheit/Gelpert/Gulati/Panizza/Weder di Mauro/Zettelmeyer*, Revisiting Sovereign Bankruptcy, S. 26 und 30.

<sup>857</sup> Vgl. *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 3. Als zweiter, inhaltlich ebenfalls gewichtiger Grund wird die Schutzwirkung eines Zustimmungserfordernisses in jeder betroffenen Anleihe hinsichtlich missbräuchlich unausgewogener Beschlüsse zu Lasten eines Teils der Gläubigerschaft genannt. Auf diese Thematik ist sogleich ausführlich zurück zu kommen.

Einheitlichkeit der vertraglichen Bande und damit durch die Gleichartigkeit der Stellung der Gläubiger charakterisierten Einzelemission als dogmatischem Bezugspunkt löst und die Entscheidungsgewalt sehr weitreichend in fremde Hände legt. Dies erscheint auf rein vertraglicher Grundlage nicht legitimierbar.<sup>858</sup> Man denke nur an eine relativ kleine Einzelemission, die in der großen Masse der aggregierten Forderungen kaum ins Gewicht fällt. Hier würden die Gläubiger, selbst wenn sie sich emissionsintern einig wären, bei einem einstimmigen Mechanismus jedweder Änderung mehr oder minder beliebig ausgeliefert und fast vollständig fremdbestimmt. Die zweistufige Ausgestaltung überzeugt also als der rechtssicherere und auch ausgewogenere Weg.

### 3.2.2.3 Flexible Handhabung

Die in den CTR gewählte Gestaltung zeichnet sich dadurch aus, dass sie dem Emittenten sehr große Flexibilität bei ihrer Handhabung einräumt.<sup>859</sup> Der Emittent ist völlig frei darin, ob er eine emissionsübergreifende Änderung anstrebt oder nicht und welche Emissionen er in einem einheitlichen Entscheidungsprozess zusammenfasst. So ist es insbesondere möglich, dass ein Emittent seine Anleihen auf mehrere Gruppen aufteilt und für jede dieser Gruppen einen gesonderten Änderungsvorschlag vorlegt, über den er innerhalb der Gruppe emissionsübergreifend abstimmen lässt. Ebenso gut ist es aber auch möglich, alle Anleihen in einem einzigen Entscheidungsprozess zusammen zu fassen und allen neue Anleihen mit identischen Merkmalen anzubieten.<sup>860</sup> Eine derartige „Einheitslösung“ ohne Rücksicht auf die Ausgangssituation<sup>861</sup> ermöglicht es, die

---

<sup>858</sup> Keller/Köbber, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 86.

<sup>859</sup> So auch Sabel, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 29, 40.

<sup>860</sup> Kenadjian, The Aggregation Clause in Euro Area Government Securities: Game Changer or Flavor of the Month?, in: Bauer/Cahn/ders. (Hrsg.), wie vorstehend, S. 113, 127.

<sup>861</sup> Ein besonders bemerkenswertes Beispiel für eine solche Einheitslösung bei ganz unterschiedlichen Ausgangssituationen ist die griechische Umschuldung, vgl. Zettelmeyer/Trebesch/Gulati, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, S. 20.



Komplexität einer Umschuldung gering zu halten. Ein solches Szenario lenkt den Blick aber auch deutlich auf die Frage, ob die „Einheitslösung“ denn auch wirklich stets für alle einbezogenen Anleihen passt oder wie mit drohenden Gläubigerungleichbehandlungen umzugehen ist.

#### **3.2.2.4 Gefahr der Gläubigerungleichbehandlung**

Die wesentliche Sorge, die das Konzept einer emissionsübergreifenden Änderung hervorruft, betrifft die Gefahr von Gläubigerungleichbehandlungen.<sup>862</sup> Bei einem auf eine Anleihe begrenzten Änderungsvorschlag befinden sich alle Gläubiger in der gleichen Ausgangssituation, so dass für den Regelfall davon auszugehen ist, dass sie eine gleichlaufende Interessenlage haben.<sup>863</sup> Dies ist im Fall der emissionsübergreifenden Änderung alles andere als selbstverständlich. Hier werden unterschiedlichste Anleihen, hinter denen auch wirtschaftlich betrachtet unterschiedliche Investitionskonzepte und –risiken stehen, in einen Topf geworfen. Eine bestimmte Änderung der Anleihebedingungen kann je nach Ausgangslage verschiedene Gläubiger verschieden hart treffen. Ein sicherlich überspitztes aber sehr illustrierendes Beispiel ist es, sich vorzustellen, dass die Gläubiger von Diskontanleihen in eine Abstimmung über die Senkung der Verzinsung einbezogen werden.<sup>864</sup>

Der wichtigste Parameter, durch den sich die Ausgangslage der Gläubiger unterscheidet, dürfte die Restlaufzeit ihrer Papiere sein. Von ihr hängt es beispielsweise entscheidend ab, mit welchem ökonomischen Gewicht sich ein nomineller Forderungsverzicht in der finanzmathematisch entscheidenden Kategorie des Barwertes<sup>865</sup> niederschlägt.<sup>866</sup> Es stellt sich allerdings die Frage,

---

<sup>862</sup> *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, S. 15 f.

<sup>863</sup> Mit dem Ausnahmefall, dass dies aus Gründen der Nähe zum Emittenten nicht so ist, befasst sich die Klausel zum Stimmrechtsausschluss, siehe 3.2.5.

<sup>864</sup> Vgl. *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 13.

<sup>865</sup> *Net present value*.

<sup>866</sup> Ökonomisch unsinnig und somit sachwidrig ist es dagegen, Nennwerte unterschiedlicher Laufzeiten und Verzinsung eins zu eins unter der Annahme miteinander zu vergleichen, diese seien werthaltig, um sodann den Nominalverzicht mit dem „wirtschaftlichen Verlust“

welcher Stellenwert dem Kriterium der Restlaufzeit unter einem juristischen Blickwinkel zukommen sollte. Der IWF hat in seiner grundlegenden Untersuchung zum Thema Aggregation insofern auf eine Differenzierung dahin gehend abgestellt, ob zum Zeitpunkt der Umschuldung bereits ein Kreditereignis (*default*) wie insbesondere ein Zahlungsausfall eingetreten ist.<sup>867</sup> Dahinter steht die Erwägung, dass durch den Eintritt eines Kreditereignisses alle Anleihen insgesamt sofort fällig werden (können),<sup>868</sup> so dass es keine Restlaufzeiten mehr gibt. Bei einer frühzeitigen Umschuldung<sup>869</sup> dagegen sei die Restlaufzeit ein wertbildender Faktor und darauf zu achten, dass es nicht zu einer Diskriminierung bestimmter Laufzeitbereiche kommt.<sup>870</sup> Diese Sichtweise erscheint für den Kontext der europäischen Umschuldungsklausel nicht überzeugend. Denn es ist der wesentliche Zweck des ESM, einen unkoordinierten Zahlungsausfall eines Mitgliedstaates auf jeden Fall zu verhindern. Aus diesem Grund wird zum Zeitpunkt des CAC-Einsatzes durch einen Euro-Staat technisch betrachtet kaum je ein Kreditereignis eingetreten sein, auch wenn in der Sache ein nicht mehr tragfähiger Verschuldungsgrad vorliegt und der Marktzugang längst verloren gegangen ist. So stellt ein CAC-Einsatz unabhängig von der technischen Definition von Kreditereignissen<sup>871</sup> in den Anleihebedingungen das

---

gleichzusetzen. So aber (im Kontext der Diskussion der griechischen Umschuldung) ohne Problembewusstsein *Sandrock*, WM 2013, 393, 395.

<sup>867</sup> *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, S. 16.

<sup>868</sup> Dies setzt entsprechende Vertragsgestaltungen (*cross-default-clauses*, vgl. dazu *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 168 ff.) oder gleichwertige Institute im anwendbaren Recht (z.B. ein außerordentliches Kündigungsrecht) voraus.

<sup>869</sup> „*Pre-default*“.

<sup>870</sup> *Internationaler Währungsfonds*, a.a.O., S. 16. Ebenso auch *Keller*, Umschuldung von Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 157, 173.

<sup>871</sup> Die sich (nachdem ein CAC-Einsatz ja keinen Verstoß gegen die Anleihebedingungen bedeutet) ohnehin nicht mit der Handhabung des Begriffs durch Ratingagenturen und im Rahmen von CDS deckt. Für letztere stellt ein CAC-Einsatz einen *default* dar. Vgl. zu Griechenland: *International Swaps and Derivatives Association*, Greek Sovereign Debt FAQ. Siehe allgemein zur Problematik, wann eine Umschuldung ein Kreditereignis bei CDS auslöst: *Waibel*, Steering Sovereign Debt Restructurings Through the CDS Quicksand, passim.

Eingeständnis einer strukturellen Überschuldung dar.<sup>872</sup> Die Interessenlage bei einem Einsatz der europäischen Umschuldungsklausel gleicht also stets einer Umschuldung im Zahlungsausfall. Denn dieser wäre bereits eingetreten, wenn der ESM nicht eingesprungen wäre, und wird sofort eintreten, wenn die Umschuldung als Teil der Konditionalität der ESM-Hilfe keinen Erfolg hat. Die Restlaufzeiten der in die Umschuldung einbezogenen Anleihen stehen damit nur noch auf dem Papier, der durch sie in normalen Zeiten verkörperte Wert ist durch die Krisensituation bereits verloren gegangen bzw. nivelliert. Eine Diskriminierung innerhalb der Gläubigerschaft unter Laufzeitgesichtspunkten stellt also aus juristischer Warte nach hier vertretener Auffassung nicht per se ein Problem der emissionsübergreifenden Änderungsmöglichkeit dar.<sup>873</sup> Dagegen, auf eine Barwertbetrachtung als Gleichbehandlungsmaßstab abzustellen, spricht überdies auch, dass sie nur sehr schwierig handhabbar ist. Vor allem lässt sich

---

<sup>872</sup> Dies erscheint bei allen politischen Unsicherheiten zum Verhältnis von ESM-Hilfe und CAC-Einsatz (vgl. oben 2.5.3) als gesichert. Vgl. nur Erwägungsgrund (12) des ESM-Vertrages, wonach ein PSI nur im Zusammenspiel mit einem makroökonomischen Anpassungsprogramm (Art. 16 Abs. 2 ESMV) in Betracht zu ziehen ist. Setzt man die in der vorliegenden Arbeit vorgeschlagenen Missbrauchsschutzmechanismen um (siehe oben 2.5.5. und unten 3.3.3.3), so ist dieser Zusammenhang auch rechtlich verbürgt.

<sup>873</sup> Unentschieden aber in der Tendenz kritisch hinsichtlich der Beurteilung von Laufzeitunterschieden *Burn*, Bondholder Resolutions in the Courtroom, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 73, 81. Aus ökonomischer Perspektive für eine Regel, wonach kürzere Laufzeiten stärker verzichten müssen als längere: *Buchheit/Gelper/Gulati/Panizza/Weder di Mauro/Zettermeyer*, Revisiting Sovereign Bankruptcy, S. 38. Den CAC-Einsatz gar nur auf zu einem bestimmten Zeitpunkt gerade fällig werdende Anleihen beziehen wollen *Corsetti/Devereux/Hassler/Saint-Paul/Sinn/Sturm/Vives*, EEAG Report on the European Economy 2011, 71, 85. Aus juristischer Warte äußerst interessant sind in diesem Zusammenhang die Erwägungen von *Li, Yanying*, IILR 2013, 243, 252 f: gestützt auf das Argument, dass ein Staat anders als ein privater Gläubiger nicht liquidiert werden kann, spricht er sich dafür aus, dass nur während einer vom Schuldnerstaat auf der Grundlage einer Schuldentragfähigkeitsanalyse vorab definierten „Krisendauer“ fällig werdende Forderungen in eine Umschuldung (er beschäftigt sich mit möglichen Regeln für einen schiedsgerichtsasierten Mechanismus) einbezogen werden sollen. Die rechtliche Nivellierung der Laufzeitunterschiede in zivilrechtlichen Insolvenzregimen beruhe nämlich auf der Möglichkeit zur Liquidation, da sie die sofortige Verteilung des Liquidationserlöses ermögliche, und lasse sich nicht auf Staatsschulden übertragen. *Li* geht davon aus, dass ein Staat irgendwann die Krise in jedem Fall überwinden wird und dass bis dahin noch nicht fällige Anleihen dann im Unterschied zu während der Krise ausgelaufenen Anleihen wieder werthaltig werden. Gegen diese Erwägung ist einzuwenden, dass ohne Umschuldung auch die zwischenzeitlich notleidenden Schulden nicht von selbst verschwinden, sondern das Krisenende überdauern (bzw. hinauszögern). In praktischer Hinsicht macht die Einbeziehung lang laufender Forderungen regelmäßig schon deshalb Sinn, weil ein typisches Anliegen der Umschuldung auch die Minderung der Zinslasten während der Krisenphase ist.

die entscheidende Rechengröße, nämlich der Zinssatz für die Abzinsung, nur auf der Grundlage von Wertungen bestimmen. Selbst bei einer *ex-post*-Berechnung (also nach erfolgreicher Umschuldung) bestehen hier verschiedene Berechnungsmöglichkeiten, die sich sinnvollerweise am Markterfolg der umgeschuldeten Anleihen orientieren.<sup>874</sup> Für eine Bewertung des Änderungsvorschlages *ex ante* fällt dieser Bezugspunkt aber naturgegeben weg. Auch der im Rahmen der Stimmgewichtsberechnungen gewählte Ansatz, jede Anleihe mit ihrem eigenen Zinssatz abzuzinsen, ginge für die hiesige Problemstellung an der Sache vorbei. Denn dort dient die Abzinsung nur dazu, die Bestandteile einer Anleihe untereinander vergleichbar zu machen und es handelt sich um eine nominale Betrachtung, die die krisenbedingten Wertverluste ausklammert (was für die Stimmgewichtung sachgemäß ist, nicht jedoch für den Vergleich von Verzichtleistungen).

Auch wenn deutlich wurde, dass die Restlaufzeit kein maßgebliches Kriterium für die Beurteilung von Gläubigerungleichbehandlungen ist, verbleiben unzählige Fallgestaltungen, die potentiell als missbräuchlich zu beurteilen sein können. Die Gefahr der Gläubigerungleichbehandlung ist also nicht generell von der Hand zu weisen und es stellt sich die Frage, wie die CTR ihr begegnen.

### **3.2.2.5 Schutzmechanismen gegen Gläubigerungleichbehandlung**

Die CTR setzen auf zwei Mechanismen, um die Gefahr ungerechtfertigter Gläubigerungleichbehandlungen zu bannen. Maßgebende Bedeutung kommt zunächst der bereits erörterten Zweistufigkeit der Mehrheitsanforderungen zu.<sup>875</sup> Dadurch, dass ein Änderungsvorschlag in jeder einzelnen Emission eine (wenn auch im Rahmen der emissionsübergreifenden Änderung abgesenkte) Mehrheit erreichen muss, wird die Gefahr, dass einzelne Emissionen in von ihnen als unfair empfundener Weise von einem Vorschlag betroffen werden, im Grundsatz

---

<sup>874</sup> Dazu eingehend mit Ausführungen zum theoretischen Hintergrund: *Cruces/Trebesch*, *Sovereign Defaults: The Price of Haircuts*, S. 4 ff. Zur Berechnung der Verluste bei der Umschuldung Griechenlands siehe *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, S. 17 ff.

<sup>875</sup> *Unterausschuss*, *Collective Action Clause Explanatory Note*, S. 3.

stark minimiert, weil jeder Emission eine eigene Ablehnungsmöglichkeit verbleibt.<sup>876</sup>

Den zweiten Sicherungsmechanismus bildet Abschnitt 2.3 CTR. Dieser war im ersten Entwurf der Umschuldungsklauseln noch nicht enthalten und ist nachträglich aufgenommen worden, um im Zusammenspiel mit der zweistufigen Mehrheitsschwelle Missbrauchsgefahren auszuschalten.<sup>877</sup> So geht der Unterausschuss davon aus, dass diese Vorkehrungen sicherstellen, dass nur wirtschaftlich vernünftige Gläubigergruppen gebildet werden. Abschnitt 2.3 CTR erweist sich in diesem Zusammenhang als vielschichtige und auslegungsbedürftige Regelung. Er spricht von der Möglichkeit, Alternativvorschläge zu unterbreiten und stellt hierfür Voraussetzungen auf.

Damit wird zunächst klargestellt, dass es (unter Wahrung der in Abschnitt 2.3 CTR aufgestellten Voraussetzungen) ohne Weiteres möglich ist, den Gläubigern die Wahl zwischen mehreren neuen Anleihegestaltungen zu eröffnen (so dass die Zwangswirkung der Mehrheitsentscheidung nur dahin geht, dass überhaupt eine der Optionen gewählt werden muss, aber jeder Gläubiger für sich entscheiden kann, welche). Ein solches Vorgehen entspricht der Praxis bei Umtauschangeboten.<sup>878</sup> In diesem Zusammenhang ist die Frage aufgetaucht, wie sich eine solche Auswahl technisch abwickeln lässt.<sup>879</sup> Es dürfte der praktikabelste und einfachste Weg sein, eine der angebotenen Gestaltungen als die Standardlösung zu definieren und die Gläubiger über den zwangsweisen Umtausch in diese Standardlösung abstimmen zu lassen. In die Standardlösung integrieren lässt sich sodann ein (naheliegender Weise zeitlich eng befristetes) Optionsrecht zum rein freiwilligen Weitertausch in eine der Alternativen. Von der

---

<sup>876</sup> Vgl. auch *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, S. 20.

<sup>877</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 3 f.

<sup>878</sup> Siehe oben 1.3.2.4.

<sup>879</sup> *Kenadjian*, The Aggregation Clause in Euro Area Government Securities: Game Changer or Flavor of the Month?, in: *Bauer/Cahn/ders. (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 113, 130 Fn. 33.

zeitlichen Abfolge her kann die Optionsrechtsausübung auch in die Stimmrechtsausübung integriert werden.<sup>880</sup>

Mit Blick auf den Schutz gegen Gläubigerungleichbehandlungen bedeutsam sind nunmehr die von Abschnitt 2.3 CTR aufgestellten Voraussetzungen. Die erste Voraussetzung ist,<sup>881</sup> dass hinsichtlich jeder einbezogenen Anleihe auch eine Änderung der Anleihebedingungen vorgeschlagen werden muss.<sup>882</sup> Dieses Erfordernis muss im Wege des Erst-recht-Schlusses auch gelten, wenn überhaupt keine alternativen Möglichkeiten bestehen, sondern nur ein Änderungsvorschlag unterbreitet wird. An dieser Vorgabe würde also das vorgenannte Beispiel einer Einbeziehung von Diskontpapieren in eine Entscheidung über die Senkung der Verzinsung scheitern. Darüber hinaus, und dies bildet den Kern der Regelung, muss allen beteiligten Gläubigern das Gleiche angeboten werden, d.h. alle angebotenen Alternativen müssen allen Gläubigern offen stehen. Dadurch soll verhindert werden, dass einem Teil der Gläubiger bessere Konditionen angeboten werden, um ihre Zustimmung zu erkaufen.<sup>883</sup>

Aufgrund der gewählten Formulierung und den Erläuterungen des Unterausschusses<sup>884</sup> ist zweifellos davon auszugehen, dass es sich bei dem dergestalt ausgeformten Gleichbehandlungsgebot um ein rein formales Kriterium handelt, wonach die für die Zukunft angebotenen Anleihebedingungen für alle gleich sein müssen. Auf eine Gleichwertigkeit der darin liegenden Veränderung gegenüber dem *status quo* für alle Betroffenen (also darauf, ob alle gleich stark

---

<sup>880</sup> Alternativ lässt sich der Beschlussgegenstand auch so definieren, dass der zwangsweise Umtausch in diejenige neue Anleihevariante erfolgt, die von den meisten Gläubigern freiwillig gewählt wurde; so z.B. das Vorgehen bei der Umschuldung der Seychellen 2009/10, vgl. *Republik Seychellen*, Prospekt zum Umtauschangebot vom 7.12.2009, S. 10 f.

<sup>881</sup> Nach dem hier vertretenen Verständnis. Dieses hat sich im Wortlaut der Übersetzung in den deutschen Umschuldungsklauseln in keiner Weise niedergeschlagen, siehe unten 4.2.2.1.1.

<sup>882</sup> Wortlaut „(...) *modification of the terms and conditions of each affected series* (...)“.

<sup>883</sup> Vgl. *Sabel*, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 29, 41.

<sup>884</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 4.

belastet werden) kommt es dagegen nicht an.<sup>885</sup> Bei auf Barwerte abstellender wirtschaftlicher Betrachtung führt eine formale Gleichbehandlung vielmehr bei Aggregation unterschiedlicher Laufzeiten zwangsläufig zu unterschiedlich großen Barwertverlusten.<sup>886</sup> Ein materielles Prüfungskriterium für emissionsübergreifende Änderungsvorschläge ist in den CTR nicht vorgesehen oder angelegt.<sup>887</sup> Eine Klauselgestaltung, die die Vorgabe macht, die ursprünglichen Relationen der betroffenen Anleihen auch im Umschuldungsergebnis aufrecht zu erhalten, wäre grundsätzlich denkbar.<sup>888</sup> Es verdient jedoch Zustimmung, dass der Unterausschuss diesen Weg nicht gewählt hat. Zum einen basiert er maßgeblich auf dem Kriterium der Laufzeit (aus dem sich auch die Zinskurve des Emittenten ergibt), dessen fehlende Tragfähigkeit für die Beurteilung von Gläubigerungleichbehandlungen bereits erörtert wurde. Zum anderen wäre er äußerst komplex. Denn wenn man den Ansatz, alle Anleihen müssten sich linear in gleicher Weise verschlechtern, konsequent umsetzen will, so müsste man verlangen, dass alle Anleihen in Barwerten den gleichen Verlust erleiden, was nur durch umfangreiche Berechnungen zu ermitteln wäre.

Abschnitt 2.3 CTR erscheint grundsätzlich als sinnvolle Regelung und deckt einen weiten Bereich der denkbaren Missbrauchsgefahren ab. Es sind jedoch auch zwei offene Flanken festzustellen, wo kein Schutz besteht. So verhindert die Regelung zum einen nicht, dass bestimmte Anleihen überhaupt nicht mit einbezogen werden und im Extremfall sogar ungeschoren davonkommen.<sup>889</sup>

---

<sup>885</sup> Für ein solches Kriterium der Belastungsgleichheit als unerlässliche Sicherung von Aggregationsklauseln spricht sich (im Kontext theoretischer Erwägungen zur Einführung eines Aggregationsmechanismus in das deutsche Schuldverschreibungsrecht) *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 305 f., aus.

<sup>886</sup> Vgl. *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, S. 21.

<sup>887</sup> Zur Thematik einer materiellen Missbrauchskontrolle siehe sogleich.

<sup>888</sup> *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, S. 14, dort wird dieser Ansatz als „*bucket approach*“ (sinngemäß Korb-Ansatz) diskutiert.

<sup>889</sup> Bei der Umschuldung Griechenlands hat es für große Verbitterung bei privaten Gläubigern gesorgt, dass Anleiheserien, in denen zuvor die Bestände der EZB gebündelt worden waren, von einer Umschuldung verschont geblieben sind. Siehe dazu *Kopf*, Sovereign Debt

Zum anderen ist die Regelung blind für Missbrauchsfälle, die sich aus der Zusammensetzung der Gläubigerschaft der betroffenen Anleihen ergeben. So wurde beispielsweise die Besorgnis geäußert, dass Privatanleger kaum je eine Sperrminorität in einer Anleihe haben dürften, während Banken und andere institutionelle Anleger häufig über Mehrheiten verfügen werden und dies dazu führen könnte, dass eine Umschuldungslösung zuungunsten der Privatanleger beschlossen wird.<sup>890</sup> Die beiden skizzierten Fallgruppen stellen indes kein Phänomen dar, das sich spezifisch nur im Falle einer emissionsübergreifenden Änderung stellt. Ein solcher Missbrauch ist in gleicher Weise auch bei einer emissionsweisen Vorgehensweise denkbar. Es handelt sich daher um ein grundsätzlicheres Problem. Das Fehlen materieller Missbrauchsschutzmaßstäbe ist ein grundlegendes Defizit der europäischen CAC, auf das nachfolgend ausführlich zurück zu kommen ist, sobald die Erörterung der Einzelregelungen abgeschlossen ist.<sup>891</sup>

### **3.2.3 Teilweise emissionsübergreifende Änderung**

Will der Emittent eine erfolgreiche emissionsübergreifende Änderung durchführen, so setzt dies sehr viel taktisches Gespür bei der Gruppierung der in die Abstimmung einbezogenen Emissionen voraus. Denn bereits das Verfehlen der emissionsbezogenen Mehrheitsschwelle in einer beteiligten Anleihe führt aufgrund des zweistufigen Mechanismus zum Scheitern der gesamten anleiheübergreifenden Änderung. Da es in der Praxis schwierig sein dürfte, das Abstimmungsverhalten der Gläubiger verlässlich im Vorhinein zu prognostizieren, ist die Gefahr des Scheiterns einer emissionsübergreifenden Änderung vergleichsweise hoch.<sup>892</sup> Um an diesem Punkt Abhilfe zu schaffen, wurde in Abschnitt 2.4 CTR die Möglichkeit der teilweisen

---

Restructuring: Lessons from History, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 149, 151 und 170.

<sup>890</sup> *Philipp*, NVwZ - Extra 2013, 1, 3.

<sup>891</sup> Siehe unten 3.3.3.

<sup>892</sup> Vgl. *Sabel*, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 29, 41.



emissionsübergreifenden Änderung aufgenommen. Die ursprüngliche Entwurfsfassung der Regelung war noch völlig anders gestaltet als die jetzige. Sie sah für den Emittenten die Möglichkeit vor, nach Vorliegen des letzten Abstimmungsergebnisses innerhalb von 10 Tagen mitzuteilen, dass die emissionsübergreifende Änderung nur teilweise erfolgreich war und daher nur für die Emissionen gilt, bei denen die erforderlichen Mehrheiten erreicht sind.<sup>893</sup> Diese Gestaltung war auf erhebliche Ablehnung seitens der ICMA gestoßen, die zu Recht moniert hat, dass die Gläubiger im Zeitpunkt der Stimmabgabe überhaupt nicht wissen, auf welcher Basis und mit welcher Reichweite sie abstimmen.<sup>894</sup> Darin wurde zutreffend die Gefahr gesehen, Gläubiger könnten eher sogleich mit „Nein“ stimmen, als zu riskieren, sich am Ende als Teil einer sehr kleinen emissionsübergreifenden Änderung wieder zu finden. Die endgültige Fassung der Klausel greift diese Kritik auf und wählt die eindeutig vorzugswürdige Lösung, wonach bereits bei der Einberufung der Gläubigerversammlung<sup>895</sup> mitgeteilt werden muss, dass und unter welchen Voraussetzungen es zu einer teilweisen emissionsübergreifenden Änderung kommen wird. Wie bereits angesprochen<sup>896</sup> wirft die in den deutschen Umschuldungsklauseln gewählte Übersetzung für Abschnitt 2.4 CTR die Auslegungsfrage auf, ob es dem Emittent zusätzlich zu der Entscheidung, ob es überhaupt eine teilweise Änderungsmöglichkeit geben soll oder nicht, möglich ist, weitere Bedingungen für den Erfolg einer teilweisen emissionsübergreifenden Änderung zu definieren. Nach hiesiger Auffassung ist dies zweifelsfrei zu bejahen, was sich sowohl aus dem originalen Wortlaut<sup>897</sup> und der Systematik (die

---

<sup>893</sup> Entwurfsfassung vom Juli 2011, abgedruckt in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 239, 242.

<sup>894</sup> *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 14.

<sup>895</sup> Es stellt eine unnötige Unschärfe in der Formulierung dar, dass in Abschnitt 2.4.(a) CTR lediglich von „vor dem Stichtag“ die Rede ist, während Abschnitt 4.3.(c) CTR die Angabe in der (notwendigerweise vor dem Stichtag liegenden) Einberufung verlangt.

<sup>896</sup> Oben Fn. 788.

<sup>897</sup> „*The Issuer has publicly notified the holders (...) of the conditions under which the proposed cross-series modification will be deemed to have been approved if it is approved [by the requisite majority]*“. Es muss also neben den Mehrheitsschwellen noch weitere Voraussetzungen geben (können).

Aufgliederung in lit. a und b macht keinen Sinn, wenn das Erreichen der Mehrheitsschwellen in einem Teil der Emissionen die einzige Voraussetzung ist) ergibt, als auch aus den Erwägungen des Unterausschusses. Dort heißt es, man knüpfe an die dem Markt vertraute Praxis bei Umtauschangeboten an, wo es üblich ist, dass der Schuldner eine Mindestbeteiligungsschwelle angibt, ab der er sich an das Umtauschangebot gebunden hält.<sup>898</sup> Der Emittent kann also im Rahmen von Abschnitt 2.4 CTR frei Bedingungen dafür formulieren, wann eine teilweise emissionsübergreifende Änderung erfolgreich sein soll. Naheliegender wird es sein, eine Untergrenze für den Gesamtnennwert der von der Änderung erfassten Anleihen zu definieren,<sup>899</sup> um zu verhindern, dass die mit „Ja“ stimmenden Gläubiger auf etwas verzichten, ohne dass die erforderliche Entschuldungswirkung insgesamt erreicht wird. Bei diesem Verständnis ermöglicht es die Regelung dem Emittenten, zunächst eine möglichst ambitionierte Aggregation zu versuchen und gleichzeitig für den Fall des teilweisen Scheiterns auf dem für seinen Fortbestand wirklich unabdingbaren Niveau ein „Sicherheitsnetz“ einzubauen. Dies erscheint sachgerecht und mit Blick auf die strategische Gemengelage in einer Umschuldungssituation für beide Seiten hilfreich.

Als Nächstes wendet sich die Analyse den Regelungen zum Stimmrecht zu. Hier bedürfen die Nennwertberechnungen in Sonderfällen und die Stimmrechtsausschlüsse der vertieften Betrachtung.

### **3.2.4 Nennwertberechnungen**

Die Regeln zur Nennwertberechnung in Sonderfällen (Fremdwährungsanleihen, Anleihe-Strips, Diskontpapiere, indexierte Wertpapiere) spielen nur bei einer emissionsübergreifenden Änderung eine Rolle (und sind gemäß Abschnitt 4.9. CTR auch nur dann anzuwenden). Denn bei einer auf eine Emission begrenzten

---

<sup>898</sup> Vgl. *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 4.

<sup>899</sup> Vgl. *Sabel*, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 29, 42.

Änderung weisen alle beteiligten Anleihen definitionsgemäß (Abschnitt 1.(d) CTR) die gleichen Merkmale auf, so dass sich ihr relatives Verhältnis zueinander auch bei indexierten Wertpapieren und Diskontpapieren nach Nennwerten genauso darstellt wie nach auf einen Zeitpunkt während der Laufzeit ermittelten Werten. Auf den ersten Blick unklar erscheint lediglich, wie mit Anleihe-Strips zu verfahren ist, wenn eine auf die Ursprungsemission beschränkte Änderung erfolgen soll. In den CTR und den begleitenden Materialien wird diese Frage nicht ausdrücklich erörtert, die Antwort dürfte sich jedoch aus der Systematik<sup>900</sup> der Definition des Emissionsbegriffs und der CTR insgesamt ergeben. Anleihe-Strips weisen nicht mehr die gleichen Merkmale auf wie die Ursprungsanleihe, sondern werden von den CTR als eigenständige Diskontpapiere behandelt. Sie müssen also durch das Stripping aus ihrer Ursprungsemission heraus fallen (deren ausstehender Nennwert wird dadurch kleiner) und für jeden Bestandteil entsprechend seinem Fälligkeitstermin eine neue, eigenständige Emission im Sinne der CTR bilden (für die theoretisch jeweils wiederum eine isolierte Änderung möglich wäre). Ein solches Vorgehen entspricht im Übrigen auch der praktischen Handhabung (am Beispiel Deutschlands), wonach die abgetrennten Bestandteile eine neue Wertpapierkennnummer erhalten und Zins-Strips mit einheitlicher Laufzeit ungeachtet ihrer Herkunft und ihres ursprünglichen Nominalbetrages sogar unter einer Wertpapierkennnummer zusammengefasst werden.<sup>901</sup> Folgerichtig muss man eine durch Rekonstruktion entstandene vollständige Anleihe<sup>902</sup> dann wieder als Teil der Ursprungsemission behandeln. Eine Klarstellung dieser Fragen in den CTR wäre zweifelsohne wünschenswert gewesen.

Inhaltlich erscheinen die Regelungen zu Fremdwährungsanleihen und indexierten Wertpapieren überzeugend. Erörterungsbedarf wirft dagegen das für

---

<sup>900</sup> Zur Abgrenzung der durch die Anleihebedingungen definierten Anleiheemission selbst („*the Bonds*“ in den CTR; „diese Bundeswertpapiere (deren Bestandteil diese Bedingungen sind)“ in der deutschen Umschuldungsklausel) wird auf den Begriff der Emission gemäß Abschnitt 1.(d). weder in Abschnitt 2.1. noch in Abschnitt 1.(g) Bezug genommen.

<sup>901</sup> *Deutsche Finanzagentur*, Stripping von Bundesanleihen, Handmappe - Kapitel E2.

<sup>902</sup> Anleihe *cum*.

Diskontpapiere gewählte Konzept auf. Zwar ist der gedankliche Ausgangspunkt, dass Anleihe-Strips zusammen das gleiche Stimmgewicht haben sollen wie die Ursprungsanleihe, zunächst von bestechender Logik. Auf den zweiten Blick weist die Konzeption aber doch Inkohärenzen auf. Den gedanklichen Ausgangspunkt, um diese zu entdecken, bilden vom Schuldner nicht zeitgerecht gezahlte Zinsen. Hat man es mit einer normalen *pari* begebenen Anleihe zu tun, so stellen die CTR stets auf den Nennwert ab, ohne danach zu differenzieren, ob der Gläubiger zum Zeitpunkt der Beschlussfassung offene Zinsforderungen gegen den Schuldner hat oder nicht. Bei Diskontpapieren hingegen führt die Abzinsung vom Laufzeitende bis zum Stichtag dazu, dass die bei wirtschaftlicher und mathematischer Betrachtung in der Vergangenheit bereits verdiente Vergütung für die Kapitalüberlassung (die technisch kein Zins ist, sondern sich aus der ursprünglichen Rendite, d.h. aus der über die Laufzeit verteilten Differenz zwischen Ausgabepreis und Nennwert, ergibt) das Stimmgewicht erhöht. Findet der CAC-Einsatz also<sup>903</sup> erst statt, nachdem sich der Schuldner bereits eine gewisse Zeit mit Zinszahlungen im Verzug befindet, so ergibt sich die paradoxe Situation, dass mit Blick auf das Stimmgewicht die Gläubiger der normalen Anleihe, denen sogar eine fällige Zahlung vorenthalten worden ist, die während des Verzugs verstrichene Zeit irrelevant ist, während die rechnerisch auf diese Phase entfallende Rendite von Diskontpapieren deren Stimmgewicht erhöht. Das hier erörterte Problem wurde in Abschnitt 2.6.(c) CTR nur unvollkommen erfasst. Dort ist geregelt, dass ab Eintritt von Zahlungsverzug hinsichtlich des Diskontpapiers dessen Nennwert anzusetzen ist. Dies verhindert aber nur, dass das Stimmgewicht des Diskontpapiers durch Zeiten, in denen hinsichtlich dessen Rückzahlung Verzug besteht, noch größer wird als der Nennwert. Das Problem eines Verzugs nur hinsichtlich von Zinsansprüchen (die beim Diskontpapier ja nicht tatsächlich gezahlt, sondern nur rechnerisch auf die Laufzeit verteilt werden) lösen die CTR dagegen nicht. Dies führt im besonders anschaulichen Fall des Anleihe-Strippings sogar dazu, dass das leitende Grundprinzip, wonach den

---

<sup>903</sup> Was wegen der Einbettung in die Gesamtkonzeption des ESM kein besonders wahrscheinlicher Fall sein mag. Der Fall des Verzugs wird allerdings in Abschnitt 2.6 CTR grundsätzlich bedacht. Dann sollte dies auch auf kohärente Art und Weise geschehen.

Strips gemeinsam das gleiche Stimmgewicht zukommen muss wie der Ursprungsanleihe, nicht eingehalten wird. Denn gemäß CTR wird jeder Strip für sich gesondert als Diskontpapier behandelt und mit einem entsprechenden Stimmgewicht versehen. Besteht nun für einen Zinsstrip Zahlungsverzug, so ist Abschnitt 2.6.(c) CTR anzuwenden und er ist mit seinem Nennwert (der betrags- und wertungsmäßig dem Zinsanspruch der ursprünglichen Anleihe für das entsprechende Jahr gleich ist) zu berücksichtigen. Gleichzeitig verschiebt sich der für die Abzinsung des Anleihemantels maßgebliche Zeitpunkt auch während des Verzugs hinsichtlich des Anleihemantels näher an das Laufzeitende. Wird für den Anleihemantel nun auf einen während des Verzugs bezüglich der Zinsen liegenden Stichtag abgezinst,<sup>904</sup> so wächst das auf die in der Vergangenheit liegenden Zins-Strips entfallende Stimmgewicht dem Anleihemantel zusätzlich noch einmal zu und das Gesamtstimmgewicht steigt über den Nennwert der Ursprungsanleihe. In der ungeteilten Anleihe wäre der Jahreszins hingegen wie erläutert nicht zu berücksichtigen. Die nachfolgende Berechnung, die an das Beispiel auf Seite 195 anknüpft, verdeutlicht das Gesagte in Zahlen:

Abwandlung:

100 Nennbetrag, 5% Zins, 10 Jahre Laufzeit, 7 Jahre

Restlaufzeit, seit 2 Jahren Zahlungsverzug bei den Zinsstrips

	Nennwert	Fälligkeit	Barwert = Stimmgewicht
Anleihemantel	100	7 Jahre	71,06813301
Strip 2	5	Verzug	5
Strip 3	5	Verzug	5
Strip 4	5	1 Jahr	4,761904762
Strip 5	5	2 Jahre	4,535147392
Strip 6	5	3 Jahre	4,319187993
Strip 7	5	4 Jahre	4,113512374
Strip 8	5	5 Jahre	3,917630832
Strip 9	5	6 Jahre	3,731076983
Strip 10	5	7 Jahre	3,553406651
Summe			110

---

<sup>904</sup> Was gemäß den Bestimmungen der CTR unausweichlich ist.

Sucht man nach Lösungen für die beschriebene Problematik, so ergeben sich verschieden ausgerichtete und weitreichende Ansätze. Verändern könnte man ganz grundsätzlich das dem jetzigen System zugrunde liegende Prinzip, dass der ausstehende Nennwert das maßgebliche Kriterium ist und somit *pari* begebene Anleihen unabhängig von der Höhe ihrer Verzinsung zu jedem Zeitpunkt ihrer Laufzeit alle das gleiche Gewicht haben. Die einfachste theoretisch denkbare Lösung, die auch alle Sonderfälle abdecken würde, wäre es, (stets oder wohl sinnvollerweise eher nur dann, wenn bei irgendeiner der in die Aggregation einbezogenen Anleihen ein Zahlungsverzug besteht) nicht auf Nennbeträge, sondern auf die ursprünglich als Ausgabepreis tatsächlich bezahlten Beträge abzustellen. Dann blieben alle nicht realisierten Renditen von Diskontpapieren und Gewinne von indexierten Wertpapieren schlicht außer Betracht, was vom Grundgedanken durchaus der wirtschaftlichen Erwägung entspricht, dass bloße Forderungen gegen den Emittenten noch das Risiko eines Wertverlustes durch Zahlungsausfall in sich tragen, das den jährlich verzinsten Anleihen hinsichtlich der in der Vergangenheit tatsächlich geflossenen Zinszahlungen eben nicht mehr anhaftet. Problematisch erscheint allerdings, dass es kaum möglich sein dürfte, Anleihe-Strips kohärent in ein solches System einzubauen. Denn sachgerechter Weise muss ihnen das gleiche Stimmgewicht zukommen, wie ursprünglich als Diskontpapier begebenen Anleihen mit gleichen Bedingungen. Damit müsste beim Stripping ein fiktiver Anfangspreis errechnet werden und es ginge Stimmgewicht verloren, wofür auch keine Rechtfertigung ersichtlich ist.

Diametral gegenläufig wäre eine Lösung, die bei der Stimmgewichtung alle Zinsansprüche, also insbesondere auch zukünftige, berücksichtigt. Diese Methode wurde bei der Diskussion um Aggregationsklauseln im Jahr 2003 von einer Minderheit der Marktteilnehmer befürwortet.<sup>905</sup> Dies würde bedeuten, dass für alle in die Abstimmung einbezogenen Anleihen für Kupons und Kapital ein einheitlicher Barwert zu errechnen wäre. Entsprechend umfangreich und komplex wäre das Unterfangen. Die Einbeziehung der zukünftigen

---

<sup>905</sup> *Internationaler Währungsfonds*, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims, S. 15 Fn. 14.

Zinsansprüche vermag überdies aus grundsätzlichen Erwägungen nicht zu überzeugen. Denn dadurch würde die Restlaufzeit, die die maßgebliche Größe dafür ist, welche Veränderungen das Abzinsen bewirkt, eine entscheidende Rolle bei der Verteilung der Stimmen einnehmen. Dass es aber vorzugswürdig ist, Laufzeitunterschiede in der Krisensituation nicht als juristisch relevantes Kriterium zugrunde zu legen, wurde bereits begründet.<sup>906</sup> Was speziell die Stimmrechtsberechnung angeht, so wäre außerdem die Frage, inwiefern eine vorzeitige Gesamtfälligkeit beachtlich sein soll. Erachtet man sie für unbeachtlich, so werden wirtschaftlich gleichwertige (nämlich sofort fällige) Nominalbeträge unterschiedlich behandelt. Erachtet man sie für unbeachtlich, so ergeben sich kaum zu rechtfertigende Unterschiede je nachdem, ob eine Umschuldung kurz vor oder nach einem Kreditereignis stattfindet.

Ein abgeschwächter Ansatz bestünde darin, grundsätzlich am Nennwertprinzip festzuhalten, aber fällige und nichtgezahlte Zinsen für beim Stimmgewicht berücksichtigungsfähig zu erklären.<sup>907</sup> Dieser Ansatz teilt aber die soeben erörterte Schwäche, wie mit aus einer Gesamtfälligkeit stammenden Forderungen umzugehen ist.

Die bisherigen Überlegungen zeigen, dass das gewählte System, das grundsätzlich nur auf Nennwerte abstellt und diese unabhängig von Restlaufzeiten als gleichwertig ansieht, vorzugswürdig ist. Eine Modifikation sollte also punktuell darauf beschränkt werden, das oben beschriebene Problem des in Verzugszeiten weiterwachsenden Stimmgewichts von Diskontpapieren zu beheben. Hierzu wird folgende Lösung vorgeschlagen: sobald bei einer der in eine emissionsübergreifende Änderung einbezogenen Anleihen ein Zahlungsverzug<sup>908</sup> hinsichtlich Kapital oder Zinsen besteht, ist der für die in Abschnitt 2.6 CTR vorgesehenen Barwertermittlungen<sup>909</sup> maßgebliche Zeitpunkt

---

<sup>906</sup> Oben 3.2.2.4.

<sup>907</sup> So der Vorschlag bei *Internationaler Währungsfonds, The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims*, S. 15.

<sup>908</sup> Für andere Kreditereignisse dürfte die Problematik sich nicht in gleicher Weise stellen.

<sup>909</sup> Hinsichtlich des Wechselkurses betreffend Fremdwährungsanleihen ist eine Vorverlegung aus Kohärenzgründen nicht geboten. In Erwägung ziehen könnte man sie gleichwohl aus der

nicht wie sonst der Stichtag, sondern der Tag, an dem der Zahlungsverzug erstmals eingetreten ist. Diese Regel sollte die gegenwärtige Regel, die bei Verzug des Diskontpapiers selbst den Nennwert ansetzt, ersetzen. Denn wenn zuvor bereits in einer anderen Anleihe Verzug bestand und später auch hinsichtlich eines Diskontpapiers Verzug eintritt, so rechtfertigt dies gleichwohl nicht, dass das Stimmgewicht durch die Rendite, die auf die Zeitspanne, die gegebenenfalls zwischen Eintritt des Verzugs in einer anderen Anleihe und beim Diskontpapier selbst liegt, entfällt, noch bis zum Nennwert weiter wächst.

### **3.2.5 Stimmrechtsausschluss**

Die Regelungen zum Stimmrechtsausschluss fallen im Vergleich zu in älteren Anleihen anzutreffenden Versionen der Klausel<sup>910</sup> bereits auf den ersten Blick durch ihre Länge und damit ihren Detailgrad auf. Entsprechend breit ist auch die Analyse dieser Klausel anzulegen. Zunächst sollen ihre Struktur und der zentrale Begriff der Entscheidungsfreiheit, mit dem sich auch Auslegungsfragen verbinden, in den Blick genommen werden. Sodann stellen sich mitunter kontroverse Fragen zur inhaltlichen Angemessenheit einzelner Aspekte der gewählten Lösung.

#### **3.2.5.1 Struktur der Regelung**

Die Regelung in Abschnitt 2.7.(c) CTR gleicht ihrer Struktur nach keinem der Vorbilder aus den Musterklauseln, die vor Beginn der Eurokrise existierten. Von der Regelungstechnik her erscheint sie an die IPMA-Klausel<sup>911</sup> angelehnt. Von dort wird auch die Begriffsdefinition für „Kontrolle“ (Abschnitt 2.7.(c).(ii) CTR) fast wörtlich und die Beschreibung der erfassten Rechtsträger sinngemäß übernommen. Der entscheidende Unterschied besteht aber darin, dass für vom

---

Überlegung heraus, dass der Eintritt eines Kreditereignisses bei einem Eurostaat auch an den Devisenmärkten heftige Verwerfungen nach sich ziehen dürfte. Vor diesem Hintergrund hätte es einen gewissen Charme, für die Stimmgewichtung unter den Gläubigern eher auf einen Wechselkurs aus „normaleren“ Zeiten abzustellen.

<sup>910</sup> Für entsprechende Nachweise siehe oben 1.4.3.2.3.

<sup>911</sup> *International Primary Market Association*, Standard Collective Action Clauses (CACs) for Terms and Conditions of Sovereign Bonds, S. 3.



Emittenten personenverschiedene Rechtsträger in der europäischen Klausel Kontrolle nicht stets zum Stimmrechtsausschluss führt (wie bei den meisten Vorbildern), sondern die Beschränkung auf Gläubiger ohne eigene Entscheidungsfreiheit hinzukommt. Der Begriff der Entscheidungsfreiheit stellt im Kontext von Stimmrechtsausschlussklauseln ein völlig neuartiges Konzept dar<sup>912</sup> und eröffnet eine gewichtige Rückausnahme.

### **3.2.5.2 Das Konzept der (fehlenden) Entscheidungsfreiheit**

Der Unterausschuss selbst begründet das Konzept der Entscheidungsfreiheit damit, dass der den Stimmrechtsausschluss tragende Gedanke des Interessenkonflikts, der vom Zusammenfallen der Gläubiger- und Schuldnerstellung herrührt, dann nicht greift, wenn ein Gläubiger zwar in Verbindung zum Emittenten steht, aufgrund rechtlicher Vorgaben aber zu einer eigenständigen, nicht an den Interessen des Emittenten ausgerichteten Entscheidung über die Ausübung des Stimmrechts in der Lage und sogar verpflichtet ist. Würde man einem rechtlich zu einer eigenständigen Entscheidung verpflichteten Gläubiger das Stimmrecht entziehen, so läge darin die Unterstellung, der Emittent und die ihm zugeordneten Rechtsträger seien zum Rechtsbruch bereit.<sup>913</sup> Dieser Ansatz ist auf Zustimmung gestoßen mit dem Argument, eine Kontrollstellung des Emittenten, die die Entscheidungsfreiheit konkret in der Frage der Stimmrechtsausübung nicht tangiert, berge nicht die für den Stimmrechtsausschluss maßgebliche Manipulationsgefahr.<sup>914</sup>

Im Einzelnen ausgestaltet wird der Begriff der Entscheidungsfreiheit durch die drei in Abschnitt 2.7.(c).(iii) lit. (x)-(z) CTR genannten Fallgruppen. Bezüglich dieser Regelungstechnik stellt sich zunächst die Frage, ob es sich bei den drei Fallgruppen um Regelbeispiele handelt oder um eine abschließende Aufzählung, die einen Umkehrschluss dahin gehend erlaubt, dass es stets an

---

<sup>912</sup> *Drake*, Disenfranchisement in Sovereign Bonds, S. 32.

<sup>913</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 4 f.

<sup>914</sup> *Hofmann*, Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 45, 51.

Entscheidungsfreiheit fehlt, wenn keiner der genannten Fälle vorliegt. In den Erläuterungen des Unterausschusses wird zum Ausdruck gebracht, dass es sich um Regelbeispiele handeln soll.<sup>915</sup> In Anbetracht der weiten Fassung der Fallgruppen erscheint aber fraglich, ob überhaupt zweifelhafte Konstellationen auftauchen werden, die nicht bereits darunter subsumiert werden können.

Die Fallgruppen lit. (x) und (z) erweisen sich als klar formuliert<sup>916</sup> und dürften in der praktischen Handhabung keine Auslegungsprobleme nach sich ziehen. Lit. (x) zielt insbesondere auf die Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Unabhängigkeit durch Art. 130 AEUV i.V.m. Art. 14 Satzung EZB/ESZB rechtlich verbürgt ist.<sup>917</sup> Die von lit. (z) erfassten Rechtsverhältnisse dürften in den nationalen Rechtsordnungen im Detail unterschiedlich ausgestaltet sein, das Grundprinzip einer treuhänderischen Interessenwahrnehmung erscheint aber universal verständlich und subsumierbar.

#### 3.2.5.2.1 Die Fallgruppe des bindenden Entscheidungsmaßstabes

Schwierige Fragen und große Unklarheiten wirft demgegenüber lit. (y) auf. Erhebliche Probleme bereitet es schon, eine handhabbare Übersetzung zu finden. Den Kern der Problematik bildet die Frage, wie der in den CTR verwandte Begriff des „*stakeholder*“ übersetzt und vor allem juristisch konzeptualisiert werden kann. Dieser wurde vom Unterausschuss ganz bewusst und in Abgrenzung zum Gegenbegriff des „*shareholder*“ verwendet.<sup>918</sup> Welche Schwierigkeiten der Transfer dieser Differenzierung in die deutsche Sprache und das hiesige Rechtsdenken mit sich bringt, zeigen die nach hier vertretener Ansicht untauglichen Versuche im Bundesschuldenwesengesetz und in den deutschen Anleihebedingungen. § 4c Abs. 2 UAbs. 2 Nr. 2 BSchuWG wählt den

---

<sup>915</sup> Dort ist die Rede davon, dass „in Förderung“ der gewählten Konzeption „drei sichere Häfen“ für auf jeden Fall stimmberechtigte Gläubiger definiert werden, vgl. *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 5.

<sup>916</sup> Jedenfalls in der Originalfassung der CTR. Zur deutschen Übersetzung siehe unten 4.2.2.1.4.

<sup>917</sup> Zur Herleitung im Einzelnen siehe *Hofmann*, a.a.O., S. 53 ff.

<sup>918</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 5.

Begriff des „Teilhabers“. Dies ist zwar die lexikalisch exakte Übersetzung.<sup>919</sup> Im juristischen Sprachgebrauch findet sich der Begriff des Teilhabers allerdings im deutschen Bürgerlichen Gesetzbuch im Recht der Gemeinschaft in den §§ 741 ff. BGB und beschreibt dort einen dinglich Berechtigten, was im Englischen aber gerade mit „*shareholder*“ gemeint ist. Die deutschen Anleihebedingungen umgehen dieses Problem, indem sie von „Anteilsinhaber[n] oder sonstige[n] Beteiligte[n]“ sprechen.<sup>920</sup> Diese Formulierung grenzt sich zwar deutlich vom „*shareholder*“ ab, sie hat aber den erheblichen Nachteil, dass der Begriff des „sonstigen Beteiligten“ inhaltlich völlig konturenlos ist. Ein subsumierbarer Bedeutungsgehalt kommt darin nicht mehr zum Ausdruck.<sup>921</sup>

Um zu einem subsumierbaren Bedeutungsgehalt zu gelangen, gilt es zunächst, sich die Ratio der Regelung in den CTR zu erschließen, um diese sodann in etablierten juristischen Kategorien zu verorten. Der gedankliche Ausgangspunkt von lit. (y) ist ebenso wie bei den anderen beiden Fallgruppen, dass sich der grundsätzlich in der kontrollierenden Position, die der Schuldnerstaat beim Gläubigerrechtsträger inne hat, angelegte Interessenkonflikt nicht im Stimmverhalten niederschlagen kann, wenn die Wahrung anderer Interessen als isoliert derjenigen des kontrollierenden Schuldnerstaates durch rechtliche Vorgaben garantiert wird.<sup>922</sup> Der verbindliche Maßstab für die Entscheidung des Gläubigers muss also stets so gestaltet sein, dass es nicht (allein) auf die Sichtweise und Interessenlage des Schuldnerstaates ankommen darf. Diese Konstellationen versucht die Regelung durch die drei Unterfälle (Bindung an einen objektiven Sorgfaltsmaßstab, an das Eigeninteresse oder das Interesse aller „*stakeholder*“) zu erfassen. Was das Begriffspaar Eigeninteresse und *stakeholder*-Interesse angeht, so ist zunächst äußerst misslich, dass schon das Eigeninteresse in den CTR und den Begleitmaterialien nicht näher erhellt oder

---

<sup>919</sup> PONS Kompaktwörterbuch Englisch-Deutsch, Deutsch-Englisch, Stichwort „*stakeholder*“, S. 767.

<sup>920</sup> Abschnitt 2.7.(c).(iii).(y) UmSchKl.

<sup>921</sup> Zur Konturenlosigkeit der Wortwahl gesellt sich noch der schlichte Übersetzungsfehler, dass es nicht auf die Interessen „aller“ ankommen soll. Siehe dazu auch unten 4.2.2.1.4.

<sup>922</sup> Vgl. *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 5.

definiert wird. Versucht man dieses nämlich mit bekannten Kategorien des deutschen Rechts abzugleichen, so landet man unweigerlich beim Begriff des „Unternehmens- bzw. Gesellschaftsinteresses“<sup>923</sup>, wie er als Leitungsgrundsatz im Rahmen des § 76 AktG diskutiert wird. Das Konzept des „Unternehmensinteresses“ erfasst aber schon einen Großteil des Bedeutungsgehaltes, der typischerweise mit den Interessen der „*stakeholder*“ umschrieben wird.<sup>924</sup> Dies macht es so schwierig, die Interessen der „*stakeholder*“ neben dem Eigeninteresse im Deutschen als zweite Kategorie auszudrücken. Als entscheidender Bedeutungsgehalt lässt sich aus der englischsprachigen Regelung in jedem Fall aber die Weitung des Sorgfaltsmaßstabes über die partikularen Eigentümerinteressen (Interessen der „*shareholder*“) hinaus herauskristallisieren. Will man diesen Bedeutungsgehalt in einen deutschen Kontext transferieren, so mag dies besser gelingen, wenn man davon Abstand nimmt, zu versuchen, „*stakeholder*“ an dieser Stelle als Person oder Personenkreis wiedergeben zu wollen. Denn die Benennung von Personen zieht nach deutschem Rechtsdenken sogleich die dogmatische Frage nach sich, wie deren Position rechtlich ausgestaltet sein muss. Hierauf geben die CTR mit der bloßen Verwendung von „*stakeholder*“ aber keinerlei Antwort. So steht man beispielsweise auf völlig verlorenem Posten, wenn man zu definieren versucht, was ein Teilhaber im Sinne des § 4c Abs. 2 UAbs. 2 Nr. 2 BSchuWG sein soll. Sicher sagen lässt sich nur, dass der Begriff eine andere Bedeutung haben muss als im Bürgerlichen Gesetzbuch. Zieht man dann allerdings typische „*stakeholder*“ wie Mitarbeiter, Lieferanten und Kunden<sup>925</sup> heran, so weitet sich der Tatbestand wiederum ins Beliebige, was im Zusammenhang mit der doch gewichtigen Frage des Stimmrechtsausschlusses nicht angehen kann.

---

<sup>923</sup> Zur Terminologie *Weber*, in: Hölters, § 76 AktG Rn. 23.

<sup>924</sup> *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, § 76 Rn. 12, spricht vom Unternehmensinteresse als „*Abkürzung für die gleichberechtigte Berücksichtigung vielfältiger Anspruchs- und Interessengruppen (Stakeholder)*“. Siehe monographisch zum Konzept des „*shareholder value*“ und dem Stellenwert von *Stakeholder*-Interessen: *Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen.

<sup>925</sup> Vgl. *Büschgen*, Das kleine Börsen-Lexikon, Stichwort „Stakeholder“, S. 953.

Den Grundgedanken, dass es auf andere Interessen als lediglich diejenigen der Eigentümer ankommen muss, bringt man nach hier vertretener (allerdings zugegebenermaßen auch aus der Not fehlender Alternativen heraus geborener) Ansicht besser zum Ausdruck, wenn man sich von Personenkategorien löst und stattdessen darauf abstellt, ob es einen an den rechtlich verbindlichen Aufgaben des Gläubigers ausgerichteten Entscheidungsmaßstab gibt. Denn definiert das Recht eine besondere Aufgabe für einen Rechtsträger, so führt die Wahrnehmung dieser Aufgabe stets dazu, dass es reflexhaft Begünstigte (also „*stakeholder*“) gibt. Ein Beispiel für diesen Zusammenhang bilden die Sparkassen.<sup>926</sup> Gemäß Art. 2 des bayerischen Sparkassengesetzes<sup>927</sup> haben sie im Kern die Aufgabe, der Bevölkerung Gelegenheit zur sicheren Geldanlage zu bieten und das örtliche Kreditbedürfnis zu befriedigen. Hier können die örtlichen Sparer und Kreditnehmer als „*stakeholder*“ angesehen werden. Als gewiss nicht perfekte, inhaltlich aber zumindest tragfähige und subsumierbare Übersetzung des dritten Unterfalls von lit. (y) wird hier also vorgeschlagen, einen Entscheidungsmaßstab zu verlangen, der an den rechtlich verbindlichen Aufgaben des Gläubigers ausgerichtet ist.

Unabhängig vom geschilderten Übersetzungsproblem lassen die vorstehenden Ausführungen ein viel grundsätzlicheres Problem zutage treten: die CTR definieren die in der Regelung verwendeten Begriffe (objektiver Sorgfaltsmaßstab, Eigeninteresse, „*stakeholder*“) nicht, obwohl deren genaue Bedeutung jeweils alles andere als klar ist. So stellt sich insbesondere die Frage, welche Anforderungen an die Bindungswirkung, den Konkretisierungsgrad oder die Sanktionswirkung eines entsprechenden Entscheidungsmaßstabes zu stellen sind. So wurde zu Recht darauf hingewiesen, dass viele Rechtsträger im öffentlichen Bereich schlicht dem Gemeinwohl verpflichtet sind und dass dieser

---

<sup>926</sup> Diese werden nur als argumentativer Bezugspunkt herangezogen. In der Sache ist ihre Stimmberechtigung schon deshalb nicht problematisch, weil sie nicht dem Bund, sondern den kommunalen Gebietskörperschaften gehören.

<sup>927</sup> Gesetz über die öffentlichen Sparkassen, BayRS II, S. 476.

dehnbare, wenig griffige Begriff in einer akuten Krise häufig im Sinne des Bestandsinteresses des Staates ausgelegt werden dürfte.<sup>928</sup>

Angesichts der beschriebenen Schwächen steht man vor der Herausforderung, wie konkrete Anwendungsfälle anhand dieser Regelung zu bewerten sind. Da die CTR samt Begleitmaterialien für eine systematische Klärung schlicht nicht genügend Anhaltspunkte bereithalten, soll versucht werden, durch eine exemplarische Anwendung der Regelung auf die deutschen Gesellschaftsformen GmbH und AG etwas Licht ins Dunkel zu bringen.

#### 3.2.5.2.2 Subsumtion deutscher Kapitalgesellschaften unter das Kriterium des bindenden Entscheidungsmaßstabes

Um die Wirkungsweise von Abschnitt 2.7.(c).(iii).(y) CTR zu veranschaulichen, soll die Vorschrift nunmehr auf eine deutsche GmbH sowie auf eine deutsche Aktiengesellschaft angewendet werden, die unter der Kontrolle des Emittenten stehen. Dabei wird davon ausgegangen, dass es sich um Gesellschaften mit einem normalen erwerbswirtschaftlichen Zweck handelt.<sup>929</sup>

Es stellt sich nun die Frage, ob diese Gesellschaften als Gläubiger von Staatsanleihen bei ihrer Entscheidung über die Ausübung des Stimmrechts einen bindenden Entscheidungsmaßstab (objektiver Sorgfaltsmaßstab, Eigeninteresse, gesetzliche Aufgabe) einhalten müssen. Für die GmbH erscheint recht klar, dass diese Frage zu verneinen ist.<sup>930</sup> Eine Bindung des Geschäftsführers an den Maßstab des Unternehmenswohls ergibt sich zwar aus der Haftungsregelung des § 43 Abs. 1 GmbHG, wobei umstritten ist, wie genau das Verhältnis von Gesellschafts- und Gesellschafterinteresse auszudeuten ist.<sup>931</sup> Es ist jedoch nicht sichergestellt, dass der Geschäftsführer die Entscheidung auch in eigener Verantwortung trifft. So ist er gegenüber dem

---

<sup>928</sup> *Tirado*, Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies, S. 25 f.

<sup>929</sup> Vgl. beispielsweise § 2 der Satzung der Deutsche Bahn AG.

<sup>930</sup> Vom Grundprinzip her – noch vor Vorliegen der CTR – ebenso: *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 704.

<sup>931</sup> Vgl. *Fleischer*, in: MüKo GmbHG, § 43 GmbHG Rn. 13 ff.

Alleingesellschafter bzw. der Gesellschafterversammlung weitgehend weisungsgebunden.<sup>932</sup> Für außergewöhnliche Entscheidungen, zu denen man den Einsatz von CAC in Anleihen eines Gesellschafters, die die Gesellschaft hält, mit guten Gründen zählen mag, lässt sich sogar über eine Pflicht des Geschäftsführers nachdenken, von sich aus die Zustimmung der Gesellschafter einzuholen.<sup>933</sup> Der oder die Gesellschafter sind bei Erteilung einer Weisung eindeutig nicht an einen objektiven Sorgfaltsmaßstab oder an ein Fremdinteresse<sup>934</sup> gebunden. Seine Grenze findet das Weisungsrecht nur in Pflichten, die dem Geschäftsführer im öffentlichen Interesse auferlegt sind (insbesondere hinsichtlich Erhaltung des Stammkapitals und der rechtzeitigen Stellung eines Insolvenzantrags).<sup>935</sup> Diese äußerste Grenze genügt nicht, um einen Interessenkonflikt bei der Stimmrechtsausübung auszuschließen. Denn sobald die von der Gesellschaft in den von der Abstimmung erfassten Staatsanleihen gehaltene Position nicht so groß ist, dass die Gesellschaft einen Verlust nicht überleben würde, gibt es keine rechtliche Vorkehrung, die verhindern würde, dass der Staat als Gesellschafter seine eigenen Interessen bei der Stimmabgabe durchsetzt. Die Entscheidungsfreiheit der GmbH insgesamt als Gläubiger ist also nicht rechtlich verbürgt.

Fraglich ist, wie die Beurteilung bei der Aktiengesellschaft ausfällt. Auf diesen Fall erscheint die Regelung zugeschnitten, weil es im Ausgangspunkt ein rechtsordnungübergreifendes Prinzip der „großen“ Kapitalgesellschaften ist, dass sie über eine von ihren Mitgliedern unabhängige Geschäftsführung verfügen, die bei ihrem Handeln auf Zweck und Wohl der Gesellschaft verpflichtet

---

<sup>932</sup> Trölitzsch, in: Oppenländer/ders. (Hrsg.), Praxishandbuch der GmbH-Geschäftsführung, § 16 Rn. 17 ff.

<sup>933</sup> Siehe nur Altmeyen, in: Roth/ders., § 43 GmbHG Rn. 7 a.E.

<sup>934</sup> Das Interesse der Gesellschaft (auf Erhaltung des Unternehmensvermögens) ist an dieser Stelle für den anweisenden Gesellschafter in diesem Sinne auch ein Fremdinteresse, weil es seinem Eigeninteresse (an einem möglichst weitreichenden Gläubigerverzicht) zuwider läuft. Dies ist gerade der den Stimmrechtsausschluss rechtfertigende Interessenkonflikt.

<sup>935</sup> Trölitzsch, in: Oppenländer/ders. (Hrsg.), Praxishandbuch der GmbH-Geschäftsführung, § 16 Rn. 21.

ist.<sup>936</sup> Diesen Grundsatz findet man dann auch im deutschen Recht in Gestalt von § 76 Abs. 1 AktG verwirklicht. Demnach hat der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten. Es ist, ohne dass an dieser Stelle der Ort ist, um vertieft auf die diesbezüglichen Streitfragen einzugehen, allgemein anerkannt, dass die Art und Weise der Wahrnehmung dieser Verantwortung nicht im Belieben des Vorstands steht. Er hat vielmehr das Gesellschaftsinteresse zu wahren und unterliegt somit einer Bindung an das Eigeninteresse im Sinne der CTR. Der Vorstand ist insbesondere gegenüber den Aktionären auch weisungsfrei.<sup>937</sup> Es ist rechtlich sichergestellt, dass er in seiner Entscheidungsfindung in einem konkreten Einzelfall frei ist.<sup>938</sup> Bis hierher spricht alles dafür, einer vom Emittenten kontrollierten AG Stimmrecht zuzubilligen. Es bleibt jedoch noch ein Sonderfall, dessen Auswirkungen zu erörtern sind. So kann der Vorstand von den Aktionären zwar nicht zu einer bestimmten Entscheidung gezwungen werden, er kann aber umgekehrt von sich aus gemäß § 119 Abs. 2 AktG eine Entscheidung der Hauptversammlung über eine konkrete Geschäftsführungsmaßnahme (also auch über das Stimmverhalten bei einer Gläubigerabstimmung) herbeiführen. Der oder die Aktionäre unterliegen bei der Fassung des Hauptversammlungsbeschlusses dann keiner Bindung an einen Entscheidungsmaßstab, sondern werden in ihrem jeweiligen Eigeninteresse entscheiden. Der Vorstand wiederum ist an einen Hauptversammlungsbeschluss gemäß § 119 Abs. 2 AktG sodann gebunden und muss ihn gemäß § 83 Abs. 2 AktG ausführen. Ein Vorgehen über § 119 Abs. 2 AktG erscheint für den Vorstand eines Staatsunternehmens, soweit er sich bei der Stimmabgabe einem Interessenkonflikt zwischen Eigentümerinteresse und Unternehmensinteresse ausgesetzt sieht, an sich als eleganter Weg. Er entzieht sich damit (gemäß § 93 Abs. 4 S. 1 AktG) dem Vorwurf, er hätte mit der Stimmabgabe gegen das Unternehmensinteresse verstoßen.

---

<sup>936</sup> So *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 704.

<sup>937</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz, § 76 Rn. 10 f.

<sup>938</sup> BGH, WM 2008, 1164, 1165 f. (Rn. 13).



Mit Blick auf die Subsumtion unter den Begriff der Entscheidungsfreiheit gemäß CTR erscheint somit klar, dass einer vom Staat kontrollierten AG, die die Entscheidung über die Stimmrechtsausübung gemäß § 119 Abs. 2 AktG trifft, keinesfalls Stimmrecht zustehen darf. Die eigentliche Frage lautet vielmehr, ob wegen der Existenz dieser Möglichkeit einer AG in allen Fällen die Berufung auf eigene Entscheidungsfreiheit abgeschnitten sein sollte. Dies erscheint nach hier vertretener Ansicht als zu weitgehend. Im Unterschied zur GmbH gibt es ja grundsätzlich eine dem Zugriff der Aktionäre entzogene Entscheidungsfreiheit des Vorstands. Nur wenn er sie im konkreten Fall aufgibt – was durch die Herbeiführung einer Entscheidung der Hauptversammlung auch eindeutig dokumentiert ist – dann liegt der Fall anders. Daher ist bei der Aktiengesellschaft danach zu differenzieren, ob die Entscheidungszuständigkeit beim Vorstand verbleibt oder von diesem auf die Hauptversammlung übertragen wurde. Dies dürfte dem Schutzzweck der Bestimmungen des CTR am ehesten gerecht werden.

#### 3.2.5.2.3 Bewertung

Blickt man auf die vorstehenden Erörterungen, so bleibt nicht verborgen, dass sie an vielen Stellen (sowohl beim Finden einer Übersetzung als auch bei der Konturierung der Bedeutungsgehalte und bei der Subsumtion konkreter Fälle) durchaus auf dünnem Eis stehen. Ein Großteil der Ausführungen folgt nicht zwingend aus den Vorgaben der CTR und an vielen Stellen ließe sich ebenso eine andere Lösung entwickeln und vertreten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass das Konzept der Entscheidungsfreiheit einen sehr hohen Grad an Abstraktion aufweist. Die CTR entfalten es losgelöst von konkreten Rechtsfiguren (und den mit ihnen verbundenen Abgrenzungs- und Streitfragen) der nationalen Rechtsordnungen, ohne sich um trennscharfe eigene Begriffsdefinitionen zu bemühen. Damit bleibt dem Rechtsanwender und letztlich dem Richter eine enorme Konkretisierungsaufgabe überlassen. Dies offenbart einerseits eine allgemeine Schwäche des gewählten dezentralen vertraglichen Ansatzes, die an dieser (im Falle eines CAC-Einsatzes durchaus sehr bedeutenden) Stelle besonders deutlich zutage tritt. Es wäre andererseits dem Unterausschuss jedoch auch in den Grenzen der vorgegebenen Methode möglich gewesen, für

mehr Klarheit zu sorgen und sich insbesondere um die Rückkopplung seines neuartigen Konzeptes der (fehlenden) Entscheidungsfreiheit an existierende rechtliche Kategorien der nationalen Rechte zu kümmern. So hätte eine exemplarische Subsumtion typischer Fragestellungen (wie sie vorliegend im vorgehenden Abschnitt erfolgt ist) die für die Anwendung des Konzepts der Entscheidungsfreiheit intendierten Konturen bereits deutlicher werden lassen und grundlegende Orientierungen für zukünftige Auslegungsfragen geboten. In der jetzt vorliegenden Form befeuert das Konzept der Entscheidungsfreiheit unnötig die Rechtsunsicherheit und erscheint schlichtweg als unterkomplex. Es zieht sich in einen Grad an Abstraktion zurück, der mit dem Konzept verbundene Anwendungsprobleme vernebelt. Rechtsunsicherheit aber ist das schädlichste Gift für einen erfolgreichen CAC-Einsatz, der stets in einer konfliktgeladenen Krisensituation erfolgen muss. Die Regelung ist daher insgesamt als misslungen anzusehen.

### **3.2.5.3 Nicht berücksichtigte weitere Kriterien**

Die Kategorie der fehlenden Entscheidungsfreiheit bei Kontrolle des Gläubigers durch den Emittenten ist gemäß den CTR die einzige Grundlage für einen Stimmrechtsausschluss. In diesem Befund tradiert sich ein Denken in Mutter-Tochter-Beziehungen, wie es auch im Bereich der Unternehmensanleihen allgemein anzutreffen ist (vgl. beispielsweise im deutschen Recht § 6 Abs. 1 S. 2 SchVG i.V.m. § 271 Abs. 2 HGB).<sup>939</sup> Damit gibt es eine Reihe potentieller Gläubiger, die dem Schuldnerstaat und seinem Schicksal zwar nahe stehen mögen, eindeutig aber nicht unter seiner Kontrolle stehen und damit gemäß den CTR unzweifelhaft stimmberechtigt sind. Dies betrifft zunächst unterstaatliche Gebietskörperschaften und die wiederum unter deren Kontrolle stehenden Rechtsträger.<sup>940</sup> Zu denken ist insofern in Deutschland insbesondere an

---

<sup>939</sup> *Drake*, Disenfranchisement in Sovereign Bonds, S. 21.

<sup>940</sup> *Hofmann*, Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 45, 59. *Tirado*, Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies, S. 26, meint Anknüpfungspunkte für eine erweiternde Auslegung des Stimmrechtsausschluss, die unterstaatliche Gliederungen erfasst, zu erkennen. Er benennt

Landesbanken, Sparkassen, Stadtwerke und dergleichen. Gleiches gilt aber auch für andere Eurostaaten und europäische Institution, namentlich die EZB, die EFSF und den ESM, als potentielle Gläubiger. Insofern wurde, insbesondere von Seiten der ICMA,<sup>941</sup> die Besorgnis geäußert, diese seien keine „authentischen Investoren“ und würden im Ernstfall einer Abstimmung ihr Handeln nicht an den sich aus ihrer Gläubigerstellung ergebenden Interessen ausrichten, sondern an den Interessen des Schuldnerstaates, mit dem sie sich aus politischen Gründen solidarisch zeigen würden.<sup>942</sup> Die Sorge, politische Motivationen könnten die eigentliche Investorenperspektive verdrängen, erstreckt sich sogar darüber hinaus auf außereuropäische Staaten, für die Europa ein wichtiger Handelspartner oder der Euro eine bedeutsame Reservewährung ist.<sup>943</sup> Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass die im Falle eines Eurostaates naheliegenden Interessenkonflikte vom Konzept der Kontrolle nur teilweise abgedeckt werden.<sup>944</sup>

Die Reaktion des Unterausschusses auf diese Überlegungen ist eindeutig und bestimmt. Er identifiziert als denkbare Kriterien, anhand derer sich die geäußerten Befürchtungen kategorisieren ließen, die Vorhersehbarkeit des Stimmverhaltens und die dabei zugrunde liegenden Motivationen.<sup>945</sup> Diese Kriterien erachtet der Unterausschuss für nicht tragfähig, um einen so weitreichenden Einschnitt in die Gläubigerrechte wie den Stimmrechtsentzug zu

---

diese aber nicht. Seine Ansicht erscheint stark vom Ergebnis her gedacht und methodisch kaum haltbar.

<sup>941</sup> Kritisch zur Position des Eurosystems aber auch *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Februar 2013, S. 45, dort wird allerdings die (im Kontext des ESM wohl wenig realistische) umgekehrte Befürchtung geäußert, die Mitglieder des Eurosystems könnten eine Sperrminorität erreichen und damit Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger verhindern. Realistischer ist wohl, dass es dem Eurosystem wie im Falle Griechenlands gelingen könnte, eine Vorzugsbehandlung durchzusetzen, siehe zu diesem jenseits kautelarjuristischer Fragestellungen liegenden Problemkomplex kritisch *Kopf*, Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 149, 170.

<sup>942</sup> *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 15 f.

<sup>943</sup> A.a.O.

<sup>944</sup> *Burn*, Bondholder Resolutions in the Courtroom, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 73, 80.

<sup>945</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 5.

rechtfertigen.<sup>946</sup> Er lehnt insbesondere eine Unterscheidung zwischen „unverfälschtem“ und „politisch geprägtem“ Eigeninteresse ab. Aus seiner Perspektive kommt es nicht darauf an, warum sich ein Gläubiger im Sinne der Interessen des Schuldners verhält, solange er es nur im Rahmen einer auf der Grundlage von Entscheidungsfreiheit getroffenen Entscheidung tut.

Diese Haltung ist letztlich verbreitet auf Akzeptanz gestoßen.<sup>947</sup> Selbst die Kritiker räumen ein, dass das Problem der „sachfremden“ Motivationen in seiner Breite durch Klauselgestaltung nicht in den Griff zu bekommen ist, sondern einen allgemeinen „Risikofaktor“ einer Investition in Staatsanleihen von Eurostaaten darstellt.<sup>948</sup> Dies greift nach hier vertretener Ansicht allerdings zu kurz. Denn für die europäischen Akteure, also die Eurostaaten, die EZB bzw. das ESZB und die Rettungsfonds EFSF und ESM lässt sich durchaus ein in den Klauseln abbildbarer struktureller Ansatzpunkt identifizieren, der soweit ersichtlich allerdings bisher noch nicht erörtert wurde.

### **3.2.5.4 Strukturelle Interessenkonflikte durch die Einbindung des CAC-Einsatzes in das Tätigwerden des ESM**

Es wurde in Kapitel 2.5.4 bereits dargelegt, dass das CAC-Konzept im Euroraum eine andere Rolle einnimmt als in der übrigen Welt. Das Spezifikum besteht darin, dass es lediglich die Funktion eines Lösungsdurchsetzungsmechanismus hat, mit dem die Beteiligung der privaten Gläubiger an einer umfassenden Lösung einer Verschuldungskrise, die zuvor auf der politisch geprägten Ebene des ESM gefunden wurde, realisiert werden soll. Zieht man diesen Aspekt in Betracht, so tritt neben dem klassischen Interessenkonflikt zwischen Schuldner- und Gläubigerperspektive ein weiterer Interessenkonflikt deutlich zutage. Dieser ist struktureller Natur, so dass es, anders als der Unterausschuss glauben machen

---

<sup>946</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 6.

<sup>947</sup> *Linklaters*, EU publishes mandatory Collective Action Clause for use in eurozone sovereign bonds from 1 January 2013, S. 5; *Hofmann*, Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 45, passim.

<sup>948</sup> *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 16.

will, auf Motivationen im Einzelfall oder ähnliches gerade nicht ankommt. Hintergrund ist folgende Überlegung: der Vorschlag, der den Gläubigern im Rahmen des CAC-Einsatzes vorgelegt wird, basiert inhaltlich auf der im MoU vorgesehenen Beteiligung des privaten Sektors. Das MoU wird zwischen dem ESM (bzw. in den Altfällen der EFSF) und dem Hilfe ersuchenden Staat geschlossen. Beim Zustandekommen des MoU ebenso wie bei der Überwachung seiner Durchführung wirkt die EZB (die sich wegen der institutionellen Verflechtungen hinsichtlich der Gläubigerstellung nicht getrennt von den dem ESZB angehörenden nationalen Zentralbanken beurteilen lässt) im Rahmen ihrer Rolle als Teil der „Troika“ mit (vgl. Art. 13 Abs. 3 und 7 ESMV). Die Verhandlung und der Abschluss des MoU bedürfen außerdem der Zustimmung des Gouverneursrates des ESM (Art. 13 Abs. 3 und 4 ESMV) und damit im Regelfall<sup>949</sup> der Zustimmung aller Eurostaaten (Art. 5 Abs. 6 lit. f und g ESMV). Das bedeutet, dass den Anleihegläubigern von vorne herein nur Vorschläge zur Abstimmung gestellt werden, über die die genannten europäischen Institutionen und die Mitgliedstaaten des europäischen Währungsgebietes zuvor bereits Einvernehmen erzielt haben und die von diesen maßgeblich geprägt worden sind. Es wäre widersinnig, wenn diese Akteure in ihrer Rolle als Anleihegläubiger den von ihnen selbst stammenden Vorschlag ablehnen würden. So gesehen haben sie im Rahmen des CAC-Einsatzes keine Entscheidungsfreiheit mehr, weil sie durch ihre Mitwirkung im Rahmen des ESM bereits eine Vorfestlegung getroffen haben. Umgekehrt bedürfen sie des Stimmrechtes als Anleihegläubiger auch nicht, um ihre eigenen Rechte zu sichern. Denn ihre Position im Rahmen des ESM-Prozesses ist wesentlich stärker als diejenige als Gläubiger. Insgesamt ergibt sich also, dass die genannten Institutionen und Staaten mindestens genauso stark wie der Schuldnerstaat (nimmt man den Vorwurf ernst, der Inhalt des MoU würde dem Hilfe ersuchenden Staat weitgehend durch die „starken“ Euro-Mitglieder diktiert, sogar in noch größerem Maße) auf beiden Seiten des

---

<sup>949</sup> Die gemäß Art. 4 Abs. 4 ESMV in dringlichen Notfällen erforderliche Mehrheit von 85% des ESM-Kapitals rechtfertigt auch keine abweichende Beurteilung, weil auch in diesem Fall alle Mitgliedstaaten an der Verhandlung des MoU einflussreich mitwirken können und ein Großteil auch zustimmt.

Entscheidungsprozesses der Gläubiger auftauchen. Dieser strukturelle Interessenkonflikt rechtfertigt es nach hier vertretener Auffassung, ihnen als Anleihegläubigern das Stimmrecht zu entziehen. Es wäre also vorzugswürdig, allen auf der Ebene des Zustandekommens des MoU beteiligten Akteuren das Stimmrecht als Anleihegläubiger zu entziehen. Konsequenterweise müsste dies dann überdies auch für alle unter deren Kontrolle stehende Rechtsträger ohne Entscheidungsfreiheit gelten. Insofern sollten die gleichen Regeln Anwendung finden, wie beim Emittenten selbst.

Im Anschluss an die Auseinandersetzung mit Inhalt und Reichweite der Regelung zum Stimmrechtsausschluss rückt als Nächstes die Frage in den Blick, wie die Stimmrechtsbestimmungen verfahrenstechnisch in den Abstimmungsprozess eingebettet sind.

### **3.2.5.5 Verfahrenstechnische Umsetzung der Stimmrechtsbestimmungen**

In verfahrenstechnischer Hinsicht bemerkenswert ist, dass die Anwendung der Stimmrechtsbestimmungen vollständig in der Hand des Emittenten liegt. Dreh- und Angelpunkt ist insofern die von ihm gemäß Abschnitt 3.2 CTR für die Berechnungsstelle zu fertigende Bescheinigung, die zusätzlich zu veröffentlichen ist. Speziell hinsichtlich der Stimmrechtsausschlüsse kommt dieser zeitlich vorgelagert zusätzlich noch die Veröffentlichung einer Liste der betroffenen Gläubiger gemäß Abschnitt 2.9 CTR hinzu. Die durch diese Regelungen erreichte Transparenz der Ermittlung des ausstehenden Nennwertes wird als große Innovation gelobt.<sup>950</sup> Blickt man genauer auf die einzelnen Schritte, so wirft dies gleichwohl Fragen auf.

Was zunächst die Liste gemäß Abschnitt 2.9 CTR angeht, so hat sich der Inhalt der Liste zwischen Entwurf und endgültiger Fassung der Musterklauseln

---

<sup>950</sup> *Sabel*, An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 29, 38.

diametral geändert. In der Entwurfsfassung<sup>951</sup> war die Veröffentlichung einer Liste aller Gläubiger vorgesehen, die zwar unter der Kontrolle des Schuldners stehen, aber Entscheidungsfreiheit für sich in Anspruch nehmen und damit als stimmberechtigt behandelt werden sollen. Gemäß der endgültigen Fassung sind dagegen nur alle Gläubiger ohne Entscheidungsfreiheit zu nennen. Dabei handelt es sich nicht um ein Redaktionsversehen, sondern um eine bewusste Entscheidung des Unterausschusses.<sup>952</sup> Hierin wird eine Stärkung der Transparenz gesehen und diese Gestaltung soll den Wünschen der Marktteilnehmer eher entsprechen. Recht nachvollziehbar erscheint dies nicht. Denn die ausgeschlossenen Gläubiger werden in der Bescheinigung für die Berechnungsstelle ohnehin noch einmal aufgelistet und es erschließt sich nicht, welchen Nutzen die Gläubiger davon haben sollen, diese Information binnen kurzer Zeit vor der Abstimmung zweifach zu erhalten. Nach der gegenwärtigen Fassung erfahren sie indes überhaupt nicht mehr, welche Gläubiger zwar unter der Kontrolle des Emittenten stehen, aber wegen Bejahung von Entscheidungsfreiheit gleichwohl stimmberechtigt sind. Im Sinne der Transparenz wäre jedoch gerade dies eine wesentliche Information, weil sich das Misstrauen der übrigen Gläubiger vor allem auf diese kritischen Fälle beziehen dürfte.<sup>953</sup> Vorzugswürdig wäre es nach alledem gewesen, in der Liste alle Gläubiger, die unter der Kontrolle des Emittenten stehen, aufzuführen, und jeweils anzugeben, ob sie über Entscheidungsfreiheit verfügen oder nicht. Dann wäre das vollständige Bild öffentlich zugänglich.

Weit über die bloße Schaffung von Transparenz hinaus geht die Bedeutung der Bescheinigung für die Berechnungsstelle gemäß Abschnitt 3.2 CTR. Abschnitt 3.3 CTR misst ihr eine sehr weitreichende Bindungswirkung für alle Beteiligten

---

<sup>951</sup> Abschnitt 2.8, abgedruckt in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 239, 244 f.

<sup>952</sup> Ein Redaktionsversehen stellt es aber wohl dar, dass die Überschrift der Regelung beibehalten wurde und auch in der endgültigen Fassung „Rechtsträger mit Entscheidungsfreiheit“ („*Entities Having Autonomy of Decision*“) lautet. In den deutschen Umschuldungsklauseln wurde dies korrigiert, dort heißt Abschnitt 2.9. zutreffend „Rechtsträger ohne Entscheidungsfreiheit“.

<sup>953</sup> Ebenso *Hofmann*, Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 45, 67 f.

zu und setzt einen engen Rahmen dafür, wie Fehler der Bescheinigung geltend zu machen sind. Dies ist unter dem Aspekt der Rechtssicherheit grundsätzlich begrüßenswert. Zu konstatieren ist allerdings auch, dass die normierten Beschränkungen sehr tief greifend sind und zu erheblichen Einschränkungen der Rechte der Gläubiger führen. Fehler bei der Ermittlung des Stimmgewichts der Gläubiger können durch die Regelung potentiell in erheblichem Umfang unbeachtlich werden. Es braucht nicht viel Phantasie, um sich auszumalen, dass im Ernstfall in Zweifel gezogen werden wird, ob eine derart weitreichende Beschneidung der Gläubigerrechte durch vertragliche Vereinbarung überhaupt möglich ist. Entsprechend anspruchsvoll ist gerade an dieser Stelle die Aufgabe, die Musterklauseln in die den Anleihebedingungen zugrunde liegenden nationalen Rechte zu integrieren.<sup>954</sup>

Misslich erscheint in diesem Zusammenhang darüber hinaus, zumal für das Ziel der einheitlichen Wirkung der Klauseln, dass die Regelung an entscheidenden Stellen unklar ist. So kommt dem Begriff des „betroffenen Gläubigers“ in Abschnitt 3.3 UAbs. 1 lit. a CTR zentrale Bedeutung zu, weil nur ein betroffener Gläubiger überhaupt in der Lage ist, einen Fehler der Bescheinigung zu rügen. Die Begleitmaterialien erläutern jedoch nicht, wann ein Gläubiger als betroffen anzusehen ist. Der Einführung des Begriffs liegt offensichtlich die Vorstellung zugrunde, es gebe betroffene und nicht betroffene Gläubiger. Dies erscheint fragwürdig, denn schließlich bestimmt sich das Stimmgewicht eines jeden Gläubigers aus der Relation des von ihm gehaltenen Nennwertes zum insgesamt ausstehenden Nennwert. Liegt nun bei der Bestimmung des insgesamt ausstehenden Nennwertes irgendein Fehler vor, so verändert sich dadurch das Stimmgewicht eines jeden Gläubigers. Es lässt sich also vertreten, dass stets alle Gläubiger betroffen sind. Diese Auslegung erscheint auch alles andere als abwegig, so dass man sich gut vorstellen kann, dass (einzelne) nationale Gerichte die Bestimmung so auslegen. Sinn ergibt die Einführung der Kategorie des betroffenen Gläubigers indes nur, wenn man „betroffen“ im Sinne von negativ

---

<sup>954</sup> Zu den insofern im deutschen Recht bestehenden Defiziten siehe unten 4.3.1.2.



betroffen, also beeinträchtigt, versteht.<sup>955</sup> Blickt man auf das Zusammenspiel mit der in Abschnitt 3.3 UAbs. 1 lit. b CTR normierten Alternativbetrachtung hinsichtlich der Auswirkungen des Fehlers (dazu sogleich noch ausführlicher), so gewinnt man sogar den Eindruck, die CTR intendieren, nur unmittelbar betroffenen Gläubigern (d.h. Gläubigern, bei denen der von ihnen selbst gehaltene Nennwert nicht richtig berücksichtigt wurde) die Rügemöglichkeit zu eröffnen. Eine solche Auslegung ist aber unhaltbar. Denn dadurch entstünden unrügbare Fehler in Konstellationen, wo einem Gläubiger zu Unrecht Stimmrecht zuerkannt wird (dieser selbst ist nicht beeinträchtigt und die übrigen Gläubiger sind nicht unmittelbar betroffen). Als sachgerechte Abgrenzung kommt stattdessen folgendes Kriterium in Betracht: es ist darauf abzustellen, ob der Fehler dazu führt, dass sich das Stimmgewicht des Gläubigers verschlechtert. Das Stimmgewicht wiederum hängt definitionsgemäß sowohl vom selbst gehaltenen Nennwert als auch vom insgesamt ausstehenden Nennwert ab. Demzufolge muss jeder Gläubiger auch rügen können, dass einem anderen Gläubiger zu Unrecht Stimmrecht zuerkannt wurde (z.B. weil dessen Entscheidungsfreiheit fälschlicherweise bejaht wurde). Wurde dagegen das Stimmrecht eines Gläubigers fälschlicherweise verkürzt, so beeinträchtigt dies die übrigen Gläubiger nicht, sondern begünstigt sie und diese können den Fehler nicht rügen. Die zuletzt geschilderte Auslegung erscheint nach hier vertretener Auffassung richtig, weil so dem Merkmal der Betroffenheit eine Begrenzungswirkung verbleibt, ohne dass die Gläubigerrechte sachwidrig verkürzt werden.

Die Unklarheiten setzen sich in Abschnitt 3.3 UAbs. 1 lit. b CTR fort. Gemäß der Regelung ist der Widerspruch eines Gläubigers nur dann geeignet, die Bindungswirkung der Bescheinigung zu erschüttern, wenn der Widerspruch, seine Begründetheit unterstellt, Einfluss auf das Beschlussergebnis haben würde. Hier ist nun unklar, ob bei der Bestimmung der Reichweite des Widerspruchs weiterhin auf die eigene Betroffenheit des rügenden Gläubigers oder auf den Fehler insgesamt abzustellen ist. Auseinander fällt beides

---

<sup>955</sup> Was von der englischen Formulierung „*affected*“ auch gedeckt ist und nahe gelegt wird.

namentlich in dem auch praktisch bedeutsamen Fall, dass ein Gläubiger rügt, einem anderen Gläubiger sei zu Unrecht Stimmrecht zuerkannt worden. Zur Illustration soll folgendes Beispiel gebildet werden: Gläubiger A hält Anleihen im Wert von 10. Gläubiger B hält ebenfalls Anleihen im Wert von 10. Er steht unter der Kontrolle des Emittenten und hat keine Entscheidungsfreiheit, wurde aber fälschlicherweise in der Bescheinigung für die Berechnungsstelle als stimmberechtigt angegeben. Unter Berücksichtigung des B beträgt das ausstehende Kapital 100. Bei der Abstimmung über eine wesentliche Änderung haben davon 77 zugestimmt, darunter auch B. A hat mit Nein gestimmt. A rügt als einziger Gläubiger die Minderung seines Stimmgewichts dadurch, dass B mit abgestimmt hat. Hier gibt es zwei denkbare Rechenwege: stellt man nur auf die Benachteiligung des A ab, so ändert der Fehler nichts am Erreichen der qualifizierten Mehrheit von 75%. Das Stimmgewicht des A unter Beteiligung des B betrug 10% (10/100). Ohne B hätte es 11,11% betragen (10/90). Die Abweichung von 1,11% genügt jedoch nicht, um das Stimmergebnis von 77% unter 75% zu drücken.<sup>956</sup> Stellt man hingegen insgesamt auf den gerügten Fehler ab, so ändert sich das Ergebnis: lässt man B völlig außer Betracht, so haben 67 von 90 zugestimmt, mithin nur noch 74,44%. Da die Erstreckung des Kriteriums der Betroffenheit auf die Auswirkungen des Fehlers nicht ausdrücklich in den CTR angeordnet ist, dürfte es für den auslegenden Rechtsanwender näher liegen und auch vertrauter sein, auf die Auswirkungen des Fehlers insgesamt abzustellen. Dies hat dann Folgewirkungen für die Tragweite von Abschnitt 3.3 UAbs. 2. Wandelt man das vorstehende Beispiel so ab, dass der Fehler zunächst von den Gläubigern A, C und D gerügt wurde, so genügt es bei dieser Auslegung, dass einer von ihnen den in Unterabsatz 2 aufgezeigten Weg bis zum Ende geht. Ziehen beispielsweise C und D ihren Widerspruch zurück (lit. x), so ist dies ohne Belang. Bei der Gegenauffassung wäre das anders.

Nicht sachgemäß ist des Weiteren, dass die Regelung nichts zum Verhältnis mehrerer auf verschiedene Fehler abzielender Widersprüche zueinander

---

<sup>956</sup> Das dem B bei dieser Betrachtung partiell verbleibende Stimmgewicht geht nicht zu Lasten des A, sondern der übrigen Gläubiger.

aussagt. Dies wäre nach hier vertretener Auffassung dringend erforderlich gewesen, um untragbare Härten zu vermeiden. Mindestens die Möglichkeit gemeinsamer Widersprüche mehrerer Betroffener hätte vorgesehen werden sollen. Dazu wiederum ein Beispiel: die Gläubiger A und B halten jeweils einen Nennwert von 2 und machen keinen Hehl daraus, dass sie gegen die Änderung der Anleihebedingungen sind. In der Bescheinigung des Emittenten finden sie sich auf der Liste der vom Stimmrecht ausgeschlossenen Gläubiger. Von den verbleibenden Gläubigern mit Gesamtnennwert 96 stimmen 74 einer wesentlichen Änderung zu (also 77,08%). Wendet man Abschnitt 3.3 UAbs. 1 lit. b CTR hier nun wortlautgetreu an, so können weder A noch B erfolgreich einen Widerspruch erheben. Denn einen Ausschluss vom Stimmrecht kann nach den vorstehenden Erörterungen nur jeder Gläubiger für sich rügen, weil nur er davon betroffen ist. Jeder Widerspruch für sich genügt aber nicht, um das Ergebnis zu verändern. Denn dann hätten 74 von 98 zugestimmt, was mit 75,51% immer noch über der erforderlichen Mehrheitsschwelle liegt. Nur bei gemeinsamer Berücksichtigung wird die Mehrheit verfehlt (74%).

Insgesamt zeigen die vorstehenden Ausführungen, dass die Regelungen zur Bindungswirkung der Bescheinigung für die Berechnungsstelle nicht ausgegoren sind. Sie werfen eine Reihe schwieriger Fragen auf, ohne belastbare Grundlagen für die Auslegung zu bieten, und produzieren fragwürdige Ergebnisse. Es steht daher zu befürchten, dass sie dem Ziel der Rechtssicherheit in der Praxis eher einen Bärenienst erweisen werden. Man sollte daher erwägen, ob man auf eine Bindungswirkung der Bescheinigung zulasten der Gläubiger nicht gänzlich verzichten kann. Die Bescheinigung an sich ist hingegen in jedem Fall eine sinnvolle Einrichtung, weil es zweifelsohne der Emittent ist, der hinsichtlich der Frage der Kontrolle und Entscheidungsfreiheit die besten Erkenntnismöglichkeiten hat.

Ein weiteres Versäumnis der CTR ist schließlich noch zu beklagen, soweit es außerhalb einer Abstimmung über einen Änderungsvorschlag des Emittenten auf die Höhe des ausstehenden Kapitals ankommt. Dies ist in jedem Fall bei Abschnitt 4.2. lit. b CTR (Verlangen von 10% der Gläubiger, eine Gläubigerversammlung einzuberufen) und ggf. bei Verwendung der Regelung

zur Kollektivierung der Entscheidung über die Gesamtfälligkeit (Abschnitt 2 der ergänzenden Bestimmungen<sup>957</sup>) gegeben. Für beide Fälle ist schlicht unregelt, wie das ausstehende Kapital zu bestimmen ist. Da in beiden Fällen vorgesehen ist, dass das Verlangen schriftlich beim Emittenten einzureichen ist, ist gemäß allgemeinen Grundsätzen (Treu und Glauben im deutschen Recht) davon auszugehen, dass dieser bei Vorliegen entsprechender Verlangen unverzüglich verpflichtet ist, zu ermitteln, welchen Anteil am ausstehenden Kapital diese repräsentieren und das Ergebnis auch zu veröffentlichen. Die Einschaltung einer Berechnungsstelle dürfte hierfür nicht erforderlich aber unschädlich sein. Man hätte sich jedoch zweifelsohne eine Regelung dieser Fragen gewünscht, zumal sich die CTR an andere Stelle als durchaus detailverliebt erweisen.<sup>958</sup>

Anschließend an die Erörterung der Bescheinigung für die Berechnungsstelle soll nunmehr dieser Akteur als solcher noch einige Anmerkungen erfahren.

### **3.2.6 Berechnungsstelle**

Die Funktion der Berechnungsstelle ist in den CTR (Abschnitt 3) deutlich festgelegt. Sie hat das Abstimmungsergebnis zu ermitteln. Im Umkehrschluss zur soeben erörterten Bescheinigung über das ausstehende Kapital ist insofern davon auszugehen, dass die Berechnungsstelle auch dazu berufen ist, alle übrigen im Zusammenhang mit dem Abstimmungsvorgang auftauchenden Fragen zu bewerten und zu lösen. Zu denken ist insofern beispielsweise an die Beurteilung der Wirksamkeit von Stellvertretungen oder der Stimmabgabe an sich. Weniger klar als die Rolle der Berechnungsstelle ist die zugrunde liegende Konzeption für diese Aufgabe. Insofern sind verschiedene Akzentuierungen denkbar. Versteht man die Berechnungsstelle als Erfüllungsgehilfen des Emittenten, so stellt sich die Frage, welchen Gewinn ihre zwingende

---

<sup>957</sup> *Unterausschuss*, Supplemental Provisions.

<sup>958</sup> Siehe insbesondere zu den Vertretungsregeln unten 3.2.7.

Einschaltung an so prominenter Stelle der Anleihebedingungen mit sich bringt.<sup>959</sup> Wollte man sie dagegen als unabhängige und besonders sachkundige Institution verstehen, die das Abstimmungsergebnis gerade vor Einflussnahmen des Emittenten schützen soll, so hätte man entsprechende Anforderungen an die zu ernennende Person definieren müssen. Zu denken wäre an Aspekte wie eine besondere fachliche Eignung und eine rechtlich verbürgte Unparteilichkeit. Dies ist jedoch nicht erfolgt.<sup>960</sup> Es erscheint nach den CTR insbesondere nicht ausgeschlossen, dass eine Person aus dem Lager des Emittenten (oder jemand, der selbst Gläubiger ist) als Berechnungsstelle ernannt wird.<sup>961</sup> Der Unterausschuss geht davon aus, dass typischerweise Banken mit der Rolle der Berechnungsstelle betraut werden.<sup>962</sup> So erklärt es sich auch, dass er den Vorschlag, die Berechnungsstelle solle generell schon bei Begebung der Anleihe bestellt werden,<sup>963</sup> mit dem Argument zurück weist, dadurch entstünde unnötiger Kostenaufwand.<sup>964</sup> Diese Erwägung trifft zu, gilt jedoch – soweit mit der Berechnungsstelle keine besondere rechtliche Qualität verbunden ist – für das gesamte Konstrukt.<sup>965</sup> Die Emittenten verfügen als souveräne Staaten allesamt

---

<sup>959</sup> Dass der Emittent jederzeit die Möglichkeit hat, seine Aufgaben auf Beauftragte zu übertragen, ergibt sich schon aus Abschnitt 4.1 a.E. CTR.

<sup>960</sup> Kritisch *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 17.

<sup>961</sup> Was in der Logik eines Erfüllungsgehilfen auch nicht problematisch erscheint. Für ein praktisches Vorbild sei auf die inflationsindexierten Anleihen der Bundesrepublik Deutschland verwiesen. Dort wird die Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH als Berechnungsstelle zur Bestimmung der indexbasierten Anpassungen benannt, vgl. § 5 Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen.

<sup>962</sup> Er geht davon aus, dass es häufig das gleiche Institut sein wird, das auch Zahlstelle ist; *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 7.

<sup>963</sup> *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 17.

<sup>964</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 7.

<sup>965</sup> Inhaltlich nicht überzeugend insofern die Argumentation *International Capital Market Association*, Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities, S. 17, die einen ausreichenden Schutz für die Gläubiger hinsichtlich der Unabhängigkeit der Berechnungsstelle schon bejaht, wenn die Klauseln vorschreiben, dass ein gewerblicher Akteur des Kapitalmarktes, der unabhängig vom Gläubiger ist, beauftragt werden muss. Dieser (gemeint sind gewiss Banken) wäre gleichwohl Auftragnehmer des Emittenten und stünde außerdem möglicherweise bestimmten Gläubigern

über eine leistungsfähige Verwaltung, die beispielsweise auch ohne Weiteres in der Lage ist, Parlamentswahlen ohne externe Hilfe reibungslos abzuwickeln. Eine externe Berechnungsstelle, die lediglich als Erfüllungsgehilfe fungiert, dürfte also eine für den Emittenten entbehrliche Dienstleistung sein. Wirklich schlüssig wäre die der Berechnungsstelle in den CTR zgedachte Funktion nur, wenn es sich um eine Stelle mit rechtlich verbürgter Unabhängigkeit und Unparteilichkeit handeln würde.<sup>966</sup>

Ein Themenkomplex, dem die CTR besonderes Augenmerk widmen, sind Vollmachtsfragen. Die Abschnitte 4.10 und 4.11 CTR enthalten hierzu zahlreiche Regelungen, so dass hierauf nunmehr auch im Rahmen der Analyse und Kritik einzugehen ist.

### **3.2.7 Regelungen zur Stellvertretung bei der Abstimmung**

Zunächst fällt zum Thema Stellvertretung auf, dass die Abschnitte 4.7 und 4.8 CTR handwerklich nicht sauber konstruiert und von einer unnötigen Geschwätzigkeit geprägt sind. Dass dort auf die Möglichkeit der Stellvertretung gesondert eingegangen wird, ist überflüssig (deren Zulässigkeit ergibt sich bereits deutlich aus den Abschnitten 4.10 und 4.11 CTR) und steht sogar im systematischen Widerspruch zur Regelungstechnik des Abschnitts 4.11 CTR, wonach ein wirksam Bevollmächtigter als Gläubiger fingiert wird. Was sodann den Inhalt der Stellvertretungsregeln angeht, so fällt auf, dass diese eine Reihe von Einzelfragen aufgreifen und auf teils strenge Weise regeln, ohne sich um eine Rückkopplung mit der allgemeinen Dogmatik des Stellvertretungsrechtes zu bemühen. Genauso wenig findet der in Gestalt von Art. 10 und 11 der Aktionärsrechte-Richtlinie 2007/36/EG<sup>967</sup> in diesem Bereich vorhandene

---

näher als anderen. Vorzugswürdig ist demgegenüber eine Stelle mit gesetzlich abgesicherter Unabhängigkeit und Unparteilichkeit.

<sup>966</sup> Die konkrete Auswahl einer geeigneten Stelle entsprechend den Gegebenheiten des nationalen Rechts wäre in diesem Rahmen eine Aufgabe, die man dem jeweiligen Emittenten überlassen sollte. In Frage kämen beispielsweise Notare oder Wirtschaftsprüfer.

<sup>967</sup> Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABI. Nr. L 184 S. 17.

europäische *acquis* Berücksichtigung, was befremdet, weil die Interessenlage bei der Hauptversammlung einer AG und bei einer Gläubigerversammlung hinsichtlich organisatorischer Fragen wie den Stellvertretungsregeln sich ersichtlich gleicht.<sup>968</sup> Ein zentraler Gedanke, auf den auch im Rahmen der nachfolgenden Erörterungen zurückgegriffen werden soll, findet sich in Art. 11 Abs. 2 S. 2 der Aktionärsrechte-Richtlinie. Demnach dürfen *„die Bestellung eines Vertreters, die Benachrichtigung über die Bestellung an die Gesellschaft und die Erteilung von etwaigen Abstimmungsanweisungen an den Vertreter lediglich den formalen Anforderungen unterworfen werden, die für die Feststellung der Identität von Aktionär und Vertreter beziehungsweise für die Möglichkeit einer Überprüfung des Inhalts der Abstimmungsanweisungen erforderlich sind, und dies nur in dem Maße, wie die Anforderungen diesen Zwecken angemessen sind.“*

Durch den von den CTR gewählten Sonderweg hinsichtlich Stellvertretungsfragen entsteht eine ganze Reihe von Problemfällen und sachwidrigen Ergebnissen, so dass dieser Teil der Regelung Anlass zu schwerwiegender Kritik gibt. Im Einzelnen geht es um Folgendes:

### **3.2.7.1 Zulässigkeit von Textform**

Zunächst einmal ist mangels Anbindung an ein nationales Recht nicht ganz klar, wie eng das Schriftformerfordernis zu verstehen ist; ob es also auch bei elektronischer Übermittlung der Erklärung (also durch Textform in den Begrifflichkeiten des deutschen Rechts) gewahrt wird.<sup>969</sup> Der Originalwortlaut von Abschnitt 4.10 S. 1 CTR spricht von einer schriftlichen Urkunde,<sup>970</sup> was dafür spricht, dass eine verkörperte Erklärung erforderlich ist. Dies gilt es bei der Umsetzung im nationalen Recht zu beachten, soweit es dort allgemeine

---

<sup>968</sup> Anders mögen die Dinge hinsichtlich der materiellen Inhaltskontrolle von Beschlüssen liegen. Siehe dazu unten 4.5.1.2.2.

<sup>969</sup> Art. 11 Abs. 1 Aktionärsrechte-Richtlinie bestimmt demgegenüber explizit, dass Textform genügt.

<sup>970</sup> „*Instrument in writing*“.

zivilrechtliche Vorschriften gibt, die die Gleichwertigkeit von Text- und Schriftform vorsehen.

### **3.2.7.2 Zwang zur Erteilung einer Spezialvollmacht**

Abschnitt 4.10 S. 2 CTR sieht vor, dass eine wirksame Vollmachtserteilung nur möglich ist, wenn dafür vom Gläubiger das der Einberufung der Gläubigerversammlung beigefügte Formular verwendet wird. Diese auf den ersten Blick äußerst zweckmäßig daher kommende Regelung, die den Emittenten von der Bürde entlastet, prüfen zu müssen, ob eine vorgelegte Vollmacht dem Umfang nach die Abstimmung über eine Änderung der Anleihebedingungen abdeckt, bedeutet nichts anderes als einen Zwang zur Spezialvollmacht. Sie schließt alle Arten von allgemeinen Vollmachten, insbesondere Generalvollmachten, aus. Will man den verfolgten Zweck lückenlos verwirklicht sehen, so muss man außerdem Untervollmachten für ausgeschlossen erachten. Andernfalls ließe sich die Regelung leicht umgehen, indem ein nicht auf dem vorgesehenen Formular Bevollmächtigter einer anderen Person die erforderliche Spezialvollmacht als Untervollmacht erteilt. Die Wirksamkeit der Untervollmacht hinge in dieser Konstellation jedoch in ihrer Reichweite davon ab, ob sie von der Obervollmacht gedeckt ist.

Es steht zu bezweifeln, dass den Mitgliedern des Unterausschusses bewusst war, welche Reichweite all dies hat. Wiegt man Nutzen und Nachteile der Regelung ab, so erweist sie sich als hochgradig unangemessen. Schon allein ein Verbot von Vollmachtenketten ist wirklichkeitsfremd. Ist es nicht nachgerade der Standardfall, dass ein Gläubiger seine Bank als juristische Person bevollmächtigt, die Bank auf der Gläubigerversammlung dann aber nicht durch ihre Organe, sondern durch einen rechtsgeschäftlich bevollmächtigten Mitarbeiter<sup>971</sup> handelt? Warum dies nicht möglich sein soll, erschließt sich nicht im Ansatz. Noch gravierender wirkt sich aber der Ausschluss allgemeiner Vollmachten aus. So sind die verschiedenen Formen von Generalvollmachten

---

<sup>971</sup> Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass nach deutschem Recht auch der Prokurist ein rechtsgeschäftlich Bevollmächtigter ist, vgl. nur *Krebs*, in: *MüKo HGB*, § 48 HGB Rn. 1.



nicht nur im Geschäftsverkehr weit verbreitet und werden dort hoch geschätzt, weil sie die mit der Erteilung ständig neuer Spezialvollmachten vor allem in größeren Organisationen oder bei größeren Vermögen verbundenen Transaktionskosten vermeiden. Sie sind in Gestalt von Vorsorgevollmachten für natürliche Personen auch ein bedeutsames und weit verbreitetes Mittel zur Wahrung des Selbstbestimmungsrechts und damit zur Verwirklichung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts in Situationen fehlender Geschäftsfähigkeit. Wird eine Stellvertretung aufgrund Generalvollmacht nicht anerkannt, so kann ein Vorsorgebevollmächtigter nicht für einen geschäftsunfähig erkrankten Gläubiger abstimmen. Ein Geschäftsunfähiger kann aber auch keine neue Spezialvollmacht erteilen. Das bedeutet in der Konsequenz,<sup>972</sup> dass speziell für die Gläubigerabstimmung die gerichtliche Bestellung eines Betreuers, der dann gesetzlicher Vertreter ist, erforderlich wird. Dies ist mit erheblichem Aufwand für alle Beteiligten verbunden und es erscheint unter praktischen Gesichtspunkten höchst zweifelhaft, ob die Betreuungsgerichte – gerade bei höheren Fallzahlen<sup>973</sup> – überhaupt dazu in der Lage wären, rechtzeitig<sup>974</sup> die erforderlichen Betreuungen anzuordnen. Außerdem entstehen dem betroffenen Gläubiger Verfahrenskosten. All diese Folgen stehen außer Verhältnis zu dem mit der Regelung verfolgten Zweck, den Inhalt von Vollmachten nicht im Einzelnen prüfen zu brauchen. Es ist also dringend anzuraten, den Zwang zur Spezialvollmacht bei nächster Gelegenheit ersatzlos aus den CTR zu streichen.

### **3.2.7.3 Verdrängende Vollmacht mit 48h zeitlichem Vorlauf**

Kritikwürdige Ergebnisse erzeugt auch das Zusammenspiel von zwei weiteren außergewöhnlichen Gestaltungen. Abschnitt 4.11 CTR legt wie gesagt fest, dass eine wirksame Vollmachtserteilung zu einer doppelten Fiktion führt: der Bevollmächtigte gilt als Gläubiger und der eigentliche Gläubiger hingegen gilt

---

<sup>972</sup> Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf das deutsche Recht.

<sup>973</sup> Man male sich nur eine Umschuldung von deutschen Bundesanleihen, die traditionell als vermeintlich defensives Investment gerade bei älteren Anlegern in Deutschland sehr beliebt sind, aus.

<sup>974</sup> Das Zeitfenster zwischen Einberufung und Abstimmung beträgt gemäß CTR ggf. nur 21 Tage.

nicht mehr als Gläubiger. Die Vollmacht hat also verdrängende Wirkung. Dieses für sich genommen technische Detail ist zusammen mit den Regelungen in den Abschnitten 4.10 und 4.11 CTR zu betrachten, wonach es 48 Stunden vor dem Termin der Abstimmung zu einem Erstarren der Stellvertretungssituation kommt. Dann ist weder die Erteilung einer Vollmacht noch der Widerruf einer wirksam erteilten Vollmacht mehr möglich.

Völlig widersinnig hinsichtlich der zeitlichen Sperre erscheint zunächst, dass diese Anforderungen gemäß ausdrücklicher Klarstellung in den CTR auch für eine schriftliche Abstimmung gelten. Abzustellen ist dabei wohl auf den als solchen in den CTR überhaupt nicht ausdrücklich vorgesehenen aber sinngemäß vorausgesetzten spätmöglichen Zeitpunkt der schriftlichen Abstimmung.<sup>975</sup> Wozu dies gut sein soll, erschließt sich nicht im Ansatz. Bei einer Gläubigerversammlung gibt es zweifelsohne ein Interesse, diese geordnet vorbereiten zu können und es stellt sich die schwierige Aufgabe, den Einlass zu organisieren und während der Versammlung die Wirksamkeit der abgegebenen Stimmen zu beurteilen und diese den richtigen Gläubigern (d.h. dem richtigen Stimmgewicht) zuzuordnen, um so ein korrektes Abstimmungsergebnis zu ermitteln. Hierfür ist es förderlich, wenn bereits 48 Stunden vor Versammlungsbeginn fest steht, wer für wen erscheinen und handeln wird. Eine schriftliche Beschlussfassung aber wird ohnehin in aller Ruhe im Büroweg ausgewertet. Hier gibt es keinen Grund, warum die Vollmacht vorher vorliegen muss und es nicht ausreicht, wenn diese zusammen mit der Abstimmungserklärung vorgelegt wird.

Aber auch bei einer Gläubigerversammlung ist die zeitliche Sperre gepaart mit der verdrängenden Wirkung der Vollmacht weit mehr als nur eine lästige Formalie. Aus diesen Regelungen ergeben sich bei genauerer Betrachtung denkbarer Problemfälle ganz handfeste materiell-rechtliche Probleme. Vollmachten dienen gerade dazu, die Wahrung der eigenen Rechte trotz persönlicher Verhinderung zu ermöglichen. Nun entspricht es aber dem Wesen

---

<sup>975</sup> Kritisch dazu, dass es für den Zeitraum der schriftlichen Abstimmung keine Vorgaben gibt: *Nodoushani*, WM 2012, 1798, 1802.

einer Reihe persönlicher Hinderungsgründe (insbesondere von Krankheiten), dass sie nicht 48 Stunden im Voraus absehbar sind. Die CTR verschließen den Betroffenen jedwede Reaktionsmöglichkeiten auf kurzfristige Verhinderungen. Und dies betrifft sowohl die Verhinderung eines Gläubigers, der geplant hatte, persönlich sein Stimmrecht wahrzunehmen, als auch die Verhinderung eines zuvor bestimmten Bevollmächtigten. Es kann doch nicht angehen, dass ein Gläubiger, dessen Bevollmächtigter am Tag vor der Gläubigerversammlung absagt, durch die Anleihebedingungen daran gehindert wird, seine eigenen Rechte auf der Gläubigerversammlung wahrzunehmen. Dieses bizarre Ergebnis ist grob unverhältnismäßig. Ganz zu schweigen von Situationen, in denen es innerhalb der letzten 48 Stunden vor der Abstimmung zu einer Erschütterung des Vertrauensverhältnisses zwischen Vollmachtgeber und Bevollmächtigtem kommt. Man denke nur an betrogene Ehepartner und dergleichen mehr. Es befremdet doch sehr, dass ein Vollmachtgeber tatenlos mit ansehen müssen soll, wie ein „außer Kontrolle“ geratener Bevollmächtigter munter mit der ihm übertragenen Rechtsmacht „wütet“. Und spätestens das Berufen auf einen evidenten Vollmachtsmissbrauch (oder vergleichbare Rechtsfiguren anderer Rechtsordnungen) vermögen die Anleihebedingungen in entsprechenden Fallgestaltungen, wo die Problematik dem Emittenten vor der Abstimmung zur Kenntnis gebracht worden ist, gewiss nicht abzuschneiden. Es liegt auf der Hand, dass in solch einer Situation allen Seiten mehr damit geholfen wäre, der Gläubiger hätte die Vollmacht widerrufen und selbst abstimmen dürfen. Die verdrängende Wirkung der Vollmacht und ihr Erstarren vor dem Abstimmungstermin bringen also mehr Schaden als Nutzen. Es wäre besser, sie fänden sich nicht in den CTR.

Insgesamt erscheint es sehr misslich, dass die CTR bei den Fragen des Stellvertretungsrechtes, das hinsichtlich des Kernanliegens von CAC, überhaupt Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger zuzulassen, als äußerst nachgeordneter Nebenkriegsschauplatz erscheint, eine Reihe rechtlich komplexer Baustellen eröffnet. Dies ist umso unnötiger, als in allen Mitgliedstaaten hierzu bewährte Regime im Bereich der Hauptversammlungen vorhanden sind und diese in wesentlichen Teilen sogar durch die

Aktionärsrechterichtlinie harmonisiert sind. Aufbauend auf diese Grundlagen wäre es leicht möglich gewesen, in den Anleihebedingungen eine auf das Wesentliche konzentrierte und ausgewogene kautelarjuristische Gestaltung vorzusehen.

Gerade wurde ein Bereich betrachtet, in dem die CTR überregulierend erscheinen. Es lässt sich jedoch auch das gegenteilige Phänomen identifizieren. So gibt es eine Reihe von Regelungen, die in den Musterklauseln unberücksichtigt geblieben sind – teilweise sogar, obwohl die Festlegungen der Eurogruppe diese in Aussicht gestellt hatten.

### **3.3 Unzureichend geregelte Bereiche**

Vergleicht man den bis dato geschilderten Bestand an Regelungen mit den in den ersten beiden Kapiteln erarbeiteten Bereichen, die für ein gutes Funktionieren der Umschuldungsklauseln wesentlich sind, so wird deutlich, dass die CTR an einigen Stellen geeignete Lösungen vermissen lassen. Dabei geht es einerseits um Aspekte, die die Funktionsweise der Umschuldungsklauseln unmittelbar verbessern könnten. Betroffen sind andererseits, und dies ist von grundlegenderer Bedeutung, auch Gestaltungen, die zum Erreichen des postulierten Ziels der einheitlichen Wirkung (siehe oben Kapitel 2.3.1) dringend erforderlich gewesen wären. Inhaltlich in Rede stehen die Bereiche Gläubigerkoordination, angemessene Ausgestaltung des Rechtsschutzes und Missbrauchskontrolle sowie eine klauselbasierte Moratoriumsphase.

#### **3.3.1 Gläubigerkoordination und -vertretung**

In der Festlegung auf das CAC-Konzept war die Ankündigung enthalten, die Klauseln würden für eine angemessene Vertretung der Gläubiger Sorge tragen.<sup>976</sup> Eine Umsetzung dieser Ankündigung sucht man in den CTR jedoch

---

<sup>976</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31.

vergeblich.<sup>977</sup> Diese erweisen sich stattdessen als äußerst emittentenzentriert und bieten den Gläubigern keine realistischen Instrumente, um sich untereinander zu koordinieren.<sup>978</sup> Bezeichnend ist, dass selbst die Möglichkeit, die Einberufung einer Gläubigerversammlung zu erzwingen, auf den Fall beschränkt ist, dass ein Kreditereignis bereits eingetreten ist (Abschnitt 4.2.(b) CTR). Bleibt es bei der bisherigen Handhabung der Eurostaaten, dass mit ESM-Mitteln der Eintritt eines Zahlungsausfalles bis zum Erfolg einer Umschuldung verhindert wird, so hat dieser Fall keinerlei praktische Bedeutung. In dieser Ausgestaltung der CTR spiegelt sich deutlich der Wandel des CAC-Konzepts hin zu einem reinen Lösungsdurchsetzungsmechanismus.<sup>979</sup>

Um zu einer Bewertung des gewählten Ansatzes zu gelangen, erscheint es angebracht, sich noch einmal die Gestaltungsmöglichkeiten anhand der Empfehlungen des G10-Berichts in Erinnerung zu rufen. Dort spielte die Thematik der Vertretung der Gläubiger eine große Rolle. So waren sowohl ein dauerhafter Vertreter während der gesamten Laufzeit der Anleihe (nach dem Vorbild eines Anleihetrehänders)<sup>980</sup> als auch kumulativ die Möglichkeit, einen speziellen Vertreter aus konkretem Anlass wählen zu können, vorgeschlagen worden.<sup>981</sup> Diese Vorschläge sind differenziert zu bewerten. Was eine dauerhafte Verwaltungsstruktur angeht, so ist der Erwägung des Unterausschusses beizupflichten, wonach die Entscheidung über deren Einsatz den einzelnen Mitgliedstaaten verbleiben sollte, die dadurch in die Lage versetzt werden, ihre bisherige, je nach Rechtstradition divergierende, Praxis fortzusetzen.<sup>982</sup> Insbesondere der Anleihetrehänder stellt ein typisches Konstrukt des *common law* dar, das in kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen nur schwierig

---

<sup>977</sup> Ebenso *Bliesener/Schneider*, in: Langenbacher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, Einleitung, Rn. 36.

<sup>978</sup> Kritisch diesbezüglich auch *Tirado*, Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies, S. 23.

<sup>979</sup> Dazu bereits oben 2.5.4.

<sup>980</sup> *Group of Ten*, Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses, S. 2.

<sup>981</sup> A.a.O., S. 3.

<sup>982</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 8.

wirkungsgleich nachzubilden wäre und dessen Nutzen außerdem, wie bereits erörtert, kritisch zu sehen ist.<sup>983</sup> Anders stellen sich die Dinge jedoch hinsichtlich von Instrumenten dar, die den Gläubigern bei konkretem Bedarf eine Koordination und Interessenvertretung ermöglichen. Diesbezüglich erscheint die rigorose Gangart der CTR als kritikwürdig. Zwar ist nachvollziehbar, dass die Diskussion um den Stellenwert der Gläubigerkoordination in Krisensituationen sich in einem gewissen Spannungsfeld zwischen den jeweiligen Interessen und Erfahrungen von Emittenten- und Gläubigerseite befindet. Besonders greifbar wird dies bei der Frage, ob und in welchem Umfang die Schuldnerseite die für eine Koordination und Repräsentation der Gläubigerseite notwendigen Kosten (z.B. für Rechtsberatung) tragen soll.<sup>984</sup> Hinzu kommt, dass global betrachtet in der letzten Dekade vor Erarbeitung der Musterklauseln die Bedeutung von Verhandlungen von Schuldnern mit Gläubigern zurückgegangen ist,<sup>985</sup> ohne dass Umschuldungen deshalb zu scheitern gedroht hätten. Der IWF konstatiert insofern, dass eine regelbasierte Koordination und repräsentative Interessenvertretung der Gläubigerseite in der Realität wegen der Vielschichtigkeit der Gläubigerinteressen schwierig ist und es besser sein dürfte, auf informelle Verhandlungen zu setzen, als die Gläubigerkoordination zu formalisieren.<sup>986</sup> Vor diesem Hintergrund mag es keinen Anlass für besonders innovative und weitreichende Gestaltungen in den europäischen

---

<sup>983</sup> Siehe oben 1.4.2.1.2.

<sup>984</sup> Überzeugend und deutlich zur großen Bedeutung der Kostentragungsfrage für das Funktionieren einer repräsentativen Gläubigervertretung *Kopf*, *Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History*, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 149, 164-166. Als (fauler) Kompromiss und kleinster gemeinsamer Nenner erscheint insofern die Position einer gemeinsamen Arbeitsgruppe von öffentlichem und privatem Sektor bei *Institute of International Finance (Hrsg.)*, *Report of the Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution*, S. 13 f., wo die Erwartung einer freiwilligen Erstattung angemessener Kosten durch den Schuldner im Rahmen einer erfolgreichen Umschuldung gefordert wird.

<sup>985</sup> *Kopf*, a.a.O., S. 155. Er argumentiert nachvollziehbar dahin gehend, dass „take it or leave it“-Situationen („Vogel friss oder stirb“) den Staaten als Emittenten (auf den ersten Blick) durchaus entgegen kommen, so erreichte exzessive Verzichte der Gläubiger aber langfristig schädlich sein können (a.a.O., S. 161 ff.).

<sup>986</sup> *Internationaler Währungsfonds*, *Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 11 und 36.

Umschuldungsklauseln gegeben haben. Dass die durch Umschuldungsklauseln bewirkte Aufweichung der Rechtsposition des einzelnen Gläubigers aber ganz grundsätzlich ein Bedürfnis nach kollektiver Interessenwahrnehmung nach sich zieht, dürfte im Ausgangspunkt unstrittig sein.<sup>987</sup> Daraus ist die Konsequenz zu ziehen, dass geeignete Strukturen bereitgehalten werden sollten, die die Gläubiger nutzen können, wenn und soweit sie sich insofern (mehrheitlich) einig sind. Dem hätte man durch die Übernahme etablierter Instrumente, die den Gläubigern wenigstens die Möglichkeit lassen, sich zu koordinieren, in die CTR Rechnung tragen sollen. Konkret zu nennen ist in dieser Hinsicht zunächst die jederzeitige Möglichkeit für ein Quorum von 10%, eine Gläubigerversammlung einzuberufen.<sup>988</sup> Damit eine auf Gläubigerinitiative stattfindende Versammlung (die theoretisch auch nach den gegenwärtigen CTR möglich ist) auch Handlungsoptionen hat, wäre es sodann folgerichtig, in den Anleihebedingungen die Möglichkeit vorzusehen, dass die Gläubiger durch Mehrheitsbeschluss einen Wahlvertreter bestimmen und diesen mit einem konkreten Mandat betrauen können.<sup>989</sup> Für die konkrete Umsetzung hätte man sich beispielsweise am Vorbild des § 7 des deutschen Schuldverschreibungsgesetzes<sup>990</sup> orientieren können. Der Fokus der Aufgaben des Wahlvertreters wäre dabei vor dem Hintergrund der angesprochenen Kontextualisierung der Umschuldungsklauseln als Lösungsdurchsetzungsmechanismus realistischerweise weniger in Verhandlungen mit dem Schuldner über die Höhe des Sanierungsbeitrags der Gläubiger insgesamt als vielmehr in Verhandlungen über die Lastenverteilung im Rahmen einer emissionsübergreifenden Änderung zu sehen. Gerade an dieser Stelle wäre eine formalisierte Repräsentation dem gegenwärtigen Zustand, wo die Interessenwahrnehmung der Gläubigerseite ausschließlich von ihrer

---

<sup>987</sup> Und wird ja auch von den Schlussfolgerungen des Rates noch anerkannt.

<sup>988</sup> So auch *Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft*, Stellungnahme zu "Collective Action Clauses", S. 4.

<sup>989</sup> Dies stellt eine deutlich kleiner skalierte Lösung dar als ein „Gläubigerausschuss“, der die Gläubiger aller Anleihen emissionsübergreifend angemessen repräsentieren soll.

<sup>990</sup> Siehe zur Ausgestaltung des Konzepts des Wahlvertreters im SchVG umfassend *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 198 ff.

informellen Eigeninitiative abhängt, deutlich vorzuziehen. Denn man darf nicht aus den Augen verlieren, dass eine selbst organisierte informelle Verhandlungsführung nur für große Gläubiger (die in unterschiedlichen Anleihen durchaus unterschiedlich vertreten sein können) eine realistische Möglichkeit ist<sup>991</sup> und sich der damit verbundene Aufwand auch nur für sie lohnt. Hier wäre die Klauselgestaltung gefordert gewesen, eine auch im Verhältnis der Gläubiger untereinander ausgewogene und rechtlich verfasste Lösung zu erarbeiten.

### **3.3.2 Rechtsschutzfragen**

Rechtsschutzfragen erscheinen als die Achillesverse des europäischen CAC-Konzepts.<sup>992</sup> Dabei sind zwei Ebenen zu trennen. Zunächst sind materiell-rechtliche Gestaltungen mit Auswirkungen auf den Rechtsschutz in den Blick zu nehmen und sodann genuin prozessrechtliche Fragen.

#### **3.3.2.1 Klauselgestaltungen mit Folgen für den Rechtsschutz**

In den Schlussfolgerungen des Europäischen Rates war schon nur sehr zurückhaltend davon die Rede, Klauseln gegen blockierende Rechtsstreitigkeiten würden in Erwägung gezogen.<sup>993</sup> Diese Linie setzt sich in den Arbeiten des Unterausschusses fort, der zu erkennen gibt, dass er bei den klassischen rechtsschutzverkürzend wirkenden materiell-rechtlichen Gestaltungen<sup>994</sup> auf unüberwindliche Widerstände aus der Warte der nationalen Rechtsordnungen gestoßen ist.<sup>995</sup> Als Ausweg wird auf die ergänzenden Bestimmungen ausgewichen. Dort finden sich mit Kollektivierung der Entscheidung über die Gesamtfälligkeit (Abschnitt 2) und Bündelung der Rechtsmacht zur

---

<sup>991</sup> Der Gläubigerausschuss unter der Ägide des IIF, der im Vorfeld der griechischen Umschuldung Verhandlungen mit der griechischen Regierung führte, repräsentierte Schätzungen zu Folge 30-40% der privaten Gläubiger, vgl. dazu und zur Zusammensetzung im Einzelnen *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, S. 9.

<sup>992</sup> Siehe bereits oben 2.6.2.2.

<sup>993</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31.

<sup>994</sup> Zu entsprechenden Möglichkeiten siehe oben 1.4.2.4.

<sup>995</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 8.



Klageerhebung bei einem Gläubigervertreter (Abschnitt 3) weitreichende und hoch wirksame Gestaltungsvorschläge. Das Problem ist jedoch, dass diese Bestimmungen nicht zum Pflichtprogramm für die Mitgliedstaaten gehören, sondern freiwillig verwendet werden können. Sie bilden gleichermaßen die Kür. Bei Lichte betrachtet muss man konstatieren, dass durch den Rückgriff auf das Instrument der ergänzenden Bestimmungen der Unterausschuss selbst vom durch Art. 12 Abs. 3 ESMV vorgegebenen Auftrag und Ziel der Wirkungsgleichheit abgerückt ist. Denn für den reibungslosen und zeitgerechten Ablauf eines CAC-Einsatzes ist die Frage, ob und mit welchen Wirkungen einzelne Gläubiger sich gerichtlich dagegen wehren können, von eminenter Bedeutung. Die Begründung, die verschiedenen nationalen Rechte hätten sich in diesem Bereich als unüberwindliche Hürde erwiesen, ist in diesem Zusammenhang zwar stichhaltig, unbefriedigend sind jedoch die daraus gezogenen bzw. sich ergebenden Konsequenzen.

Zunächst einmal erscheint der Verweis auf Hürden in den nationalen Rechtsordnungen als zu pauschal und nicht tragfähig, soweit es um die Aufnahme einer Fehlerfolgensystematik in die CTR geht. Insofern findet sich in den CTR in Gestalt des bereits erörterten Widerspruchsverfahrens gegen die Bescheinigung für die Berechnungsstelle (Abschnitt 3.3)<sup>996</sup> ja sogar eine punktuelle Regelung. Deren Vereinbarkeit mit nationalem Recht ist zwar tatsächlich fragwürdig,<sup>997</sup> dies liegt jedoch nicht an der geregelten Materie, sondern an der Strenge der gewählten Ausgestaltung. So geben die CTR unter dem Blickwinkel einer systematischen Fehlerfolgenlehre keine gute Figur ab. Es wird nur für einen von vielen denkbaren Fehlern, nämlich die falsche Ermittlung der den Gläubigern zukommenden Stimmgewichte, eine einschränkende Regelung getroffen, obwohl es sich gerade dabei um einen vergleichsweise schwerwiegenden Fehler handelt. Für die übrigen Fehler legt Abschnitt 4.12 CTR mit seinem umfassend formulierten Tatbestand, der eine ordnungsgemäße Beschlussfassung auf einer ordnungsgemäß geladenen und durchgeführten

---

<sup>996</sup> Oben 3.2.5.5.

<sup>997</sup> Es sei nur auf die obige Diskussion zum Begriff des „betroffenen Gläubigers“ verwiesen.

Versammlung verlangt, nahe, dass diese stets dazu führen, dass der Beschluss nicht für alle Gläubiger bindend – und damit im Klartext unwirksam – ist. Dies erscheint zwar vertretbar, weil die CTR sich gerade im Bereich der Verfahrensabläufe auf wesentliche Regelungen beschränken. Es wäre aber verglichen mit Abschnitt 3.3 CTR harmlos und sehr erwägenswert gewesen, reine Formfehler für unbeachtlich zu erklären. Für die konkrete Ausgestaltung wären insofern verschiedene Abstufungen (z.B. „Fehler, die offensichtlich keine Auswirkung auf das Abstimmungsergebnis hatten“) denkbar gewesen. Das schlechte Bild, das die Regelung des Abschnitt 3.3 CTR hinterlässt, wird schließlich dadurch komplettiert, dass sie nicht nur nicht kohärent zur Handhabung anderer denkbarer Fehler ist, sondern auch nicht mit den einschlägigen prozessualen Regeln synchronisiert ist. Dies gilt in besonderem Maße für die in Unterabsatz 2 lit. y angeordnete materiell-rechtliche Frist zur Erhebung eines Rechtsbehelfes. Diese höhlt längere prozessuale Fristen, beispielsweise die einmonatige Klagefrist des deutschen Rechtes,<sup>998</sup> in sehr fragwürdiger Weise aus.

### **3.3.2.2 Nationales Prozessrecht als Grenze des auf den Anleihebedingungen basierenden Ansatzes**

Diese Blindheit gegenüber den prozessualen Regeln der nationalen Rechte ist jedoch darüber hinausgehend ein grundsätzliches Problem. Während die Musterklauseln in einer Art Vakuum, das von jedweden gesetzlichen Bezugsrahmen losgelöst ist, definiert worden sind, sind die später tatsächlich maßgeblichen Anleihebedingungen in den gesetzlichen Bezugsrahmen eines nationalen Rechts eingebettet, der unter anderem vorgibt, welcher Rechtsschutz den Gläubigern offen steht.<sup>999</sup> Die Bedeutung, die der angemessenen Gestaltung des gesetzlichen Bezugsrahmens, insbesondere hinsichtlich der Rechtsschutzregeln, für das praktische Funktionieren der Umschuldungsklauseln

---

<sup>998</sup> § 20 Abs. 3 SchVG bzw. § 4i Abs. 2 BSchuWG. Ausführlicher zum deutschen Recht sogleich.

<sup>999</sup> Vgl. auch *Tirado*, Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies, S. 31.

zukommt, wurde bereits angesprochen.<sup>1000</sup> Es lässt einen erstaunt zurück, wie wenig Problembewusstsein in dieser Hinsicht in der Diskussion um die europäischen Umschuldungsklauseln anzutreffen ist. So gibt der Unterausschuss (ob aus Mangel an politisch realisierbaren Optionen oder gutgläubigerweise, sei dahingestellt) an, die Einheitlichkeit werde durch die Anwendung der jeweiligen nationalen prozessualen Regime nicht beeinträchtigt, so dass eine Harmonisierung (beispielsweise durch eine Schiedsgerichtsbarkeit oder die Schaffung eines einheitlichen Gerichtsstandes in einem Mitgliedstaat für die Anleihen aller Mitgliedstaaten) nicht erforderlich sei.<sup>1001</sup> Und auch in der Literatur spielen Überlegungen, wie „der Tag nach dem CAC-Einsatz“ aussehen wird, keine große Rolle. Erörterungen hinsichtlich prozessualer Risiken finden sich lediglich aus der Sicht des englischen Rechts<sup>1002</sup> und internationalen Investitionsschutzrechtes.<sup>1003</sup> Besonders instruktiv ist jedoch ein Blick auf das deutsche Recht. Dieses nimmt hinsichtlich der Ausgestaltung des Rechtsschutzes nämlich international eine Sonderrolle ein.<sup>1004</sup> Führt man sich die deutsche Lösung vor Augen, so muss man die Einschätzung des Unterausschusses, die Rechtsschutzregime ließen die einheitliche Wirkung der Klauseln unberührt, als naives Wunschdenken betrachten. Während in vielen Rechtsordnungen das Risiko, das von klagenden Gläubigern ausgeht, darauf beschränkt ist, dass es diesen gelingt, 100% ihrer ursprünglichen Forderung zu erlangen,<sup>1005</sup> geht es im deutschen Recht im wahrsten Sinne des Wortes „ums Ganze“. So lehnt sich § 20 des deutschen Schuldverschreibungsgesetzes an das

---

<sup>1000</sup> Siehe oben 2.6.2.3.

<sup>1001</sup> Vgl. *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 8 f.

<sup>1002</sup> *Burn*, Bondholder Resolutions in the Courtroom, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 73.

<sup>1003</sup> *Kasolowsky/Miron*, Can Collective Action Clauses in Sovereign Bonds Limit Litigation Risks for States?, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 85, erachten von Anfang an in den Anleihebedingungen enthaltene CAC, im Unterschied zur Situation bei den griechischen Inlandsanleihen, für auch unter diesem Blickwinkel völlig unproblematisch. Auf investitionsschutzrechtliche Maßstäbe wird in der vorliegenden Arbeit in Abschnitt 5.5.2.3.4 eingegangen.

<sup>1004</sup> *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 318.

<sup>1005</sup> Zum englischen Recht *Schmidtbleicher*, a.a.O., S. 313.

Modell der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen nach dem deutschen Aktiengesetz an.<sup>1006</sup> Das deutsche Schuldverschreibungsgesetz aber galt und gilt keineswegs nur für Unternehmensanleihen, sondern, wie sich zur Zeit der Erarbeitung des CAC-Konzepts im Umkehrschluss aus § 1 Abs. 2 SchVG ergab,<sup>1007</sup> auch für deutschem Recht unterliegende Anleihen ausländischer Staaten.<sup>1008</sup> Es war erwartbar und hat sich auch so realisiert, dass der deutsche Gesetzgeber auch für Umschuldungsklauseln in deutschen Staatsanleihen die Kontinuität und Kohärenz zu den im deutschen Recht etablierten Strukturen sucht und die Lösung auf diesen Bereich erstreckt.<sup>1009</sup>

Inhaltlich bedeutet das Modell der Anfechtungsklage, dass im Grundsatz jede Klage bis zu ihrer rechtskräftigen Entscheidung die Vollziehung des gesamten Beschlusses für die gesamte Anleihe blockiert<sup>1010</sup> (§ 20 Abs. 3 S. 3 SchVG).<sup>1011</sup> Nimmt man nun noch hinzu, dass im Rahmen der emissionsübergreifenden Änderung (die es im SchVG nicht gibt) der Erfolg einer Gesamtmaßnahme davon abhängt, dass die Änderungen in allen (teilweise) einbezogenen Anleihen wirksam werden, so kann unter entsprechenden Vorzeichen die Klage eines einzigen Gläubigers eine gesamte Umschuldung lahm legen. Wenn man sich nur kurz an die jahrelange deutsche Diskussion rund um sogenannte „räuberische Aktionäre“<sup>1012</sup> erinnert, so ermisst man, welches Obstruktionspotential sich

---

<sup>1006</sup> *Baums*, ZBB 2009, 1, 2.

<sup>1007</sup> Vgl. auch *Horn*, BKR 2009, 446, 447.

<sup>1008</sup> Nach heutigem Rechtsstand ist insofern das Zusammenspiel von § 1 Abs. 2 S. 3 SchVG n.F. und BSchuWG zu thematisieren, was jedoch in den Kontext der systematischen Erörterung des deutschen Rechts gehört, unten 4.2.1.2. Inhaltlich ergibt sich, soweit an dieser Stelle relevant, jedenfalls kein Unterschied, weil der Rechtsschutz gemäß § 4i BSchuWG wiederum dem des § 20 SchVG nachgebildet ist.

<sup>1009</sup> Dies ist durch § 4i BSchuWG geschehen. Siehe dazu unten 4.5.

<sup>1010</sup> *Vogel*, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 42 f.

<sup>1011</sup> Und dass eine erfolgreiche Klage *erga-omnes*-Wirkung hat. Dies ist jedoch für den Bereich der Schuldverschreibungen nicht ausdrücklich gesetzlich geregelt, sondern bedarf der systematischen Herleitung. Hierzu sei auf die Ausführungen zum deutschen Recht verwiesen, siehe 4.5.2.3.

<sup>1012</sup> Schon binnen kurzer Zeit nach Inkrafttreten des neuen SchVG 2009 trat auch das Phänomen „räuberischer Minderheitsgläubiger“ in Erscheinung, vgl. *Paulus*, BB 2012, 1556 und

dahinter verbirgt. Zwar gibt es hiergegen in Gestalt des Freigabeverfahrens (§ 246a AktG) ein mehrmals verfeinertes Instrumentarium, das ebenfalls für den Bereich der Schuldverschreibungen übernommen worden ist.<sup>1013</sup> Doch auch dieses Verfahren zu durchlaufen birgt Unsicherheiten und kostet Zeit, die gerade im Rahmen der Umschuldung eines Eurostaates ggf. teuer erkauft werden muss.<sup>1014</sup> Malt man es sich nur ein wenig aus, welche Belastungsprobe es für die häufig auf tönernen Füßen stehenden politischen Kompromisse im Krisenstaat und auch bei den im Rahmen des ESM helfenden übrigen Mitgliedstaaten des europäischen Währungsgebietes bedeutet, wenn eine Umschuldung monatelang nicht vollzogen werden kann,<sup>1015</sup> so erscheint es fast aberwitzig, dass man im Hinblick auf die Vorgabe der identischen rechtlichen Wirkungen der Umschuldungsklauseln, die Art. 12 Abs. 3 ESMV macht, sich nicht aufgerafft hat, gemeinsam die Vorzüge und Nachteile der verschiedenen Regelungsmodelle abzuwägen und europäische Rechtsschutzstandards zu erarbeiten,<sup>1016</sup> deren Funktionsweise dann auch überall gleich und allgemein bekannt wäre.

Zuzugeben ist, dass man an dieser Stelle an eine Grenze des vertraglichen Ansatzes stößt, weil ein einheitlicher Rechtsschutz sich nicht über die Gestaltung von Anleihebedingungen allein erreichen lässt. Doch ist der vertragliche Ansatz kein Selbstzweck und es muss darum gehen, inhaltlich tragfähige Lösungen zu

---

*Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 19.

<sup>1013</sup> Was allerdings eine Reihe von Folgeproblemen aufwirft. Siehe dazu unten 4.5.3 bei der Analyse des deutschen Rechts.

<sup>1014</sup> Zumal es nach gegenwärtiger Lage kein klauselbasiertes Moratorium gibt. So kann es dem betroffenen Staat passieren, dass während des Laufs des Gerichtsverfahrens eine Anleihe, die eigentlich in die Umschuldung einbezogen werden sollte, fällig wird. Er hat dann die unerquickliche Wahl, ob er diese zu 100% zurück zahlt oder die Rückzahlung rechtswidrig verweigert und damit einen ausgewachsenen Zahlungsausfall provoziert.

<sup>1015</sup> Es sei daran erinnert, dass eine erfolgreiche Umschuldung der Bestandsschulden typischerweise im Rahmen des makroökonomischen Anpassungsprogrammes eine Voraussetzung dafür sein wird, dass Tranchen der ESM-Hilfe ausgezahlt werden können. Siehe oben 2.5.2.4.

<sup>1016</sup> Es soll an dieser Stelle nicht der Eindruck entstehen, es gäbe keine guten konzeptionellen Gründe für die Anfechtungsklage. Auf die Vorzüge der Anfechtungsklage wird im Rahmen der Erarbeitung des hier favorisierten Lösungsvorschlages noch zurück zu kommen sein. Siehe unten 5.1.2.

finden. Dies ist im Bereich der prozessualen Regeln unter dem Blickwinkel der Wirkungsgleichheit bedauerlicherweise unterblieben. Ein entsprechender Weg, wie sich auch dieses Problem in den Griff bekommen lässt, wird im abschließenden Kapitel 5 der vorliegenden Arbeit skizziert werden. Zunächst gilt es jedoch, die Analyse des *status quo* zu vervollständigen.

### **3.3.3 Missbrauchsschutz**

Nicht minder interessant als der Themenkomplex der prozessualen Behelfe für überstimmte Gläubiger ist in diesem Zusammenhang, auf welche inhaltlichen Maßstäbe sich diese stützen können, um einen Beschluss anzugreifen. Dies führt zu der Frage, welche Vorkehrungen gegen einen Missbrauch der Umschuldungsklauseln vorhanden sind. Die Sorge vor der missbräuchlichen Verwendung verfolgt das CAC-Konzept wie ein Schatten und ist in der vorliegenden Arbeit bereits wiederholt zutage getreten. Dabei stehen ganz vielfältige Situationen in Rede. Diese sollen zunächst zusammengefasst und kategorisiert werden, bevor in einem zweiten Schritt ihre rechtliche Bewältigung in den Blick rückt.

#### **3.3.3.1 Als missbräuchlich diskutierte Konstellationen**

Da ist zunächst einmal die unter dem Stichwort des *moral hazard* des Schuldners zu fassende Furcht, Umschuldungsklauseln könnten ein zu bequemer Weg für den Schuldner sein und daher in Situationen eingesetzt werden, wo ein Verzicht der privaten Gläubiger nicht oder nicht in diesem Umfang erforderlich ist.<sup>1017</sup> Es geht also um das „ob“ eines CAC-Einsatzes, das als missbräuchlich empfunden werden kann.

Weiter geht es mit Überlegungen dahin gehend, der Schuldner könnte versucht sein, das Abstimmungsergebnis zu manipulieren. Einen wesentlichen Teilbereich dieser Problematik bildet die Teilnahme von durch den Schuldner kontrollierten

---

<sup>1017</sup> Siehe oben 1.5.1.2.

Gläubigern an der Abstimmung. In eine ähnliche Richtung geht es, wenn der Schuldner gezielt Schuldverschreibungen in die Hände von Gläubigern lenkt, mit deren Zustimmung er rechnet.<sup>1018</sup> Aber darin erschöpfen sich die Einwirkungsmöglichkeiten nicht. Es sind vielmehr auch Szenarien in verschiedenen Spielarten denkbar, in denen der Schuldner auf erklärte Gegner seines Änderungsvorschlages einwirkt und ihnen ihr Blockadepotential abkauft: wenn sich abzeichnet, dass die erforderliche Mehrheit bei der Abstimmung der Gläubiger nicht erreicht zu werden droht, so mag der Emittent in Erwägung ziehen, einigen Gläubigern, die ihre ablehnende Haltung offenbart haben (z.B. Hedgefonds mit entsprechender Strategie), ihre Anleihen abzukaufen.<sup>1019</sup> Dadurch fallen die betreffenden Anleihen unter die Stimmrechtsausschlussklausel und das Verhältnis von Mehrheit und Minderheit verschiebt sich. Noch größer dürfte die Versuchung, einem Gläubiger seine gesamte Forderung oder sogar noch mehr auszubezahlen, werden, wenn er durch seine Klage die Umsetzung eines Gläubigerbeschlusses blockiert und bereit ist, diese gegen Geldzahlung zurück zu nehmen. In den geschilderten Fällen sind es die Begleitumstände des Zustandekommens der Mehrheit, die potentiell missbräuchlich sein können.

Schließlich stellt sich die Frage, inwiefern der Inhalt eines Mehrheitsbeschlusses in seiner Ausgestaltung missbräuchlich sein kann. Angesprochen wurden entsprechende Situationen im Rahmen der emissionsübergreifenden Änderung.<sup>1020</sup> Konstellationen, in denen die Mehrheit ihre Sonderinteressen zulasten der Minderheit durchsetzt (z.B. Banken zulasten von Kleinanlegern), sind aber auch innerhalb einer Anleihe denkbar. Man merkt hier bereits an der Schilderung, dass die kritischen Fälle und ihre Bewertung immer komplexer werden. Dies gilt erst Recht für die Frage, inwiefern sich ein Gläubiger auf

---

<sup>1018</sup> Der Gefahr, dass Schuldverschreibungen nur zu dem Zweck begeben werden, um im Rahmen der aggregierten Abstimmung die Zahl der wohlwollenden Gläubiger zu erhöhen, widmen die Anleihebedingungen Uruguays eine spezielle Verbotsklausel; siehe *Buchheit/Gulati*, *Capital Markets Law Journal* 6 (2011), 317, 323.

<sup>1019</sup> Diese Gefahr beschreibt *Drake*, *Disenfranchisement in Sovereign Bonds*, S. 28.

<sup>1020</sup> Oben 3.2.2.5.

Umstände, die außerhalb seiner eigenen Anleihe liegen, berufen können soll. Zu denken ist vor allem an den Einwand, eine andere (ggf. vergleichbare) Anleihe sei nicht in eine emissionsübergreifende Änderung einbezogen worden. Entwickelt man diesen Gedanken weiter, so kann man ihn bis zu der Frage weiten, ob ein einzelner Gläubiger verlangen kann, dass die Krisenbewältigungsmaßnahmen des Schuldners insgesamt ausgewogen sind. Entsprechende Überlegungen könnten in das Konzept einer „Sanierungsgerechtigkeit“<sup>1021</sup> münden. In diesem gesamten Bereich geht es um das „wie“ der mehrheitlich beschlossenen Änderungen, also den Beschlussinhalt. Der Phantasie (und ggf. Lebenserfahrung) beim Auffinden potentiell missbräuchlicher Situationen dürften keine Grenzen gesetzt sein. Mit dem Raster „ob des CAC-Einsatzes“, „Begleitumstände“ und „Beschlussinhalt“ dürften sie sich jedoch alle angemessen kategorisieren lassen.

### **3.3.3.2 Behandlung in den CTR**

Die CTR befassen sich mit der Missbrauchsproblematik nur punktuell an zwei Stellen. Es handelt sich erstens um das formale Gleichbehandlungsgebot im Rahmen emissionsübergreifender Änderungen<sup>1022</sup> in Abschnitt 2.3 CTR und zweitens um die Stimmrechtsausschlussklausel<sup>1023</sup> in Abschnitt 2.7 CTR. Hierzu gibt es auf zwei Ebenen Anmerkungen zu machen. Zum einen sollen nachfolgend weitere punktuelle Gestaltungen vorgeschlagen werden, durch die sich der Missbrauchsschutz hinsichtlich des „ob“ des CAC-Einsatzes und der Begleitumstände vervollständigen ließe. Zum anderen aber ist zu konstatieren, dass man eine Auseinandersetzung mit der Problemstellung der Kontrolle des Beschlussinhaltes vergeblich sucht. Weder die Begleitmaterialien der CTR noch die diese umgebende wissenschaftliche Diskussion wagen sich wirklich an diese

---

<sup>1021</sup> Der Begriff wird hier von *Lewinski*, Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, S. 353, übernommen. Er wird von ihm als grundrechtlicher Maßstab zur Beurteilung krisenbedingter Eingriffe des Staates verwendet. Siehe zu diesem Kontext bei der Erörterung des deutschen Rechts unten 4.5.1.3.

<sup>1022</sup> Vgl. 3.1.2 und 3.2.2.5.

<sup>1023</sup> Vgl. 3.1.3.2 und 3.2.5.



Materie heran.<sup>1024</sup> Daraus ist natürlich nicht der Schluss zu ziehen, dass eine inhaltliche Beschlusskontrolle überhaupt nicht stattfinden wird. Man überlässt dieses Feld vielmehr wie schon das prozessuale Regime völlig den nationalen Rechtsordnungen. Mangels gemeinsamer Standards und Sensibilität für die Thematik werden auch die nationalen Gesetzgeber dem Problem kein Augenmerk schenken und so bleibt es schlussendlich der Rechtsprechung überlassen, hier Lösungen zu entwickeln. Bei dieser Ausgangslage ist davon auszugehen, dass sich die Ansätze tief aus den dogmatischen Grundlagen der jeweiligen Rechtsordnungen speisen werden.<sup>1025</sup> Dass sich dabei wie von Geisterhand selbsttätig ein einheitliches Schutzniveau einstellen könnte, erscheint als illusorisch. Jede Rechtsordnung wird vielmehr ihre eigene Lösung zu bieten haben bzw. – soweit Umschuldungsklauseln in Staatsanleihen dort Neuland darstellen – entwickeln müssen.<sup>1026</sup> Was insofern das deutsche Recht angeht, wird diese Aufgabe in den nachfolgenden Erörterungen breiten Raum einnehmen.<sup>1027</sup> Unter diesen Vorzeichen wäre es nicht weniger als ein Wunder, wenn die Vorgabe der Wirkungsgleichheit gemäß Art. 12 Abs. 3 ESMV hinsichtlich des materiell-rechtlichen Missbrauchsschutzes erreicht werden würde. Die Maßstäbe werden von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat variieren. Und was noch schlimmer ist: Es wird im Vorhinein (zumal für einen nicht mit der entsprechenden Rechtsordnung im Detail vertrauten Betrachter) schon mangels Leitentscheidungen kaum mit befriedigender Rechtssicherheit zu prognostizieren sein, wie die Gerichte entscheiden werden.

---

<sup>1024</sup> Immerhin angesprochen wird das Problem bei *Hofmann*, Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 45, 68 f.

<sup>1025</sup> Instruktive Überlegungen, welche Konturen der Schutz aus Sicht des englischen Rechts annehmen dürfte, finden sich bei *Burn*, Bondholder Resolutions in the Courtroom, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 73.

<sup>1026</sup> *Clifford Chance*, Euro area member states take collective action to facilitate sovereign debt restructuring, S. 8.

<sup>1027</sup> Siehe unten 4.5.1.

An dieser Stelle zeigt sich gewiss deutlich die Begrenztheit des gewählten dezentralen vertraglichen Ansatzes.<sup>1028</sup> Aber auch jenseits von Fundamentalkritik und im Rahmen der gemäß der europäischen Festlegung zur Verfügung stehenden Mittel wäre es möglich gewesen, das Problem der materiellen Missbrauchskontrolle (zumindest besser als gar nicht) in den Griff zu bekommen. Es wäre durchaus vorstellbar gewesen, in den CTR (der systematisch passende Ort hierfür wäre Abschnitt 4.12) einen europäischen Standard für den materiellen Missbrauchsschutz zu definieren. Hätte man einen materiellen Prüfungsmaßstab in die CTR aufgenommen, dann hätte es der Logik der Umsetzungsverantwortung der Mitgliedstaaten entsprochen, dafür Sorge zu tragen, dass dieser Test nach nationalem Recht Bestand hat (also weder – was eher theoretisch erscheint – als zu strenge Klauselvereinbarung unwirksam ist, noch von einem noch strengeren Maßstab des nationalen Gesetzesrechts überlagert wird).

Ergänzend zu den vorstehenden grundsätzlichen Überlegungen sollen nunmehr, wie bereits angekündigt, zwei konkrete Gestaltungen zum Missbrauchsschutz vorgeschlagen werden.

### **3.3.3.3 Kopplung des CAC-Einsatzes an Voraussetzungen**

Unabhängig davon, für wie realistisch man es innerhalb des europäischen Währungsgebietes hält, dass ein Staat die Umschuldungsklauseln zu einer missbräuchlichen Umschuldung nutzt, erscheint es nach hiesigem Verständnis aus prinzipiellen Erwägungen richtig, sich über Voraussetzungen für den CAC-Einsatz Gedanken zu machen. Denn die von den Eurostaaten selbst genannte Rechtfertigung für die Verwendung von Umschuldungsklauseln beschränkt sich darauf, dieses Instrument als *ultima ratio* zur Bewältigung von Solvenzkrisen des Staates zur Verfügung zu haben.<sup>1029</sup> Schafft man es, diese zunächst politische

---

<sup>1028</sup> Zu einer besseren Lösung auf unionsrechtlicher Grundlage siehe eingehend in Kapitel 5.

<sup>1029</sup> Vgl. nur Erwägungsgrund (12) des ESMV. Selbst auf der Grundlage der extensiveren Entwurfsfassung (vgl. oben 2.5.3) bestand bereits Konsens darüber, dass ein PSI in Form eines CAC-Einsatzes nur bei Solvenzkrisen gerechtfertigt ist. Bei bloßen Liquiditätskrisen

Rechtfertigung zu verrechtlichen, so erhöht man dadurch die Qualität des Konzepts und nähert es in einem weiteren Punkt den Stärken der Alternativkonzepte an.<sup>1030</sup> So erhöht es die Legitimität von Restrukturierungen in jedem Fall, ihre Zulässigkeit nicht voraussetzungslos zu bejahen, sondern davon abhängig zu machen, dass auf Seiten des Staates eine Rechtfertigung gemäß definierter Kriterien für sein Vorgehen existiert.<sup>1031</sup> Die Probleme beginnen allerdings, wenn man sich der Frage zuwendet, wie denn eine subsumierbare Definition einer Solvenzkrise aussehen könnte. Hier stößt man an eine Grenze der Verrechtlichung politischer Entscheidungsspielräume, die bisher weder bei der Konzeption des ESM-Vertrages noch bei den Alternativkonzepten tragfähig überwunden werden konnte.<sup>1032</sup> Es wäre vermessen, diese Aufgabe im Rahmen der Ausgestaltung der Anleiheverträge lösen zu wollen. Dies ist indes hinsichtlich des europäischen Konzeptes unter dem Blickwinkel des Missbrauchsschutzes auch nicht notwendig. Hier bietet die Anknüpfung an schützende Verfahrensschritte bereits ein beachtliches Schutzniveau. Insofern kann inhaltlich vollumfänglich auf die Erörterungen zur Missbrauchsgefahr aus Sicht der anderen ESM-Mitgliedstaaten in Kapitel 2.5.5 zurück gegriffen werden. Denn der ESM-Vertrag ist bei allen bereits kritisierten Schwächen global betrachtet ein Vorreiter darin, die Frage nach dem Vorliegen einer Staatsschuldenkrise (und sogar die Bestimmung des jeweiligen Typus) jedenfalls verfahrenstechnisch und ansatzweise auch inhaltlich zu verrechtlichen und zu formalisieren. Diese Ressource könnte man sehr einfach im Rahmen der Klauselgestaltung für die Gläubiger fruchtbar machen. Würde man in den Umschuldungsklauseln zugunsten der Gläubiger festlegen, dass diese nur für Maßnahmen genutzt werden können, die nach Art und Umfang in einem makroökonomischen

---

wurden lediglich schwächere Formen des PSI (wirklich freiwillige Laufzeitverlängerungen und dergleichen) in Betracht gezogen.

<sup>1030</sup> Dort spielt die Definition des Eröffnungsgrundes für das Insolvenzverfahren eine wichtige Rolle, vgl. oben S. 169.

<sup>1031</sup> Vgl. auch *Bogdandy/Goldmann*, *ZaöRV* 2013, 61, 83, die die Definition bestimmter Prinzipien für anzuerkennende Umschuldungen gar als Baustein für die inkrementelle Entwicklung eines Staateninsolvenzrechtes sehen.

<sup>1032</sup> Siehe nur 2.5.2.4 und 2.6.2.1., dort insbesondere auch zu den Gründen, warum diese Grenze unüberwindlich ist.

Anpassungsprogramm im Zusammenhang mit einem ESM-Darlehensprogramm gemäß Artikel 16 ESMV vorgesehen sind, so ergäbe sich daraus für sie eine hochwertige Absicherung gegen Risiken eines *moral-hazard*-Verhaltens der Schuldnerseite.<sup>1033</sup> Denn das (immer noch eher fern liegende) wahrscheinlichste Missbrauchsszenario dürfte sein, dass ein Staat sich gegen aus seiner Sicht zu strenge Auflagen des ESM durch eine Umschuldung „auf eigene Faust“ ohne Rückendeckung der übrigen Euro-Mitglieder und der europäischen Institutionen entschließt. Dem wäre durch die vorgeschlagene Gestaltung ein Riegel vorgeschoben. Dass man diesen Fall bei der Klauselgestaltung nicht bedacht hat, erscheint als Versäumnis, von dem nur zu hoffen bleibt, dass es sich in der Praxis niemals auswirkt.

#### **3.3.3.4 Verbot selektiver Zahlungen an Gläubiger**

Die eingangs dieses Abschnitts beschriebene Gefahr einer Manipulation der Entscheidungsfindung der Gläubiger durch den Schuldner kann ebenfalls mit kautelarjuristischen Mitteln eingedämmt werden. So wurde eine Klausel zur Diskussion gestellt, die dem Emittent nach dem Eintritt eines Kreditereignisses (*default*) jeden Rückkauf von Anleihen verbietet.<sup>1034</sup> Diese erscheint in der konkreten Fassung zwar nicht gelungen, lässt sich jedoch so verbessern bzw. anpassen, dass sie eine sinnvolle Gestaltung darstellt. So ist es zunächst unangebracht, einen Schuldenrückkauf auch dann zu verbieten, wenn er allen Gläubigern im Rahmen eines öffentlichen Angebots offen steht. Dadurch wird unnötigerweise ein Sanierungsinstrument ausgeschlossen. Problematisch ist ja nur die selektive Bevorzugung einzelner Gläubiger.<sup>1035</sup> Außerdem ist der Eintritt

---

<sup>1033</sup> Der Vorschlag ist an dieser Stelle strenger als im Verhältnis der Mitgliedstaaten untereinander in Abschnitt 2.5.5. Eine Einengung auf ein bestimmtes ESM-Programm hat im Verhältnis der Mitgliedstaaten untereinander (die die Gestalt des Programmes ja selbst festlegen) keine selbständige Bedeutung. Auf der Grundlage des in Fn. 1029 Gesagten erscheint es gegenüber den Gläubigern hingegen folgerichtig (was auch gegenüber den anderen Mitgliedstaaten ohne Weiteres möglich wäre), dass der CAC-Einsatz ausschließlich an ein makroökonomisches Anpassungsprogramm gekoppelt wird.

<sup>1034</sup> *International Capital Market Association*, Sovereign Bond Consultation Paper 2010, S. 8, Erläuterung S. 10.

<sup>1035</sup> Ein Verbot der Gewährung von Sondervorteilen fordert (allerdings bezogen auf die Umsetzung der CTR in Deutschland): *Nodoushani*, WM 2012, 1798, 1803.

eines Kreditereignisses für den europäischen Kontext keine geeignete zeitliche Grenze, weil sich dieser mittels ESM-Hilfe über den Verlust des Kapitalmarktzugangs auch in der akuten Krisenphase künstlich hinauszögern lässt.<sup>1036</sup> Eine zeitliche Grenze des Verbots erscheint indes, soweit nur der selektive Rückkauf verboten wird, überhaupt nicht erforderlich. Denn für diesen ist zu keiner Zeit eine Rechtfertigung ersichtlich.<sup>1037</sup> Schließlich muss das verbotene Verhalten weiter formuliert werden, um einen effektiven Schutz zu gewährleisten. Neben dem Rückkauf der Hauptforderung sollte es generell verboten sein, einem Gläubiger (im Gegensatz zu allen anderen) eine Gegenleistung für einen Verzicht auf ein Recht aus der Anleihe (insbesondere das Klagerecht gegen einen Gläubigerbeschluss) oder für die Wahrnehmung eines solchen (damit wäre auch die Problematik des Stimmenkaufs abgedeckt) zu versprechen. Ein so formuliertes Verbot der Bevorzugung einzelner Gläubiger im Umfeld eines CAC-Einsatzes durch selektive Zahlungen würde zwar gewisse (ohnehin fragwürdige) taktische Winkelzüge unmöglich machen, der Legitimität und Rechtssicherheit des CAC-Einsatzes aber einen großen Dienst erweisen. Es ist daher als sinnvoll zu betrachten. Die Schutzwirkung der Klausel sollte sich allerdings jeweils auf die Gläubiger einer Anleihe beschränken. Wie der Schuldner mit Gläubigern anderer Anleihen verfährt, sollte nicht Gegenstand einer kautelarjuristischen Regelung sein. Diese würde sonst zu komplex und damit störungsanfällig. Will man den Handlungsspielraum des Schuldners nämlich nicht unangemessen beschränken, so müsste man für ein anleihenübergreifendes Verbot selektiver Zahlungen weitreichende Rückausnahmen und dergleichen vorsehen. Denn dem Schuldner müssen ja Reaktionsmöglichkeiten verbleiben, wenn sich in einer bestimmten Anleihe schlicht keine Mehrheit für seine Vorschläge abzeichnet.

---

<sup>1036</sup> Siehe schon oben 3.2.2.4.

<sup>1037</sup> Ein Rückkauf ohne Ansehung der Person des Gläubigers, beispielsweise über den Kapitalmarkt, ist davon ja nicht erfasst. Für diesen kann es gute Gründe geben. Siehe zu den entsprechenden allgemeinen Fragestellungen *ICMA AMTE Council, Guidance on Buybacks by Government, Government Agency and Supranational Issuers*.

### 3.3.4 Klauselbasiertes Moratorium

Zum Abschluss der Untersuchung der Musterklauseln soll noch auf die Idee einer klauselbasierten Moratoriumsphase eingegangen werden. Dass eine solche nicht in die CTR aufgenommen wurde, verwundert nicht. Denn sie entspricht weder dem Marktstandard im englischen und amerikanischen Recht, noch wäre es vom Mandat des Unterausschusses gedeckt gewesen, in diesem Bereich eine Innovation zu wagen. Die Idee für die Klausel stammt vielmehr aus dem Vergleich der Umschuldungsklauseln mit den Eigenschaften der Alternative eines Staateninsolvenzmechanismus.<sup>1038</sup> Überlegungen hinsichtlich einer „Abkühlungsphase“ durch ein klauselbasiertes Moratorium finden sich bereits im Zusammenhang des Wettstreits mit dem SDRM.<sup>1039</sup> Im Kontext der Eurokrise hat sich die Deutsche Bundesbank für eine als Verlängerungsklausel betitelte Gestaltung stark gemacht, wonach sich die Laufzeit der Anleihe bei gleichbleibenden übrigen Konditionen um drei Jahre verlängern soll, wenn während der Laufzeit ein ESM-Hilfsantrag des Emittenten bewilligt wird.<sup>1040</sup> Als wesentlicher Vorteil dieser Klausel ist es anzusehen, dass dadurch das Problem der Überbrückungsfinanzierung während der Phase der Verhandlung der Konditionen einer Umschuldung der Bestandsanleihen deutlich abgemildert wird. Es stellt sich dann nur noch hinsichtlich des laufenden Primärdefizits. Nach gegenwärtiger Lage besteht hier das ungelöste Problem,<sup>1041</sup> dass kurz vor der Umschuldung auslaufende Anleihen unter Umständen noch zu 100% befriedigt werden, um einen Rechtsbruch zu vermeiden. Dies hat zwei unerwünschte Effekte.<sup>1042</sup> Zum einen stammen die Mittel für Tilgungen in der Krisenphase typischerweise aus Hilfspaketen des öffentlichen Sektors und blähen deren

---

<sup>1038</sup> Siehe bereits oben 2.6.2.2.

<sup>1039</sup> *Internationaler Währungsfonds*, The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses, Rn. 41.

<sup>1040</sup> *Weber/Ulbrich/Wendorff*, Finanzmarktstabilität sichern, Investorenverantwortung stärken, Steuerzahler schonen, S. 2 f. Im Wesentlichen gleichlautende Wiedergabe in *Deutsche Bundesbank*: Monatsbericht August 2011, S. 73 ff.

<sup>1041</sup> Siehe auch bereits oben Fn. 1014.

<sup>1042</sup> *Weber/Ulbrich/Wendorff*, a.a.O., S. 3 ff.

Volumina auf. Und zum anderen schrumpft die Basis der Gläubiger, die für eine Beteiligung des privaten Sektors heran gezogen werden können, was gleichbedeutend damit ist, dass die verbleibenden Gläubiger zur Erfüllung der Konsolidierungserfordernisse eine höhere Belastung tragen müssen. In dem Zeitraum um den CAC-Einsatz herum kommt es also zu sachlich nicht gerechtfertigten „alles oder nichts“-Situationen hinsichtlich der Beteiligung privater Gläubiger, die sich durch ein klauselbasiertes Moratorium verhindern ließen.<sup>1043</sup>

Der wunde Punkt der Argumentation der Bundesbank liegt jedoch darin, dass sie davon ausgeht, das Eingreifen der Verlängerungsklausel habe keine (erheblichen) Nachteile und würde insbesondere nicht die Folgen eines Zahlungsausfalls mit Blick auf Ratings und Kreditausfallversicherungen (*Credit Default Swaps*, CDS) nach sich ziehen.<sup>1044</sup> Begründet wird dies damit, dass die Verlängerungsmöglichkeit ja bereits im ursprünglichen Anleihevertrag vorgesehen war. Die inhaltliche Tragfähigkeit dieser formal korrekten Erwägung erscheint allerdings äußerst fraglich. So ist die Verlängerungsklausel gezielt für den Krisenfall konzipiert und es kommt durch ihr Eingreifen, zumal bei der vorgeschlagenen erheblichen Laufzeitverlängerung von drei Jahren, in der Sache zu einem automatischen PSI, weil dem Schuldner Geld zu dann nicht mehr marktgemäßen Konditionen überlassen werden muss.<sup>1045</sup> Damit kommt es zu einer endgültigen Barwertminderung der Anleihen. In der Ratio einer Risikoabsicherung durch CDS erscheint es zwingend, diesen Fall als Auslöser für eine Entschädigung in die Dokumentationspraxis aufzunehmen.<sup>1046</sup> Denn wer

---

<sup>1043</sup> Dadurch würde die zeitliche Grenze für die letzten Tilgungen „kurz vor der Krise“ vorverlagert in eine Phase, in der noch kein ESM-Programm existiert. Zu dieser Zeit wird der potentielle Krisenstaat regelmäßig auch noch Zugang zum Kapitalmarkt haben, so dass die dann erfolgenden Tilgungen sachgemäß sind, weil sich das Zahlungsausfallrisiko nach Marktlage noch nicht verwirklicht hat. Anders ist dies bei Tilgungen nach Verlust des Kapitalmarktzugangs. Dort werden Gläubiger, deren Risiko sich an sich bereits verwirklicht hat, von einer Risikotragung künstlich freigestellt.

<sup>1044</sup> *Weber/Ulbrich/Wendorff*, a.a.O., S. 3 unten.

<sup>1045</sup> Dies betont auch die Bundesbank ausdrücklich und stellt es so dar, als sei es durch die Verlängerungsklausel möglich, sich Zeit „zum Nulltarif“ zu kaufen. Vgl. a.a.O.

<sup>1046</sup> Es lässt sich auch darüber nachdenken, ob ein klauselbasiertes Moratorium nicht sogar schon die gegenwärtige Definition des Kreditereignisses „Moratorium“ erfüllt. Siehe dazu: *Zerey*, in:

die Investition in eine Staatsanleihe durch eine Kreditausfallversicherung absichert,<sup>1047</sup> will sicher stellen, dass ihm auf jeden Fall zu einem bestimmten Zeitpunkt eine bestimmte Menge Geld zur Verfügung steht, beispielsweise weil er genau dann selbst Zahlungsverpflichtungen erfüllen muss.

Nun mag man einwenden, die Ansteckungsgefahren durch CDS seien überbewertet worden und durch die Umschuldung Griechenlands sei dieses Phänomen „entzaubert“ worden.<sup>1048</sup> Damit aber begibt man sich auf das politische Terrain der Abwägung von Vor- und Nachteilen eines automatischen PSI,<sup>1049</sup> die sich nicht nur auf CDS und Ratings beschränkt, sondern Ansteckungsrisiken (insbesondere für das Bankensystem) ganz generell betrifft. So scheint auch keineswegs ausgemacht, dass es Banken bei einem großen Engagement in Staatsanleihen eines Krisenstaates stets ohne Weiteres gelingen wird, den durch die Verlängerungsklausel ausgelösten Liquiditätsengpass zu überbrücken. Festzuhalten bleibt also, dass eine Verlängerungsklausel nach Art des Bundesbankvorschlags zu einem automatischen PSI führen würde und dies mit den bekannten systemischen Risiken verbunden wäre. Insofern ist die zurückhaltende Position der Eurostaaten zu respektieren.

Es erscheint jedoch möglich, die vorgeschlagene Klausel so anzupassen, dass ein Automatismus und die damit verbundenen Nachteile vermieden werden. Hierzu müsste die Verlängerungsmöglichkeit als Einrede zugunsten des Schuldners ausgestaltet werden, so dass diesem in jedem konkreten Fall die

---

*ders. (Hrsg.)*, Finanzderivate, § 8 Rn. 74. Das Kreditereignis „Restrukturierung“ greift dagegen nicht bei Verschlechterungen, die bereits ausdrücklich in den Anleihebedingungen vorgesehen waren, vgl. *Waibel*, Steering Sovereign Debt Restructurings Through the CDS Quicksand, S. 17.

<sup>1047</sup> Es wird insofern die Perspektive eines Investors, der sein Risiko abwälzen („*hedgen*“) möchte zugrunde gelegt. Bei spekulativ ausgerichteten Investoren sind die Motivationslagen naturgemäß völlig anders.

<sup>1048</sup> Vgl. *Kenadjian*, The Aggregation Clause in Euro Area Government Securities: Game Changer or Flavor of the Month?, in: *Bauer/Cahn/ders. (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 113, 139. Differenziert zu möglichen Weiterentwicklungen von CDS auf Staatsanleihen: *Waibel*, a.a.O., S. 39 ff.

<sup>1049</sup> Siehe dazu ausführlich oben 2.5.3.



Gelegenheit verbleibt, über ihre Erhebung<sup>1050</sup> zu entscheiden. Der Zweck der Einrede sollte dann auch nicht darin bestehen, ein Mindestmaß an PSI einseitig erzwingen zu können, sondern sich darauf beschränken, ein angemessenes Zeitfenster für die Durchführung eines CAC-Einsatzes von Zins- und Tilgungszahlungen freizustellen. Ein Zeitraum von sechs Monaten erscheint hierfür passend.<sup>1051</sup> Als auslösendes Ereignis erscheint an dieser Stelle nicht eine Hilfgewährung durch den ESM generell, sondern ein Darlehensantrag nach Art. 16 ESMV als treffender Anknüpfungspunkt. Dies beinhaltet gegenüber dem Bundesbankvorschlag einerseits eine Weitung insofern, als schon der Kreditantrag genügt. Dies erscheint sachgemäß, weil auch Konstellationen denkbar sind, in denen sich die Aushandlung des Hilfsprogramms über gewisse Zeit hinzieht. Andererseits stellt die Einengung auf ein Programm nach Art. 16 ESMV eine deutliche Beschränkung dar. Es entspricht der Architektur des gesamten ESM-Vertrages, dass zwischen Liquiditäts- und Solvenzrisiken durch die Wahl des Programmes unterschieden wird.<sup>1052</sup> Daher kann der Erwägung der Bundesbank nicht gefolgt werden, die Verlängerungsklausel solle auch genutzt werden, um den Zeitraum zu überbrücken, bis klar ist, welcher Krisentyp vorliegt.<sup>1053</sup>

Eine nach diesen Vorgaben ausgestaltete einredebasierte Moratoriumsphase wäre eine sinnvolle Ergänzung der Musterklauseln, die die Rahmenbedingungen für einen erfolgreichen CAC-Einsatz verbessern würde.

### **3.4 Gesamtbewertung der Musterklauseln**

Fasst man die vorangegangenen Erörterungen zusammen, so ergibt sich folgendes Bild: Hinsichtlich des Kernbereichs der Ermöglichung von

---

<sup>1050</sup> Dafür könnte eine entsprechende Form in Parallele zu den Veröffentlichungsvorschriften in den CAC vorgesehen werden.

<sup>1051</sup> Kommt in diesem Zeitraum ein Beschluss der Gläubiger zustande, so ist (in Abstimmung mit dem jeweiligen Rechtsschutzregime) ggf. an eine Verlängerungsmöglichkeit zu denken, damit das Moratorium nicht vor Wirksamwerden des Beschlusses endet. Siehe hierzu unten 5.4.2.

<sup>1052</sup> Siehe oben 2.5.2.2, auch zu den Schwierigkeiten dieser Unterscheidung.

<sup>1053</sup> *Weber/Ulbrich/Wendorff*, Finanzmarktstabilität sichern, Investorenverantwortung stärken, Steuerzahler schonen, S. 4.

Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger sind die Klauseln bisweilen kompliziert aber sachgerecht gestaltet. Auch die innovative Möglichkeit der (teilweisen) emissionsübergreifenden Änderung ist sinnvoll und praktikabel geregelt. Die dadurch aufgeworfene Folgeproblematik der Ermittlung vergleichbarer Nennwerte in Sonderfällen ist abgesehen von einer Detailverbesserung in Verzugskonstellationen, die wenig Praxisrelevanz besitzt, zufriedenstellend gelöst.

Kritikwürdig ist demgegenüber die Regelung zum Stimmrechtsausschluss. Das dort verwandte Kriterium der (fehlenden) Entscheidungsfreiheit ist zu abstrakt und bringt zu große Unsicherheiten in der praktischen Anwendung mit sich. Außerdem wäre es angezeigt gewesen, den durch die Einbindung des CAC-Einsatzes in das Tätigwerden des ESM entstehenden strukturellen Interessenkonflikten durch eine entsprechende Stimmrechtsausschlussregelung für andere Eurostaaten und europäische Institutionen Rechnung zu tragen. Zu bemängeln ist auch die verfahrenstechnische Umsetzung der Stimmrechtsbestimmungen. Die der Bescheinigung für die Berechnungsstelle zugedachte Bindungswirkung wirft Auslegungsfragen auf und erweist sich insgesamt als zu weitgehend. Unnötigerweise detailliert, streng und damit konfliktträchtig sind die Regelungen zur Stellvertretung der Gläubiger. Hier hätte es sich angeboten, auf das bewährte Regime der Aktionärsrechte-Richtlinie zurückzugreifen anstatt inhaltlich fragwürdige neue Regeln aufzustellen.

Anlass zu tief greifender Kritik geben schließlich diejenigen Bereiche, die in den CTR nicht aufgegriffen wurden, teils obwohl dies im Rahmen der Festlegung noch angekündigt worden war. Dies betrifft zunächst die Bereitstellung angemessener Instrumente der Gläubigerkoordination- und Vertretung. Von wesentlich grundsätzlicherer Natur ist die Leerstelle in Rechtsschutzfragen sowohl hinsichtlich der verfahrensmäßigen Ausgestaltung als auch hinsichtlich der materiell-rechtlichen Maßstäbe. Insofern überlassen die CTR das Feld völlig den nationalen Rechten, was das Ziel der einheitlichen und vorhersehbaren Wirkung der Klauseln unerreichbar werden lässt. Hier besteht über die bereits vorgeschlagenen Detailregelungen hinaus Anlass, grundsätzlich nach einer besseren Lösung zu suchen.

Bevor dies geschieht, soll jedoch zunächst die Untersuchung des gegenwärtigen Zustandes dadurch vervollständigt werden, dass die Umsetzung der Vorgaben der CTR am Beispiel Deutschlands betrachtet wird.

## **4 Die Implementierung der europäischen CAC am Beispiel Deutschlands**

Als Grundlage für die Untersuchung der Implementierung der europäischen Umschuldungsklauseln in Deutschland seien noch einmal kurz die Erkenntnisse aus Kapitel 2 zur Rechtsnatur der Maßnahmen auf europäischer Ebene in Erinnerung gerufen. Der ESM-Vertrag ist ein völkerrechtlicher Vertrag ohne unmittelbare Wirkung auf Privatrechtsverhältnisse. Die CTR selbst haben keine Rechtsaktsqualität. Sie können allenfalls als Auslegungsmaterial für nach ihrem Vorbild gestaltetes nationales Vertragsrecht heran gezogen werden. Die Wirkungen der Klauseln beurteilen sich also ausschließlich nach den in den Anleihebedingungen verwendeten Klauseln und dem anwendbaren nationalen Recht. Allein die nationalen Maßnahmen sind entscheidend für die praktische Gestalt der Umschuldungsklauseln.

Diese praktische Gestalt soll nunmehr für Deutschland ausgeleuchtet werden. Den Startpunkt der Betrachtung bildet dabei die Ausgangssituation hinsichtlich Umschuldungsklauseln im deutschen Recht. Sodann werden die Umsetzungsmaßnahmen, die im Hinblick auf die europäische Festlegung ergriffen wurden, dargestellt. Besonderes Interesse verdienen diejenigen Punkte, an denen sich Probleme im Zusammenspiel zwischen den Umschuldungsklauseln nach europäischem Muster und dem deutschen Recht abzeichnen. Einzugehen ist auch auf unzureichend geregelte Bereiche. Entsprechend den bereits zutage getretenen Grenzen der europäischen Festlegung bildet es schließlich einen Schwerpunkt, sowohl materiell-rechtlich als auch prozessual die Lösung der Rechtsschutzfragen durch das deutsche Recht zu ergründen.

### **4.1 Ausgangssituation nach deutschem Recht**

Um die durch die europäischen CAC aktuell aufgeworfenen Fragestellungen richtig einordnen zu können, sollen zunächst einige grundlegende Hintergründe zur Behandlung von Umschuldungsklauseln als Bestandteil der Anleihebedingungen im deutschen Recht skizziert werden.

#### 4.1.1 Entstehung und Wesen von Anleihebedingungen

Die europäischen Umschuldungsklauseln sollen in die Anleihebedingungen aufgenommen werden. Dies wirft die Frage auf, welche Gestalt Anleihebedingungen im deutschen Recht überhaupt haben. Dahinter steht die grundsätzlichere Überlegung, wie eine Anleihe überhaupt rechtlich konstruiert ist. Diesen Fragen soll nun als erstes nachgegangen werden. Dabei ist eine grundlegende Unterscheidung danach zu treffen, welcher Staat der Emittent der Anleihen ist. Denn für Wertpapiere der Bundesrepublik Deutschland existiert eine spezialgesetzliche Regelung. Anders ist dies für ausländische staatliche Emittenten, für sie gilt das allgemeine zivilrechtliche Regime, ebenso wie für alle privaten Emittenten. Dieses hält verschiedene Institute bereit, auf deren Grundlage sich Anleihen prinzipiell konstruieren lassen. Von praktisch äußerst untergeordneter Bedeutung sind die Konstruktion als Namensschuldverschreibungen und als Orderschuldverschreibungen.<sup>1054</sup> In der Praxis allgemein dominierend<sup>1055</sup> und im Gefolge hierzu auch für die wissenschaftliche Diskussion prägend ist dagegen die Konstruktion der Anleihe als Inhaberschuldverschreibung gemäß §§ 793 ff. BGB. Auch Anleihen ausländischer Staaten sind typischerweise Inhaberschuldverschreibungen.<sup>1056</sup>

##### 4.1.1.1 Bei Inhaberschuldverschreibungen

Charakteristisch für die Inhaberschuldverschreibung ist gemäß der Legaldefinition des § 793 BGB die Existenz einer Urkunde, in der ihrem Inhaber eine Leistung versprochen wird. Bei der Anleihe handelt es sich bei der versprochenen Leistung um die Zinszahlungen und die Rückzahlung. Die Modalitäten dieser Ansprüche sowie weitere Bedingungen und Nebenabreden

---

<sup>1054</sup> *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 25 f.

<sup>1055</sup> Vgl. allerdings zum Sonderfall von Anleihen, die auf dem US-Markt angeboten werden sollen, wo Inhaberpapiere Restriktionen unterliegen, die zum Ausweichen auf Namenspapiere führen: *Oulds*, in: Veranneman, § 1 SchVG Rn. 11.

<sup>1056</sup> Siehe beispielsweise zu argentinischen Anleihen, die die deutschen Gerichte in den letzten Jahren intensiv beschäftigt haben: BGH, NZG 2013, 903, 904.

werden in der Urkunde niedergelegt; man spricht insofern von den Anleihebedingungen.<sup>1057</sup> § 2 S. 1 SchuVG<sup>1058</sup> bestätigt dieses allgemeine Verständnis und fasst es in folgende Legaldefinition: Anleihebedingungen sind die Bedingungen zur Beschreibung der Leistung sowie der Rechte und Pflichten des Schuldners und der Gläubiger.

Die Frage, wie eine Inhaberschuldverschreibung (und mit ihr die Anleihebedingungen) entstehen, ist damit indes noch nicht beantwortet. Das Gesetz regelt in § 793 BGB den Entstehungstatbestand auch nicht explizit. Vielmehr haben sich hierzu historisch widerstreitende Wertpapierrechtstheorien entwickelt,<sup>1059</sup> die sich heute soweit konsolidiert haben, dass sie kaum mehr zu abweichenden Ergebnissen führen.<sup>1060</sup> So ist nach ganz herrschender Meinung<sup>1061</sup>, die sich als modifizierte Vertragstheorie oder Rechtsscheintheorie betiteln lässt,<sup>1062</sup> davon auszugehen, dass es sich um einen einheitlichen Verpflichtungstatbestand mit zwei Elementen handelt. Demgemäß ist zur Begründung einer Verpflichtung des Schuldners neben der unstreitig notwendigen und nach der Kreationstheorie allein maßgeblichen Errichtung der Urkunde, dem sog. Skripturakt, auch der Abschluss eines Begebungsvertrages mit dem Ersterwerber erforderlich. Während der grundsätzliche Theorienstreit heute kaum mehr Aufmerksamkeit erfährt, sind allerdings auch innerhalb der herrschenden Meinung unterschiedliche Schwerpunktsetzungen feststellbar, die

---

<sup>1057</sup> *Sprau*, in: Palandt, § 793 BGB Rn. 2; *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, S. 195.

<sup>1058</sup> Der gemäß § 1 Abs. 1 SchVG für nach deutschem Recht begebene inhaltsgleiche Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen gilt, also für den vorliegend interessierenden Bereich der kapitalmarktfähigen Schuldverschreibungen.

<sup>1059</sup> Für einen guten Überblick über die älteren und neueren Theorien: *Staudinger/Marburger* (2009), Vorbem zu §§ 793 ff. BGB Rn. 15 ff.

<sup>1060</sup> *Habersack*, in: MüKo BGB, Vorbem zu §§ 793 ff. BGB, Rn. 22.

<sup>1061</sup> *Sprau*, in: Palandt, § 793 BGB Rn. 8.; *Marburger*, a.a.O., Rn. 18; *Habersack*, in: MüKo BGB, Vorbem zu §§ 793 ff. BGB Rn. 24, entgegen der von *Hüffer* in älteren Auflagen vertretenen Ansicht.

<sup>1062</sup> Die ursprüngliche Vertragstheorie hat eine Modifikation dahin gehend erfahren, dass bei nicht wirksamem Begebungsvertrag einem redlichen Zweiterwerber gegenüber der zurechenbare Rechtsschein der wirksamen Begebung zur Begründung einer Verpflichtung als ausreichend erachtet wird, siehe *Hueck/Canaris*, Recht der Wertpapiere, S. 33 ff. Rechtsscheinprobleme spielen vorliegend keine Rolle.

vorliegend von Relevanz sind.<sup>1063</sup> Geht man nämlich der Frage nach, welches Element prägend für den Charakter der Anleihebedingungen ist, so stößt man auf unterschiedliche Antworten. In der Linie der Grundidee der Vertragstheorie liegt es, dem Begebungsvertrag eine doppelte Funktion zuzuerkennen. Er definiert schuldrechtlich die Verpflichtung des Schuldners und bewirkt zugleich sachenrechtlich den Eigentumsübergang an der Urkunde, in der das Recht mit dem im Begebungsvertrag vereinbarten Inhalt verbrieft ist.<sup>1064</sup> Demgemäß entspricht es verbreiteter Ansicht, die Anleihebedingungen auch als Regelungsinhalt des Begebungsvertrages und somit als vertragliche Abrede im Sinne des § 311 Abs. 1 BGB qualifizieren.<sup>1065</sup> Gegen diese Schlussfolgerung hat sich im Rahmen des Streits um die Anwendbarkeit des AGB-Rechts auf Anleihebedingungen, auf den im nächsten Abschnitt ausführlich eingegangen wird,<sup>1066</sup> jedoch eine starke Gegenauffassung formiert. Sie baut auf der Erwägung auf, der Begebungsvertrag forme den Inhalt des verbrieften Rechtes nicht (und brauche daher auch die Anleihebedingungen gar nicht enthalten), sondern sei allein auf die Einräumung der inhaltlich durch den Skripturakt schon endgültig ausgeformten Rechte bezogen.<sup>1067</sup> Daher beruhen die Anleihebedingungen nicht auf dem Begebungsvertrag und seien keine Vertragsbedingungen. Diese Ansicht erscheint allerdings übertrieben sophistisch. So bleibt sie vor allem die Antwort schuldig, welchen, wenn nicht zumindest auch einen vertraglichen, Charakter die Anleihebedingungen haben sollen. Wenn nach der herrschenden Meinung – auf deren Boden auch die geschilderte Ansicht argumentiert – der Verpflichtungstatbestand ein einheitlicher Tatbestand ist, zu dem auch der Abschluss eines Vertrages gehört, dann

---

<sup>1063</sup> Vgl. auch *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 36.

<sup>1064</sup> *Gottschalk*, ZIP 2006, 1121, 1123; *Staudinger/Marburger* (2009), § 793 BGB Rn. 14. *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, S. 213 f.; *ders.*, in: Frankfurter Kommentar SchVG, § 3 SchVG Rn. 45 ff.

<sup>1065</sup> *Marburger*, a.a.O., Rn. 19; *Dippel/Preuße*, in: Preuße, SchVG, § 3 SchVG Rn. 31.

<sup>1066</sup> Unten 4.1.2.1.

<sup>1067</sup> Grundlegend *Zöllner*, Wertpapierrecht, S. 39 f.; dem folgend *Assmann*, WM 2005, 1053, 1058 und *Habersack*, in: MüKo AktG, § 221 AktG Rn. 255.

überzeugt es nicht, den Bedingungen der durch vertragliche Abrede erst wirksam werdenden Verpflichtung den vertraglichen Charakter abzuerkennen. Das Postulat, der Begebungsvertrag sei „abstrakt“ gegenüber dem Inhalt der Verpflichtung,<sup>1068</sup> überdehnt das ursprüngliche Argument, er müsse ihren Inhalt nicht enthalten. Dieses stützte sich nämlich gerade auf die Erwägung, der Begebungsvertrag sei die „*eindeutige Billigung der anderwärts formulierten Rechtsfolge*“.<sup>1069</sup> Somit ist es auf dem Boden der Vertragstheorie vorzugswürdig, davon auszugehen, dass die Anleihebedingungen durch den Begebungsvertrag den Charakter einer vertraglichen Vereinbarung erhalten.

Fraglich erscheint allerdings, ob der Gesetzgeber mit § 2 S. 1 SchVG, der für den Begriff der Anleihebedingungen ausschließlich auf die Verkörperung in der Urkunde abstellt, eine Verschiebung im Gefüge der Wertpapierrechtstheorien bewirken oder gar eine Sonderdogmatik für Gesamtemissionen begründen wollte. Die dortige Legaldefinition könnte man als Parteinahme gegen die Vertragstheorie werten. Ausweislich der Gesetzesbegründung bestätigt § 2 S. 1 SchVG das (auch von den Vertretern der Vertragstheorie nicht in Frage gestellte und als notwendiger Teil des Verpflichtungstatbestands anerkannte) Skripturprinzip jedoch lediglich, um in Satz 2 eine bedeutsame Ausnahme hinzuzufügen, der zufolge bei nicht für den Umlauf bestimmten Urkunden (dazu sogleich) mit Verweisungen auf andere Urkunden gearbeitet werden darf.<sup>1070</sup> § 2 SchVG intendiert also eine Lockerung des Skripturprinzips.<sup>1071</sup> Auswirkungen auf die Einordnung der Anleihebedingungen im Verhältnis von Skripturaktes und Begebungsvertrag sind ihm nicht zuzumessen.<sup>1072</sup>

Hinsichtlich der Parteien des Begebungsvertrages werden im Allgemeinen zwei Formen der Emission von Schuldverschreibungen unterschieden. Bei der

---

<sup>1068</sup> Assmann, a.a.O.

<sup>1069</sup> Zöllner, Wertpapierrecht, S. 40.

<sup>1070</sup> Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814, S. 17.

<sup>1071</sup> Röh/Dörfler, in: Preuße, SchVG, § 2 SchVG Rn. 2.

<sup>1072</sup> Dies voraussetzend auch Hartwig-Jacob, in: Frankfurter Kommentar SchVG, § 2 SchVG Rn. 44, 55.



Selbstemission (bzw. Direktmission)<sup>1073</sup> tritt der Schuldner unmittelbar gegenüber den Anlegern auf und verschafft ihnen die Schuldverschreibung nach dem vorbeschriebenen Tatbestand.<sup>1074</sup> Bei der in der Praxis von Unternehmen als Emittenten zumeist genutzten Fremdemission (bzw. mittelbaren Emission)<sup>1075</sup> kommt es hingegen zur Zwischenschaltung eines Kreditinstituts bzw. eines Bankenkonsortiums.<sup>1076</sup> Dieses schließt den Begebungsvertrag mit dem Schuldner. Es übernimmt das gesamte Emissionsvolumen und kümmert sich um den weiteren Vertrieb an die Anleger.<sup>1077</sup>

Vergegenwärtigen muss man sich in diesem Zusammenhang schließlich, dass sich die Auswirkungen der Wertpapierrechtstheorien nur auf den Ersterwerb des verbrieften Rechtes beziehen. Ist die Schuldverschreibung erst einmal entstanden, so charakterisiert sich das heutige Wertpapierrecht durch eine weitgehende Entmaterialisierung.<sup>1078</sup> So stimmt die aktuelle Rechtsprechung des BGH mit der herrschenden Lehre darin überein, dass ein Zweiterwerb der Forderung sich nicht zwingend nach sachenrechtlichen Übereignungsvorschriften vollziehen muss, sondern auch zessionsrechtlich gemäß § 398 BGB möglich ist.<sup>1079</sup> Aber auch innerhalb der Grenzen des Übereignungsrechts, die im Rahmen des Geschäftsverkehrs der Banken üblicherweise nicht verlassen werden, ist die Urkunde weitgehend funktionslos und befindet sich in der Praxis nicht im Umlauf. Vielmehr bildet das DepotG die Grundlage für einen vom physischen Verbleib der Urkunde losgelösten

---

<sup>1073</sup> Diese Begrifflichkeit verwendet *Than*, Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 3, 8.

<sup>1074</sup> *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 34.

<sup>1075</sup> *Than*, a.a.O., S. 9.

<sup>1076</sup> *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, S. 52 ff.

<sup>1077</sup> *Simon U.*, a.a.O., S. 29 ff. Siehe dort auch zu im vorliegenden Kontext nicht relevanten Fragestellungen betreffend die wirtschaftliche Ausgestaltung der Übernahme der Emission.

<sup>1078</sup> *Seiler/Kniehase*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, § 104 Rn. 64 ff.

<sup>1079</sup> BGH NZG 2013, 903, 905 m. umfangreichen w. N.

Giroverkehr mit Wertpapieren.<sup>1080</sup> So wird verbreitet die Möglichkeit des § 9a DepotG genutzt, für alle Stücke einer Emission nur eine Sammelurkunde (Globalurkunde) auszustellen und bei der Wertpapiersammelbank<sup>1081</sup> zu hinterlegen.<sup>1082</sup> Oder es werden gemäß § 5 DepotG Urkunden über einzelne Stücke in Sammelverwahrung gegeben. Folge ist in beiden Konstellationen (vgl. § 9a Abs. 2 DepotG), dass der Hinterleger gemäß § 6 DepotG Bruchteileigentum am Sammelbestand erwirbt und ihm gemäß §§ 7, 8 DepotG Ansprüche gegen die Wertpapiersammelbank zustehen, die die Anforderungen an ein Besitzmittlungsverhältnis gemäß § 868 BGB erfüllen. Auf dieser Basis ist eine Übereignung gemäß §§ 929 ff. BGB ohne körperliche Übergabe möglich.<sup>1083</sup>

Aus Sicht der Anleihegläubiger bedeutet all dies (soweit es sich dabei nicht gerade um die an einer Fremdemission beteiligten Banken handelt), dass sie die Urkunde nie zu Gesicht bekommen. Sie erwerben (Bruchteils)eigentum an der Inhaberschuldverschreibung, wie sie im Rahmen des Ersterwerbs geschaffen wurde, vielmehr durch bloße Depotbuchungsvorgänge, durch die sie mittelbare Besitzer der bei der Wertpapiersammelbank hinterlegten Urkunde werden. Damit sind sie selbstverständlich auch an die Anleihebedingungen gebunden. Ihre Information über den Inhalt der Schuldverschreibung kann sich allerdings nicht auf die Urkunde stützen, sie muss vielmehr auf anderem Wege sichergestellt werden. Diesem Zweck sind an sich die kapitalmarktrechtlichen Publizitätsvorschriften, namentlich das Wertpapierprospektgesetz, zu dienen bestimmt.<sup>1084</sup> Speziell hinsichtlich Staatsanleihen ist es allerdings so, dass gemäß § 1 Abs. 2 Nr. 2 WpPG die Pflicht zur Veröffentlichung eines Wertpapierprospektes für Anleihen von Staaten des Europäischen

---

<sup>1080</sup> Staudinger/*Marburger* (2009), Vorbem zu §§ 793 ff. BGB Rn. 32f.

<sup>1081</sup> Dies ist in Deutschland die Clearstream Banking AG, vgl. *Klanten*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 72 Rn. 28.

<sup>1082</sup> In der Praxis ist es sogar regelmäßig so, dass der Inhalt der Urkunde elektronisch an die Clearstream Banking AG übermittelt und die physische Globalurkunde überhaupt erst dort erstellt wird; vgl. *Röh/Dörfler*, in: Preuße, SchVG, § 2 SchVG Rn. 6.

<sup>1083</sup> Siehe zu den technischen Einzelheiten, insbesondere hinsichtlich Publizitätsanforderungen (Umschreibung im Depotbuch): *K. Schmidt*, in: MüKo BGB, § 1008 BGB Rn. 31.

<sup>1084</sup> Vgl. *Oulds*, in: Veranneman, § 2 SchVG Rn. 19.

Wirtschaftsraumes nicht gilt. Diese (unionsrechtlich vorgegebene)<sup>1085</sup> Ausnahme ist im Kontext der CAC-Einführung als nicht mehr passend kritisiert worden.<sup>1086</sup> Dieser Kritik ist in Anbetracht der durch die Einführung der Umschuldungsklauseln erheblich gestiegenen Bedeutung und Komplexität der Anleihebedingungen zuzustimmen. Zugleich ist aus praktischer Sicht aber auch zu konstatieren, dass auch ohne rechtliche Verpflichtung adäquate Kanäle zur Information der Anleger über die Anleihebedingungen existieren (für Deutschland handelt es sich um die Veröffentlichung der Emissionsbedingungen im Bundesanzeiger, in der Handmappe der Deutschen Finanzagentur sowie auf den Internetseiten von Bundesbank und Finanzagentur).

#### 4.1.1.2 Bei Bundeswertpapieren

Unter Bundeswertpapieren werden vorliegend wie auch in der allgemeinen Praxis (auch der Deutschen Finanzagentur)<sup>1087</sup> diejenigen Wertpapiere verstanden, bei denen der Bund allein als Emittent auftritt.<sup>1088</sup> Dies ist der absolute Regelfall. Eine Ausnahme bildet lediglich die im Juni 2013 erstmals begebene sog. Bund-Länder-Anleihe, auf deren Besonderheiten am Ende dieses Abschnitts eingegangen wird.<sup>1089</sup>

---

<sup>1085</sup> Siehe Art. 1 Abs. 2 lit. b) der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. EU Nr. L 345 S. 64).

<sup>1086</sup> *Zandstra*, Capital Markets Law Journal 6 (2011), 285, 305.

<sup>1087</sup> Vgl. *Deutsche Finanzagentur*, Bundeswertpapiere, <http://www.deutsche-finanzagentur.de/institutionelle-investoren/bundeswertpapiere/>.

<sup>1088</sup> Eine rechtliche Definition des Begriffs findet sich in Abschnitt 1.(a) UmSchKI. Diese ist jedoch technischer Natur und in Umsetzung der CTR am Anwendungsbereich der CAC ausgerichtet. Sie ist daher nicht deckungsgleich mit dem allgemeinen Sprachgebrauch. Einerseits erfasst sie nur Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über einem Jahr, andererseits auch die Bund-Länder-Anleihe; vgl. zu letzterem Abschnitt 1.(a) der Umschuldungsklauseln für Bund-Länder-Anleihen.

<sup>1089</sup> S. 294.

Bei den Bundeswertpapieren<sup>1090</sup> stellt sich die Frage nach Wesen und Entstehung der Anleihebedingungen unter anderen wertpapierrechtlichen Vorzeichen als sonst. Denn sie werden nicht als Inhaberschuldverschreibungen begeben.<sup>1091</sup> Vielmehr enthält das Bundesschuldenwesengesetz (BSchuWG)<sup>1092</sup> Sondervorschriften zum Bundesschuldbuch,<sup>1093</sup> die es ermöglichen, die Wertpapiere unverbrieft, d.h. völlig ohne Verkörperung in einer Urkunde, zu begeben. Der Nachweis über die Existenz der Forderung ergibt sich stattdessen aus der Eintragung im Bundesschuldbuch. Man kann die Bundeswertpapiere daher als sog. Bucheffekten oder Wertrechte bezeichnen.<sup>1094</sup> Gemäß § 5 Abs. 3 BSchuWG wird eine Schuldbuchforderung durch Eintragung in das Bundesschuldbuch begründet. Die Eintragung kann als Sammelschuldbuchforderung (§ 6 BSchuWG) oder Einzelschuldbuchforderung (§ 7 BSchuWG) erfolgen. Für Neuemissionen praxisrelevant ist nur noch die Sammelschuldbuchforderung.<sup>1095</sup> Diese wird gemäß § 6 Abs. 1 BSchuWG auf den Namen einer Wertpapiersammelbank (also der Clearstream Banking AG) eingetragen. § 6 Abs. 2 BSchuWG definiert die Rolle der Wertpapiersammelbank

---

<sup>1090</sup> Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich ausschließlich auf die (im CAC-Kontext auch einzig relevanten) Emissionen ab dem Jahr 2013, bei denen kein Direkterwerb durch Anleger mittels Einzelschuldbuchkonto mehr möglich ist (*Deutsche Finanzagentur*, Anpassungen im Vertrieb und in der Verwahrung von Bundeswertpapieren, Pressemitteilung 22/12).

<sup>1091</sup> Diese Möglichkeit steht prinzipiell natürlich offen. Sie wurde bis in die siebziger Jahre auch genutzt. Die letzte verbrieftete Anleiheforderung der Bundesrepublik aus dieser Zeit ist im Jahr 1988 ausgelaufen (*Seiler/Kniehase*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 104 Rn. 81). Heute existiert kein Bundeswertpapier in Form einer Inhaberschuldverschreibung. Diese Technik hat jedoch im Rahmen der Bund-Ländern-Anleihe für die Schuldenaufnahme des Bundes eine Renaissance erfahren. Siehe sogleich S. 294.

<sup>1092</sup> BGBl. I S. 1466. Die Änderungen dieses Gesetzes im Jahr 2012 spielen an dieser Stelle noch keine Rolle, siehe dazu unten 4.2.1.

<sup>1093</sup> Diese Sondervorschriften gehen in ihrem Kern inhaltlich unverändert bis auf vorkonstitutionelles Recht zurück, siehe dazu *Keller*, BKR 2002, 49.

<sup>1094</sup> *Deutsche Finanzagentur*, Die Wertrechte des Bundes und ihre Eintragung ins Bundesschuldbuch, Handmappe - Kapitel K.1; *Habersack*, in: MüKo BGB, Vor § 793 BGB, Rn. 34; *Seiler/Kniehase*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 104 Rn. 80.

<sup>1095</sup> § 6 Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes; § 1 Abs. 3 Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen.

genauer und stellt ein wichtiges Scharnier zum Depotrecht dar.<sup>1096</sup> So verwaltet die Wertpapiersammelbank die Forderung treuhänderisch für die Gläubiger, ohne selbst Berechtigte zu sein. Vielmehr wird die Forderung kraft gesetzlicher Fiktion verdinglicht und steht den Gläubigern als Miteigentümern nach Bruchteilen zu. Damit ergibt sich die gleiche Situation wie bei der Globalurkunde oder der Sammelverwahrung nach DepotG und die dortigen Vorschriften können entsprechende Anwendung finden. Damit kann *„über die dematerialisierte Sammelschuldbuchforderung wie über Schuldverschreibungen nach sachenrechtlichen Grundsätzen verfügt werden“*.<sup>1097</sup> Dies ist die rechtliche Grundlage dafür, dass in der Praxis des Wertpapierhandels Bundeswertpapiere genauso behandelt werden wie Inhaberschuldverschreibungen. Selbst der Gesetzgeber verwischt die terminologischen Grenzen, die an sich nur im Fiktionswege überwunden werden, wenn er in § 4 Abs. 1 Nr. 1 BSchuWG ohne großes dogmatisches Feingefühl von der Ausgabe von Schuldverschreibungen „durch Begebung von Schuldbuchforderungen“ spricht.

Der beschriebene sachenrechtliche Rahmen kommt in Anbetracht der im Gesetz eindeutig angeordneten konstitutiven Wirkung der Bundesschuldbucheintragung auf den ersten Blick völlig ohne schuldrechtliches Element aus und es stellt sich die Frage, ob und wie in diesem Gefüge überhaupt Platz für die Entstehung von Anleihebedingungen bleibt. Dass es möglich sein muss, Bundeswertpapiere mit Anleihebedingungen zu versehen und dem Rechtsverhältnis von Schuldner und Gläubiger damit Regelungsgehalte hinzuzufügen, die sich nicht aus der Schuldbucheintragung ergeben, wird vom Bundesschuldenwesengesetz (das insofern die Terminologie „Emissionsbedingungen“ verwendet, ohne dass darin ein Bedeutungsunterschied läge) in den §§ 6 und 7 BSchuWG vorausgesetzt. So hängt es beispielsweise von den in den Emissionsbedingungen getroffenen Regelungen ab, ob eine Verbriefung der Sammelschuldbuchforderung oder ihre Umwandlung in eine Einzelschuldbuchforderung zulässig ist. Der Schlüssel, um

---

<sup>1096</sup> Instrukтив insofern die Gesetzesbegründung zur Vorgängervorschrift § 8 BWpVerwG: Regierungsentwurf zum Bundeswertpapierverwaltungsgesetz, BT-Drucksache 14/7010, S. 14 ff.

<sup>1097</sup> A.a.O., S. 15.

die Vereinbarung von Anleihebedingungen in das Gefüge des Bundesschuldenwesengesetzes einzupassen, ist in § 5 Abs. 3 Hs. 2 BSchuWG zu sehen. Demnach gilt durch die Eintragung in das Bundesschuldbuch eine gesetzlich vorgeschriebene Form als beachtet. Die Gesetzesbegründung stellt an dieser Stelle ausdrücklich die Verknüpfung zu § 793 BGB, der das Ausstellen einer Urkunde verlangt, her.<sup>1098</sup> Ersetzt wird aber nur die Form, d.h. der Skripturakt.<sup>1099</sup> Eine generelle Abkehr von der herrschenden Wertpapierrechtstheorie, wonach daneben ein Begebungsvertrag erforderlich ist, ist damit nicht verbunden. Es ist vielmehr davon auszugehen, dass der Begebungsvertrag auch bei Bundeswertpapieren doppelunktional ist. Er bewirkt den Rechtsübergang der durch konstitutive Schuldbucheintragung begründeten Forderung und definiert die über die Eckdaten der Schuldbucheintragung hinausgehenden Modalitäten der versprochenen Leistung. Darin liegt eine gewisse Relativierung der konstitutiven Wirkung der Schuldbucheintragung, aber dieses Spannungsverhältnis ist bereits im Gesetz angelegt und ist Folge der Funktionsäquivalenz von Schuldbucheintrag und Skripturakt. Es fügt sich nahtlos in das für Inhaberschuldverschreibungen entwickelte Verständnis der Anleihebedingungen als vertragliche Abreden. Unklar erscheint demgegenüber, wie die Gegenansicht, wonach der Begebungsvertrag sich hinsichtlich der Anleihebedingungen abstrakt verhalte, im Falle der Ersetzung des Skripturaktes durch die Schuldbucheintragung den Geltungsgrund für Anleihebedingungen in Bundeswertpapieren definieren will.

Die vorstehende theoretische Herleitung deckt sich auch mit der praktischen Handhabung. Bundeswertpapiere werden im Rahmen eines von der Bundesbank durchgeführten Tendersverfahrens, d.h. eines Auktionsprozesses mit

---

<sup>1098</sup> Regierungsentwurf des Gesetzes zur Modernisierung des Schuldwesens des Bundes, BT-Drucksache 16/1336, S. 15.

<sup>1099</sup> Vgl. *Habersack*, in: MüKo BGB, Vor § 793 BGB Rn. 32; *Sprau*, in: Palandt, Einf v § 793 BGB Rn. 7.

Mindestgebot,<sup>1100</sup> an Ersterwerber begeben.<sup>1101</sup> Ersterwerber können nur Mitglieder der sog. Bietergruppe Bundesemissionen sein.<sup>1102</sup> Dem Tenderverfahren, also sowohl der Ausschreibung als auch den Geboten, liegen die zuvor vom Bundesfinanzministerium festgelegten und im Bundesanzeiger veröffentlichten Emissionsbedingungen des Bundes<sup>1103</sup> (vgl. § 1 Abs. 1 a.E. BSchuWG) zugrunde.<sup>1104</sup> Sie stellen zunächst klar, dass die Begebung im Tenderverfahren gegenüber der Bietergruppe Bundeswertpapiere geschieht.<sup>1105</sup> Hierin ist die schuldrechtliche Verpflichtungsebene zu sehen. Sie definieren im Weiteren die Modalitäten (z.B. Zinsberechnungsmethode und dergleichen). Sie regeln schließlich die Verschaffung der Rechte, also die Erfüllungsebene.<sup>1106</sup> So wird in Übereinstimmung mit § 6 BSchuWG festgelegt, dass eine Sammelschuldbuchforderung begründet und den Gläubigern an dieser Miteigentumsanteile eingeräumt werden. Diese können im Rahmen von Zweiterwerbsvorgängen dann auf beliebige Gläubiger weiter übertragen werden, die dann allerdings auch an die Emissionsbedingungen gebunden sind. Insofern unterscheidet sich die Situation nicht von den Inhaberschuldverschreibungen.

---

<sup>1100</sup> Zum Begriff: *Büschgen*, Das kleine Börsen-Lexikon, Stichwort „Tenderverfahren“, S. 998.

<sup>1101</sup> Zu den Einzelheiten des Verfahrensablaufs siehe: Verfahrensregeln für Tender bei der Begebung von Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinslichen Schatzanweisungen des Bundes.

<sup>1102</sup> Die jeweils aktuelle Zusammensetzung der Bietergruppe ist auf der Internetseite der Bundesbank abrufbar:  
<http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Bundeswertpapiere/Tenderverfahren/tenderverfahren.html>.

<sup>1103</sup> Je nach Anleihetyp sind dies die „Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes“ oder die „Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen“.

<sup>1104</sup> *Deutsche Bundesbank*, Bundeswertpapiere - Emissionsbedingungen,  
<http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Bundeswertpapiere/Emissionsbedingungen/emissionsbedingungen.html>.

<sup>1105</sup> § 1 Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes; § 1 Abs. 1 Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen.

<sup>1106</sup> § 6 Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes; weniger klar formuliert aber in der Sache nicht anders auch § 1 Abs. 3 Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen.

Zusammenfassend lässt sich das Vorgehen bei der Begebung von Bundeswertpapieren als Fall der Selbstemission charakterisieren.<sup>1107</sup>

Nachdem nunmehr der Standardfall der Bundeswertpapiere geschildert wurde, verbleibt noch der Sonderfall der Bund-Länder-Anleihe. Die im Juni 2013 begebene Bund-Länder-Anleihe mit siebenjähriger Laufzeit<sup>1108</sup> geht auf einen politischen Kompromiss im Rahmen der innerstaatlichen Verhandlungen zur Umsetzung des Fiskalpaktes zurück und beruht auf der Idee, den Ländern durch die Möglichkeit zur Beteiligung an einer großvolumigen Anleihe günstigere Finanzierungsmöglichkeiten zu eröffnen.<sup>1109</sup> Eine Verpflichtung der Bundesländer zur Beteiligung besteht nicht. Die eher finanzstarken Bundesländer Bayern, Baden-Württemberg, Hessen, Niedersachsen, Sachsen und Thüringen haben sich an der ersten Bund-Länder-Anleihe nicht beteiligt.<sup>1110</sup> Die Anleihe ist teilschuldnerisch strukturiert.<sup>1111</sup> Sie wurde als bei der Clearstream Banking AG verwahrte Sammel-Inhaberschuldverschreibung<sup>1112</sup> im Wege der Fremdemission unter Einschaltung eines Bankenkonsortiums emittiert.<sup>1113</sup> Der Grund dafür ist darin zu sehen, dass der Bund und die beteiligten Bundesländer gemeinsam als Emittenten eines einheitlichen Wertpapiers auftreten, gleichzeitig aber nur teilschuldnerisch haften. Das Bundesschuldbuch (ebenso wie die Landesschuldbücher<sup>1114</sup>) ermöglichen

---

<sup>1107</sup> So auch *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 34.

<sup>1108</sup> WKN: A1X230.

<sup>1109</sup> *Bundesministerium der Finanzen*, Intelligentes Schuldenmanagement – gemeinsame Anleiheemission von Bund und Ländern in 2013, Pressemitteilung vom 25.06.2012, <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2012/06/2012-06-25-PM28.html>.

<sup>1110</sup> *FAZ.net*, Enttäuschendes Debüt: Teure Bund-Länder-Anleihe, Artikel vom 26.06.2013, <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/enttaeusches-debuet-teure-bund-laender-anleihe-12245398.html>.

<sup>1111</sup> Der Anteil des Bundes beträgt 13,5%, siehe § 3 Emissionsbedingungen Bund-Länder-Anleihe.

<sup>1112</sup> § 1 Emissionsbedingungen Bund-Länder-Anleihe.

<sup>1113</sup> *Deutsche Finanzagentur*, Bund-Länder-Anleihe, Auf einen Blick, <http://www.deutsche-finanzagentur.de/private-anleger/bund-laender-anleihe/>.

<sup>1114</sup> Diese sind auf der Basis des Art. 97 EGBGB durch Landesgesetze geregelt. Inhaltlich verweisen die Landesgesetze allerdings wieder auf das Bundesschuldenwesengesetz. Für



jedoch jeweils nur die Begründung von Forderungen gegen den entsprechenden Rechtsträger. Für die Bündelung mehrerer teilschuldnerischer Forderungen in einem Wertpapier stehen daher die Erleichterungen des Schuldbuchwesens nicht zur Verfügung. Von der rechtlichen Einordnung in Bezug auf die Fragestellungen in diesem Abschnitt gelten für die Bund-Länder-Anleihe als im Wege der Fremdemission begebene Inhaberschuldverschreibung daher die Ausführungen zu Schuldverschreibungen ausländischer Staaten nach deutschem Recht entsprechend. Welchen praktischen Stellenwert Bund-Länder-Anleihen auf Dauer haben werden, bleibt abzuwarten. Die erste Emission wurde hinsichtlich ihres wirtschaftlichen Erfolges als eher enttäuschend empfunden.<sup>1115</sup>

Nach der Klärung des rechtlichen Charakters der Anleihebedingungen stellt sich im Anschluss die Folgefrage, welchen rechtlichen Anforderungen sie genügen müssen. Kern dieser Frage ist die Problemstellung, in welchem Umfang das AGB-Recht für sie gilt.

#### **4.1.2 Anleihebedingungen als allgemeine Geschäftsbedingungen**

Die Auseinandersetzung mit Umschuldungsklauseln im deutschen Recht ist ganz wesentlich von einer grundlegenden Weichenstellung geprägt. Für die Frage, welcher Gestaltungsspielraum bei der Klauselgestaltung besteht und in welchem Ausmaß die Gefahr des Verdikts der Unwirksamkeit droht, ist ausschlaggebend, inwiefern Umschuldungsklauseln als Teil der Anleihebedingungen den Anforderungen der AGB-Kontrolle standhalten müssen. Bei Anleihen nichtstaatlicher Emittenten bewegt diese Frage seit geraumer Zeit die Gemüter in Rechtsprechung und Literatur.<sup>1116</sup> Diesen Streitstand gilt es nunmehr zu

---

Bayern (das sich indes an der Bund-Länder-Anleihe gar nicht beteiligt hat): Gesetz über das Staatsschuldbuch des Freistaates Bayern (Staatsschuldbuchgesetz) in der Fassung der Bekanntmachung vom 30. März 2003, GVBl 2003, S. 302, zuletzt geändert (Anpassung der Verweisungen an das neue Bundesschuldenwesengesetz) durch Art. 15 des Gesetzes v. 22.12.2006, GVBl 2006, 1056.

<sup>1115</sup> *FAZ.net*, Enttäuschendes Debüt: Teure Bund-Länder-Anleihe, Artikel vom 26.06.2013, <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/enttaeuschesndes-debuet-teure-bund-laender-anleihe-12245398.html>.

<sup>1116</sup> *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 43, der die Thematik umfangreich monographisch

referieren, um sodann zu klären, wie sich die Erkenntnisse auf die Situation bei Staatsanleihen auswirken.

#### **4.1.2.1 Streitstand bezüglich des AGB-Begriffs bei Inhaberschuldverschreibungen**

Gemäß § 305 Abs. 1 S. 1 BGB sind allgemeine Geschäftsbedingungen alle für eine Vielzahl von Verträgen vorformulierten Vertragsbedingungen, die eine Vertragspartei (Verwender) der anderen Vertragspartei bei Abschluss eines Vertrages stellt. Bereits bei der Subsumtion von Anleihebedingungen unter diesen Tatbestand herrscht erhebliche Uneinigkeit.

Der Bundesgerichtshof bejaht in einer steten Folge von Urteilen den AGB-Charakter von Anleihebedingungen,<sup>1117</sup> ohne die Einzelheiten des Tatbestands detailliert zu problematisieren. In der ersten Entscheidung aus dem Jahr 1992, in der es um einen Genussschein ging, setzt der BGH sogleich bei der Ausnahme für gesellschaftsvertragliche Regelungen (heute § 310 Abs. 4 S. 1 BGB) an, die er verneint.<sup>1118</sup> Dabei handelt es sich aber um ein Sonderproblem bei Genussscheinen, das sich bei festverzinslichen Anleihen, die eindeutig Darlehenscharakter haben, von vorne herein nicht stellt.<sup>1119</sup> Die zweite Entscheidung aus dem Jahr 2005 nimmt die allgemeine AGB-Eigenschaft von Anleihebedingungen als Streitfrage wahr, bejaht sie aber ohne eigenständige Begründung des Gerichts unter bloßer Zitierung der so bezeichneten ganz herrschenden Meinung und der Gegenauffassung.<sup>1120</sup> Die dritte Entscheidung

---

aufarbeitet, gelangt zu dem treffenden Schluss, dass alles bis ins letzte Detail umstritten ist und die Auffassungen kaum mehr zu überblicken sind.

<sup>1117</sup> BGHZ 119, 305, 312 f. (Klößner-Genussscheine); BGHZ 163, 311, 314 (Aktienanleihe); BGH, WM 2009, 1500, 1501 (Goldoptionsschein).

<sup>1118</sup> BGHZ 119, 305, 312.

<sup>1119</sup> In der Literatur wird von *Sester*, AcP 209 (2009), 628, 638 ff., erörtert, ob nicht § 310 Abs. 4 S. 1 BGB analog auf Anleihebedingungen anzuwenden sei. Diese Auffassung hat bisher keine breitere Akzeptanz erfahren. Gegen sie spricht das Fehlen einer planwidrigen Regelungslücke, so zutreffend *Veranneman*, in: ders., SchVG, Vorbemerkung zu § 5 SchVG, Rn. 19. Siehe zur Positionierung des Gesetzgebers zum gesamten Problemkomplex auch noch im Folgenden.

<sup>1120</sup> BGHZ 163, 311, 314.

aus dem Jahr 2009 schließlich verweist auf die Entscheidung aus dem Jahr 2005, die dahin gehend wiedergegeben wird, dass Anleihebedingungen generell allgemeine Geschäftsbedingungen seien.<sup>1121</sup> Der BGH differenziert also nicht nach der näheren Ausgestaltung des Begebungsvorgangs. Der Entscheidung aus dem Jahr 1992 lag eine Fremdemission zugrunde, bei den beiden jüngeren Entscheidungen handelte es sich um Selbstemissionen von Banken unmittelbar gegenüber ihren Kunden.<sup>1122</sup>

Kritische Stimmen in der Literatur wenden sich an zwei Stellen gegen die Linie des BGH. Die Vertreter der Ansicht, die sich gegen den vertraglichen Charakter der Anleihebedingungen ausspricht und deren Genese und Wesen stattdessen allein durch den Skripturakt erklärt,<sup>1123</sup> verneinen konsequenterweise, dass es sich bei Anleihebedingungen um Vertragsbedingungen im Sinne des § 305 BGB handelt.<sup>1124</sup>

Weit verbreitet ist daneben eine Meinung, die das vertragliche Wesen der Anleihebedingungen als Ausgangspunkt akzeptiert und daher auf den schuldrechtlichen Begebungsvertrag als maßgeblichen Anknüpfungspunkt abstellt. Diese Auffassung differenziert sodann nach der gewählten Emissionsmethode und problematisiert insofern das Merkmal des Stells vorformulierter Vertragsbedingungen. Während sie dessen Vorliegen im Fall der Selbstemission bejaht, sieht sie es bei der Fremdemission nicht gegeben.<sup>1125</sup> Insofern greife nämlich § 305 Abs. 1 S. 3 BGB, weil die Anleihebedingungen von Anleiheschuldner und mit der Durchführung der Emission beauftragter Bank

---

<sup>1121</sup> BGH, WM 2009, 1500, 1501 (Rn. 20).

<sup>1122</sup> *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 53 ff. Siehe dort auch für eine Zusammenfassung weiterer Einzelheiten der jeweiligen Sachverhalte.

<sup>1123</sup> Siehe bereits oben 4.1.1.1.

<sup>1124</sup> *Assmann*, WM 2005, 1053, 1058; *Habersack*, in: MüKo AktG, § 221 AktG Rn. 255.

<sup>1125</sup> *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, S. 221; *Gottschalk*, ZIP 2006, 1121, 1124; *Veranneman*, in: ders., SchVG, Vorbemerkung zu § 5 SchVG, Rn. 20 ff.; *Leber*, a.a.O., S 45 f.; vgl. auch *Habersack*, in: MüKo AktG, § 221 AktG Rn. 255.

(bzw. mit dem beauftragten Bankenkonsortium) gemeinsam individuell gestaltet würden.<sup>1126</sup>

Die oberlandesgerichtliche Rechtsprechung greift die Bedenken der Literatur stellenweise auf. Eine Entscheidung des OLG Frankfurt am Main aus dem Jahr 1993<sup>1127</sup> geht auf die Besonderheiten der Fremdemission ein. Das OLG gelangt allerdings nicht zu dem Schluss, dass der AGB-Begriff nicht erfüllt sei. Vielmehr stellt das Gericht darauf ab, dass es sich um eine Vereinbarung zwischen Unternehmern (damals einschlägiges Tatbestandsmerkmal war noch die Kaufmannseigenschaft) handle, so dass jedenfalls die Kataloge mit Klauselverboten (heute §§ 308 und 309 BGB) nicht anwendbar seien (heute § 310 Abs. 1 S. 1 BGB).<sup>1128</sup>

Im Jahr 2012 schließlich hat das OLG München sich explizit mit der Auffassung befasst, wonach es bei einer Fremdemission am Stellen von Vertragsbedingungen fehle.<sup>1129</sup> Streitgegenständlich war in dieser Entscheidung die Anwendbarkeit der Regel zum Umgang mit Auslegungszweifeln in § 305c Abs. 2 BGB. Das OLG schließt sich zunächst der undifferenzierten Betrachtung der BGH-Rechtsprechung an. Es weist sodann jedoch das Vorbringen der Beklagtenseite, die sich darauf beruft, es fehle am Stellen der Vertragsbedingungen,<sup>1130</sup> interessanterweise nicht als unzutreffend zurück. Das Gericht begibt sich vielmehr in eine aufwändige Argumentation, um darzulegen, dass die Frage nach dem Vorliegen von AGB im Fall dahinstehen könne.<sup>1131</sup> Dies begründet das Gericht damit, dass § 305c Abs. 2 BGB jedenfalls analog

---

<sup>1126</sup> Kritisch zu dieser Annahme *Ulmer/Habersack*, in: *Ulmer/Brandner/Hensen*, AGB-Recht, § 305 BGB Rn. 71.

<sup>1127</sup> WM 1993, 2089.

<sup>1128</sup> A.a.O.

<sup>1129</sup> OLG München, WM 2012, 603.

<sup>1130</sup> Konkret wird Bezug genommen auf die Kommentierung von *Habersack*, in: *MüKo AktG*, § 221 AktG Rn. 255.

<sup>1131</sup> Im Tatbestand, der von der erstinstanzlichen Entscheidung übernommen wurde (a.a.O. Rn. 19), waren überhaupt keine Feststellungen dahin gehend getroffen, wie die Emission ablief. Vgl. erstinstanzlich LG München I, WM 2011, 1601.

anzuwenden sei.<sup>1132</sup> Das Gericht streicht dabei ausdrücklich heraus, dass sich seine Ausführungen nur auf § 305c Abs. 2 BGB beschränken. Es lässt offen, wie eine Analogie hinsichtlich der Inhaltskontrolle nach §§ 307 ff. BGB zu beurteilen ist.

Mit der Fragestellung der analogen Anwendung des AGB-Recht bei Fremdemissionen rückt das OLG München eine weitere Verästelung des Literaturstreits in das Zentrum des Interesses. So empfinden Teile des Schrifttums es als unbefriedigend, wenn es bei der Fremdemission nicht zu einer AGB-Kontrolle kommt, und zeigen vielfältige Wege auf, wie diese doch zu erreichen ist.<sup>1133</sup> So wird unter anderem in der Fremdemission eine verbotene Umgehung gemäß § 306a BGB erblickt<sup>1134</sup> oder schlicht eine analoge Anwendung der §§ 305 ff. BGB befürwortet.<sup>1135</sup> Diesen wertungsgeleiteten Ansätzen lässt sich mit sehr guten Gründen entgegen setzen, dass das AGB-Recht auf die Situation bei Anleihebedingungen überhaupt nicht richtig passt und es daher kein korrekturbedürftiges Ergebnis darstellt, wenn es nicht anwendbar ist.<sup>1136</sup>

Blickt man auf den geschilderten Sachstand, so wäre eine ausdrückliche gesetzgeberische Klarstellung im Sinne der Rechtssicherheit sehr wünschenswert. Der Gesetzgeber des Schuldverschreibungsgesetzes 2009 hatte die Problematik auch erfasst. Aufgrund europarechtlicher Bedenken hinsichtlich der Frage, ob die Richtlinie über missbräuchliche Klauseln in Verbraucherverträgen<sup>1137</sup> für Schuldverschreibungen eine AGB-Kontrolle

---

<sup>1132</sup> OLG München, WM 2012, 603, 606.

<sup>1133</sup> Überblick über die Ansätze und weitere Nachweise bei *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 46 f.

<sup>1134</sup> *Lenenbach*, NZG 2001, 481, 485 f.; *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, S. 228 ff.

<sup>1135</sup> Vgl. *Ulmer/Habersack*, in *Ulmer/Brandner/Hensen*, AGB-Recht, § 305 BGB Rn. 72; *Habersack*, in: *MüKo BGB*, § 793 BGB Rn. 44.

<sup>1136</sup> So mit eingehender Argumentation ausführlich *Leber*, a.a.O., S. 65 ff.

<sup>1137</sup> Richtlinie 93/13/EWG des Rates vom 5. April 1993, ABl. L 95 vom 21.4.1993, S. 29.

gebietet,<sup>1138</sup> hat er sich jedoch gegen ein Eingreifen an dieser Stelle (angedacht war eine Herausnahme von Anleihebedingungen aus dem Anwendungsbereich der AGB-Kontrolle) entschieden und verweist darauf, dass die Problematik durch die spezialgesetzlichen Regelungen des SchVG jedenfalls entschärft würde.<sup>1139</sup>

#### 4.1.2.2 Situation bei Staatsanleihen

Für die vorliegende Untersuchung kommt es nunmehr im Besonderen darauf an, wie Staatsanleihen hinsichtlich der geschilderten Argumente einzuordnen sind. Insofern ist wiederum nach der Person des Emittenten zu unterscheiden.

Bei Anleihen, deren Schuldner ein ausländischer Staat ist, gelten die vorgehenden Ausführungen eins zu eins, da es sich um normale Inhaberschuldverschreibungen handelt. In der Regel wird man es mit Fremdemissionen zu tun haben. Die Gründe, die allgemein für deren Nutzung ins Feld geführt werden,<sup>1140</sup> dürften auf ausländische Staaten erst recht zutreffen. Für sie dürfte es besonders attraktiv sein, im Umfeld eines fremden Rechtes und Marktes die Kontakte und vor allem auch das technische Know-how der entsprechend spezialisierten Banken zu nutzen. Nach der vom BGH vorgegebenen undifferenzierten Rechtsprechungslinie kommt es indes nicht auf die genaue Vorgehensweise bei der Emission an und es findet in jedem Fall das AGB-Recht Anwendung. Sollte sich die jüngst vom OLG München aufgegriffene Argumentationslinie, wonach im Fall der Fremdemission AGB-Recht nur analog anwendbar ist, weiter durchsetzen, so bleibt abzuwarten, ob und für welche Vorschriften im Einzelnen entsprechende Analogieschlüsse bejaht werden.

---

<sup>1138</sup> Nach Ansicht der Literatur sind diese Bedenken unbegründet, vgl. *Hopt*, Neues Schuldverschreibungsrecht - Bemerkungen und Anregungen aus Theorie und Praxis, in: Festschrift Schwark, S. 441, 445; *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 89 f. m.w.N.

<sup>1139</sup> Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814, S. 13.

<sup>1140</sup> Vgl. *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 28; *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, S. 53.

Bei den deutschen Bundeswertpapieren erscheint die Einordnung wenig zweifelhaft. Dort ist wie dargestellt der Skripturakt durch die Schuldbucheintragung ersetzt und diese gibt die Emissionsbedingungen nicht (umfassend) wieder. Diese werden vielmehr im Rahmen des Begebungsvertrages, der im Rahmen der Selbstemission unmittelbar mit den Erstgläubigern aus der Bietergruppe Bundesemissionen geschlossen wird, vereinbart. Dass die Emissionsbedingungen von der Schuldnerseite für eine Vielzahl von Verträgen vorformuliert und gestellt sind, liegt hier besonders deutlich auf der Hand. Das Tenderverfahren lässt keinen Raum für individuelle Verhandlungen. Alle Bedingungen werden einseitig durch die Ausschreibung definiert. Die Klauseln der Emissionsbedingungen sind sogar für alle Ausschreibungen vorab im Bundesanzeiger veröffentlicht und werden dann jeweils in Bezug genommen.

Aus der Perspektive der deutschen Bundeswertpapiere konsequenterweise geht auch der Gesetzgeber davon aus, dass die Anleihebedingungen von Staatsanleihen der AGB-Kontrolle unterliegen.<sup>1141</sup> Diese Überlegung ist der Anlass für das im Rahmen der Umsetzung der Musterklauseln erlassene Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes.<sup>1142</sup> Interessant ist in diesem Zusammenhang allerdings, dass der Gesetzgeber sich ausdrücklich auf die undifferenzierte Rechtsprechung des BGH stützt.<sup>1143</sup> Das Änderungsgesetz regelt aber nicht nur Bundeswertpapiere, sondern auch Staatsanleihen von anderen Mitgliederstaaten des Euro-Währungsgebietes, was sich an Artikel 2 des Gesetzes zeigt, durch den § 1 Abs. 2 SchVG n.F. geschaffen wurde. Auch insofern geht der Gesetzgeber also von einer AGB-Kontrolle aus, ohne diese Fragestellung wie noch 2009 als umstritten anzusehen. Dieser Umstand dürfte (jedenfalls für Staatsanleihen, ggf. aber auch darüber hinaus), soweit es auf die Frage nach einer analogen Anwendung des AGB-Rechts ankommt, die

---

<sup>1141</sup> Regierungsentwurf Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes, BT-Drucksache 17/9372, S. 1.

<sup>1142</sup> Siehe ausführlicher zu dessen Methodik sogleich unter 4.2.1.1.

<sup>1143</sup> In der Gesetzesbegründung, a.a.O., wird nur die Klöckner-Genussscheinentscheidung aus dem Jahr 1992 (BGHZ 119, 305) ausdrücklich zitiert.

argumentative Gemengelage hinsichtlich des Vorhandenseins einer planwidrigen Regelungslücke (und ggf. auch der Interessenlage) in Richtung Bejahung der Analogie verschieben. Vor diesem Hintergrund wird den nachfolgenden Ausführungen die Annahme zugrunde gelegt, dass bei allen Staatsanleihen eine AGB-Kontrolle stattfindet.

#### **4.1.2.3 Folgen der Anwendbarkeit des AGB-Rechts**

Im nächsten Schritt ist nunmehr zu untersuchen, welche Anforderungen sich konkret aus der Anwendbarkeit des AGB-Rechts ergeben.

##### **4.1.2.3.1 Keine Einbeziehungskontrolle**

Erfreulicherweise unstrittig ist, dass § 305 Abs. 2 BGB auf Anleihebedingungen generell nicht anzuwenden ist. Eine Einbeziehungskontrolle findet also nicht statt.<sup>1144</sup> Der BGH begründet in seiner Entscheidung aus dem Jahr 2005 umfassend und überzeugend, warum der Anwendungsbereich des § 305 Abs. 2 BGB funktional zu reduzieren ist: Kern seiner Überlegungen ist, dass alle Stücke einer Emission identische Bedingungen haben müssen, um den unabdingbaren Erfordernissen der Fungibilität der Schuldverschreibungen und damit der Funktionsfähigkeit des Wertpapierhandels zu genügen.<sup>1145</sup> Er spielt an diesem Maßstab die verschiedenen Emissionsformen durch.<sup>1146</sup> Bei der Fremdemission ist der Vertragspartner Unternehmer und § 305 Abs. 2 BGB schon wegen § 310 Abs. 1 S. 1 BGB von vorne herein nicht anwendbar. Bei der Selbstemission wäre zu differenzieren, ob der Ersterwerber Unternehmer oder Verbraucher ist. Bei einem Verbraucher wäre vor dem praktischen Hintergrund des stückelosen Effektenverkehrs die Niederschrift der Anleihebedingungen in der Urkunde nicht ausreichend, um die Einbeziehung zu gewährleisten. Denn der Erwerber bekommt die Urkunde wie bereits geschildert nie zu Gesicht, sie wird vielmehr sogleich bei der Wertpapiersammelbank hinterlegt. Es wäre also eine zusätzliche

---

<sup>1144</sup> BGHZ 163, 311; *Grüneberg*, in: Palandt, § 305 BGB Rn. 26.

<sup>1145</sup> BGHZ 163, 311, 315.

<sup>1146</sup> BGHZ 163, 311, 316.



Aushändigung der Bedingungen erforderlich. Welche Emissionsform gewählt wurde und ob ggf. eine ordnungsgemäße Mitteilung der Bedingungen an einen ersterwerbenden Verbraucher erfolgt ist, wäre für einen Zweiterwerber nicht ohne Weiteres nachvollziehbar. Der BGH sieht die generelle Nichtanwendung der Einbeziehungsregeln auch als mit deren Schutzfunktion vereinbar an. So wären ohnehin nur die Ersterwerber und nicht die in gleicher Weise gebundenen Zweiterwerber geschützt. Für beide Gruppen von Anlegern aber wird das Ziel der Regelung, eine Offenlegung der Anleihebedingungen, ohnehin auf alternativem Wege durch die kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten erreicht.<sup>1147</sup>

Die Erwägungen des BGH passen grundsätzlich auch auf die Situation bei Staatsanleihen. Lediglich das letzte Argument, die Information der Anleger sei durch das Kapitalmarktrecht sicher gestellt, ist wegen der Ausnahme des § 1 Abs. 2 Nr. 2 WpPG nicht übertragbar. Eine abweichende Beurteilung im Ergebnis ist an dieser Stelle indes aus zwei Gründen nicht zu erwarten. Zum einen dürfte für Staatsanleihen im Regelfall bereits § 310 Abs. 1 S. 1 BGB greifen. So liegen die Dinge trotz Selbstemission gegenwärtig für alle Bundeswertpapiere, die nur an Mitglieder der Bietergruppe Bundesemissionen und damit notwendigerweise an Unternehmer begeben werden.<sup>1148</sup> Und auch von ausländischen Emittenten wird wie bereits ausgeführt der Weg der Fremdemission gewählt werden. Zum anderen ist auch ohne rechtliche Verpflichtung der Emittenten ein Defizit hinsichtlich der Information der Anleger nicht feststellbar. Hinzu kommt, dass Verbraucher als Anleger beim Erwerb von Wertpapieren auch durch Beratungs- und Aufklärungspflichten ihrer Bank geschützt werden.<sup>1149</sup> Vor diesem Hintergrund spricht alles dafür, dass die Gerichte trotz fehlender Prospektpflicht im Ernstfall den Schutzzweck einer angemessenen Verbraucherinformation als erfüllt ansehen dürften.

---

<sup>1147</sup> BGHZ 163, 311, 318.

<sup>1148</sup> Anzumerken ist allerdings, dass es der Deutschen Finanzagentur selbstverständlich rechtlich unbenommen ist, in der Zukunft wieder wie bis Ende 2012 einen Direktvertrieb gegenüber Verbrauchern anzubieten.

<sup>1149</sup> Keller, ZBB 2005, 326, 327.

#### 4.1.2.3.2 Auslegungsregeln

Seine Argumentation zur Einbeziehungskontrolle setzt der BGH auch in Bezug zur parallelen Frage der Auslegung der Bedingungen. Insofern folgt aus dem Bedürfnis des Kapitalmarktes nach einem einheitlichen, standardisierten Inhalt der Wertpapiere, dass die Auslegung von Anleihebedingungen für alle Gläubiger einheitlich und ohne Rücksicht auf Besonderheiten in der Person des einzelnen Gläubigers erfolgen muss.<sup>1150</sup> Diese objektive, nicht am Willen der konkreten Vertragsparteien sondern am Wortlaut der Klausel zu orientierende Auslegung entspricht auch den allgemeinen Auslegungsgrundsätzen zu Allgemeinen Geschäftsbedingungen,<sup>1151</sup> die auf Anleihebedingungen uneingeschränkt Anwendung finden.<sup>1152</sup>

Gelangen die Auslegungsbemühungen nicht zu einem eindeutigen Ergebnis, sondern erscheinen mehrere Auslegungen als gleichermaßen vertretbar, so greift die Unklarheitenregelung des § 305c Abs. 2 BGB ein, wonach Zweifel zulasten des Verwenders – im Fall von Anleihen also des Schuldners – gehen.<sup>1153</sup> Die Zweifelsregelung wirkt dabei anerkanntermaßen in zwei Richtungen.<sup>1154</sup> Auf der Stufe der Wirksamkeitskontrolle (dazu sogleich) einer Klausel ist die verwenderfreundlichste Auslegung zugrunde zu legen. Denn erweist sich die Klauseln danach als unwirksam, so geht dies zulasten des Verwenders. Ist eine Klausel hingegen auch nach der weitreichendsten Auslegung als wirksam anzusehen, so kehrt sich die Zweifelsregelung um und bei ihrer Anwendung ist die verwenderfeindlichste, d.h. im Fall von Anleihen anlegerfreundlichste, Auslegung zu wählen. Was die Tragweite der Unklarheitenregelung speziell für Umschuldungsklauseln angeht, so unterliegt diese einer gewichtigen Einschränkung. Für diejenigen Teile der Klauseln, die

---

<sup>1150</sup> BGHZ 163, 311, 317.

<sup>1151</sup> BGH, WM 2009, 1500, 1501 (Rn. 20).

<sup>1152</sup> *Horn*, ZHR 173 (2009), 12, 37.

<sup>1153</sup> Vgl. nur OLG München, ZIP 2012, 576.

<sup>1154</sup> *Grüneberg*, in: Palandt, § 305c BGB Rn. 18; *Lapp/Salamon* in: jurisPK-BGB, § 305c BGB Rn. 676.

nicht das Verhältnis der Gläubiger zum Schuldner betreffen, sondern das Verhältnis der Gläubiger untereinander austarieren (zu denken ist insbesondere an die Verteilung der Stimmgewichte und somit an die besonders komplizierten Regelungen zu den Nennwertberechnungen), läuft die Regelung leer. Denn hier gibt es keine objektiv mehr oder weniger gläubigerfreundlichen Auslegungen, sondern es geht gerade um den Interessenausgleich unter den Gläubigern. In solchen Konstellationen ist des einen Vorteil (z.B. höheres Stimmgewicht) unmittelbar des anderen Nachteil (z.B. niedrigeres Stimmgewicht), so dass die Zweifelsregelung keinen Erkenntnisgewinn bringt.

#### 4.1.2.3.3 Inhaltskontrolle

Herzstück der AGB-Kontrolle ist die Inhaltskontrolle, aufgrund derer Klauseln wegen unangemessener Benachteiligung des Vertragspartners unwirksam sein können. Dieses aus Emittentensicht erhebliche Risiko, das den Hintergrund für den ausgreifenden Streit um die Anwendbarkeit des AGB-Rechtes bildet, hat sich im Bereich der Schuldverschreibungen in der bereits angesprochenen BGH-Entscheidung zu einem Goldoptionsschein aus dem Jahr 2009<sup>1155</sup> erstmals in der Rechtsprechung verwirklicht.<sup>1156</sup>

Bezüglich der genauen Reichweite der Inhaltskontrolle im Bereich von Anleihen werden zwei Fragen als klärungsbedürftig diskutiert. Die erste Frage betrifft im Rahmen des § 307 Abs. 3 BGB die Abgrenzung von Leistungsbeschreibungen, bei denen nur eine Transparenzkontrolle ohne inhaltliche Bewertung stattfindet, von sonstigen Abreden, die voll kontrollfähig sind.<sup>1157</sup> Für den vorliegend relevanten Bereich der Umschuldungsklauseln erscheint die Zuordnung eindeutig. Als inhaltlich kontrollfrei betrachtet die Rechtsprechung nur die Teile der Leistungsbeschreibung, mit denen der Gegenstand der Hauptleistungspflicht

---

<sup>1155</sup> BGH, WM 2009, 1500.

<sup>1156</sup> *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 59.

<sup>1157</sup> *Leber*, a.a.O., S. 49 m.w.N.

unmittelbar festgelegt wird.<sup>1158</sup> Regelungen betreffend die Befugnis, die ursprünglich vereinbarte Leistung zu modifizieren, unterliegen dagegen der Inhaltskontrolle.<sup>1159</sup> Hinsichtlich der fehlenden Unmittelbarkeit zur Hauptleistungspflicht stehen Umschuldungsklauseln einseitigen Änderungsvorbehalten gleich, die schon wegen § 308 Nr. 4 BGB zweifelsfrei der Inhaltskontrolle unterliegen.<sup>1160</sup>

Die zweite Frage betrifft die Problematik, wie es sich im Rahmen der Selbstemission mit der Anwendbarkeit der katalogisierten Klauselverbote der §§ 308 und 309 BGB verhält. Hier besteht, wenn zu den Ersterwerbern sowohl Verbraucher als auch Unternehmer gehören, das bereits bekannte Spannungsfeld zur einheitlichen Auslegung gegenüber allen Gläubigern. Der BGH hat in seiner Goldoptionsschein-Entscheidung § 308 BGB angewendet und das Ergebnis damit abgesichert, dass gegenüber Unternehmern gemäß §§ 307, 310 Abs. 1 S. 2 BGB die gleichen Anforderungen gelten würden.<sup>1161</sup> Der Fall, wie eine im Rahmen einer Selbstemission verwendete Klausel zu behandeln wäre, die gegenüber Unternehmern und Verbrauchern unterschiedlich zu bewerten ist, ist damit noch ungeklärt.<sup>1162</sup> Er bedarf für den hiesigen Kontext indes keiner Vertiefung. Denn zum einen erscheinen Selbstemissionen von Staatsanleihen gegenüber Verbrauchern gegenwärtig als praxisfern. Und zum anderen ist es gerade im Verhältnis zum Emittenten Staat besonders naheliegend, dass die Rechtsprechung die Position von Unternehmern und Verbrauchern als gleichwertig hinsichtlich der Schutzbedürftigkeit vor unangemessenen Benachteiligungen erachten wird. Unterschiede, die es begründen, Unternehmern in diesem Bereich härtere Klauseln zuzumuten, dürften schwer zu finden sein.

---

<sup>1158</sup> BGH, NJW 2010, 1958, 1959; *Grüneberg*, in: Palandt, § 307 BGB Rn. 44 m. zahlreichen w. N.

<sup>1159</sup> BGH NJW 2005, 3420, 3421.

<sup>1160</sup> Aus der Rechtsprechung zu Änderungsvorbehalten: BGHZ 124, 351; BGH NJW 2005, 3420; BGH, WM 2009, 1500.

<sup>1161</sup> BGH, WM 2009, 1500, 1502 f. (Rn. 29).

<sup>1162</sup> *Veranneman*, in: ders., SchVG, Vorbemerkung zu § 5 SchVG, Rn. 17.

Das Damoklesschwert der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle hat in der Vergangenheit die Entwicklung des Konzepts der Umschuldungsklauseln im deutschen Recht stark beeinflusst. Diese Entwicklung soll nun als Nächstes skizziert werden, weil sie eine Voraussetzung zum Verständnis der zur Implementierung der europäischen Musterklauseln ergriffenen Schritte ist.

#### **4.1.3 Entwicklung von Umschuldungsklauseln im deutschen Recht**

Die Wasserscheide für die Akzeptanz von Umschuldungsklauseln in Staatsanleihen im deutschen Recht bildet das Inkrafttreten des Schuldverschreibungsgesetzes 2009.<sup>1163</sup> Die Vorgängerregelung, das Schuldverschreibungsgesetz 1899, war in mehrfacher Hinsicht restriktiv ausgestaltet.<sup>1164</sup> So war das Gesetz zunächst einmal nur auf im Inland von einem nichtstaatlichen Emittenten mit Sitz im Inland ausgestellte Schuldverschreibungen anwendbar.<sup>1165</sup> Damit erfasste es weder deutsche noch ausländische Staatsanleihen. Es ließ Beschlüsse, durch die die Gläubiger auf Rechte verzichten, nur zum Zweck der Abwendung einer Zahlungseinstellung oder Insolvenz zu, wodurch es den Charakter eines insolvenzrechtlichen Sondergesetzes hatte.<sup>1166</sup> Ein Kapitalverzicht schließlich konnte überhaupt nicht verbindlich von der Mehrheit beschlossen werden.<sup>1167</sup> Das rechtliche Fundament für Umschuldungsklauseln in Staatsanleihen nach deutschem Recht war also denkbar unsicher. So stellte sich die Frage, ob Umschuldungsklauseln nach internationalem Vorbild (d.h. auch mit einem Kapitalverzicht als Beschlussgegenstand) nicht als unangemessene Benachteiligung der Gläubiger nach deutschem Recht unwirksam waren. Im Kontext der internationalen

---

<sup>1163</sup> Schuldverschreibungsgesetz vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2512), in Kraft getreten am 05. August 2009.

<sup>1164</sup> Für einen Überblick über das SchVG 1899 siehe *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S.148 ff.; für eine rechtsvergleichende Gegenüberstellung von altem und neuem Schuldverschreibungsrecht *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, passim.

<sup>1165</sup> *Schönhaar*, a.a.O., S. 23 f.

<sup>1166</sup> *Schmidtbleicher*, a.a.O., S. 166 f.

<sup>1167</sup> *Schönhaar*, a.a.O., S. 56 f.

Bemühungen zur Verbreitung des CAC-Konzepts um die Jahrtausendwende vertraten die Deutsche Bundesbank<sup>1168</sup> und die Bundesregierung<sup>1169</sup> die Ansicht, dies sei nicht der Fall. Diese Erklärungen vermochten jedoch weder die auf Rechtssicherheit bedachte Praxis überzeugen,<sup>1170</sup> noch in der wissenschaftlichen Diskussion bestehen.<sup>1171</sup>

Diese Bedenken haben sich durch das Schuldverschreibungsgesetz 2009 erledigt. Für Anleihen ausländischer Staaten ergibt sich das schon unmittelbar aus dem Gesetz.<sup>1172</sup> Es gilt gemäß § 1 Abs. 1 SchVG nunmehr für nach deutschem Recht begebene Anleihen, ohne dass es auf den Sitz des Emittenten ankäme. Auch sieht es in § 5 Abs. 3 Nr. 3 SchVG die Verringerung der Hauptforderung als Beschlussgegenstand vor. Damit trägt es dem Bedürfnis nach einer rechtlichen Grundlage für CAC in Auslandsanleihen nach deutschem Recht Rechnung.<sup>1173</sup> Komplizierter ist die Herleitung für deutsche Staatsanleihen. Deren Ausschluss aus dem Anwendungsbereich des Schuldverschreibungsgesetzes hat die Reform überdauert und findet sich heute in § 1 Abs. 2 SchVG.<sup>1174</sup> Es entspricht jedoch einhelliger Meinung, dass dieser Ausschluss nicht im Sinne eines Verbotes von Umschuldungsklauseln in deutschen Staatsanleihen zu lesen ist, sondern dass diese vielmehr in

---

<sup>1168</sup> *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Dezember 1999, S. 49.

<sup>1169</sup> *Bundesministerium der Finanzen*, Erklärung der Bundesregierung zur Zulässigkeit von Umschuldungsklauseln bei ausländischen Staatsanleihen, die deutschem Recht unterliegen, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 1999, S. 117, Punkt 5.

<sup>1170</sup> Vgl. *Schneider*, Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger, in: *Baums/Cahn (Hrsg.)*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 69, 87. Zum im Nachhinein feststellbaren massiven globalen Bedeutungsverlust der Wahl deutschen Rechts für ausländische Anleihen siehe oben 1.3.1.

<sup>1171</sup> Für die Unwirksamkeit von Kapitalverzichtsbeschlüssen nach deutschem AGB-Recht vor Inkrafttreten des SchVG 2009 überzeugend *Szodrich*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 239 f.

<sup>1172</sup> Kaum vertretbar erscheint die Einzelmeinung von *Bliesener/Schneider*, in: *Langenbucher/Bliesener/Spindler*, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 1 SchVG Rn. 44, die für ausländische Staaten in Analogie zur Herausnahme der Schuldverschreibungen der deutschen öffentlichen Hand die zwingenden Vorschriften des SchVG nicht anwenden wollen. Dies steht in offenem Widerspruch zur Gesetzesbegründung, siehe Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814, S. 14.

<sup>1173</sup> Vgl. *Horn*, BKR 2009, 446, 447.

<sup>1174</sup> Zur fragwürdigen Begründung des Gesetzgebers siehe oben Fn. 561.

Anlehnung an das vom SchVG geschaffene gesetzliche Leitbild im Rahmen der Vertragsfreiheit möglich sind.<sup>1175</sup> Diese durch die Reform des Schuldverschreibungsgesetzes geschaffene Gestaltungsfreiheit wurde punktuell von der Bundesrepublik Deutschland als Emittentin bei den beiden bereits angesprochenen Dollaranleihen auch genutzt.<sup>1176</sup>

Nachdem nun die Ausgangssituation im deutschen Recht dargestellt wurde, sollen nun die Schritte beleuchtet werden, die Deutschland zur Umsetzung der Vorgaben der europäischen CTR ergriffen hat.

## **4.2 Umsetzungsmaßnahmen**

Das Vorgehen der Bundesrepublik Deutschland zur Umsetzung der CTR ist zweigleisig. Zum einen wurde der gesetzliche Rahmen durch das Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes vom 13.09.2012<sup>1177</sup> angepasst. Zum anderen wurden die Emissionsbedingungen der Bundeswertpapiere um Umschuldungsklauseln gemäß der Vorlage der CTR ergänzt.

### **4.2.1 Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes**

Das Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes hat in das BSchuWG die §§ 4a bis 4k neu eingefügt. Außerdem wurde § 1 Abs. 2 SchVG geändert. Schließlich wurde das Gesetz als Rahmen für eine Änderung des § 20 SchVG und des § 9 Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz genutzt. Die beiden letztgenannten Änderungen betreffen indes nicht speziell Staatsanleihen, sondern das Gesetzgebungsverfahren bot hier den Anlass für anderweitig veranlasste Korrekturen bestehender Regelungen.

---

<sup>1175</sup> *Horn*, BKR 2009, 446,448; *Sester*, WM 2011, 1057, Fn. 2; *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 693; *Bliesener/Schneider*, in: Langenbacher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 1 SchVG Rn. 40 f.

<sup>1176</sup> Siehe oben Fn. 397 f.

<sup>1177</sup> BGBl. I S. 1914.

Die Wirkweise der neu geschaffenen Vorschriften erschließt sich aus der gewählten Gesetzgebungstechnik. Hierauf soll daher zunächst eingegangen werden. Sodann besteht Anlass, das Verhältnis der neuen Regelungen zum Schuldverschreibungsgesetz und ihre Kohärenz mit den übrigen Normen des Bundesschuldenwesengesetzes vertieft zu betrachten. Abschließend ist auf einige inhaltliche Schwächen einzugehen, die sich im Zusammenspiel mit den deutschen Emissionsbedingungen nicht weiter auswirken. Inhaltliche Probleme dagegen, die sich aus dem Zusammenspiel von deutschem Klauselwerk, BSchuWG und dem übrigen deutschen Recht ergeben, werden erst aufgegriffen, nachdem auch die Emissionsbedingungen des Bundes vorgestellt worden sind.<sup>1178</sup>

#### 4.2.1.1 Gesetzgebungstechnik

Der Gesetzgeber des Änderungsgesetzes erkennt die gerichtliche Inhaltskontrolle von Umschuldungsklauseln am Maßstab des AGB-Rechts als entscheidende rechtliche Leitplanke des deutschen Rechtes an.<sup>1179</sup> Vor diesem Hintergrund sieht er das Bedürfnis, ein gesetzliches Leitbild für die neuen Klauseln zu schaffen, das die wesentlichen Elemente der Musterbestimmungen der CTR enthält.<sup>1180</sup>

Dieser Ansatz ist verschiedentlich auf Kritik gestoßen. Es wurde geäußert, das Änderungsgesetz sei überflüssig, weil bereits das SchVG ein tragfähiges Leitbild geschaffen habe.<sup>1181</sup> Diese Ansicht verkennt jedoch die inhaltliche Reichweite der CTR. So kennt das SchVG insbesondere keine Aggregation der Mehrheitsentscheidung über mehrere Emissionen hinweg.<sup>1182</sup> Es ist daher

---

<sup>1178</sup> Unten 4.3.

<sup>1179</sup> Regierungsentwurf Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes, BT-Drucksache 17/9372, S. 1.

<sup>1180</sup> A.a.O., S. 2.

<sup>1181</sup> *Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 17.

<sup>1182</sup> Dieser Aspekt wird bei *Bliesener/Schneider*, *Langenbucher/Bliesener/Spindler*, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 1 SchVG Rn. 48 Fn 53, erkannt, ohne allerdings von der geäußerten Kritik abzurücken.



durchaus zweifelhaft, ob die Vereinbarung eines Aggregationsmechanismus allein in den Anleihebedingungen ohne gesetzliche Abstützung im deutschen Recht wirksam gewesen wäre.<sup>1183</sup> Dass der Gesetzgeber hier Klarheit geschaffen hat, ist uneingeschränkt zu begrüßen. Verbreitet als verfehlt erachtet wird auch, dass § 4a BSchuWG sich darauf beschränkt, zu regeln, dass Bundeswertpapiere Umschuldungsklauseln enthalten können. Dieses kann als „Ermessen“ gedeutet.<sup>1184</sup> Der Begriff des Ermessens erscheint verfehlt, weil es an dieser Stelle um die Bereitstellung einer zivilrechtlichen Handlungsoption für die Vertragsgestaltung und nicht um die Eröffnung eines Entscheidungsspielraums in der Eingriffsverwaltung geht.<sup>1185</sup> In der Sache trifft es allerdings zu, dass § 4a BSchuWG Umschuldungsklauseln als Option zur Verfügung stellt, die durch die Emissionsbedingungen aktiviert werden muss und andernfalls unanwendbar ist. Dies entspricht der Konstruktion des § 5 SchVG und hat die Konsequenz, dass es keine zivilrechtliche Handhabe dagegen gibt, wenn die Bundesrepublik gegen ihre völkerrechtliche Verpflichtung aus Art. 12 Abs. 3 ESMV verstoßen sollte.<sup>1186</sup> Eine solche entspricht jedoch auch nicht der Logik des vertraglichen Ansatzes und wird nirgends gefordert. Fragwürdiger erscheint demgegenüber § 4a S. 3 BSchuWG, wonach das gesetzliche Leitbild selbst wieder zur Disposition abweichender Regelungen in den Emissionsbedingungen steht. Der Nutzen dieser Abweichungsmöglichkeit erschließt sich nicht, weil die gesetzlichen Regelungen im BSchuWG ja speziell nach der Vorlage der geplanten Emissionsbedingungen konzipiert wurden.

---

<sup>1183</sup> Ablehnend *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 300, und *Oulds*, in: Veranneman, Vorbemerkung zu § 5 SchVG, Rn. 44. Offen gelassen bei *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 693 Fn. 33.

<sup>1184</sup> *Paulus*, WM 2013, 489, 493; *Nodoushani*, WM 2012, 1798, 1799.

<sup>1185</sup> Man kann § 4a BSchuWG daneben aus öffentlich-rechtlicher Perspektive auch als haushaltrechtliche Ermächtigung zum Einsatz von Umschuldungsklauseln verstehen. Eine entsprechende Intention des Gesetzgebers ist aber nicht ansatzweise erkennbar und es ist auch nichts dafür ersichtlich, warum eine solche Ermächtigung über die allgemeine Regelung des § 4 BSchuWG hinaus für die Verwendung der aus Emittentensicht rechtlich ausschließlich vorteilhaften Klauseln erforderlich sein soll.

<sup>1186</sup> *Keller/Kößler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 87.

Denkbar erscheint allenfalls, dass es ermöglicht werden soll, etwaige (kleinere) zukünftige Änderungen der CTR und im Gefolge der deutschen Emissionsbedingungen ohne Einschaltung des Gesetzgebers implementieren zu können. Diese Flexibilität, nach der ein Bedürfnis nicht ersichtlich ist, zieht indes einen großen Nachteil mit Blick auf die AGB-Kontrolle nach sich. So legt das BSchuWG den Inhalt der Umschuldungsklauseln nur in Grundzügen, die ihrerseits wieder dispositiv sind, fest. Auf dieser Grundlage ist die Handhabung des § 307 Abs. 3 S. 1 BGB unnötig kompliziert. Dieser schließt neben den bereits erörterten unmittelbaren Leistungsbeschreibungen auch Klauseln von der materiellen Inhaltskontrolle aus, die lediglich deklaratorisch gesetzliche Bestimmungen wiedergeben. Bei Regelungen, die rechtsgeschäftliche Gestaltungen eröffnen, die ohne vertragliche Bezugnahme nicht kraft Gesetzes anwendbar wären, ergeben sich insofern schwierige Abgrenzungen.<sup>1187</sup> Der Inhaltskontrolle entzogen sind in diesem Bereich<sup>1188</sup> lediglich sog. qualifizierte Erlaubnisnormen, bei denen der Gesetzgeber gerade die Ausfüllung des Gestaltungsspielraumes durch AGB ermöglichen wollte.<sup>1189</sup> Dies ist bei den §§ 4a ff. BSchuWG eindeutig der Fall, da der Gesetzgeber sich vom generellen AGB-Charakter von Anleihebedingungen hat leiten lassen. Allerdings erleichtert diese Ausnahme die AGB-Prüfung der Emissionsbedingungen des Bundes nur bedingt. So ist einerseits danach zu fragen, inwiefern die Emissionsbedingungen von den Vorgaben des BSchuWG (sei es bewusst oder unbeabsichtigt) abweichen. Und andererseits finden sich im BSchuWG nur die wesentlichen Grundzüge, so dass die Emissionsbedingungen ergänzende Teile enthalten, die dann ebenfalls nicht deklaratorisch sind. Der Gesetzgeber hätte sein Ziel einer bestmöglichen Absicherung gegen eine AGB-Kontrolle an dieser Stelle wesentlich effektiver erreichen können, wenn er den gesamten Inhalt der CTR im

---

<sup>1187</sup> Staudinger/Coester (2013), § 307 Rn. 304; Fuchs, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Recht, § 307 BGB Rn. 33; Wurmnest, in: MüKo BGB, § 307 BGB Rn. 9 ff.

<sup>1188</sup> Dies gilt jedenfalls im unternehmerischen Verkehr (vgl. zu dieser streitigen Differenzierung Wurmnest, a.a.O., Rn. 10), der bei Bundeswertpapieren gegenüber der Bietergruppe Bundesemissionen und bei ausländischen Emittenten gegenüber den Banken im Rahmen der Fremdemission vorliegt.

<sup>1189</sup> Coester, a.a.O., Rn. 302 f.

Bundesschuldenwesengesetz als zwingenden Inhalt von Bundeswertpapieren normiert hätte. Dann hätten sich die Emissionsbedingungen auf eine deklaratorische Wiedergabe beschränkt, so dass im Bereich der AGB-Kontrolle lediglich der vergleichsweise harmlose Maßstab des Transparenzgebotes gemäß § 307 Abs. 1 S. 2 BGB verblieben wäre.<sup>1190</sup>

Auch wenn die konkreten Inhalte der Regelungen erst nachfolgend erörtert werden, ist schließlich bereits an dieser Stelle allgemein als bemerkenswert hervorzuheben, dass der Gesetzgeber von der Regulationsstruktur her die Vorlage der CTR nicht eins zu eins übernommen, sondern eine eigene geschlossene Systematik zu entwickeln gesucht hat. Dies zeigt sich besonders deutlich daran, dass er auf die Voranstellung allgemeiner Begriffsbestimmungen verzichtet und die Regelungsgehalte des Abschnitts 1 CTR in die jeweiligen Sachregelungen integriert hat (vgl. beispielsweise den Transfer von Abschnitt 1.(h).(xi) und (xii) in § 4b Abs. 5 und § 4c Abs. 3 BSchuWG).

#### **4.2.1.2 Verhältnis zum Schuldverschreibungsgesetz**

Durch die Anpassung des § 1 Abs. 2 SchVG hat der Gesetzgeber das Verhältnis der §§ 4a bis 4k BSchuWG zum Schuldverschreibungsgesetz justiert. Demnach bleibt es zum einen dabei, dass das Schuldverschreibungsgesetz nicht für Schuldverschreibungen gilt, deren Schuldner der Bund, ein Sondervermögen des Bundes, ein Land oder eine Gemeinde ist. Zum anderen bestimmt § 1 Abs. 2 S. 2 SchVG jetzt, dass für nach deutschem Recht begebene Schuldverschreibungen, deren Schuldner ein anderer Mitgliedstaat des Euro-Währungsgebiets ist, die besonderen Vorschriften der §§ 4a bis 4i und 4k BSchuWG entsprechend gelten.

Diese Lösung ist in mehreren Punkten kritikwürdig. Zunächst einmal überzeugt es nicht, dass die Schuldverschreibungen der Bundesländer, der Kommunen und der Sondervermögen des Bundes in beiden Gesetzen durch das Raster fallen. Ein sachlicher Grund hierfür ist nicht ersichtlich, zumal es sich ja nur um eine Option handelt, deren Nutzung den Emittenten außerhalb des

---

<sup>1190</sup> Zu dessen Gehalt und seinem Verhältnis zu § 3 SchVG siehe sogleich.

Anwendungsbereichs des Art. 12 Abs. 3 ESMV ohnehin freistünde. Die inhaltlichen Auswirkungen dieses Versäumnisses dürften indes begrenzt sein. Denn es spricht sicherlich viel dafür, dass Umschuldungsklauseln beispielsweise in der Anleihe eines Landes AGB-rechtlich nicht zu beanstanden sind, wenn sie dem gesetzlichen Leitbild für Bundesanleihen entsprechen.<sup>1191</sup> Außerdem scheint von Seiten der Bundesländer keinerlei Interesse an der Einführung von Umschuldungsklauseln zu bestehen. Selbst im Rahmen der gemeinsamen Bund-Länder-Anleihe<sup>1192</sup> wurden Umschuldungsklauseln nur beschränkt auf den Anteil des Bundes aufgenommen.<sup>1193</sup>

Sodann stellt sich die Frage, wie § 1 Abs. 2 S. 3 SchVG zu verstehen ist. Denkbar wäre ein Verständnis, wonach für Staatsanleihen anderer Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes nur noch die §§ 4a ff. BSchuWG gelten sollen. Eine solche Auslegung ist allerdings fernliegend, denn die Verweisung bezieht sich nicht auf § 4j BSchuWG betreffend die Wirksamkeit von Beschlüssen (der Ausfluss der vollständigen Dematerialisierung der Bundeswertpapiere ist, eingehender dazu sogleich), was nur bedeuten kann, dass es insofern bei §§ 2 S. 3, 21 SchVG verbleibt. Das bedeutet also, dass für Anleihen anderer Euro-Staaten die in § 1 Abs. 2 S. 3 SchVG genannten Regelungen des BSchuWG als speziellere Vorschriften gelten und kumulativ sowie subsidiär die Bestimmungen des SchVG Anwendung finden. Es ist äußerst bedauerlich, dass der Gesetzgeber die Gelegenheit nicht genutzt hat, über den Ausschluss deutscher staatlicher Emittenten vom Anwendungsbereich des SchVG neu nachzudenken. Der Sinn der Begründung dieser Ausnahme war bereits durch das SchVG 2009, durch das die Beschränkung von Mehrheitsentscheidungen auf insolvenznahe Situationen

---

<sup>1191</sup> Hinsichtlich §§ 4a ff. BSchuWG offen gelassen von *Keller/Kößler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 88, die nur die Gestaltungsmöglichkeiten des SchVG als jedenfalls unangreifbar erachten. Dies trifft in jedem Fall zu und entspricht der insofern unveränderten Rechtslage, die oben 4.1.3 zu § 1 Abs. 2 SchVG a.F. schon geschildert wurde.

<sup>1192</sup> Zu deren Hintergrund und Ausgestaltung siehe oben S. 294.

<sup>1193</sup> § 7 Emissionsbedingungen Bund-Länder-Anleihe.

aufgegeben wurde, entfallen.<sup>1194</sup> Mit der Existenz von Umschuldungsklauseln in deutschen Staatsanleihen auf der Grundlage des BSchuWG entfaltet § 1 Abs. 2 SchVG nunmehr aberwitzige Wirkungen. Schon allein mit Blick auf die Vorgabe der Wirkungsgleichheit aus Art. 12 Abs. 3 ESMV ist es schlechterdings unhaltbar, dass das deutsche Recht auf deutsche Staatsanleihen einen anderen Normenbestand anwendet als auf Anleihen anderer Euro-Staaten, für die deutsches Recht gewählt wird. Die dadurch unnötigerweise entstehenden Komplikationen (die selbst, soweit es nicht zu abweichenden Ergebnissen kommen, Unsicherheiten und gesteigerten Argumentationsaufwand bei der Rechtsanwendung bedeuten) sollen an einigen Beispielen illustriert werden.

Zunächst einmal gibt es eine ganze Reihe von Bestimmungen im SchVG, deren Anwendung auch auf Umschuldungsklauseln in Bundeswertpapieren äußerst sinnvoll gewesen wäre.<sup>1195</sup> § 3 SchVG enthält ein spezialgesetzliches Transparenzgebot,<sup>1196</sup> das als *lex specialis* zu § 307 Abs. 1 S. 2 BGB zu betrachten ist und als weniger streng empfunden wird, weil Bezugspunkt die Verständnismöglichkeiten eines sachkundigen Anlegers (gegenüber denjenigen eines durchschnittlich informierten Vertragspartners)<sup>1197</sup> sind.<sup>1198</sup> Zwar dürften keine Unterschiede im Ergebnis bestehen, da Staatsanleihen (verglichen beispielsweise mit Derivaten) keine übermäßig komplexen Wertpapiere darstellen und sich an einen breiten Anlegerkreis richten. Aber § 3 SchVG würde auch für Bundeswertpapiere schlicht besser passen und weniger Probleme aufwerfen. So könnte sich im Rahmen des § 307 Abs. 1 S. 2 BGB bei formal korrekter Betrachtung, wonach diese nur an Mitglieder der Bietergruppe

---

<sup>1194</sup> Nodoushani, WM 2012, 1798, 1800.

<sup>1195</sup> Zu pauschal erscheint der Vorschlag von Bliesener/Schneider, Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 1 SchVG Rn. 51, die ausgehend von einem angeblichen „technischen Versehen des Gesetzgebers“ die §§ 2-4 SchVG auf Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand anwenden wollen. Einerseits passt § 2 SchVG auf Schuldbuchforderungen offensichtlich nicht, andererseits endet der für öffentliche Anleihen sinnvolle Regelungsgehalt des SchVG nicht abrupt nach § 4 SchVG.

<sup>1196</sup> Eingehend dazu Sester, AcP 209 (2009), 628.

<sup>1197</sup> Wurmnest, in: MüKo BGB, § 307 BGB Rn. 62.

<sup>1198</sup> Oulds, in: Veranneman, § 3 SchVG Rn. 13 f.

Bundesemissionen und damit an spezialisierte Kapitalmarktakteure begeben werden, anders als gemeinhin angenommen sogar ein schwächerer Transparenzschutz als nach § 3 SchVG ergeben.<sup>1199</sup> Es ist freilich nicht zu erwarten, dass im Ernstfall die Rechtsprechung dieses Ergebnis wertungsmäßig tragen würde.

§ 5 Abs. 1 S. 3 SchVG regelt, dass eine Verpflichtung zur Leistung für die Gläubiger durch Mehrheitsbeschluss nicht beschlossen werden kann. Das Fehlen einer entsprechenden Regelung im BSchuWG wurde in einer Literaturmeinung dahin gehend gedeutet, dass „Nachschusspflichten“ für Gläubiger von Bundeswertpapieren theoretisch denkbar wären.<sup>1200</sup> Diese Ansicht erscheint als kaum vertretbar, weil in einer Nachschusspflicht von Fremdkapitalgebern ein Verstoß gegen das Grundverständnis von Kapitalanlagen liegt,<sup>1201</sup> der dazu führt, dass ein entsprechender Beschluss nach allgemeinen Vorschriften als unwirksam zu behandeln ist. Um überhaupt eine Kompetenz der Gläubiger für einen Nachschusspflichten umfassenden Beschluss annehmen zu können, müsste ein entsprechender wesentlicher Beschlussgegenstand in den Anleihebedingungen vorgesehen sein. Eine solche Regelung aber wäre eindeutig eine wesentliche Abweichung von den Grundgedanken der gesetzlichen Regelung und mithin eine unangemessene Benachteiligung.

Gemäß § 6 Abs. 2 und 3 SchVG besteht ein Verbot des Stimmenkaufs und der Bestechlichkeit bei der Stimmabgabe. Verstöße hiergegen stellen gemäß § 23 SchVG sogar eine Ordnungswidrigkeit dar und sind mit einem Bußgeld von bis zu 100.000 Euro sanktioniert. Warum diese Regelungen nur für ausländische Staatsanleihen, nicht aber für Bundeswertpapiere gelten sollen, erschließt sich

---

<sup>1199</sup> Gemäß § 3 SchVG kommt es nicht darauf an, wer die Ersterwerber sind, sondern es ist (unabhängig von der Emissionsmethode) nach dem durch die Emission angesprochenen Anlegerkreis zu fragen, vgl. *Sester*, AcP 209 (2009), 628, 652.

<sup>1200</sup> *Nodoushani*, WM 2012, 1798, 1801.

<sup>1201</sup> Als dessen Ausfluss bezeichnet der Gesetzgeber des SchVG 2009 § 5 Abs. 1 S. 3 SchVG, siehe Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814, S. 18.

nicht. Die Frage, ob aus allgemeinen Prinzipien ein Verbot des Stimmenkaufs ableitbar ist, erscheint als offen. Und jedenfalls die Sanktionsbewährung lässt sich ohne gesetzliche Grundlage nicht konstruieren.

Eine weitere Quelle von Friktionen ergibt sich, gleichsam in entgegengesetzter Richtung zu den bisherigen Beispielen, aus dem Zusammenspiel von BSchuWG und SchVG bei Anleihen ausländischer Emittenten. So besagt § 4 S. 2 SchVG, dass der Schuldner die von der kollektiven Bindung erfassten Gläubiger gleich behandeln muss. Kommt es nun zu einer emissionsübergreifenden Änderung, so stellt sich die schwierige Frage, was unter „gleich“ zu verstehen ist. Diese Frage erscheint weitestgehend ungeklärt. Im Rahmen theoretischer Gedankenspiele über die Aufnahme einer Aggregationsmöglichkeit in das SchVG wurde in der deutschen Literatur ausgeführt, es komme nur das Kriterium einer wirtschaftlichen Belastungsgleichheit in Frage.<sup>1202</sup> Die CTR enthalten ein solches inhaltliches Kriterium – nach hiesiger Auffassung aus gutem Grund – nicht, sondern fordern rein formal, dass allen Gläubigern unabhängig von ihrer wirtschaftlichen Ausgangssituation die gleichen Optionen angeboten werden müssen.<sup>1203</sup> Die Anwendbarkeit des § 4 S. 2 SchVG auf ausländische Staatsanleihen mit Aggregationsmechanismus ist also eine Quelle erheblicher Rechtsunsicherheit.

Insgesamt ergibt sich aus den vorstehenden Illustrationen, dass das weitgehend unverbundene Nebeneinander von SchVG und BSchuWG kritikwürdig ist. Der Gesetzgeber hätte, statt eine „*anlassbezogene Gesetzgebungstechnik*“<sup>1204</sup> zu wählen und damit systematische Brüche zu provozieren, § 1 Abs. 2 SchVG aufgeben sollen. Anstelle für Staatsanleihen drei verschiedene Regime vorzuhalten, je nachdem ob Emittent die Bundesrepublik, ein anderer Euro-Mitgliedstaat oder ein sonstiger ausländischer Staat ist, wäre es die beste

---

<sup>1202</sup> *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 305 f.

<sup>1203</sup> Siehe oben 3.2.2.5.

<sup>1204</sup> *Keller/Kößler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 88.

Lösung, wenn das SchVG grundsätzlich für alle Staatsanleihen gelten würde. Den Besonderheiten bei Staatsanleihen (auch soweit diese auf die CTR zurück gehen) könnte man durch spezielle Vorschriften innerhalb des SchVG Rechnung tragen, die dann aber auch für alle Staatsanleihen<sup>1205</sup> einheitlich anwendbar sein sollten.<sup>1206</sup>

#### **4.2.1.3 Fehlende Kohärenz innerhalb des Bundesschuldenwesengesetzes**

Was die Kohärenz innerhalb des Bundesschuldenwesengesetzes angeht, so erscheinen die neuen Regelungen ebenfalls als nicht hinreichend durchdacht.

Ein dogmatisches Trümmerfeld schafft die Regelung des § 4j BSchuWG, wonach die Gläubigerbeschlüsse mit ihrem Vollzug wirksam werden und der Vollzug durch Bekanntmachung der geänderten Emissionsbedingungen erfolgt. Diese Regelung trägt der Besonderheit Rechnung, dass es bei als Wertrechten begebenen Bundeswertpapieren keine Urkunde gibt, in der man die Änderung wie in §§ 2 S. 3, 21 SchVG vorgesehen physisch vollziehen könnte. So ist es konsequent, dass § 1 Abs. 2 S. 2 SchVG für ausländische Emittenten nicht auf § 4j BSchuWG verweist. Die Vorschrift geht dabei allerdings von der Prämisse aus, dass der Bund als Emittent sich stets der Begebung von Schuldbuchforderungen bedient. Dazu besteht allerdings kein Zwang, wie sich eindeutig aus § 4 Abs. 1 Nr. 1 BSchuWG ergibt.<sup>1207</sup> Zwar entsprach die

---

<sup>1205</sup> Eine rein technisch begründete Ausnahme besteht lediglich hinsichtlich der das Skripturprinzip ausformenden Regelungen (§§ 2, 21 SchVG). Hier ist speziell für Bundeswertpapiere den wertpapierrechtlichen Besonderheiten Rechnung zu tragen. Siehe zu dieser Problematik eingehend sogleich im nächsten Abschnitt.

<sup>1206</sup> Ambitionierter *Keller/Kößler*, a.a.O., S. 88, die den Wunsch nach einer einheitlichen Regelung für alle Schuldverschreibungen äußern. Dies erscheint nicht zwingend und sogar zu weitreichend, weil die Interessenlage bei Staatsanleihen sich wegen des Fehlens des Insolvenzverfahrens als Nichteinigungsoption durchaus von derjenigen bei sonstigen Schuldverschreibungen unterscheidet, so dass insbesondere der nunmehr für Staatsanleihen geschaffene Aggregationsmechanismus nicht undifferenziert auf alle Schuldverschreibungen erstreckt werden sollte.

<sup>1207</sup> Abschnitt 1.(j) UmSchKI trägt der Möglichkeit der Verbriefung in einer Globalurkunde sogar Rechnung, das Gesetz jedoch nicht.



Schuldbuchforderung zum Zeitpunkt der Ausarbeitung des Änderungsgesetzes jahrzehntelanger Praxis, es sollte allerdings nur wenige Monate dauern, bis die vom Gesetzgeber übersehene Fallgestaltung der Inhaberschuldverschreibung in Gestalt der Bund-Länder-Anleihe ein Comeback erlebt hat.<sup>1208</sup> Interessanterweise geht der Bund selbst davon aus, dass die §§ 4a bis 4k BSchuWG auf den Anteil des Bundes an der Bund-Länder-Anleihe lediglich analog anwendbar sind.<sup>1209</sup> Dies überzeugt nicht. Gemäß § 4a BSchuWG kommt es nur auf das Vorliegen einer vom Bund begebenen Schuldverschreibung an. Auch wenn der Bund sich mit weiteren Beteiligten zusammen tut, so bleibt er Emittent der Schuldverschreibung. Davon, dass der Bund die Schuldverschreibung alleine begeben haben muss, ist in § 4a BSchuWG nicht die Rede. Aber unabhängig davon, ob die Regelungen direkt oder analog anwendbar sind, besteht das Problem, dass § 4j BSchuWG auf die Bund-Länder-Anleihe als Inhaberschuldverschreibung keinesfalls passt. Er stellt für diese eine vom Gesetzgeber gewiss nicht beabsichtigte brachiale Verletzung des Skripturprinzips dar. Wenn der Bund (theoretisch allein oder praktisch zusammen mit den Ländern) sich des Mittels der Inhaberschuldverschreibung bedient, sind anstelle von § 4j BSchuWG die für alle übrigen Inhaberschuldverschreibungen auch geltenden Regeln gemäß §§ 2 S. 3, 21 SchVG analog anzuwenden, wonach zum Vollzug eines Gläubigerbeschlusses die physische Anpassung der Urkunde erforderlich ist. Der Gesetzgeber sollte das von ihm verursachte Chaos an dieser Stelle im Interesse der für das Wertpapierrecht zentralen Rechtssicherheit schnellstmöglich reparieren.

Aber auch in seinem intendierten Anwendungsbereich bei unverbrieften Bundeswertpapieren enthält § 4j BSchuWG dogmatischen Sprengstoff. Das Äquivalent zum Skripturakt bei den Inhaberschuldverschreibungen bildet für die als Wertrechte begebenen Bundeswertpapiere nämlich nicht etwa die Veröffentlichung der Emissionsbedingungen des Bundes im Bundesanzeiger,

---

<sup>1208</sup> Siehe oben 4.1.1.2.

<sup>1209</sup> § 7 Abs. 1 Emissionsbedingungen Bund-Länder-Anleihe.

sondern die Eintragung der Forderung in das Bundesschuldbuch.<sup>1210</sup> Der Schuldbucheintragung kommt traditionellerweise sogar eine Abschlussfunktion zu,<sup>1211</sup> die in § 6 Abs. 6 BSchuWG verankert ist. Demnach kann der Schuldner dem Gläubiger nur diejenigen Einwendungen entgegen halten, die sich aus der Eintragung im Schuldbuch ergeben, die Gültigkeit der Eintragung betreffen oder ihm unmittelbar gegen den Gläubiger zustehen. Die Existenz dieser Bestimmung ignoriert § 4j BSchuWG völlig. § 6 Abs. 6 BSchuWG ist parallel zur Norm des § 796 BGB im Bereich der Inhaberschuldverschreibungen ausgestaltet. Dort ist von Einwendungen, die sich aus der Urkunde ergeben, die Rede, während hier Einwendungen aus der Eintragung im Schuldbuch erheblich sind. Dies zeigt neuerlich die Funktionsäquivalenz von Skripturakt und Schuldbucheintragung. So wäre es dogmatisch zwingend gewesen, für den Vollzug von Änderungsbeschlüssen, die die im Bundesschuldbuch niedergelegten Charakteristika der Forderung (insbesondere Höhe, Zins und Laufzeit) betreffen, neben der Veröffentlichung auch eine Änderung der Schuldbucheintragung vorzusehen. Dann wäre die Abschlussfunktion des Bundesschuldbuchs trotz der Einführung von Umschuldungsklauseln unangetastet geblieben. Dies hat der Gesetzgeber jedoch versäumt. So stellt sich nunmehr die Frage, wie mit diesem Versäumnis umzugehen ist. Für diejenigen Gläubiger, die zur Zeit des Vollzugs des Mehrheitsbeschlusses bereits Gläubiger waren, dürfte eine pragmatische Lösung darin zu sehen sein, die auf der Anwendung der Umschuldungsklauseln als vertraglichem Instrument fußende Bindung an den Mehrheitsbeschluss (auch) als unmittelbare persönliche Einwendung gemäß § 6 Abs. 6 Alt. 3 BSchuWG anzusehen.<sup>1212</sup> Problematischer ist die Situation für Gläubiger, die die Forderung erst nach erfolgter Änderung erwerben. Hier führt § 6 Abs. 6 BSchuWG bei wortlautgetreuer Anwendung zu dem haarsträubenden Ergebnis, dass sie sich auf den unveränderten Inhalt des Bundesschuldbuchs berufen

---

<sup>1210</sup> Siehe oben 4.1.1.2.

<sup>1211</sup> Vgl. Regierungsentwurf zum Bundeswertpapierverwaltungsgesetz, BT-Drucksache 14/7010, S. 16

<sup>1212</sup> So fallen vertragliche Stundungen oder Erlassvereinbarungen in diese Fallgruppe, siehe *Sprau*, in: Palandt, § 796 BGB Rn. 4.

können und mithin nicht an die beschlossene Änderung (beispielsweise einen Teilverzicht auf die Hauptforderung) gebunden sind. Dies ist offensichtlich korrekturbedürftig und man wird an dieser Stelle zum Mittel der teleologischen Reduktion greifen müssen, weil sonst § 4b Abs. 6 BSchuWG ad absurdum geführt wäre. Damit opfert man allerdings insoweit die Abschlussfunktion des Bundesschuldbuchs. Dies mag aus praktischer Sicht zu verschmerzen sein, weil Einzelschuldbuchforderungen nicht mehr praktiziert werden und sich der Verkehr mit Bruchteilen von Sammelschuldbuchforderungen ohnehin außerhalb des Schuldbuchs vollzieht. Aus dogmatischer Sicht ist es aber beklagenswert. Für die Praxis lässt sich das Problem immerhin vollständig umgehen, wenn die Gläubiger nicht die Änderung der bestehenden Anleihe, sondern, wie ohnehin üblich und vorteilhaft,<sup>1213</sup> den Umtausch in eine neue Anleihe beschließen.

Eine weitere Schwäche der Neuregelungen ist, dass sie trotz ihrer Verortung im Bundesschuldenwesengesetz als haushaltsrechtlichem Gesetz jedwedes staatsrechtliches Problembewusstsein vermissen lassen. So basiert das gesamte Haushaltsrecht ausgehend von Art. 115 Abs. 1 GG und § 4 BSchuWG auf der Prämisse, dass fällig werdende Schulden getilgt werden. Soweit die Tilgung durch die Aufnahme neuer Schulden erfolgen soll, so muss letztere durch die gesetzliche Kreditermächtigung gemäß Art. 115 Abs. 1 GG gedeckt sein. Diese muss sich also auf die Bruttokreditaufnahme des jeweiligen Haushaltsjahres beziehen.<sup>1214</sup> Werden nun Umschuldungsklauseln eingesetzt, um eine Verlängerung der Laufzeit bestehender Staatsanleihen zu beschließen, so sinkt der für Tilgungen erforderliche Teil der Neuverschuldung und es erhöht sich das durch die brutto gleichbleibende Kreditermächtigung eröffnete Potential an Nettoneuverschuldung. Bereits diese Überlegung zeigt, dass aus staatsrechtlicher Sicht der Gesetzesvorbehalt des Art. 115 Abs. 1 GG auch für den Einsatz von Umschuldungsklauseln gelten muss. Diesen Umstand hätte man im Bundesschuldenwesengesetz aufgreifen und eindeutig regeln müssen. Die Problematik erschöpft sich aber nicht in der volumenmäßigen

---

<sup>1213</sup> Siehe oben 1.3.2.4.

<sup>1214</sup> *Kube*, in: Maunz/Dürig, Art. 115 GG Rn. 68 und 111.

Gesamtbetrachtung, durch die Art. 115 Abs. 1 GG geprägt ist. Die Entscheidung, ob und in welcher Ausgestaltung den Gläubigern ein Änderungsvorschlag unterbreitet werden soll, ist bereits für sich genommen eine wesentliche Entscheidung von politischer Dimension mit erheblichen Auswirkungen auf die Kreditwürdigkeit des Staates. Zieht man in diesem Kontext die zur haushaltspolitischen Gesamtverantwortung des Parlaments vom Bundesverfassungsgericht entwickelten Maßstäbe heran,<sup>1215</sup> so erscheint es als einzig richtige Lösung, den Gesetzesvorbehalt hinsichtlich des CAC-Einsatzes nicht nur als pauschale Ermächtigung zu verstehen, sondern eine konkrete gesetzliche Grundlage für die zur Abstimmung der Gläubiger gestellten geänderten Bedingungen zu verlangen. Aus dem Vorstehenden ergibt sich, dass man in das BSchuWG eine Regelung zu den staatsorganisationsrechtlichen Voraussetzungen eines CAC-Einsatzes hätte aufnehmen müssen und dass die einzig überzeugende Lösung hierfür ist, den konkreten Änderungsvorschlag durch Parlamentsgesetz zu legitimieren.

#### **4.2.1.4 Sonstiges**

An einigen Stellen hat der Gesetzgeber die Rolle, die die §§ 4a bis 4k BSchuWG im Zusammenspiel mit Anleihen ausländischer Emittenten spielen, etwas aus dem Blick verloren.

Deutlich (und durchaus auch mit humoristischem Potential) zeigt sich dies in § 4b Abs. 1 Nr. 8 und 9 BSchuWG. Die Logik der CTR hinsichtlich anwendbarem Recht und Gerichtsstandsvereinbarung ist, dass diese nur dann als wesentliche Beschlussgegenstände zu betrachten sind, wenn der Emittent ein aus seiner Sicht fremdes Recht und einen aus seiner Sicht ausländischen Gerichtsstand gewählt hat, weil ein nicht durch den Emittenten änderbares Recht und eine seinem Einfluss entzogene Gerichtsbarkeit den Gläubigern einen besonderen

---

<sup>1215</sup> BVerfGE 129,124, 177 ff.; BVerfG, NVwZ 2012, 495, 496; BVerfG, NJW 2012, 3145, 3148. Demgemäß darf der Bundestag seine Budgetverantwortung nicht durch unbestimmte haushaltspolitische Ermächtigungen auf andere Akteure übertragen.

Schutz bieten.<sup>1216</sup> Für Anleihen ausländischer Staaten, die das deutsche Recht wählen und einen deutschen Gerichtsstand vereinbaren, liegt dieser Fall vor. Es handelt sich in diesem Fall aber nicht um Schuldverschreibungen, die nicht dem deutschen Recht unterliegen (§ 4b Abs. 1 Nr. 8 BSchuWG). Dieser Tatbestand ist völlig verfehlt, weil bei Wahl ausländischen Rechts das gesamte deutsche Recht einschließlich BSchuWG gar nicht anwendbar ist. Und die Vereinbarung eines Gerichtsstands in Deutschland durch einen ausländischen Staat ist aus der Sicht des deutschen BSchuWG kein „ausländischer Gerichtsstand“. Diese Konstruktionsfehler wirken sich jedoch in der Praxis nicht weiter aus, soweit der Gestalter der Anleihebedingungen mitdenkt und die wesentlichen Beschlussgegenstände korrekt definiert. Denn eine Abweichung vom BSchuWG ist gemäß § 4a S. 3 BSchuWG zulässig und eine strengere Fassung der wesentlichen Beschlussgegenstände (d.h. die Begründung höherer Mehrheitserfordernisse), als nach dem gesetzlichen Leitbild erforderlich, begegnet keinerlei Wirksamkeitsbedenken.

Eine ähnliche Problematik besteht bei § 4b Abs. 1 Nr. 6 sowie bei § 4e Abs. 1 S. 2 BSchuWG. In der erstgenannten Vorschrift ist von Umständen, bei deren Vorliegen die Schuldverschreibungen vorzeitig gekündigt werden können, die Rede. In Abschnitt 1.h.(ix) CTR findet sich jedoch die Einschränkung auf zahlungsbezogene<sup>1217</sup> Umstände. In § 4e Abs. 1 S. 2 BSchuWG wird als Grund, bei dessen Vorliegen die Gläubiger die Einberufung einer Gläubigerversammlung verlangen können, ein in den Emissionsbedingungen vorgesehener Fall der Nichterfüllung einer Zahlungsverpflichtung genannt, während die CTR in Abschnitt 4.2.(b) nur von einem Kreditereignis<sup>1218</sup> sprechen. Der Bedeutungsunterschied der Formulierungen manifestiert sich nicht, wenn man Bundeswertpapiere im Blick hat, weil deren Emissionsbedingungen weder Kreditereignisse noch Kündigungsrechte kennen. In den Anleihebedingungen anderer Staaten sind aber mitunter Kreditereignisse und Kündigungsgründe

---

<sup>1216</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 6; zu Kritik siehe oben S. 209.

<sup>1217</sup> Englisch: „*payment-related*“.

<sup>1218</sup> Englisch: „*event of default*“.

verbreitet, die nicht zahlungsbezogen sind, sondern beispielsweise die Stellung (bzw. den Entzug) von Sicherheiten betreffen.<sup>1219</sup> Zu denken ist vor allem an sog. Negativerklärungen („*negative pledge*“).<sup>1220</sup> Nach der Konzeption der CTR (die insofern der internationalen Praxis entspricht)<sup>1221</sup> gehören Änderungen von nicht zahlungsbezogenen Rücktrittsgründen nicht zu den wesentlichen Beschlussgegenständen, Verstöße gegen nicht zahlungsbezogene Kreditereignisse sollen aber die Einberufung einer Gläubigerversammlung ermöglichen. Auch an dieser Stelle ist davon auszugehen, dass sich das korrekte Ergebnis im Rahmen der Klauselgestaltung erreichen lässt. Hinsichtlich der Einberufung der Gläubigerversammlung handelt es sich um eine Abweichung vom Gesetz zugunsten der Gläubiger. Die Definition des wesentlichen Beschlussgegenstandes bleibt demgegenüber zwar geringfügig hinter dem gesetzlichen Schutzniveau für die Gläubiger zurück, eine Unvereinbarkeit mit wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung i.S.d. § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB ist darin aber nicht zu erblicken.

Das Bundesschuldwesengesetz als der gesetzliche Rahmen für die Anleihebedingungen wurde nunmehr beleuchtet. Im nächsten Schritt wendet sich die Untersuchung jetzt den Emissionsbedingungen des Bundes zu.

#### **4.2.2 Die Umschuldungsklauseln für Bundeswertpapiere**

Das Wertpapierangebot der Bundesrepublik Deutschland<sup>1222</sup> umfasst ab dem Jahr 2013 (d.h. seit der Einstellung des Privatkundengeschäfts und der speziell für Privatanleger konzipierten Produkte zum Jahresende 2012)<sup>1223</sup>

---

<sup>1219</sup> Vgl. *Allen & Overy*, Government bond restructuring "made in Germany": the rise of anti-holdout clauses, S. 13.

<sup>1220</sup> Inhaltlich hierzu *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 173.

<sup>1221</sup> Vgl. zur Negativerklärung, auf die in der Vergangenheit häufig im Rahmen von „*exit consents*“ verzichtet wurde: *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 223 m.w.N.

<sup>1222</sup> *Deutsche Finanzagentur*, Bundeswertpapiere, <http://www.deutsche-finanzagentur.de/institutionelle-investoren/bundeswertpapiere/>.

<sup>1223</sup> *Deutsche Finanzagentur*, Privatkundengeschäft der Finanzagentur, Meldung vom 03.01.2013, <http://www.deutsche-finanzagentur.de/private-anleger/publikationen/aktuelle->

unverzinsliche (d.h. abdiskontierte) Schatzanweisungen (Bubills) mit Laufzeiten von sechs und zwölf Monaten, festverzinsliche Bundesschatzanweisungen (Schätze) mit einer Laufzeit von 2 Jahren, festverzinsliche Bundesobligationen (Bobls) mit einer Laufzeit von 5 Jahren, festverzinsliche Bundesanleihen mit Laufzeiten von 10 und 30 Jahren sowie inflationsindexierte Anleihen. Hinzu kommt die Bund-Länder-Anleihe aus dem Juni 2013, bei der abzuwarten bleibt, wie oft und in welcher Zusammensetzung ihre Emission wiederholt werden wird. Die Emissionsbedingungen für die vorgenannten Produkte finden sich in drei Dokumenten. Für die fest- bzw. unverzinslichen Bundeswertpapiere und damit für das Gros des Emissionsvolumens sind die Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes einschlägig. Die inflationsindexierten Wertpapiere verfügen ebenso über eigenständige Emissionsbedingungen<sup>1224</sup> wie die Bund-Länder-Anleihe. Die Verpflichtung zur Verwendung von Umschuldungsklauseln erstreckt sich auf alle genannten Produkte mit Ausnahme der Bubills, die unter die Ausnahme für bis zu einjährige Laufzeiten fallen.

Umgesetzt wurde die Einfügung der Umschuldungsklauseln dadurch, dass in die ab Januar 2013 gültige Fassung der Emissionsbedingungen jeweils ein neuer Paragraph aufgenommen wurde, der auf einen neuen Anhang „Umschuldungsklauseln für Bundeswertpapiere“ verweist.<sup>1225</sup> Dieser Anhang ist für alle Bundeswertpapiere identisch, bei der Bund-Länder-Anleihe enthält er gewisse Anpassungen. Diese sind zum Teil erforderlich, weil die Änderungsmöglichkeit nur den Anteil des Bundes erfasst,<sup>1226</sup> zum Teil sind sie

---

[meldungen/einzelnews/?tx\\_ttnews%5Btt\\_news%5D=20&cHash=803ed70fc6b7b3934ca5b47e6f0db9d3](#).

<sup>1224</sup> Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen.

<sup>1225</sup> § 12 Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes; § 8 Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen; § 8 Emissionsbedingungen Bund-Länder-Anleihe.

<sup>1226</sup> Abschnitt 1.(k) der Umschuldungsklauseln für Bund-Länder-Anleihen definiert als Nennwert nur den Anteil des Bundes.

überflüssig.<sup>1227</sup> Eine rein technische, inhaltlich aber wichtige Änderung stellt es schließlich dar, dass ab 2013 neue Fälligkeitstermine gelten.<sup>1228</sup> Dadurch wird sichergestellt, dass Strips alter Anleihen ohne Umschuldungsklauseln und solche neuer Anleihen mit Umschuldungsklauseln nicht vermischt werden können.<sup>1229</sup>

Die Ausgliederung der Umschuldungsklauseln in einen Anhang zu den Emissionsbedingungen bietet den großen Vorzug, dass dieser in Struktur und Nummerierung völlig parallel zu den CTR aufgebaut ist. Der Methode des gemeinsamen Bezugsrahmens entsprechend ist an die UmSchKI der Anspruch zu stellen, dass es sich um eine inhaltlich unverfälschte Übersetzung der CTR in die deutsche Sprache handelt. Dies ist in weiten Teilen auch der Fall. Bei genauer Untersuchung stößt man allerdings auf zwei Phänomene. Zum einen gibt es Stellen, wo die deutsche Übersetzung zumindest Anlass zur vertieften Diskussion bietet. Und zum anderen finden sich inhaltliche Abweichungen, die kaum oder nicht durch Übersetzungsfehler erklärbar sind, sondern den Anschein erwecken, als lägen ihnen juristische Erwägungen zugrunde.

#### **4.2.2.1 Übersetzungsfragen**

Auf die Stellen, an denen die gewählte deutsche Übersetzung erörterungsbedürftig erscheint, soll nunmehr in der Reihenfolge der Abschnitte eingegangen werden. All diesen Fällen gemein ist, dass zwar unglückliche oder unvollständige Formulierungen verwendet wurden, aber nichts dafür ersichtlich ist, dass dies mit der Intention geschah, eine inhaltlich abweichende Regelung

---

<sup>1227</sup> So wird in Abschnitt 1.(a) die Bund-Länder-Anleihe als Bundeswertpapier definiert (was im Sinne dieser technischen Definition korrekt und zwingend ist, siehe bereits oben Fn. 1088). Dies hält jedoch nicht davon ab, im weiteren Verlauf konsequent in Bezug auf die Bund-Länder-Anleihe nicht von „Bundeswertpapier“ sondern von „Schuldverschreibung“ zu sprechen. In Abschnitt 1.(i) wurde der in den Umschuldungsklauseln verwendete Begriff der „Globalurkunde“ durch „Sammel-Inhaberschuldverschreibung“ ersetzt.

<sup>1228</sup> *Deutsche Finanzagentur*, Emissionsplanung des Bundes Jahresvorausschau und erstes Quartal 2013, Pressemitteilung Nr. 25/12, S. 3.

<sup>1229</sup> Strips definieren sich als unverzinslicher Anspruch nur noch über ihren Fälligkeitstermin. So werden Strips aus verschiedenen Anleihen mit gleicher Fälligkeit unter der gleichen WKN zusammengefasst, um hohe und liquide Volumina zu erreichen; siehe *Deutsche Finanzagentur*, Stripping von Bundesanleihen, Handmappe - Kapitel E2. Dies setzt die Gleichartigkeit der Anleihebedingungen voraus.



zu schaffen. So ist die Wahrscheinlichkeit als groß zu betrachten, dass es an diesen Stellen in der Praxis nicht zu inhaltlichen Abweichungen zwischen UmschKI und CTR kommen wird, weil sich der korrekte Bedeutungsgehalt in die missglückte Formulierung im Wege der Auslegung hinein lesen lässt. Die CTR sind nach deutschem Recht nämlich als wichtige Auslegungsquelle für die Anleihebedingungen von Staatsanleihen von Eurostaaten zu betrachten. Nach den allgemein anerkannten Grundsätzen der Rechtsprechung sind Anleihebedingungen ausgehend von ihrem Wortlaut objektiv anhand der Sichtweise der typischerweise an Geschäften dieser Art beteiligten Verkehrskreise auszulegen.<sup>1230</sup> Für die Verkehrsanschauung der Marktteilnehmer am Anleihemarkt stellen sich die CTR und ihre Erläuterungen als die maßgebliche (und bei Lichte betrachtet bis dato auch einzige) Erkenntnisquelle zum Verständnis der Umschuldungsklauseln des Bundes dar.<sup>1231</sup> Die Unklarheitenregelung des § 305c Abs. 2 BGB greift erst ein, wenn die auf die Verkehrsanschauung gestützte Auslegung nicht zu einem eindeutigen Ergebnis kommt.<sup>1232</sup>

#### 4.2.2.1.1 Abschnitt 2.3

Abschnitt 2.3 UmschKI vereinfacht den englischen Ausgangssatz der CTR radikal. Dabei sind allerdings die wesentlichen Bedeutungsgehalte<sup>1233</sup> verloren gegangen. Die deutsche Formulierung, wonach sämtliche Alternativen allen Gläubigern zur Zustimmung vorgelegt werden müssen, ist ohne Heranziehung des Originals kaum verständlich. Überhaupt nicht angelegt ist darin das Erfordernis, dass ein Änderungsvorschlag auch zu Änderungen an allen einbezogenen Anleihen führen muss. Nicht deutlich zum Ausdruck kommt auch

---

<sup>1230</sup> OLG München, ZIP 2012, 576, 577; BGH, WM 2009, 1500, 1501 (Rn. 20); BGH, DStR 2007, 539, 540 (Rn. 4).

<sup>1231</sup> Siehe zur Beachtlichkeit öffentlicher Ankündigungen des Emittenten als die Verkehrsanschauung prägende Faktoren bei der Auslegung von Anleihebedingungen allgemein Staudinger/*Marburger* (2009), § 793 BGB Rn. 9. Zu eng erscheint demgegenüber die Auffassung von *Sester*, AcP 209 (2009), 628, 648 f., der für die Auslegung nur die Urkunde und die dort in Bezug genommenen Dokumenten heranziehen will.

<sup>1232</sup> OLG München, a.a.O., Ls. 2.

<sup>1233</sup> Siehe oben 3.2.2.5.

das zweite Erfordernis, wonach alle alternativen Auswahlmöglichkeiten jedem Gläubiger in gleicher Weise offen stehen müssen. Die englische Formulierung „*adressed to and (...) accepted by any holder*“ bezieht sich ersichtlich nicht auf die Stimmabgabe der Gläubiger, sondern auf den nach einem alternativ ausgestalteten Gläubigerbeschluss folgenden zweiten Schritt, bei dem jeder Gläubiger individuell aus den angebotenen Möglichkeiten die von ihm bevorzugte auswählen kann. Diese zweite Entscheidung hat nichts mit einer Zustimmung zu tun (sie steht auch den ablehnenden und daher zwangsweise gebundenen Gläubigern der überstimmten Minderheit offen).

Gerade weil die deutsche Formulierung so inhaltsleer ist, ist indes davon auszugehen, dass sie im Wege der Auslegung einem den Vorgaben der CTR entsprechenden Verständnis zugänglich gemacht werden kann. Denn von der Sache her ist klar, dass geregelt werden sollte, dass sämtliche Alternativen allen Gläubigern zugänglich sein müssen. Damit ist im Bereich des Abschnitts 2.3 nicht von einer inhaltlichen Abweichung der UmschKI von den CTR auszugehen.

#### 4.2.2.1.2 Abschnitt 2.4.(a)

Die Verwendung des Worts „hingewiesen“ in Abschnitt 2.4.(a) UmschKI ist irreführend bzw. greift zu kurz.<sup>1234</sup> Denn es geht an dieser Stelle nicht nur um einen deklaratorischen Hinweis auf bereits feststehende Bedingungen. Vielmehr ist die Regelung gemäß CTR so zu verstehen, dass der Emittent die Bedingungen, unter denen es zu einer emissionsübergreifenden Änderung kommen soll (beispielsweise ein Mindestvolumen der Anleihen, für die es zu einer Änderung kommt), beliebig selbst festlegen können soll und diese den Gläubigern mitzuteilen hat.<sup>1235</sup> Richtig wiedergegeben wird dieser Umstand in § 4b Abs. 6 S. 2 BSchuWG, so dass trotz der unzureichenden Formulierung in den UmschKI die deutsche Rechtslage insgesamt den CTR entspricht.

#### 4.2.2.1.3 Abschnitt 2.6.(d)

---

<sup>1234</sup> Siehe bereits Fn. 788.

<sup>1235</sup> Siehe bereits oben 3.2.3.

In Abschnitt 2.6.(d) geraten die Begrifflichkeiten durcheinander. In lit. (i) werden in den Umschl die Begriffe des „Barwertes“ und des „angepassten Rückzahlungswertes“ verwechselt. In der deutschen Fassung sind lit. (i) und (ii) rechtsfolgenseitig identisch, wodurch die Bildung von zwei Alternativen keinen Sinn mehr macht. Inhaltlich korrekt und entsprechend dem englischen Text ist in lit. (i), d.h. bei nicht indexabhängigen Strips, auf den Nennwert bzw. bei noch nicht eingetretener Fälligkeit auf den Barwert (des Nennwertes) abzustellen.

Lit (ii) betreffend die in ihrem Wert indexabhängigen Strips wiederum ist auch nur zur Hälfte richtig. So stellt er bei bereits eingetretener Fälligkeit zwar zutreffend auf den angepassten Rückzahlungsbetrag<sup>1236</sup> ab. Konsequenterweise ist bei noch nicht eingetretener Fälligkeit dann aber auch dieser abzuzinsen, d.h. es kommt hier auf den Barwert des angepassten Rückzahlungswertes an.

#### 4.2.2.1.4 Abschnitt 2.7.(c)

Eine ganze Reihe von Baustellen findet sich in Abschnitt 2.7.(c).

Harmlos ist dabei zunächst, dass „*trust*“ mit „Sondervermögen“ übersetzt wurde. Dies ist unzutreffend, weil ein Sondervermögen nach deutschem Verständnis nicht rechtsfähig ist (vgl. § 48 HGrG und § 113 BHO, wo Sondervermögen jeweils von juristischen Personen des öffentlichen Rechts unterschieden werden). „*Trust*“ wäre an dieser Stelle besser mit „Stiftung“ zu übersetzen gewesen. Dies wirkt sich jedoch inhaltlich in keiner Weise aus, weil der Auffangtatbestand des sonstigen Rechtsträgers für alle denkbaren Fallgestaltungen greift.

In lit. (ii) erweist sich die Formulierung „die Mehrheit der Mitglieder des Leitungsorgans oder von Organen mit ähnlichen Funktionen“ mindestens als missverständlich. Denn versucht man eine deutsche Aktiengesellschaft unter diesen Tatbestand zu subsumieren, so liegt es auf den ersten Blick schon wegen

---

<sup>1236</sup> Wünschenswert wäre es natürlich gewesen, man hätte eine einheitliche Terminologie durchgehalten und würde nicht für die gleiche Größe wechselnd von angepasstem Rückzahlungsbetrag (Abschnitt 2.6.(d)), angepasstem Rückzahlungswert (Abschnitt 2.6.(e).(i)) und angepasstem Nennwert (Abschnitt 2.6.(e).(ii)) sprechen. Terminologische Stringenz hätte der Verständlichkeit der ohnehin komplexen Regelung sehr gedient.

§ 76 Abs. 1 AktG („Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft zu leiten“) äußerst nahe, den Vorstand und nicht den Aufsichtsrat als das Leitungsorgan (die UmschKI formulieren hier explizit im Singular) zu betrachten. Der Aufsichtsrat ist aber auch kein Organ mit ähnlichen Funktionen wie der Vorstand. Die englische Formulierung erweist sich an dieser Stelle als wesentlich durchdachter und auch eindeutig. Sie nimmt den Verwaltungsrat („*board of directors*“) einer monistischen Unternehmensverfassung als Ausgangspunkt und weitet den Tatbestand sodann auf alle anderen Personen, die anstelle des oder zusätzlich zum Verwaltungsrat ähnliche Funktionen ausüben. Damit ist für eine dualistische Unternehmensverfassung, bei der die Aufgaben des Verwaltungsrates auf Vorstand und Aufsichtsrat verteilt sind, klar, dass sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat unter den Tatbestand fallen. Dass ausgerechnet die deutsche Formulierung für den deutschen Standardfall einer dualistischen Unternehmensverfassung<sup>1237</sup> Lücken aufweist, ist besonders kritikwürdig. Abhilfe im Sinne einer Richtschnur für die objektive Auslegung schafft immerhin § 4c Abs. 2 BSchuWG, wo vom Aufsichtsrat oder vergleichbaren Aufsichtsorganen gesprochen wird. Die Gesetzesformulierung weist verglichen mit den CTR zwar eine Lücke hinsichtlich des Vorstands auf. Diese ist aber nur theoretischer Natur, weil kein Rechtsträger ersichtlich ist, bei dem der Staat die Mitglieder der Geschäftsleitung unmittelbar bestimmt, ohne die Mitglieder des Aufsichtsgremiums zu bestimmen. Aus der letztgenannten Erwägung dürfte sich auch ergeben, dass man unter teleologischen Gesichtspunkten zu einer Auslegung der UmschKI kommen muss, wonach der Aufsichtsrat als „das Leitungsorgan“ der AG oder zumindest als „Organ mit ähnlichen Funktionen“ zu verstehen ist.

Potentiell sinnentstellend ist des Weiteren Abschnitt 2.7.(c).(ii).(x) UmschKI, wobei von einer reinen Redaktionsschwäche auszugehen ist. Nach der deutschen Formulierung hat ein Gläubiger Entscheidungsfreiheit (mit der

---

<sup>1237</sup> Zu rechtsvergleichenden Hintergründen zu den beiden Leitungsmodellen, die aufgrund Art. 38 SE-Verordnung in allen europäischen Rechtsordnungen bekannt sind, vgl.: *Eberspächer*, in: Spindler/Stilz, Art. 38 SE-VO Rn. 4.

Konsequenz, dass er stimmberechtigt ist, obwohl er unter der Kontrolle des Emittenten steht), wenn er weder unmittelbar noch mittelbar Weisungen zu befolgen hat. Eine Weisung hat man aber nur zu befolgen, wenn es eine Weisung gibt. D.h. unter die deutsche Formulierung lassen sich zwanglos auch Fallgestaltungen subsumieren, in denen der Emittent zwar grundsätzlich ein Weisungsrecht hat, im konkreten Fall aber keine Weisung erteilt hat. Dies widerspricht allerdings offensichtlich Sinn und Wortlaut der CTR. „*May not take instructions*“ lässt sich korrekt nur als „darf keine Weisungen entgegen nehmen“ übersetzen. Das heißt, Weisungen müssen generell verboten und die Unabhängigkeit des Gläubigers damit rechtlich verbürgt sein. Geringfügig deutlicher in diesem Sinne ist immerhin § 4c Abs. 2 UAbs. 2 Nr. 1 BSchuWG („keinen Weisungen unterliegt“). Stellt man beide Formulierungen in einen Zusammenhang mit dem Schutzzweck des Konzepts der Entscheidungsfreiheit, so dürfte es möglich sein, zu einer korrekten Auslegung zu gelangen.

Schwierigkeiten wirft auch die Formulierung von Abschnitt 2.7.(c).(iii).(y) auf. Zunächst einmal unterscheidet die englische Ausgangsfassung drei Fallgruppen, weil sich zwischen „*objective prudential standard*“ und „*in the interest of...*“ ein Komma befindet. Die deutschen Umsetzungsmaßnahmen (sowohl UmschKI als auch BSchuWG) sprechen dagegen von „*einem objektiven Sorgfaltsmaßstab im eigenen Interesse (...)*“.<sup>1238</sup> Inhaltlich sollten sich daraus keine Unterschiede ergeben, weil die Bindung an ein bestimmtes Interesse zugleich auch ein objektiver Sorgfaltsmaßstab ist und umgekehrt jeder Sorgfaltsmaßstab in irgendeiner Form interessengeleitet sein wird. Schwerer wiegt die Problematik der zutreffenden Übersetzung von „*stakeholder*“, zu der bereits ausführlich Stellung genommen wurde.<sup>1239</sup> „Anteilsinhaber oder sonstiger Beteiligter“ ist hier sicher nicht falsch, aber auch nichtssagend. Eine weitere Schwäche liegt darin, dass in den UmschKI das „alle“ aus dem englischen Original einfach weg gelassen wurde. Die Ratio hinter dem objektiven Sorgfaltsmaßstab ist aber

---

<sup>1238</sup> Die genauen Formulierungen und vor allem die Reihenfolge, in der Eigeninteresse und sonstige Interessen genannt werden, weichen zwischen BSchuWG und UmSchKI ab, woraus sich aber kein Bedeutungsunterschied ergibt.

<sup>1239</sup> Siehe oben 3.2.5.2.1.

gerade, dass der Gläubiger an der Verfolgung der Partikularinteressen des ihn kontrollierenden Emittenten gehindert ist, wenn und weil er rechtlich dazu verpflichtet ist, die Interessen aller von seiner Entscheidung Betroffenen zu wahren. Das „alle“ ist also ein Schlüsselwort zur Auslegung der ohnehin schwer verständlichen Vorschrift. Die bereits im Rahmen der CTR beklagte Rechtsunsicherheit an dieser Stelle wird durch diesen Übersetzungsfehler sicher nicht geringer. Bedenkt man die kumulative Wirkung aller zu Abschnitt 2.7.(c).(iii).(y) UmSchKI identifizierten Defizite, so erscheint eine belastbare Vorhersage, in welcher Weise die Gerichte genau mit der Bestimmung umgehen werden, auf seriöser Grundlage kaum mehr möglich. Zumindest bietet die Bescheinigung für die Berechnungsstelle gemäß Abschnitt 3.2. dem Emittenten aber die Möglichkeit, die Vorschrift mit Augenmaß und ihrem Geist entsprechend anzuwenden und so mögliche Prozessrisiken zu minimieren.

Im Anschluss an die Auseinandersetzung mit reinen Übersetzungsfragen gilt es nunmehr, inhaltliche Abweichungen in den Blick zu nehmen. Die Abgrenzung zwischen beiden ist gewiss nicht zwingend. Sie wird vorliegend danach getroffen, inwiefern in der deutschen Fassung eine spezifische juristische Erwägung zu erkennen ist.

#### **4.2.2.2 Abweichungen**

Die Abweichungen sollen wiederum gemäß der Abfolge der Abschnitte besprochen werden.

##### **4.2.2.2.1 Abschnitt 1.(h)**

Die Abschnitte 1.(h) lit. (vii), (ix) und (x) UmSchKI, die den Abschnitten 1.(h) lit. (ix), (xi) und (xii) CTR entsprechen,<sup>1240</sup> wurden in die deutschen Umschuldungsklauseln aufgenommen, obwohl dies gemäß den Fußnoten der CTR nicht angezeigt wäre. Denn die deutschen Emissionsbedingungen sehen weder vertragliche Kündigungsgründe vor, noch die Anwendbarkeit

---

<sup>1240</sup> Lit. (vii) und (viii) der CTR sind für Bundeswertpapiere nicht einschlägig, so dass sich die Zählung um zwei nach vorne verschiebt.

ausländischen Rechtes, einen ausländischen Gerichtsstand oder einen Immunitätsverzicht. Lit. (vii) enthält außerdem nicht die Beschränkung auf zahlungsbezogene Kündigungsgründe, was sich mangels Kündigungsgründen allerdings nicht weiter auswirkt. Davon, dass die Beachtung der Fußnoten der CTR im Sinne von Art. 12 Abs. 3 ESMV verbindlich ist, ist nicht auszugehen. Denn die CTR akzeptieren es selbst, dass es in diesen Punkten eine Variationsbreite gibt. Wenn Deutschland die Anforderungen an die Definition wesentlicher Beschlussgegenstände übererfüllt, so stellt das die Einheitlichkeit und Wirkungsgleichheit der Umschuldungsklauseln nicht in Frage.

#### 4.2.2.2.2 Abschnitt 2.7.(d)

Abschnitt 2.7.(d) UmschKI ist ohne Vorbild in den CTR. Er bestimmt, dass die Deutsche Bundesbank, die KfW Bankengruppe und die Europäische Zentralbank als Anleihegläubiger auf jeden Fall stimmberechtigt sind. Damit wird zunächst einmal eine andere Regelungstechnik gewählt als in den Musterklauseln. Hinsichtlich der Zentralbanken (denen der Unterausschuss die abstrakte Regelung in Abschnitt 2.7.(c).(iii).(x) auf den Leib geschneidert hat) wäre es auch im Rahmen der CTR ein Leichtes gewesen, eine entsprechende explizite Aufzählung aufzunehmen. Inhaltlich brisanter ist aber noch die Zuerkennung von Stimmrecht bei der KfW Bankengruppe.<sup>1241</sup> Sie befremdet schon auf den ersten Blick, wenn man sich in Erinnerung ruft, dass es die Kreditanstalt für Wiederaufbau ist, über die das erste Griechenland-Rettungspaket abgewickelt wurde.<sup>1242</sup> Es war sicher keine von Entscheidungsfreiheit gegenüber dem Bund getragene, geschäftspolitisch autonome Entscheidung der KfW, der unmittelbar vom Zahlungsausfall bedrohten Hellenischen Republik Kredit zu gewähren. Man braucht auch kein Prophet zu sein, um sich auszumalen, dass auch eine künftige Entscheidung über eine etwaige Umschuldung des Griechenland gewährten

---

<sup>1241</sup> Der Name KfW Bankengruppe bezeichnet gemäß § 11 Abs. 1 S. 2 KfWG die Kreditanstalt für Wiederaufbau. Nachfolgend wird der Einfachheit halber von KfW gesprochen.

<sup>1242</sup> Siehe § 1 Abs. 1 WFStG.

Kredites politisch getroffen werden muss und wird.<sup>1243</sup> Die Zweifel bezüglich der fehlenden Unabhängigkeit und Entscheidungsfreiheit der KfW Bankengruppe bestätigen sich auch juristisch, wenn man deren Gegebenheiten unter Abschnitt 2.7.(c), also die abstrakte Regelung zum Stimmrechtsausschluss, subsumiert. Die KfW steht unter der Kontrolle des Bundes im Sinne von Abschnitt 2.7.(c).(ii). Der Bund stellt (einige Bundesminister sind geborene Mitglieder) bzw. bestellt gemäß § 7 Abs. 1 KfWG alle Mitglieder des Verwaltungsrates der KfW.<sup>1244</sup> Fraglich ist, ob die KfW Entscheidungsfreiheit im Sinne des Abschnitts 2.7.(c).(iii) besitzt. Lit. (x) ist nicht einschlägig. Die KfW besitzt gegenüber dem Bund keine rechtlich verbürgte Weisungsfreiheit. Ganz im Gegenteil sieht § 2 Abs. 4 KfWG vor, dass die Bundesregierung der KfW im staatspolitischen Interesse der Bundesrepublik stehende Geschäfte im Einzelfall zuweisen kann. Durch eine solche Zuweisung lassen sich die Beschränkungen des § 2 Abs. 3 KfWG, die gerade auch den An- und Verkauf von Wertpapieren betreffen, überwinden. So erscheint es prinzipiell denkbar, dass die Bundesregierung die KfW anweist, deutsche Staatsanleihen zu erwerben.<sup>1245</sup> Wenn Weisungen zu An- und Verkauf möglich sind, dann muss dies erst recht für die Stimmrechtsausübung gelten. Damit stellt sich die Frage nach einem objektiven Entscheidungsmaßstab gemäß lit. (y). Hierzu ist zunächst zu lokalisieren, wo die Entscheidung innerhalb der KfW zu treffen wäre. Grundsätzlich obliegen die Geschäftsführung und Vermögensverwaltung dem Vorstand (§ 7 KfWG, § 1 KfW-Satzung<sup>1246</sup>). § 7 Abs. 1 Nr. 6 KfW-Satzung sieht indes vor, dass der Verwaltungsrat allgemeine oder besondere Anweisungen an den Vorstand erlassen kann. Der Status dieser Regelung erscheint gegenwärtig allerdings unklar. Bis Juli 2013 war das

---

<sup>1243</sup> Schon alleine wegen der vollen Haftung des Bundeshaushaltes für die Geschäfte der KfW. Vgl. das WFStG und allgemein § 1a KfWG.

<sup>1244</sup> Die Kompetenz hierzu ist auf Bundesregierung, Bundestag und Bundesrat aufgeteilt und einige Mitglieder müssen bestimmte Interessengruppen repräsentieren, was im vorliegenden Kontext aber unerheblich ist.

<sup>1245</sup> Zu erwägen wäre allenfalls, in einer massiven Investition des Eigenkapitals der KfW in Bundeswertpapier eine Umgehung des Verbots der Gewinnausschüttung gemäß § 10 KfWG zu sehen. Diese Argumentation erscheint aber eher wacklig.

<sup>1246</sup> *Kreditanstalt für Wiederaufbau*, Satzung in der Fassung vom 01.05.2011.



allgemeine und besondere Weisungsrecht auch im KfW-Gesetz vorgesehen.<sup>1247</sup> Das besondere Weisungsrecht geht historisch bis auf die im Jahr 1948 noch vom Wirtschaftsrat erlassene Ursprungsfassung des Gesetzes zurück.<sup>1248</sup> Durch Änderungsgesetz vom Juli 2013 wurden die Worte „und besondere“ jedoch aus dem Gesetz gestrichen.<sup>1249</sup> So ist dort in § 7 Abs. 4 S. 2 KfWG nur noch von allgemeinen Weisungen die Rede. Aus der Gesetzesbegründung sind keinerlei Hintergründe für diese Änderung ersichtlich.<sup>1250</sup> Es liegt nahe, dass die Satzung (die gegenwärtig aus dem Jahr 2011 stammt) an dieser Stelle bei nächster Gelegenheit an die Vorgaben des Gesetzes angepasst werden wird. Aber selbst wenn dies erfolgt, so ändert sich nichts daran, dass in der Sache neben dem Vorstand auch der Verwaltungsrat als entscheidender Akteur für die Entscheidung über eine Stimmrechtsausübung anzusehen ist. Dies ergibt sich daraus, dass der Vorstand für wichtige Entscheidungen in einer Vielzahl von Fällen der Zustimmung des Verwaltungsrates (§ 7 Abs. 4 KfWG, § 2 KfW-Satzung) bedarf. Die Entscheidung über das Stimmverhalten bei einem CAC-Einsatz ist im Katalog der zustimmungsbedürftigen Geschäfte bisher naturgemäß noch nicht enthalten, sie erscheint von ihrer Wichtigkeit und Tragweite her aber ohne Weiteres mit den dort genannten Geschäften vergleichbar. Es steht zu erwarten, dass ein entsprechender Zustimmungstatbestand geschaffen wird, sobald die entsprechende Fallgestaltung auch nur ansatzweise als praxisrelevant erkannt wird. Möglich erscheint es aber auch, schon auf der Grundlage der gegenwärtigen Satzung diesen Fall unter § 2 Abs. 1 Nr. 4 (Maßnahmen in wichtigen Verwaltungsangelegenheiten) zu subsumieren. Damit ist klar, dass die Entscheidung über eine Umschuldung von Bundeswertpapieren im Bestand der KfW letztlich nicht ohne Rückendeckung des Verwaltungsrates fallen kann und wird. Für den Verwaltungsrat aber existiert kein objektiver Sorgfaltsmaßstab, der

---

<sup>1247</sup> § 7 Abs. 5 KfWG a.F.

<sup>1248</sup> *Pröhl*, Gesetz über die Kreditanstalt für Wiederaufbau, S. 13 und Kommentierung S. 149 f.

<sup>1249</sup> Und Abs. 5 zu Abs. 4 unnummeriert. Vgl. Art. 1 Nr. 4 lit. e) des Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über die Kreditanstalt für Wiederaufbau und weiterer Gesetze vom 4. Juli 2013 (BGBl. I, S. 2178).

<sup>1250</sup> Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über die Kreditanstalt für Wiederaufbau und weiterer Gesetze, BT-Drucksache 17/12815, S. 10.

eine Berücksichtigung des politischen Willens des Bundes verhindern würde.<sup>1251</sup> Die Vorstellung, der Bundesfinanzminister und die übrigen Bundesminister würden sich als Verwaltungsratsmitglieder der KfW gegen eine von ihnen selbst vorgeschlagene Änderung der Emissionsbedingungen von Bundeswertpapieren aussprechen, erscheint mehr als skurril. Von rechtlich abgesicherter Entscheidungsfreiheit der KfW bei der Stimmrechtsausübung kann also nicht die Rede sein. Abschnitt 2.7.(d) UmschKI hat damit konstitutive Wirkung hinsichtlich der Zuerkennung von Stimmrecht. Er billigt einem Gläubiger Stimmrecht zu, dessen Stimmrecht nach den Vorgaben der CTR ausgeschlossen sein müsste. Dies stellt eine gravierende Abkehr von den rechtlich verbindlichen Vorgaben des ESM-Vertrages betreffend die Einheitlichkeit und Wirkungsgleichheit der Umschuldungsklauseln ebenso wie einen Affront gegen das Vertrauen der privaten Investoren in die Integrität des europäischen CAC-Ansatzes dar.<sup>1252</sup> Beides mag momentan in Anbetracht der Bonität und Stärke Deutschlands rein praktisch niemanden beunruhigen. Aus grundsätzlichen Erwägungen heraus handelt es sich aber um einen schwerwiegenden Vorgang.<sup>1253</sup> Die finale Pointe hinsichtlich Abschnitt 2.7.(d) ist darin zu sehen, dass er auch im BSchuWG kein Pendant hat. Damit ist an entsprechender Stelle der Frage nachzugehen, ob er den Anforderungen der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle überhaupt stand hält.<sup>1254</sup>

#### 4.2.2.2.3 Abschnitt 4.11

---

<sup>1251</sup> § 6 Abs. 1 S. 3 KfW-Satzung stellt nur eine Haftungsbegrenzungsregelung für unternehmerische Entscheidungen dar. Schon aus dem Wesen der KfW als öffentlicher Förderbank ergibt sich aber, dass ihre Organe ihre Entscheidungen nicht rein unternehmerisch treffen müssen, sondern an politischen Vorgaben ausrichten dürfen.

<sup>1252</sup> Es sei daran erinnert, dass – ob dies klug ist, sei dahingestellt – das Studium der Anleihebedingungen von Seiten der Kapitalmarktakteure häufig keine große Beachtung erfährt (vgl. *Weidemaier/Gulati*, *How Markets Work: The Lawyer's Version*, S. 14 m.w.N.). Gerade vor diesem Hintergrund besteht eine berechtigte Vertrauenserwartung dahin gehend, dass das Verhalten der Mitgliedstaaten des europäischen Währungsraumes auch ihren gemeinsamen öffentlichen Ankündigungen entspricht.

<sup>1253</sup> Man denke nur an das Plädoyer *Paul Kirchhofs* (NJW 2013, 1), wonach eine Sensibilität für die Achtung des Rechts ein wichtiger Schlüssel zur Überwindung der europäischen Krise sein muss.

<sup>1254</sup> Unten 4.3.1.1.

In Abschnitt 4.11 Satz 1 UmschKI wurde aus den CTR hinsichtlich der Wirkung einer Vollmachtserteilung zwar übernommen, dass der Bevollmächtigte als Gläubiger anzusehen ist. Die aus dieser Fiktion zu ziehende Konsequenz, dass der Vollmachtgeber nicht mehr als Gläubiger gilt, findet sich in der deutschen Klausel aber anders als in den CTR, die diesem Aspekt einen klarstellenden Klammerzusatz widmen, nicht. Für weitergehende inhaltliche Ausführungen zur Frage der verdrängenden Vollmacht sei auf die nachfolgende Untersuchung des Zusammenspiels der Emissionsbedingungen mit dem Gesetzesrecht verwiesen.<sup>1255</sup>

#### 4.2.2.2.4 Abschnitt 4.12

In Abschnitt 4.12 UmschKI wurde der von den CTR vorgegebene Tatbestand weitestgehend entkernt. Es ist lediglich von einem in einer Versammlung oder im Wege schriftlicher Abstimmung gefassten Beschluss die Rede. Die CTR fordern hingegen einen ordnungsgemäß gefassten Beschluss in einer in Übereinstimmung mit den Anleihebedingungen einberufenen und durchgeführten Versammlung und einen ordnungsgemäß von der erforderlichen Mehrheit unterzeichneten schriftlichen Beschluss. Ein ergebniswirksamer Bedeutungsunterschied ergibt sich aus den Auslassungen in den UmschKI letzten Endes allerdings nicht, weil § 4i Abs. 1 BSchuWG vorsieht, dass Beschlüsse wegen Verletzung der Emissionsbedingungen (sowie des Gesetzes) angefochten werden können. Dies ist funktionsäquivalent mit dem Regelungsgehalt von Abschnitt 4.12 CTR.<sup>1256</sup>

Nachdem die allgemeinen Rahmenbedingungen nach deutschem Recht sowie die Umsetzungsmaßnahmen in Gestalt der Änderung des BSchuWG und der Emissionsbedingungen des Bundes nun vorgestellt wurden, ist in einem

---

<sup>1255</sup> Sogleich 4.3.2.2.

<sup>1256</sup> Vgl. oben S. 263.

nächsten Schritt zu untersuchen, wie alle drei Elemente in rechtlichen Problemfällen zusammenspielen.

### **4.3 Probleme beim Zusammenspiel von Emissionsbedingungen, BSchuWG und übrigen deutschem Recht**

Es gibt einige Punkte, bei denen fraglich erscheint, ob die in den deutschen Umschuldungsklauseln enthaltenen Regelungen im Umfeld des deutschen Gesetzesrechtes wie beabsichtigt funktionieren. Es ist wenig überraschend, dass man an dieser Stelle weitgehend diejenigen Gestaltungen wieder trifft, die sich bereits bei der Analyse der CTR als problematisch erwiesen haben.

#### **4.3.1 Regelungen zum Stimmrechtsausschluss**

##### **4.3.1.1 Stimmrechtseinschluss der KfW Bankengruppe**

Hinsichtlich der Regelungen zum Stimmrecht ist zunächst auf Abschnitt 2.7.(d) UmschKI zurück zu kommen, wonach die KfW Bankengruppe als stets stimmberechtigt behandelt wird. Dieser konkret formulierte Stimmrechtseinschluss findet im Bundesschuldenwesengesetz keine Entsprechung. Vielmehr kommt man bei der Anwendung des Gesetzes zu dem oben bereits hergeleiteten Ergebnis, wonach die KfW am Maßstab des § 4c Abs. 2 BSchuWG vom Stimmrecht ausgeschlossen ist, weil sie bei der Abstimmung Weisungen des Bundes unterliegen kann und ihr Verwaltungsrat nicht an einen objektiven Sorgfaltsmaßstab gebunden ist, der die Berücksichtigung politischer Interessen des Bundes rechtlich sicher verhindert. Es liegt also eine gemäß § 4 S. 3 BSchuWG grundsätzlich mögliche Abweichung der Emissionsbedingungen vom Gesetzesrecht vor. Diese unterliegt allerdings der Inhaltskontrolle nach § 307 BGB. So stellt sich die Frage, ob eine unangemessene Benachteiligung der übrigen Gläubiger darin zu sehen ist, dass die unter dem Einfluss des Bundes stehende KfW stimmberechtigt ist. Ein gewichtiges Kriterium bildet es dabei gemäß § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB, ob die Abweichung vom Gesetzesrecht einen Verstoß gegen wesentliche Grundgedanken der gesetzlichen Regelung beinhaltet. Die Rechtsprechung

differenziert insofern danach, ob die abbedungene gesetzliche Regelung Ausdruck bloßer Zweckmäßigkeitserwägungen ist oder auf ein unabdingbares Gerechtigkeitsgebot zurückzuführen ist.<sup>1257</sup> § 4c Abs. 2 BSchuWG ist als die Ausformung eines solchen allgemeinen Prinzips anzusehen, wonach Stimmrechte von Gläubigern, die in einem Interessenkonflikt zum Schuldner stehen, nicht zum Zustandekommen der Gläubigermehrheit beitragen dürfen. Eine vergleichbare Regelung (die allerdings den Besonderheiten staatlicher Emittenten und ihrer internen Strukturen keine Rechnung trägt) findet sich auch in § 6 Abs. 1 S. 2 SchVG. In der Gesetzesbegründung zu dieser Norm wird der Schutz vor die Abstimmung verfälschenden Interessenkonflikten ausdrücklich als ihre Grundlage genannt.<sup>1258</sup> Ganz genauso lautet die inhaltliche Begründung für das § 4c Abs. 2 BSchuWG zugrunde liegende Regelungskonzept der CTR.<sup>1259</sup> Es spricht also alles dafür, von einer gesetzlichen Ausformung des Gerechtigkeitsgebotes und damit von einem wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung auszugehen. Besondere Umstände, die der Vermutungswirkung des § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB zugunsten des Bundes entgegenstreiten würden, sind auch nicht ersichtlich. Daher ist davon auszugehen, dass Abschnitt 2.7.(d) UmschKI hinsichtlich der KfW Bankengruppe eine unangemessene Benachteiligung darstellt und mithin unwirksam ist. Dies gilt nicht hinsichtlich der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank. Insofern handelt es sich wegen § 4b Abs. 2 UAbs. 2 Nr. 2 UmschKI nicht um eine Abweichung vom gesetzlichen Leitbild. Die Formulierung des Abschnitt 2.7.(d) UmschKI lässt sprachlich auch eine Streichung nur der KfW Bankengruppe zu, ohne dass darin eine geltungserhaltende Reduktion läge. Wegen der Unwirksamkeit des Stimmrechtseinschlusses der KfW-Bankengruppe in den UmSchKI ist in diesem Punkt materiell-rechtlich kein Verstoß des Bundes gegen Art. 12 Abs. 3 ESMV gegeben. Erwägenswert erscheint es allerdings, auf

---

<sup>1257</sup> *Grüneberg*, in: Palandt, § 307 BGB Rn. 30 m.w.N.

<sup>1258</sup> Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814, S. 16.

<sup>1259</sup> Vgl. oben 3.2.5.2. sowie *Hofmann*, Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 45, 47.

die völkerrechtliche Pflicht zur Verwendung wirkungsgleicher Umschuldungsklauseln den im Bereich der unionsrechtlichen Pflicht zur Richtlinienumsetzung anerkannten Grundsatz zu übertragen, wonach ein lediglich durch die nationale Rechtsprechung korrigierter Wortlaut den aus der Umsetzungspflicht folgenden Erfordernissen der Rechtssicherheit und Rechtsklarheit nicht genügt und korrigiert werden muss.<sup>1260</sup> Dass sich ein solches Verständnis des Art. 12 Abs. 3 ESMV in der Praxis ausprägen wird, erscheint letztendlich aber schon mangels effektiver Umsetzungskontrolle<sup>1261</sup> mehr als fraglich.

#### **4.3.1.2 Reichweite der Bindung der Gläubiger an die Bescheinigung für die Berechnungsstelle**

Problemgeladen stellt sich das Zusammenwirken von UmschKI und Gesetz auch dar, soweit es um die Durchbrechung der Bindungswirkung der Bescheinigung für die Berechnungsstelle gegenüber den Gläubigern geht. Dies liegt vor allem an der unklaren Formulierung des Gesetzes. Der Ausgangspunkt der Überlegungen ist in der grundlegenden Weichenstellung zu sehen, wie § 4d Abs. 3 BSchuWG auszulegen ist. Dort ist der Entfall der Bindungswirkung angeordnet, sofern ein betroffener Gläubiger vor der Beschlussfassung der Gläubiger schriftlich und unter Mitteilung von Gründen der Richtigkeit der Angaben widerspricht und dieser Gläubiger einen Beschluss der Gläubiger, der auf einer unrichtigen Angabe beruht, binnen 15 Tagen nach Bekanntmachung des Beschlusses durch Klage anfecht. Unklar erscheint hier nun die Frage, wann ein Beschluss auf einer unrichtigen Angabe beruht. Insofern ergeben sich mehrere Auslegungsmöglichkeiten. § 4d Abs. 3 BSchuWG weicht in zweifacher Hinsicht von § 4i BSchuWG (und damit von dem aus § 20 SchVG übernommenen Leitbild der Anfechtungsklage) ab, indem er erstens einen Fehler der Stimmrechtsbescheinigung nur für betroffene Gläubiger als widerspruchsfähig ansieht und zweitens ausdrücklich das Beruhen des

---

<sup>1260</sup> Zum Unionsrecht: *Streinz*, Europarecht, Rn. 481.

<sup>1261</sup> Oben 2.2.4.

Beschlusses auf dem Fehler verlangt. Zum Begriff der Betroffenheit wurde schon bei der Auslegung der CTR Stellung genommen.<sup>1262</sup> Diese Erwägungen erweisen sich auch im Kontext des deutschen Rechtes als tragfähig, so dass jeder Gläubiger als betroffen anzusehen ist, dessen Stimmgewicht durch den Fehler verringert wird. Fraglich ist nun, wann der Beschluss auf dem Fehler beruht. Da der Widerspruch anders als nach allgemeinem Anfechtungsrecht<sup>1263</sup> vor der Beschlussfassung erhoben werden muss, könnte man von einem Beruhen immer dann ausgehen, wenn dem Widerspruch nicht abgeholfen worden ist. Bei einer solchen Auslegung hätte das Beruhenserfordernis zwar keine über das Widerspruchserfordernis hinausgehende selbständige Bedeutung, die Kohärenz mit dem System der Anfechtungsklage im Übrigen wäre aber weitestgehend gewahrt. Alternativ könnte man das Beruhen entsprechend der Vorgabe der CTR auch so verstehen, dass es darauf ankommt, ob der gerügte Fehler das Beschlussergebnis (also das Zustandekommen der erforderlichen Mehrheit) beeinflusst. Eine solche Auslegung wäre allerdings ein gewisser Bruch mit der etablierten Logik der Anfechtungsklage, wo der Begriff des Beruhens im Zusammenhang mit der Diskussion um die (potentielle) Kausalität bzw. Relevanz eines Fehlers zwar anzutreffen ist, aber nach heutigem Verständnis auf die Rechtsposition der Minderheit bezogen wird und somit eine andere und viel schwächere Bedeutung hat.<sup>1264</sup> Dort wird er in wertender Betrachtung und nicht bezogen auf Mehrheitsverhältnisse gehandhabt.<sup>1265</sup> Für den hier einschlägigen Fall eines Ausschlusses vom Stimmrecht ist schon der Wertung des § 20 Abs. 2 Nr. 2 SchVG zu entnehmen, dass er nach allgemeinem Anfechtungsrecht stets und ohne Weiteres zum Erfolg der Anfechtung führen muss. Gegen eine Auslegung des Beruhens in § 4d Abs. 3 BSchuWG im Sinne von zahlenmäßiger Ergebniswirksamkeit spricht also, dass der Begriff dadurch

---

<sup>1262</sup> Oben 3.2.5.5.

<sup>1263</sup> Wo bei fehlerhaftem Ausschluss vom Stimmrecht sogar überhaupt kein Widerspruchserfordernis besteht (§ 20 Abs. 2 Nr. 2 SchVG).

<sup>1264</sup> Vgl. *Würthwein*, in: Spindler/Stilz, § 243 AktG Rn. 80; *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar SchVG, § 20 SchVG Rn. 41.

<sup>1265</sup> *Vogel*, in: Preuße, SchVG, § 20 SchVG Rn. 18.

zu einem singulären Fremdkörper im Anfechtungsrecht würde, ohne dass ersichtlich ist, dass der Gesetzgeber mit einem unscheinbaren Relativsatz eine derart weitgehende Abkehr von den an anderer Stelle getroffenen Wertungen bewirken wollte. Wählt man gleichwohl diese restriktivere Auslegung, so stellt sich die bereits bei den CTR diskutierte Folgefrage,<sup>1266</sup> wie mit dem Merkmal des Beruhens bei einem Fehler, der parallel mehrere Gläubiger betrifft, umzugehen ist. Das Paradebeispiel hierfür ist, dass einem Gläubiger zu Unrecht Stimmrecht gewährt wird, wodurch sich das Stimmgewicht aller anderen Gläubiger verringert. Zumindest die Antwort auf diese Frage lässt sich aus dem BSchuWG heraus eindeutig geben. Es stellt seiner Formulierung nach nicht auf die Auswirkungen des Widerspruchs, sondern auf die Auswirkungen der unrichtigen Angabe ab. Dies kann man nur so verstehen, dass der gesamte Fehler (auch soweit der rügende Gläubiger selbst davon nicht betroffen ist) beachtlich ist.

Je nach gewählter Auslegung des § 4d Abs. 3 BSchuWG ergibt sich nunmehr ein unterschiedliches Schicksal für Abschnitt 3.3.(b) UmschKI. Geht man davon aus, dass das Merkmal des Beruhens im Gesetz keine Ergebniswirksamkeit des Fehlers hinsichtlich des Abstimmungsergebnisses verlangt, sondern schon erfüllt ist, wenn der Rüge eines betroffenen Gläubigers nicht abgeholfen worden ist, so weicht Abschnitt 3.3.(b) UmschKI vom Gesetz an dieser Stelle ab. Damit stellt sich die Frage nach einer unangemessenen Benachteiligung gemäß § 307 BGB. Die Regelungen zur Reichweite bzw. Beschränkung des Rechtsschutzes der Gläubiger sind eindeutig zu den wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung gemäß § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB zu zählen. Denn der Gesetzgeber selbst hat durch die Ausgestaltung der Rechtsschutzregeln eine abschließende Interessenabwägung zwischen dem Schuldnerinteresse an der Bestandskraft von Beschlüssen und dem Gläubigerinteresse daran, Fehler möglichst leicht rügen zu können, getroffen. Er ist mit § 4d Abs. 3 BSchuWG bereits von den allgemeinen Prinzipien der Anfechtungsklage zulasten der Gläubiger abgewichen. Eine noch darüber hinaus gehende Einschränkung erscheint in diesem Lichte als unangemessene Benachteiligung, für die auch keine

---

<sup>1266</sup> Oben 3.2.5.5.



sachgemäße Rechtfertigung ersichtlich ist. Die damit eintretende Unwirksamkeit von Abschnitt 3.3.(b) UmschKI öffnet den Weg für die Anwendung von § 4d Abs. 3 BSchuWG, wonach schon die Nichtabhilfe ein Beruhen begründet. In seiner Wirkung entspricht das deutsche Recht dann allerdings nicht mehr den Vorgaben der CTR mit den entsprechenden Folgen hinsichtlich Art. 12 Abs. 3 ESMV.

Versteht man das Gesetz hinsichtlich des Beruhens dagegen so, dass ein ergebniswirksamer Fehler vorliegen muss, so entspricht zumindest die Grundidee des Abschnitts 3.3.(b) dem gesetzlichen Leitbild. Für die weitere Beurteilung stößt man sodann auf die Frage, was unter dem Einfluss des Widerspruchs auf das Beschlussergebnis zu verstehen ist. Die denkbaren Auslegungen wurden schon im Rahmen der Analyse der CTR herausgearbeitet.<sup>1267</sup> Folgt man dem dortigen Ergebnis und geht von einer eindeutigen Auslegung dahin gehend aus, dass der gesamte gerügte Fehler beachtlich ist, so decken sich UmschKI und gesetzliches Leitbild an dieser Stelle. Aber auch wenn man an dieser Stelle von einer mit Zweifeln behafteten Auslegung ausgeht, so gelangt man mit einer anderen Begründung zum gleichen Ergebnis. Dann ist § 305c Abs. 2 BGB zur Anwendung zu bringen, der im Rahmen der Inhaltskontrolle im Zweifelsfall zur gläubigerfeindlichsten Auslegung zwingt.<sup>1268</sup> Am gläubigerfeindlichsten wäre es, zu fordern, dass allein die Auswirkungen des gerügten Fehlers beim rügenden Gläubiger ausreichen müssen, das Abstimmungsergebnis zu verändern. Eine solch enge Rügemöglichkeit wäre sodann eine Verkürzung des Rechtsschutzes gegenüber dem gesetzlichen Leitbild und mithin analog zur oben bereits ausgeführten Argumentation eine unangemessene Benachteiligung gemäß § 307 BGB. Infolge des Verbots der geltungserhaltenden Reduktion<sup>1269</sup> käme auf diese Weise der gesamte Abschnitt 3.3.(d) UmschKI zu Fall. Es würde stattdessen dann das

---

<sup>1267</sup> Siehe 3.2.5.5

<sup>1268</sup> Weil diese, soweit sie zur Unwirksamkeit der Bestimmung führt, schlussendlich die gläubigerfreundlichste Auslegung ist; vgl. zu dieser Vorgehensweise oben 4.1.2.3.2.

<sup>1269</sup> Vgl. *Grüneberg*, in: Palandt, § 306 BGB Rn. 6 f.

Gesetz in Gestalt von § 4d Abs. 3 BSchuWG gelten. Dies führte zu keinem anderen Ergebnis als eine mit dem Gesetz deckungsgleiche Auslegung der Klausel.

Die weit verästelten Überlegungen zeigen, dass § 4d Abs. 3 BSchuWG und Abschnitt 3.3.(d) UmschKI alles andere als gelungene Regelungen sind. Welchen Bedeutungsgehalt ihnen die Gerichte im Ernstfall entnehmen werden, ist als offen anzusehen.

### **4.3.2 Stellvertretungsrechtliche Probleme**

Der zweite große Problembereich, in dem es zu Konflikten zwischen den UmschKI und dem Gesetzesrecht kommt, ist im Stellvertretungsrecht zu lokalisieren.

#### **4.3.2.1 Form der Vollmachtserteilung**

Was die Form der Vollmachtserteilung anlangt, so bestimmt § 4g Abs. 1 S. 2 BSchuWG, dass Schriftform erforderlich ist. Dabei handelt es sich um eine gesetzliche Formvorgabe im Sinne des § 126 BGB, so dass Textform (§ 126b BGB) nicht ausreicht. Das gesetzliche Schriftformerfordernis wird in Abschnitt 4.10 S. 1 UmschKI deklaratorisch wiedergegeben. Brisant ist jedoch, dass das Gesetz kein Äquivalent zu Abschnitt 4.10 S. 3 UmschKI enthält, wonach eine Vollmacht, die nicht in dem in der Bekanntmachung der Einberufung der Gläubigerversammlung bezeichneten Formular erteilt wurde, unwirksam ist. Hinsichtlich der untragbaren Folgen dieser Regelung sei auf die Erörterung im Zusammenhang mit den CTR verwiesen.<sup>1270</sup> Der Zwang zur Spezialvollmacht ist der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle zu unterziehen. Es ist danach zu fragen, ob die Abweichung mit wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung vereinbar ist. Der Formularzwang weicht nicht nur von § 4g Abs. 1 S. 2 BSchuWG, sondern von Grundprinzipien des deutschen Zivilrechts ab. Es ist im gesamten deutschen Zivilrecht keine gesetzliche Regelung ersichtlich, die den

---

<sup>1270</sup> Oben 3.2.7.2.

Einsatz eines bestimmten Formulars bei der Bevollmächtigung vorschreibt und damit Generalvollmachten ausschließt. Diskutiert wurde entsprechendes für Hauptversammlungen im Aktienrecht,<sup>1271</sup> aber auch dort bietet das Gesetz keine Grundlage, um allgemein ein bestimmtes Formular vorzuschreiben.<sup>1272</sup> Vielmehr ist auch dort allgemeine Meinung, dass Generalvollmachten zu akzeptieren sind.<sup>1273</sup> Was man im Gesetz findet, sind Zitiergebote, wonach bestimmte Geschäfte, sollen sie von einer Generalvollmacht umfasst sein, ausdrücklich in deren Text erwähnt sein müssen. Diese Zitiergebote finden sich allerdings nicht im Bereich der Vermögenssorge, sondern ausschließlich im Bereich der Personensorge (§§ 1904 Abs. 5 S. 2 BGB, 1906 Abs. 5 BGB). Sie bedeuten für den Vollmachtgeber außerdem eine deutlich geringere Einschränkung als ein Zwang zur Spezialvollmacht. Sie zeigen vielmehr gerade, dass der Gesetzgeber vom Leitbild der abstrakten Vorsorgevollmacht, die eine gerichtliche Betreuung entbehrlich macht, ausgeht. Die dem Erfordernis der Verwendung eines vorgegebenen Formulars zugrunde liegende Idee, dass dadurch die Rechtssicherheit erhöht und die Handhabung für den Geschäftspartner vereinfacht wird, stellt auch keine Besonderheit einer Gläubigerversammlung dar. Sie findet sich in gleicher oder sogar gesteigerter Weise in vielen Bereichen des Geschäftslebens. So wäre es beispielsweise, um nur ein Beispiel zu nennen, gewiss im Interesse aller Banken, wenn sie ihren Kunden die Benutzung eigener Vollmachtsformulare vorschreiben könnten. Dies ist jedoch anerkanntermaßen nicht zulässig.<sup>1274</sup> Dort wie hier ist also die Wertung des Gesetzgebers, der Privatautonomie und damit der allgemeinen Handlungsfreiheit des Vollmachtgebers den Vorzug zu geben. Eine Abweichung von diesen grundlegenden Prinzipien in allgemeinen Geschäftsbedingungen ist als unangemessene Benachteiligung zu werten. Der Zwang zur Verwendung des vorgegebenen Formulars ist also unwirksam. Daher sind alle Vollmachten, die

---

<sup>1271</sup> Vgl. *Götze*, NZG 2010, 93, 95.

<sup>1272</sup> *Rieckers*, in: Spindler/Stilz, § 121 AktG, Rn. 40.

<sup>1273</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz, § 134 AktG Rn. 22; *Schröder*, in: MüKo AktG, § 134 AktG Rn. 59.

<sup>1274</sup> *Zimmermann*, BKR 2007, 226, 230.

das Schriftformerfordernis erfüllen, als unter formalen Gesichtspunkten wirksam zu akzeptieren.<sup>1275</sup> Damit ist Art. 12 Abs. 3 ESMV verletzt, aber in diesem Punkt kann die richtige Antwort nur in einer Änderung der unsachgemäßen Vorgabe der CTR gesehen werden.

#### 4.3.2.2 Wirkung der Vollmachtserteilung

§ 4g BSchuWG enthält keine vom allgemeinen Teil des BGB abweichenden Regelungen betreffend die Wirkung der Vollmachtserteilung. Es findet sich insbesondere nicht der geringste Anhaltspunkt dafür, dass die Vollmacht verdrängende Wirkung haben könnte. Abschnitt 4.11 UmschKI stellt wie bereits dargelegt nur die Fiktion auf, dass der Bevollmächtigte als Gläubiger gilt, ohne die Konsequenz für den Vollmachtgeber auszusprechen. Diese Frage ist also durch Auslegung zu klären. Dank des Eingreifens des AGB-Rechts ergibt sich aber wiederum ein inhaltlich eindeutiges Ergebnis. Legt man die Klauselregelung an dieser Stelle so aus, dass der Vollmachtgeber seine Gläubigerstellung behält, so ist es ihm trotz Vollmachtserteilung und ohne Vollmachtswiderruf möglich, das Stimmrecht auszuüben. Diese Auslegung befremdet unter logischen Gesichtspunkten, weil dann sowohl Vollmachtgeber als auch Bevollmächtigter das insgesamt sicher unstreitig nur einmal vorhandene Stimmrecht jeweils im eigenen Namen ausüben können.<sup>1276</sup> Naheliegender und auch gläubigerfeindlicher gemäß § 305c Abs. 2 BGB ist es, davon auszugehen, dass der Vollmacht durch die Bestimmung eine verdrängende Wirkung beigelegt wird.

---

<sup>1275</sup> Ohne Problembewusstsein von der Wirksamkeit des Formularzwangs ausgehend dagegen *Allen & Overy, Government bond restructuring "made in Germany": the rise of anti-holdout clauses*, S. 14. Die dort in Bezug genommene Vorschrift des § 30a Abs. 1 Nr. 6 WpHG trägt keine abweichende Beurteilung. Dort ist die wertpapierrechtliche Pflicht für den Emittenten normiert, ein Vollmachtsformular bereit zu stellen. Dies ist jedoch eine Regelung zugunsten der Gläubiger, die mitnichten die Verpflichtung impliziert, dieses Formular auch zwingend zu benutzen. Insofern ist die Lage der Dinge völlig parallel zur geschilderten Situation bei der Hauptversammlung der AG.

<sup>1276</sup> Höchst interessant, aber auch eigenartig erscheint in diesem Zusammenhang Abschnitt 4.8 der österreichischen "Allgemeine[n] Bedingungen für die Ausstattung von Bundesanleihen, deren ursprüngliche Tranche ab dem 1. Januar 2013 begeben wurde". Dort heißt es: „*Personen, die am Stichtag Gläubiger dieser Bundesanleihe sind, sowie ihre ordnungsgemäß benannten Vertreter sind sowohl im Rahmen einer Gläubigerversammlung als auch bei einer schriftlichen Abstimmung stimmberechtigt.*“ In den deutschen Klauseln steht anstelle des „sowie“ ein „beziehungsweise“.

Dies stellt eine unangemessene Benachteiligung nach § 307 Abs. 2 Nr. 1, Abs. 1 BGB wegen Abweichung von den Grundprinzipien des § 167 BGB dar. Nach ganz herrschender Meinung sind verdrängende Vollmachten im deutschen Recht nichtig.<sup>1277</sup> Vor diesem Hintergrund kann eine allgemeine Geschäftsbedingung, die einer Vollmacht solch eine Wirkung beilegen will, nicht wirksam sein. Abschnitt 4.11 Satz 1 UmschKI ist also als unwirksam zu streichen. Damit bestimmen sich die Vollmachtswirkungen nach dem allgemeinen Teil des BGB. Das heißt der Bevollmächtigte tritt im fremden Namen auf und übt das Stimmrecht des Gläubigers für diesen aus. Dem Gläubiger ist es aber unbenommen, trotz erteilter Vollmacht sein Stimmrecht selbst auszuüben.

#### **4.3.2.3 Widerruf der Vollmacht**

Der Widerruf der Vollmacht ist in § 4g Abs. 2 BSchuWG und Abschnitt 4.11 Satz 3 UmschKI geregelt. Die Formulierung des Gesetzes in § 4g Abs. 2 BSchuWG ist als dogmatisch missglückt anzusehen, weil sie davon spricht, der Widerruf müsse gegenüber dem Bund erklärt werden. Dies ist nicht konsistent mit Absatz 1 der Vorschrift. Dieser spricht in Übereinstimmung mit dem allgemeinen Teil des BGB nur davon, die Bevollmächtigung sei dem Bund nachzuweisen. Diese Formulierung erfasst sowohl die Außenvollmacht als auch die Vorlage der Urkunde über die als Innenvollmacht erteilte Vollmacht (letzteres ist auch dem Bevollmächtigten möglich). Warum der Widerruf der Vollmacht entgegen §§ 168 S. 3, 167 Abs. 1 BGB nicht gegenüber dem Bevollmächtigten möglich sein soll, wenn er nur auch dem Bund mitgeteilt wird (was der dogmatischen Natur nach ein Rechtsscheinproblem ist), erschließt sich nicht. § 4g Abs. 2 BSchuWG ist daher erweiternd dahin gehend auszulegen, dass ein Vollmachtswiderruf auch im Innenverhältnis erfolgen kann, soweit er nur dem Bund rechtzeitig mitgeteilt wird. So ist es auch in Abschnitt 4.11 S. 3 UmschKI geregelt, wo nur von der Unterrichtung des Bundes gesprochen wird. Für diese Unterrichtung besteht übrigens keinerlei Formvorgabe.

---

<sup>1277</sup> BGHZ 3, 354, 358; BGH, WM 1971, 956, Leitsatz 4; *Ellenberger*, in: Palandt, § 167 BGB Rn. 15; a.A.: *Gernhuber*, JZ 1995, 381.

Eindeutig im Gesetz verankert und damit als wirksam zu akzeptieren ist die 48stündige Widerrufssperre. In diesem Zusammenhang stellt sich lediglich die Frage, wie diese Frist zu berechnen ist. Man könnte daran denken, § 222 Abs. 3 ZPO entsprechend anzuwenden, wonach bei der Berechnung einer Stundenfrist Sonntage, allgemeine Feiertage und Sonnabende nicht mitgerechnet werden. Der Rechtsgedanke des § 222 Abs. 3 ZPO erscheint allerdings nicht auf die vorliegende Situation übertragbar. Denn dort wirkt sich die Regelung zugunsten der handlungspflichtigen Prozesspartei aus, die nicht gezwungen sein soll, Prozesshandlungen am Wochenende und feiertags vornehmen zu müssen. In § 4g Abs. 2 BSchuWG ist die Interessenlage indes eine völlig andere. Die 48stündige Widerrufssperre beschränkt das Selbstbestimmungsrecht des vollmachtgebenden Gläubigers. Der Zeitraum, in dem die Vollmacht eingefroren ist, sollte nicht durch Fristberechnungsregeln verlängert werden. Für den Gläubiger ist es allemal besser, an einem Sonntag die Vollmacht zu widerrufen, als sie gar nicht mehr widerrufen zu können. Auf einem ganz anderen Blatt steht freilich die Frage, wie es sich bei der stundengenauen Betrachtung hinsichtlich der Unterrichtung des Bundes mit den Zugangsregeln verhält.<sup>1278</sup>

Was die Wirkungen der 48stündigen Widerrufssperre angeht, so werden diese durch zwei Faktoren abgemildert. Zum einen wurde bereits im vorhergehenden Abschnitt dargelegt, dass die Vollmacht im deutschen Recht keine verdrängende Wirkung hat. Der Gläubiger, der seinem Bevollmächtigten nicht mehr vertraut, kann also (soweit er dazu nach den tatsächlichen Umständen in der Lage ist) sein Stimmrecht selbst wahrnehmen.<sup>1279</sup> Zum anderen kann auch eine unwiderrufliche Vollmacht gemäß den allgemein anerkannten Fallgruppen (zu denken ist insbesondere an die Evidenz des Vollmachtmissbrauchs<sup>1280</sup>)

---

<sup>1278</sup> Insofern wird man generell, insbesondere aber wenn eine Gläubigerversammlung tatsächlich an einem Montag oder Dienstag oder nach einem Feiertag terminiert ist, nach der Verkehrsanschauung vom Bund erwarten können, Vorkehrungen zu treffen, durch die die Möglichkeit zur Kenntnisnahme im Sinne des Zugangstatbestandes sehr zeitnah zum Eingang anzusetzen ist.

<sup>1279</sup> In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass ein Anmeldeerfordernis zur Gläubigerversammlung nirgends festgelegt ist, vgl. unten 4.4.2.

<sup>1280</sup> Dazu *Wolf/Neuner*, Allgemeiner Teil des bürgerlichen Rechts, § 46 Rn. 102 ff.

missbraucht werden.<sup>1281</sup> Von einer solchen Fallgestaltung ist speziell dann auszugehen, wenn sowohl Bevollmächtigter als auch Vollmachtgeber an einer Gläubigerversammlung teilnehmen und unterschiedlich abstimmen wollen. Die Rechtsfolgen des Vollmachtmissbrauchs richten sich dann nach § 180 BGB analog.<sup>1282</sup> Das bedeutet die Unwirksamkeit der Stimme gemäß § 180 S. 1 BGB. Eine analoge Anwendung von § 180 S. 2 BGB dürfte in diesem Zusammenhang richtigerweise ausscheiden. Zwar ist (in dessen unmittelbarem Anwendungsbereich) anerkannt, dass er auf die Stimmabgabe bei Gesellschafterbeschlüssen anwendbar ist, weil diese gegenüber der Gesellschaft empfangsbedürftige Willenserklärungen darstellen.<sup>1283</sup> Vorliegend weicht die Situation allerdings insofern ab, als Empfänger der Stimmabgabe die Berechnungsstelle ist, während die berührten Gewissheitsinteressen vor allem bei den übrigen Gläubigern und dem Schuldner liegen. Die Situation ist hier eher mit der amtsempfangsbedürftigen Willenserklärung vergleichbar. Für diese ist, jedenfalls soweit Gewissheitsinteressen Dritter im Raum stehen, anerkannt, dass sie nicht unter § 180 S. 2 BGB fällt.<sup>1284</sup>

Zusammenfassend ist also festzuhalten, dass das mit der Widerrufssperre verfolgte Ziel der Vereinfachung und Steigerung der Rechtssicherheit kaum erreicht werden wird. Diese Konstruktion wirft vielmehr unnötigerweise komplizierte Folgefragen im Bereich der missbrauchsschützenden Regelungen des Stellvertretungsrechts auf.

---

<sup>1281</sup> Selbst das Grundbuchamt, dessen Tätigkeit an sich einer starken Formalisierung unterliegt, muss einen offensichtlichen Vollmachtmissbrauch nach der Rechtsprechung berücksichtigen, vgl. OLG München, NJW-RR 2013, 1174 m.w.N.

<sup>1282</sup> *Wolf/Neuner*, Allgemeiner Teil des bürgerlichen Rechts, § 46 Rn. 104.

<sup>1283</sup> *Valenthin*, in: *Bamberger/Roth*, § 180 BGB Rn. 5.

<sup>1284</sup> Siehe insofern zur engen Auffassung, die nach dem Gewissheitsinteresse differenziert *Schramm*, in: *MüKo BGB*, § 180 BGB Rn. 4. Nach h.M. fallen amtsempfangsbedürftige Willenserklärungen nie unter § 180 S. 2 BGB, vgl. *Valenthin*, in: *Bamberger/Roth*, § 180 BGB Rn. 5; *Ellenberger*, in: *Palandt*, § 180 BGB Rn. 1.

### 4.3.3 Fazit

Die Untersuchung des Zusammenspiels von UmschKI und deutschem Gesetzesrecht ergibt folgendes Bild: an einer Reihe von Punkten besteht erhebliche Rechtsunsicherheit und es ist davon auszugehen, dass die Vorgaben der CTR nicht korrekt umgesetzt werden. Dies ist eine weitere Bestätigung dafür, dass es illusorisch ist, anzunehmen, das Ziel der gleichen rechtlichen Wirkung der Klauseln in allen Mitgliedstaaten könne auf dem gewählten Weg erreicht werden. Festzuhalten ist allerdings auch, dass die erörterten Problempunkte nicht die Kernfunktion der Umschuldungsklauseln, also den grundlegenden Mechanismus einer Änderungsbefugnis der Gläubigermehrheit betreffen. Sie beziehen sich vielmehr auf Einzelfragen in Randbereichen. Die rechtlichen Probleme lassen sich dabei inhaltlich darauf zurückführen, dass schon die Gestaltung der CTR an diesen Stellen (Wirkung der Bescheinigung der Berechnungsstelle, Vollmachtsfragen) unausgereift und interessenwidrig ist. Dies provoziert das Einschreiten von Korrekturmechanismen des nationalen Zivilrechts, soweit es der Gesetzgeber versäumt oder auch nicht gewagt hat,<sup>1285</sup> diese durch explizite gesetzliche Vorgaben auszuschalten.

Über die Auseinandersetzung mit den in den deutschen Umsetzungsmaßnahmen enthaltenen Regelungen hinaus ist es auch wichtig, auf Bereiche zu blicken, die dort nur unzureichende Berücksichtigung gefunden haben.

## 4.4 Unzureichend geregelte Fragen

### 4.4.1 Nennwertberechnungen in Sonderfällen

Aus Praktikersicht bemängelt wurde, dass das Bundesschuldenwesengesetz zur Nennwertberechnung in Sonderfällen (ausländische Währung, Diskontpapiere,

---

<sup>1285</sup> Über die Gründe, warum das BSchuWG die meisten aus der Perspektive eines deutschen Juristen seltsam anmutenden Vorgaben der CTR nicht *expressis verbis* umgesetzt hat, lässt sich nur spekulieren.



indexierte Wertpapiere) keinerlei Regelung enthält.<sup>1286</sup> Dies wird als unnötige Quelle von Unsicherheit und Prozessrisiken angesehen. Dieser Kritik ist beizupflichten. Bedenken gegen die Wirksamkeit der Vereinbarung der Berechnungsregeln in den Emissionsbedingungen ohne korrelierende gesetzliche Grundlage bestehen aber nicht. Es ist nichts dafür ersichtlich, dass diese Regelungen an die Grenzen der Vertragsfreiheit stoßen. Sie sind wie dargelegt<sup>1287</sup> in den wesentlichen Punkten sachgemäß. Bedauerlich sind die bereits angesprochenen Formulierungsschwächen der deutschen Fassung,<sup>1288</sup> die nach hier vertretener Auffassung aber durch Auslegung behebbar sind.

#### **4.4.2 Verfahrensregeln für die Gläubigerversammlung**

Schwerwiegender erscheint, dass im Rahmen der Umsetzungsmaßnahmen der Festlegung von Verfahrensregeln zu Vorbereitung und Ablauf der Gläubigerversammlung, die über die Mindestanforderungen der CTR hinaus gehen, kein Augenmerk geschenkt wurde. Der Unterausschuss selbst hatte ja darauf hingewiesen, dass die CTR zu Ablauffragen nur rudimentäre Regelungen enthalten, weil im Übrigen die Möglichkeit bestehen soll, auf bewährte Lösungen des nationalen Rechts zurückzugreifen.<sup>1289</sup> Ein entsprechendes Regelungsmodell hätte im deutschen Recht das Schuldverschreibungsgesetz geboten, das aber auf die Bundeswertpapiere nicht anwendbar ist.<sup>1290</sup> Die Regelungen im Bundesschuldwesengesetz orientieren sich an der Vorgabe der CTR. Sie gehen für die Phase bis zur Beschlussfassung inhaltlich nicht über dessen Regelungsdichte hinaus. Lediglich das weitere Schicksal des gefassten Beschlusses (Anfechtung, Wirksamkeit und Vollziehung) regeln sie ergänzend. So kommt es, dass in der Praxis wichtige Verfahrensfragen ungeregelt sind. Dies betrifft zum einen sogar Regelungen, die die Abwicklung aus Emittentensicht

---

<sup>1286</sup> *Allen & Overy*, Government bond restructuring "made in Germany": the rise of anti-holdout clauses, S. 8.

<sup>1287</sup> Oben 3.2.4.

<sup>1288</sup> Siehe 4.2.2.1.3.

<sup>1289</sup> *Unterausschuss*, Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, S. 3.

<sup>1290</sup> Zur grundsätzlichen Kritik bereits 4.2.1.2.

erheblich vereinfachen. So ist weder ein Verfahren betreffend die Anmeldung der Gläubiger zur Teilnahme an der Gläubigerversammlung vorgesehen, noch sind formale Anforderungen an den Nachweis der Gläubigerstellung definiert. Mangels Regelung ist hier nun davon auszugehen, dass eine Anmeldung nicht verlangt werden kann und der Nachweis der Gläubigerstellung in beliebiger Form möglich ist. Für die bereits begebenen Bundeswertpapiere erscheint ein Tätigwerden des Gesetzgebers als der einzige Weg, um die aufgezeigten Lücken zu schließen. Abschnitt 4.1 UmschKI nimmt zwar Bezug auf weitere vom Bund erlassene und bekanntgemachte Verfahrensregeln. Eine (noch dazu am Maßstab des AGB-Rechts wirksame) Ermächtigung zur nachträglichen einseitigen Änderung der Emissionsbedingungen in Punkten, die die Rechte der Gläubiger beschränken, kann darin jedoch nicht gesehen werden.

Zum anderen führt das fehlende Bemühen, die vom Unterausschuss eröffneten Gestaltungsspielräume zu nutzen, aber auch dazu, dass objektive Verfahrenssicherungen missachtet werden, die an sich zu den unabdingbaren Standards im deutschen Recht zählen sollten. Dies ist umso fragwürdiger, als entsprechende Anforderungen im Rahmen des Schuldverschreibungsgesetzes für ausländische Staaten als Emittenten gelten. Zu nennen sind ein Teilnehmerverzeichnis und eine notarielle Niederschrift über die Versammlung.<sup>1291</sup> In diesen Punkten ist es dem Bund freilich nicht verwehrt, auch ohne rechtliches Erfordernis im Falle einer Gläubigerversammlung entsprechende Vorkehrungen zu treffen. Dies erscheint schon mit Blick auf Beweisfragen im Rahmen von Beschlussanfechtungsklagen dringend angeraten.

Differenziert zu betrachten ist, dass die in Gestalt der ergänzenden Bestimmungen<sup>1292</sup> vom Unterausschuss gegebenen Anregungen nicht aufgegriffen wurden. Hinsichtlich einer Klausel, wonach offensichtliche Fehler der Emissionsbedingungen einseitig korrigiert werden können, ist mit Blick auf die restriktive BGH-Rechtsprechung<sup>1293</sup> nachvollziehbar, dass man die Finger davon

---

<sup>1291</sup> Zur Rolle des Notars im Rahmen des SchVG vgl. *Otto*, DNotZ 2012, 809.

<sup>1292</sup> *Unterausschuss*, Supplemental Provisions.

<sup>1293</sup> BGH, WM 2009, 1500.

gelassen hat, zumal von einer solchen Gestaltung auch kein großer Nutzen zu erwarten ist. Ebenso nachvollziehbar ist, dass man eine Kollektivierung des Klagerechts nicht aufgegriffen hat. Eine solche Gestaltung entspricht nicht im Ansatz der Logik der deutschen Anfechtungsklage und hätte schwierige Fragen mit Blick auf das Recht auf effektiven Rechtsschutz gemäß Art. 19 Abs. 4 GG aufgeworfen.

#### 4.4.3 Kollektivierung des Kündigungsrechts

Großen Nutzen böte demgegenüber die Kollektivierung der Entscheidung über die Ausübung von Kündigungsrechten. Dies mag auf den ersten Blick verwundern, wenn man bedenkt, dass § 5 S. 2 der Emissionsbedingungen des Bundes<sup>1294</sup> bestimmt, dass eine vorzeitige Kündigung ausgeschlossen ist. Diese Bestimmung ist jedoch wirkungslos. Es entspricht allgemeiner Ansicht, dass ein Ausschluss des Rechts auf außerordentliche Kündigung in den Anleihebedingungen nicht möglich ist.<sup>1295</sup> Umstritten ist lediglich, ob eine Anleihe mit Darlehenscharakter als Dauerschuldverhältnis zu behandeln ist und damit § 314 BGB Anwendung findet. Wenn man dies bejaht, so stellt er zwingendes Gesetzesrecht dar, das in den Anleihebedingungen nicht abbedungen werden kann. Der Streit um den Dauerschuldcharakter von Anleihen wird in der Literatur mit großem dogmatischem Tiefgang geführt.<sup>1296</sup> Völlig unberührt von diesem Streitstand hat das LG Köln Anfang 2012 eine Entscheidung mit erheblichem Obstruktionspotential für das gesamte CAC-Konzept gefällt.<sup>1297</sup> Im streitgegenständlichen Fall war eine Mehrheitsentscheidung der Gläubiger bei einer ersten Gläubigerversammlung daran gescheitert, dass die Anforderungen

---

<sup>1294</sup> Bzw. § 3 Abs. 1 S. 2 Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Wertpapiere.

<sup>1295</sup> *Veranneman*, in: ders., SchVG, § 5 SchVG Rn. 30; *Horn*, BKR 2009, 446, 450.

<sup>1296</sup> Zu den entgegengesetzten Ansichten siehe einerseits *Horn*, ZHR 173 (2009), 12, 50 f., und andererseits *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 336 ff.

<sup>1297</sup> Insgesamt ergingen drei im Kern gleichlautende Urteile. LG Köln, Az. 30 O 13/11, BeckRS 2012, 6655; LG Köln, Az. 30 O 14/11, BeckRS 2012, 6656 sowie LG Köln, BB 2012, 1821 (Az. 30 O 63/11, BeckRS 2013, 6658) m. Anm. *Trautrim*s. Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf das letztgenannte Verfahren. Das ist dasjenige, bei dem die Kündigung am spätesten erklärt wurde. Im erstgenannten Verfahren erfolgte die Kündigung schon vor der ersten Gläubigerversammlung.

an die Beschlussfähigkeit nicht erreicht waren. Während der Zeitspanne bis zur zweiten Gläubigerversammlung (die dann auch Verzichtsbeschlüsse gefasst hat) kündigte der Kläger außerordentlich. Das Gericht gab seiner Klage auf Rückzahlung des vollen Nennwertes statt. Es entschied damit (ohne diesen Punkt zu problematisieren) erstens, dass bei einer Anleihe mit Darlehenscharakter § 314 BGB anwendbar ist. Und zweitens sah es einen wichtigen Kündigungsgrund darin, dass der Emittent von drohender Zahlungsunfähigkeit ausgeht und die Gläubiger deshalb um eine Restrukturierung ersucht.<sup>1298</sup> Sollte sich diese Auffassung allgemein durchsetzen, so wäre dies der Sargnagel für das CAC-Konzept und es käme zu einem Wettlauf der kündigenden und klagenden Gläubiger. Man mag der Entscheidung gewiss entgegen halten, dass sie sowohl die dogmatische Problematik des Dauerschuldcharakters verkennt, als auch übersieht, bei der Interessenabwägung im Rahmen des § 314 Abs. 1 S. 2 BGB die Ratio des Konzepts der Umschuldungsklauseln zu berücksichtigen.<sup>1299</sup> Und auch darüber, ob eine Kündigung während des Umschuldungsvorgangs eine unzulässige Rechtsausübung ist, lässt sich nachdenken.<sup>1300</sup> Aus der Perspektive der Klauselgestaltung heraus stellt sich jedoch unabhängig davon, welche Auffassung inhaltlich am meisten überzeugt, vor allem die Aufgabe, im Sinne des Gebots des sichersten Weges Vorkehrungen dafür zu treffen, die sich aus der referierten Rechtsprechung ergebenden Folgen soweit wie möglich einzufangen. Hierfür wäre die in Abschnitt 2 der ergänzenden Bestimmung vorgeschlagene Kollektivierung des Kündigungsrechtes ein probates Mittel. Diese Maßnahme kennt das deutsche Recht in Gestalt von § 5 Abs. 5 SchVG, der auch außerhalb seines Anwendungsbereichs als gesetzliches Leitbild für die Klauselgestaltung fungieren kann.<sup>1301</sup> Eine Kollektivierung der Kündigung erschwert es zum einen, sie zu erklären, und nimmt ihr zum anderen den bevorzugenden Charakter für

---

<sup>1298</sup> LG Köln, BB 2012, 1821, 1822

<sup>1299</sup> Dazu *Paulus*, WM 2012, 1109, 1111 f. und *Trautrimis*, BB 2012, 1823 f.

<sup>1300</sup> Im Ergebnis verneinend *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 175 f.

<sup>1301</sup> Siehe oben 4.1.3.

besonders aggressive Gläubiger. Denn eine kollektiv erklärte Kündigung gilt für alle Gläubiger, so dass eine Besserstellung einzelner Gläubiger wirksam verhindert wird. Unabhängig von diesem auf der Ebene der Emissionsbedingungen einfach zu realisierenden Mittel wäre es ganz allgemein für den Bereich des gesamten Schuldverschreibungsrechtes wünschenswert, der Gesetzgeber würde klarstellen, dass die Ankündigung einer Gläubigerversammlung kein außerordentlicher Kündigungsgrund ist.<sup>1302</sup>

Bereits die Erörterungen im dritten Kapitel haben gezeigt, dass eine wesentliche Grenze des auf europäischer Ebene gewählten vertraglichen Ansatzes in der Einbettung der Gläubigerbeschlüsse in das nationale Rechtsschutzregime zu sehen ist. Dieses prägt die Wirkungen der Umschuldungsklauseln maßgeblich. Daher ist nunmehr die Gestalt des Rechtsschutzregimes im deutschen Recht auszuloten.

#### **4.5 Rechtsschutzregime**

Der Rahmen für den Rechtsschutz wird durch § 4i BSchuWG vorgeben. Gemäß dessen Absatz 1 kann ein Beschluss wegen Verletzung des Gesetzes oder der Emissionsbedingungen durch Klage angefochten werden. Absatz 2 definiert die prozessualen Voraussetzungen dieser Klage. Absatz 3 sieht mit dem Ziel, die zeitliche Blockade unberechtigter Anfechtungsklagen möglichst gering zu halten, ein Freigabeverfahren nach aktienrechtlichem Vorbild vor. Auf alle drei Themenfelder ist nunmehr vertieft einzugehen.

---

<sup>1302</sup> Eine Ermächtigung zugunsten des Emittenten, in den Anleihebedingungen sämtliche Kündigungsgründe in bestimmten Fällen auszuschließen, war in den Entwürfen zum SchVG 2009 enthalten, wurde aber verworfen; vgl. dazu *Veranneman*, in: ders., SchVG, § 5 SchVG Rn. 30.

### 4.5.1 Prüfungsmaßstäbe

Mit „Verletzung des Gesetzes oder der Emissionsbedingungen“ fasst das Gesetz den Kontrollmaßstab denkbar weit.<sup>1303</sup> Aus der zweiten Alternative ergibt sich, dass jenseits der sich durch die Bindungswirkung der Bescheinigung für die Berechnungsstelle resultierenden Sondersituation (vgl. § 4d Abs. 3 BSchuWG, Abschnitt 3.3 UmschKI)<sup>1304</sup> grundsätzlich auch jedweder formelle Fehler bei der Beschlussfassung beachtlich ist.<sup>1305</sup> Dies entspricht dem im Rahmen der CTR gefundenen Ergebnis.<sup>1306</sup> Wie anlässlich der Analyse der CTR ebenfalls herausgearbeitet, enthalten diese keine materiellen Anforderungen an den Beschlussinhalt, sondern überlassen diesen Bereich dem nationalen Recht. Dies führt im deutschen Kontext zu der Frage, welche Prüfungsmaßstäbe sich konkret daraus ergeben, dass ein Beschluss das Gesetz nicht verletzen darf.

Um auf diese Frage eine Antwort zu suchen, sollen zunächst denkbare rechtliche Anknüpfungspunkte systematisiert werden. Die so identifizierten Anknüpfungspunkte gilt es sodann auszuloten.

#### 4.5.1.1 Systematisierung der Anknüpfungspunkte

Sucht man nach Vorgaben des Gesetzes, die ein Gläubigerbeschluss verletzen kann, so stößt man zunächst einmal neuerlich auf die bereits ausführlich beschriebenen Unterschiede je nachdem, ob das Schuldverschreibungsgesetz mit seinen Anforderungen an den Beschlussinhalt anwendbar ist, ob also der Bund oder ein anderer Euro-Staat als Emittent auftritt.<sup>1307</sup> Für Papiere des

---

<sup>1303</sup> Zu den wenig bedeutsamen Beschränkungen, die § 4i Abs. 2 S. 7 BSchuWG anordnet, siehe im Detail nachfolgend im Rahmen der Erörterung der Anfechtungsklage.

<sup>1304</sup> Siehe dazu inhaltlich oben 4.3.1.2.

<sup>1305</sup> Inwieweit und mit welchen Fallgruppen sich eine spürbare Beschränkung aus der Übertragung der aktienrechtlichen Relevanztheorie für Verfahrensfehler ergibt, bleibt abzuwarten. Grundsätzlich für eine solche Übertragung auf das Schuldverschreibungsrecht: *Preuße*, in: ders., SchVG, § 20 SchVG Rn. 20; *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar SchVG, § 20 Rn. 40 f.

<sup>1306</sup> Oben 3.3.2.1.

<sup>1307</sup> Siehe oben 4.2.1.2.

Bundes generell und für diejenigen der übrigen Staaten ergänzenden stellt sich jedoch die Frage, welche Anforderungen sich aus allgemeinen Regeln ergeben.

Ein erster Anknüpfungspunkt ist der vertraglichen Natur des Anleiherechtsverhältnisses folgend das allgemeine Zivilrecht. Denkt man an die bereits herausgearbeiteten Beispiele für potentiell missbräuchliches Verhalten,<sup>1308</sup> die gleichsam den Prüfstein für die gesetzlichen Anforderungen bilden, so kristallisiert sich heraus, dass es zwei Ebenen gibt, auf denen ein Gläubigerbeschluss in Konflikt mit allgemeinen Prinzipien geraten kann. Zum einen ist da das Rechtsverhältnis des Schuldners gegenüber den Gläubigern. Der Vorwurf, ein Gläubigerbeschluss sei rechtswidrig, kann sich darauf stützen, dass sich der Schuldner den Gläubigern gegenüber unzulässig verhält. Die zweite Stoßrichtung, mit der sich der missbräuchliche Charakter eines Gläubigerbeschlusses begründen lässt, berührt das Verhältnis der Gläubiger untereinander. Insofern stehen sich die zustimmende Mehrheit und die überstimmte Minderheit gegenüber. Es kann zu einem Missbrauch der Position der Mehrheit zulasten der Minderheit kommen. Zur Frage, welche Schutzmechanismen in diesem Zusammenhang bestehen, hat sich seit Inkrafttreten des Schuldverschreibungsgesetzes 2009 eine lebhafte Diskussion entwickelt, die auch für den vorliegenden Kontext erschlossen werden kann.

Was das Rechtsverhältnis zwischen Schuldner und Gläubigern anlangt, so kann man darüber hinaus die Frage stellen, ob es sich in seiner zivilrechtlichen Gestalt erschöpft. Da es sich bei den Emittenten um Staaten handelt, erscheint es angebracht, über Überlagerungen aus anderen Rechtsgebieten nachzudenken. Zu untersuchen sind insofern zunächst einmal Anforderungen aus dem deutschen öffentlichen Recht, soweit der Bund als Emittent auftritt. Für ausländische Staaten ist schließlich zu erwägen, inwieweit aus der Perspektive des deutschen Rechts völkerrechtliche Einflüsse zu beachten sind.

---

<sup>1308</sup> Oben 3.3.3.1.

## 4.5.1.2 Zivilrechtliche Anforderungen an den Gläubigerbeschluss

### 4.5.1.2.1 Verhältnis Gläubiger-Schuldner

Aus zivilrechtlicher Perspektive stellt sich das Verhältnis Schuldner-Gläubiger folgendermaßen dar: Schuldner und Gläubiger stehen sich als Parteien einer Sonderbindung mit gegenläufigen Interessen gegenüber. Dies entspricht der Normalsituation im Schuldrecht. Es ist daher auf die allgemeingültigen Mindeststandards für redliches Verhalten in Sonderbindungen (§§ 138, 241 Abs. 2, 242 BGB) zurückzugreifen. So erscheint im Bereich des Schuldverschreibungsrechts unstreitig, dass zwischen Schuldner und Gläubiger keine über den Grundsatz von Treu und Glauben gemäß § 242 BGB und die allgemeine Rücksichtnahmepflicht aus § 241 Abs. 2 BGB hinausgehenden Treuepflichten bestehen.<sup>1309</sup> Speziell für die Wirksamkeit von Beschlüssen ist die zu ihrer Nichtigkeit führende Sittenwidrigkeit gemäß § 138 BGB eine äußerste Grenze.<sup>1310</sup> § 138 BGB ist im Bereich des Schuldverschreibungsrechtes vollumfänglich anwendbar.<sup>1311</sup> Die Nichtigkeit kann sich somit auch aus den äußeren Umständen der Beschlussfassung,<sup>1312</sup> mithin auch aus dem Verhalten des Schuldners ergeben. Dass die materiellen Grenzen des § 138 BGB einzuhalten sind, erweist sich nicht als umstritten. Streitig bzw. ungeklärt ist lediglich die daran anschließende Problematik, in welchem Rahmen die Nichtigkeit gerichtlich geltend gemacht werden kann. Auf diese Frage wird zum Abschluss des vorliegenden Abschnitts ausführlich eingegangen.<sup>1313</sup>

Eine falsche Fährte hinsichtlich des Verhältnisses des Schuldners gegenüber den Gläubigern legt schließlich – zumindest für Bundeswertpapiere – § 4i Abs. 2

---

<sup>1309</sup> *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 301.

<sup>1310</sup> *Vogel*, ZBB 2010, 211, 218.; *ders.*, in: *Preuße*, SchVG, § 20 SchVG Rn. 10; ohne ausdrückliche Bezugnahme auf § 134 BGB für die Existenz nichtiger Beschlüsse auch: *Baums*, ZBB 2009, 1, 4; *Horn*, ZHR 173 (2009), 12, 62.

<sup>1311</sup> *Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 6.

<sup>1312</sup> *Vogel*, ZBB 2010, 211, 218.

<sup>1313</sup> Unten 4.5.1.2.3.



S. 2 BSchuWG, der § 20 Abs. 1 S. 2 SchVG für anwendbar erklärt. Demnach sollen Fehler im Zusammenhang mit der Erteilung von Informationen nur beachtlich sein, wenn ein objektiv urteilender Gläubiger die Erteilung der Information als wesentliche Voraussetzung für sein Abstimmungsverhalten angesehen hätte. Diese Bestimmung hängt allerdings völlig in der Luft, weil es an einer § 16 Abs. 1 SchVG vergleichbaren Vorschrift und damit an einem Auskunftsrecht der Gläubiger fehlt. Es ist nicht davon auszugehen, dass sich aus allgemeinen Bestimmungen ein individueller Auskunftsanspruch der Gläubiger gegen den Schuldner auf Informationserteilung in der Gläubigerversammlung ableiten lässt. Besteht aber kein Auskunftsanspruch, so kann dieser auch nicht verletzt werden. Erteilt der Schuldner den Gläubigern gleichwohl freiwillig Informationen, um für die Zustimmung zu seinem Beschlussvorschlag zu werben, so kann eine Fehlinformation ungeachtet dessen natürlich allgemeine Grenzen (§§ 138 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB) verletzen. Greift ein derart gravierender Vorwurf ein, so wird man allerdings auch von einer wesentlichen Information im Sinne des § 20 Abs. 1 S. 2 SchVG auszugehen haben.

#### 4.5.1.2.2 Verhältnis der Gläubiger untereinander

Das Schuldverschreibungsgesetz in der Fassung von 2009 normiert (anders als sein Vorgänger aus dem Jahr 1899) keinen inhaltlichen Maßstab zur Beurteilung von Mehrheitsbeschlüssen<sup>1314</sup> und auch die Gesetzesbegründung schweigt zu der Frage, inwiefern ein solcher anzulegen ist.<sup>1315</sup> Ebenso wie § 4i BSchuWG spricht § 20 Abs. 1 S. 1 SchVG schlicht von einer Verletzung des Gesetzes. Dementsprechend steht die breit angelegte Diskussion, die sich seit 2009 zur Frage der Gestalt des Rechtsverhältnisses der Gläubiger untereinander und den daraus folgenden Prüfungsmaßstäben entwickelt hat, auf allgemeingültigem dogmatischem Fundament. Sie ist daher vollumfänglich auf die Situation bei

---

<sup>1314</sup> *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 205; *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 249.

<sup>1315</sup> *Simon S.*, Corporate Finance law 2010, 159, 161.

Staatsanleihen übertragbar, unabhängig von der Person des Emittenten und der Anwendbarkeit des SchVG.

Im Ausgangspunkt ist unzweifelhaft und allgemein anerkannt, dass mit der Zubilligung bindender Entscheidungsbefugnisse für die Gläubigermehrheit eine Missbrauchsgefahr zulasten der Minderheit korreliert und dass es diesbezüglich irgendeine Art von Korrektiv geben muss.<sup>1316</sup> Zu verweisen ist zunächst auf die bereits im Verhältnis Schuldner-Gläubiger diskutierte äußerste Grenze der Sittenwidrigkeit. Auch Gläubiger untereinander dürfen sich natürlich nicht sittenwidrig verhalten. Dieser Maßstab erfasst jedoch nur unzureichend die Besonderheit, dass die Mehrheit auf die Rechte der Minderheit gegen deren Willen einwirken kann.<sup>1317</sup> Die Ansichten darüber, welche spezifischen Schutzmechanismen insofern greifen, gehen weit auseinander. Eine erste pragmatische Strömung zieht aus der bereits geschilderten prozessualen Anlehnung des Schuldverschreibungsgesetzes an das Aktienrecht<sup>1318</sup> die Konsequenz, im Rahmen der Anfechtungsklage sei in Parallele zu den anerkannten Fallgruppen des Aktienrechts auch bei Schuldverschreibungen eine materielle Inhaltskontrolle anhand der dort etablierten Maßstäbe Willkürverbot, Verhältnismäßigkeit und Verfolgung der gemeinsamen Interessen aller Gläubiger durchzuführen.<sup>1319</sup> Hiergegen richtet sich Kritik mit dem Einwand, die Übertragung der aktienrechtlichen Prinzipien sei dogmatisch nicht tragfähig, weil die Situation von Aktionären als Mitgliedern eines Verbandes und Gläubigern

---

<sup>1316</sup> *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317, 1321; *Simon S.*, a.a.O., 161; *Vogel*, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 41.

<sup>1317</sup> Die Sittenwidrigkeit sowie die explizit im SchVG genannten Grenzen (Gleichbehandlungsgebot, Verbot von Nachschusspflichten) für ausreichend erachten dagegen *Bliesener/Schneider*, in: *Langenbucher/Bliesener/Spindler*, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 21; *Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 22.

<sup>1318</sup> Oben 3.3.2.2.

<sup>1319</sup> *Baums*, ZBB 2009, 1, 6; *Horn*, ZHR 173 (2009), 12, 62; *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 252 ff. *Vogel*, in: *Preuß*, SchVG, § 20 SchVG Rn. 27 und 31, spricht sich zwar gegen eine pauschale Übertragung aktienrechtlicher Grundsätze aus, hält die genannten Kriterien aber gleichwohl für einschlägig.

nicht vergleichbar sei.<sup>1320</sup> Es fehle den Gläubigern insbesondere an der Verfolgung eines gemeinsamen Zweckes. Aufbauend auf diese zutreffende Erkenntnis verlagert sich die Diskussion dahin, die Dogmatik der Gläubigergemeinschaft zu klären und hieraus einen eigenständigen Maßstab zu entwickeln. Die genaue dogmatische Fundierung der Gläubigergemeinschaft ist als nicht gesichert zu betrachten.<sup>1321</sup> In der neueren monographischen Literatur werden eine „Bruchteils-gemeinschaft an unteilbaren Gestaltungsrechten“<sup>1322</sup>, eine „hybride Mischung aus Gemeinschaft und Personengesellschaft“<sup>1323</sup>, eine „Gemeinschaft *sui generis*“<sup>1324</sup> bzw. eine „gesellschaftsähnliche Interessengemeinschaft“<sup>1325</sup> vertreten. In Anbetracht dieses Spektrums greift die Erkenntnis Raum, dass es für die Beantwortung der Frage nach dem Missbrauchsschutz nicht auf die definitive Klärung des dogmatischen Gerüsts insgesamt ankommt, sondern speziell darauf, inwiefern zwischen den Gläubigern die Existenz von Treuepflichten zu bejahen ist.<sup>1326</sup> So sind Treuepflichten als Fundament für eine materielle Beschlusskontrolle anzusehen.<sup>1327</sup> Das Argument der fehlenden Vergleichbarkeit mit dem Gesellschaftsrecht findet sich auch bei der Diskussion um die Treuepflichten wieder und wird als Stütze herangezogen, um diese zu verneinen.<sup>1328</sup> Dies greift jedoch zu kurz. So wurde jüngst in einer umfassenden und überzeugenden monographischen Untersuchung

---

<sup>1320</sup> Podewils, DStR 2009, 1914, 1918; Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 205; Leber, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 254; Bliesener/Schneider, a.a.O., Rn. 20.

<sup>1321</sup> Leber, a.a.O., S. 226 ff.

<sup>1322</sup> Schmidtbleicher, a.a.O., S. 354 ff.

<sup>1323</sup> Schönhaar, a.a.O., S. 69 f.

<sup>1324</sup> Leber, a.a.O., S. 230 f.

<sup>1325</sup> Simon U., Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 213 ff.

<sup>1326</sup> Leber, a.a.O., S. 255; Simon U., a.a.O., S. 220.

<sup>1327</sup> Simon U., a.a.O., S. 142.

<sup>1328</sup> Podewils, a.a.O.; Simon S., Corporate Finance law 2010, 159, 161; Vogel, ZBB 2010, 211, 219; Bliesener/Schneider, a.a.O., Rn. 19; Schneider, a.a.O., S. 7; Vogel, in: Preuße, SchVG, § 20 SchVG Rn. 27. Differenzierter nunmehr ders., Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 52, der sich zwar gegen Treuepflichten ausspricht aber eine „treuhänderische Bindung der Mehrheit gegenüber den Vermögensinteressen der Gläubigergesamtheit“ bejaht.

herausgearbeitet,<sup>1329</sup> dass Treuepflichten Ausfluss eines rechtsformunabhängigen Korrelats von Rechtsmacht zur Einwirkung auf Individualinteressen durch eine Gemeinschaft und aus § 242 BGB resultierender Verantwortung bei deren Ausübung sind.<sup>1330</sup> Der Gläubigermehrheit Einwirkungsmöglichkeiten auf die Rechtsposition auch der überstimmten Gläubiger zu eröffnen, ist aber gerade der Kern von Umschuldungsklauseln. Daher ist richtigerweise anzunehmen, dass zwischen den Gläubigern Treuepflichten existieren und ein Mehrheitsbeschluss diese nicht verletzen darf. Dies führt zu der Folgefrage, welcher konkrete Prüfungsmaßstab aus der Bejahung von Treuepflichten folgt. Hinsichtlich der Konkretisierung des Inhalts der Treuepflichten zeichnen sich zwei Strömungen ab. Eine Ansicht greift in der Sache auf die inhaltlichen Fundamente des Schuldverschreibungsgesetzes 1899 zurück und hält einen Beschluss für treuepflichtwidrig, wenn er nicht an den „gemeinsamen Interessen“ der Gläubiger ausgerichtet ist.<sup>1331</sup> Ein Beschluss muss demzufolge dem Interesse aller Gläubiger an bestmöglicher Befriedigung dienen und darf keine Sonderinteressen einzelner Gläubiger adressieren. Eine andere Ansicht sieht eine an einer Interessenabwägung orientierte Verhältnismäßigkeitsprüfung als Maßstab für die Beurteilung von Treuepflichtverstößen.<sup>1332</sup> Demnach ist anhand der etablierten Kriterien der Verhältnismäßigkeit (also legitimer Zweck des Beschlusses, Geeignetheit, Erforderlichkeit, Angemessenheit) die Ausgewogenheit des Beschlussinhaltes auch gegenüber der Position der Minderheit zu prüfen. Die Argumentationen erreichen an dieser Stelle ein sehr hohes Abstraktionsniveau, das von ihren Vertretern rechtsfolgenseitig nicht weiter anhand konkreter Fallgestaltungen konkretisiert wird. Unter Wertungsgesichtspunkten dürften die geschilderten

---

<sup>1329</sup> *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 169 ff.

<sup>1330</sup> *Simon U.*, a.a.O., S. 202 f. Mit wesentlich knapperer Begründung im Ergebnis übereinstimmend *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 255 f.

<sup>1331</sup> *Leber*, a.a.O., S. 252 f.; *Vogel*, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 53 f.; *Friedl*, in: *Frankfurter Kommentar SchVG*, § 20 SchVG Rn. 38.

<sup>1332</sup> *Simon U.*, a.a.O., S. 228 ff.

Ansichten sehr nahe beieinander liegen.<sup>1333</sup> So ist nach hier vertretener Ansicht der Maßstab der Verhältnismäßigkeit als umfassendere und operablere Formulierung des Gebots der Verfolgung gemeinsamer Interessen ohne Bevorzugung von Sonderinteressen anzusehen. Auch das Gebot der Verfolgung gemeinsamer Interessen kommt um eine abwägende Wertung nicht umhin. Die Rolle von Sonderinteressen lässt sich nicht anhand eines Schwarz-Weiß-Schemas identifizieren, sondern muss zum (legitimen) gemeinsamen Zweck ins Verhältnis gesetzt werden.<sup>1334</sup> Damit ist festzuhalten, dass auch bei anleihespezifischer Herleitung aus Treuepflichten von den Begriffskategorien her von einem vergleichbaren Prüfungsmaßstab wie bei der aktienrechtlichen Beschlussanfechtung auszugehen ist. Dies bedeutet allerdings nicht automatisch auch einen Gleichlauf der Abwägungserwägungen und ihres Ergebnisses. Denn diese dürften durch die Unterschiede hinsichtlich der Beschlussgegenstände und Interessen der beteiligten Akteure<sup>1335</sup> stärker geprägt werden als durch den Gleichlauf der begrifflichen Prüfungskategorien.

Klar ist aber auch, dass alle Theorie grau ist, solange die Rechtsprechung sich zu diesem Fragenkreis nicht positioniert hat. Eine baldige Klärung wäre im Interesse der Rechtssicherheit wünschenswert. Sie ist in naher Zukunft realistischerweise eher im Bereich von Unternehmensanleihen nach dem SchVG als bei Staatsanleihen zu erwarten. Es ist aber davon auszugehen, dass die dort gefundene Lösung sich auf ein derart allgemeines dogmatisches Fundament stützt, dass sie sich ohne Weiteres auf die Situation bei Staatsanleihen übertragen lässt.

---

<sup>1333</sup> *Friedl*, a.a.O., beschreibt den Unterschied dahin gehend, dass die Wahrung des gemeinsamen Interesses aller Gläubiger nur die Existenz des entsprechenden legitimen Zwecks und die Geeignetheit erfordere, es dagegen nicht auf die Erforderlichkeit und Angemessenheit der Maßnahme ankomme. Er geht an dieser Stelle indes nicht auf die zuvor ebenfalls von ihm anerkannte Komponente der Verfolgung von Sonderinteressen ein.

<sup>1334</sup> Für eine strikte Trennung zwischen (von ihm abgelehnter) Verhältnismäßigkeitsprüfung als Ausdruck einer sachlichen Rechtfertigung und dem Institut der Verfolgung von Sondervorteilen dagegen *Simon S.*, *Corporate Finance law* 2010, 159, 161.

<sup>1335</sup> Vgl. *Simon U.*, a.a.O. Siehe außerdem zur strukturell parallel gelagerten Problematik der Abwägung im Rahmen des Freigabeverfahrens unten 4.5.3.1.

Ein Sonderproblem bei Staatsanleihen, das im Bereich des SchVG bisher nicht existiert, besteht darin, wie der Verhältnismäßigkeitstest bei einer emissionsübergreifenden Änderung zu handhaben ist. Basierend darauf, dass auch die emissionsübergreifende Änderung wegen des zweistufigen Mechanismus ihren dogmatischen Ursprung innerhalb der jeweiligen Emission hat,<sup>1336</sup> ergeben sich keine Besonderheiten. Auch hier ist es die (leichter zu erreichende) Mehrheit innerhalb der jeweiligen Emission, die auf die Interessen der Minderheit einwirkt und dabei Treuepflichten zu wahren hat. Eine zweite Ebene an Treuepflichten zwischen den Emissionen ist dagegen nicht anzunehmen. Der Grundgedanke der Aggregation, durch den eigenen Verzicht ein Gesamtpaket zustande zu bringen, das auch mit Verzichten der Gläubiger anderer Anleihen einher geht, ist unbeschadet dessen als legitimer Zweck zu akzeptieren. Das Mittel zur Erreichung dieses Zwecks muss wiederum verhältnismäßig sein, d.h. auch die Lastenverteilung zwischen den Anleihen muss aus der Perspektive jeder in die Änderung einbezogenen Anleihe (ebenso wie die interne Lastenverteilung innerhalb der Anleihe, die auch sonst zu prüfen ist) geeignet, erforderlich und angemessen sein.

Zusammenfassend ist also festzuhalten, dass Gläubigerbeschlüsse am Maßstab des § 138 BGB zu messen sind, der umfassend für das Verhalten des Schuldners und der Gläubigermehrheit sowie für den Beschlussinhalt gilt. Darüber hinaus findet nach in vielen Punkten umstrittener Ansicht, der hier gefolgt wird, im Verhältnis von Gläubigermehrheit und Gläubigerminderheit eine auf Treuepflichten als allgemeine Ausprägung von Treu und Glauben gestützte materielle Beschlusskontrolle in Gestalt einer Verhältnismäßigkeitsprüfung des Beschlussinhaltes statt.

---

<sup>1336</sup> Vgl. oben 3.2.2.1.

#### 4.5.1.2.3 Anfechtbarkeit als einheitliche Fehlerfolge

Aufbauend auf diesen Befund stellt sich die Frage, welche Folge das Vorliegen eines der genannten Fehler für den Beschluss hat. Im Bereich der vom Gesetzgeber sowohl für das Schuldverschreibungsgesetz als auch für § 4i BSchuWG als konzeptionellen Bezugspunkt herangezogenen Hauptversammlungsbeschlüsse der AG unterscheidet das Gesetz selbst in den §§ 241 und 243 AktG sorgsam zwischen Nichtigkeits- und Anfechtungsgründen. Nichtigkeitsgründe führen *ex lege* zur Unwirksamkeit des Beschlusses, während Anfechtungsgründe nur dazu führen, dass eine Anfechtungsklage Erfolg hat. Der erfolgreichen Anfechtungsklage kommt Gestaltungswirkung zu (siehe § 241 Nr. 5 AktG) und sie beseitigt den bis dahin wirksamen Beschluss. Das Schuldverschreibungsgesetz enthält zu nichtigen Beschlüssen keinerlei Regelung. Es ist umstritten, welche Konsequenz daraus folgt. Die ganz herrschende Meinung geht davon aus, dass schon aufgrund allgemeiner Grundsätze zwischen nichtigen und anfechtbaren Beschlüssen zu unterscheiden sei und dass nichtige Beschlüsse *ipso iure* unwirksam seien. Sie verweist auf die Anwendbarkeit des § 138 BGB, der als Rechtsfolge nun einmal die Nichtigkeit eines sittenwidrigen Geschäfts allgemein anordnet,<sup>1337</sup> und zieht die historische Situation im Aktienrecht sowie die Rechtslage im Genossenschaftsrecht, wo ebenfalls nichtige Beschlüsse ohne explizite gesetzliche Grundlage anerkannt sind, als Vergleichspunkt heran.<sup>1338</sup> Auf der prozessualen Ebene wird aus der Anerkennung nichtiger Beschlüsse sodann die Konsequenz gezogen, dass es einer mit Gestaltungswirkung einhergehenden Anfechtung in diesem Fall nicht bedürfe und sich ein Gläubiger jederzeit, d.h. ohne Einhaltung einer Anfechtungsfrist, auf die Nichtigkeit berufen könne.<sup>1339</sup> Genau diese unerwünschten prozessualen Folgen dienen der Gegenansicht als Ansatzpunkt.

---

<sup>1337</sup> Vogel, ZBB 2010, 211, 218.

<sup>1338</sup> Schönhaar, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 255 ff. m.w.N.

<sup>1339</sup> Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 195; Vogel, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 47, der sich allerdings für die analogieweise Erstreckung der Verfahrensregeln der Anfechtungsklage auf die Nichtigkeitsklage ausspricht.

Sie versteht § 20 Abs. 1 S. 1 SchVG, wonach ein Beschluss wegen Verletzung des Gesetzes anfechtbar ist, als Richtungsentscheidung des Gesetzgebers, wonach alle denkbaren Verstöße, also auch Nichtigkeitsgründe, nur mit der Anfechtungsklage geltend gemacht werden können.<sup>1340</sup> Der Gesetzgeber habe im Bereich des SchVG die Anfechtungsklage als abschließenden Rechtsbehelf konzipiert.

Für die zweitgenannte Ansicht streiten ihre Kohärenz und die mit Blick auf den hohen Stellenwert der Rechtssicherheit im Wertpapierrecht sinnvollen Ergebnisse, zumal die Abgrenzung von Nichtigkeit und Anfechtbarkeit sich in Ermangelung gesetzlicher Vorgaben auch inhaltlich als schwierig erweist.<sup>1341</sup> Jedenfalls für den Bereich des Bundesschuldenwesengesetzes lässt sie sich überdies auch dogmatisch gut fundieren. So erweist sich die Formulierung des § 4j S. 1 BSchuWG bei näherer Betrachtung als bemerkenswert. Demnach werden Beschlüsse erst wirksam, wenn sie vollzogen sind.<sup>1342</sup> Vollzogen werden dürfen sie aber gemäß § 4i Abs. 3 S. 1 BSchuWG erst nach rechtskräftigem Abschluss des Verfahrens der Anfechtungsklage. Nimmt man diese Bestimmungen beim Wort, so ist ein Beschluss während der Anfechtungsklage noch gar nicht wirksam. Die Anfechtungsklage ist in dieser Konstellation rein technisch betrachtet damit keine Gestaltungs-klage, sondern nur eine Vorstufe zum Vollzug als dem maßgeblichen Gestaltungsakt. In diesem Verständnis kann vor dem Vollzug dann begrifflich auch nicht zwischen anfechtbaren und nichtigen Beschlüssen unterschieden werden. Denn ohne Wirksamkeit macht die Kategorie der Anfechtbarkeit keinen Sinn. Darin ist ein gewichtiges Indiz dafür zu

---

<sup>1340</sup> *Simon S.*, Corporate Finance law 2010, 159, 164; *Bliesener/Schneider*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 10; *Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 4.

<sup>1341</sup> Vgl. *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 274.

<sup>1342</sup> § 2 S. 2 SchVG knüpft demgegenüber nicht die Wirksamkeit des Beschlusses, sondern nur diejenige der beschlossenen Änderungen der Anleihebedingungen an den Vollzug. Darüber, ob diese feine begriffliche Differenzierung seitens des Gesetzgebers bewusst erfolgt ist, lässt sich natürlich nur spekulieren. Für eine dogmatische Relevanz des Unterschieds zwischen Wirksamkeit und Vollzug: *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 174.



sehen, dass es nicht im Sinne des Gesetzes sein kann, diese Unterscheidung nachträglich einzuführen, nachdem die Anfechtungsklage durchlaufen wurde. Versteht man vielmehr § 4i Abs. 1 BSchuWG so, dass alle Gesetzesverletzungen und damit auch Nichtigkeitsgründe nur mit der Anfechtungsklage geltend gemacht werden können, dann korreliert damit ein Verständnis des § 4j S. 1 BSchuWG, wonach ein Beschluss, der vollzogen worden ist, definitiv wirksam ist. Dies erscheint als systematisch geschlossene Gesetzesauslegung, die zudem dem praktischen Bedürfnis nach Rechtssicherheit gerecht wird.

Die soeben entfaltete Argumentation passt unmittelbar nur für Bundeswertpapiere, weil § 1 Abs. 2 S. 2 SchVG für ausländische Staatsanleihen § 4j BSchuWG von der entsprechenden Anwendbarkeit des Bundesschuldenwesengesetzes ausnimmt.<sup>1343</sup> § 4i SchVG ist jedoch auch auf die Anleihen ausländischer Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes anwendbar. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass die Anfechtungsklage sich ihrer Natur und Wirkung nach für diese Anleihen nicht von derjenigen bei Bundesanleihen unterscheiden darf. Alles andere wäre eine planwidrige Regelungslücke. So scheidet die Unterscheidung von anfechtbaren und nichtigen Beschlüssen für alle Anleihen aus, auf die § 4i BSchuWG anwendbar ist. Inwieweit darüber hinaus auch im Bereich des Schuldverschreibungsgesetzes insgesamt der auf den abschließenden Charakter der Anfechtungsklage abstellenden Ansicht zu folgen ist, kann hier offen bleiben. Es wurde jedoch deutlich, dass dafür gute Gründe sprechen.

Im Anschluss an die Ergründung der zivilrechtlichen Anforderungen gilt es zu klären, ob sich aus nationalem öffentlichem Recht und aus dem Völkerrecht weitere Prüfungsmaßstäbe ableiten lassen.

#### **4.5.1.3 Verfassungsrechtliche Anforderungen**

Die Frage, inwiefern der Bund öffentlich-rechtlichen Bindungen unterliegt, wenn er die durch die Umschuldungsklauseln geschaffene Möglichkeit nutzt, einen

---

<sup>1343</sup> Dies begründet sich aus den wertpapierrechtlichen Unterschieden (Fehlen des Skripturaktes bei Schuldbuchforderungen), vgl. oben 4.1.1.2.

Mehrheitsbeschluss zur Restrukturierung seiner Schulden herbeizuführen, ist naturgemäß gänzlich neuartig. Umschuldungsklauseln wurden erst durch die unterschiedslose Erstreckung auf Inlandsanleihen im Rahmen der europäischen Festlegung<sup>1344</sup> zu einer Krisenantwort des nationalen Rechts. So ist diese Thematik im deutschen Recht bisher schlicht unerörtert.<sup>1345</sup> Vorliegend soll gleichwohl eine erste grundlegende gedankliche Annäherung versucht werden. Klar ist dabei, dass öffentlich-rechtlich zu qualifizierende einfachgesetzliche Vorgaben nicht existieren. In Betracht zu ziehen ist hingegen die verfassungsrechtliche Ebene. So könnten zugunsten der Gläubiger grundrechtliche Gehalte wirken. An dieser Stelle kann man die Überlegungen rasch auf bekanntes Terrain zurückführen. Die Kreditaufnahme des Staates ist – soweit ersichtlich unstrittig – dem rein privatwirtschaftlichen Bereich der Staatsaktivität zuzuordnen.<sup>1346</sup> Für Umschuldungsklauseln als Teil des Anleihevertrages und ihren Einsatz als Element seiner Abwicklung kann nichts anderes gelten. Damit stellt sich das klassische Problem der Fiskalgeltung der Grundrechte.<sup>1347</sup> Mit der überzeugenden Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichtes<sup>1348</sup> und der herrschenden Meinung in der Literatur<sup>1349</sup> ist davon auszugehen, dass Art. 1 Abs. 3 GG eine umfassende Grundrechtsbindung für jedwedes Handeln des Staates anordnet. Die Folgen dieser Bindung erscheinen sodann aber überschaubar. Die Nutzung eines vertraglich vereinbarten Mechanismus lässt sich nicht als staatlicher Eingriff in ein Freiheitsrecht (in Betracht kommen schon vom Schutzbereich her nur Art. 14

---

<sup>1344</sup> Siehe oben 2.4.5.

<sup>1345</sup> Sie taucht selbst in der umfangreichen Abhandlung der Problematik der rechtlichen Möglichkeiten und Bindungen des Staates im Angesicht der drohenden Zahlungsunfähigkeit von *Lewinski*, Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, Kapitel C.III, nicht auf.

<sup>1346</sup> Zur Verortung der Kreditaufnahme im Rahmen der allgemeinen Abgrenzung zwischen *acte iure imperii* und *acte iuri gestionis*: *Aden*, ZRP 2010, 191; *Thole*, WM 2012, 1793, 1794; LG Konstanz, Urteil vom 19.11.2013 – 2 O 132/13 B, BeckRS 2013, 21405, Rn. 30.

<sup>1347</sup> *Pieroth/Schlink/Kingreen/Poscher*, Grundrechte, S. 47.

<sup>1348</sup> BVerfGE 128, 226, 244 f.

<sup>1349</sup> *Hillgruber*, in: ders./Hillgruber, Art. 1 GG Rn. 70.

und Art. 2 Abs. 1 GG) subsumieren.<sup>1350</sup> Dies würde für ein einseitiges Gestaltungsrecht gelten<sup>1351</sup> und gilt erst Recht vorliegend, wo sogar ein Konsens zwischen dem Staat als Schuldner und der Gläubigermehrheit besteht. Der Staat muss bei seinem zivilrechtlich radizierten Verhalten jedoch die grundrechtlichen Wertungsgehalte beachten, die über die Generalklauseln der §§ 134, 138, 242 BGB in das Zivilrecht einfließen.

Als maßgebliche normative Vorgabe ist insofern an den allgemeinen Gleichheitssatz gemäß Art. 3 GG zu denken. Dieser eröffnet in der Tat eine genuin öffentlich-rechtliche Perspektive. Er vermag wegen seiner allgemeinen Geltung für jedwedes Staatshandeln die vielschichten Elemente (Umschuldung, Steuererhöhungen, Privatisierungen, Kürzungen im öffentlichen Dienst usw.), die der Staat als Antwort auf eine Finanzierungskrise ergreift, unabhängig von ihrem Eingriffscharakter zu überwölben und in eine Beziehung zueinander zu setzen. Diese Wirkweise des Gleichheitssatzes wurde unter den Begriff der „Sanierungsgerechtigkeit“ gefasst.<sup>1352</sup> Die damit adressierte Makroperspektive ist dem zivilrechtlichen Denken fremd. So brillant allerdings die Idee eines Prüfungsmaßstabs der Sanierungsgerechtigkeit ist, so sehr erscheint es auch zweifelhaft, ob dieses Konzept im Kontext eines CAC-Einsatzes operabel einsetzbar ist und zu einem konturierten Schutzniveau führt. Dies ergibt sich aus zwei Erwägungen. So wird die verfassungsrechtliche Schutzwürdigkeit der Position von „lediglich“ Schuldentilgung fordernden Gläubigern im Vergleich zur Aufrechterhaltung anderer Staatsaufgaben, die in größerem Maße der Gewährleistung grundrechtlicher Gehalte dienen (z.B. Sicherung des Überlebens

---

<sup>1350</sup> A.A. mit abwegiger Argumentation *Philipp*, NVwZ - Extra 2013, 1, 4, der von einer Enteignung und außerdem von einer unzulässigen Sonderabgabe ausgeht und dabei völlig übersieht, dass Umschuldungsklauseln *de lege lata* nur in neue Anleihen eingefügt werden und niemand gezwungen wird, diese zu kaufen. Dies stellt einen entscheidenden Unterschied zu den „Zwangsanleihen“ dar, um die es in der Entscheidung BVerfGE 67, 256 (Rückzahlbare Abgabe zur Förderung des Wohnungsbaus durch Investitionshilfegesetz) ging.

<sup>1351</sup> Als Vergleichspunkt lässt sich insofern die Rechtsprechung zur Kündigung eines Girokontos durch eine grundrechtsgebundene Sparkasse heranziehen. Dort fasst die Rechtsprechung die Kündigung auch nicht als Grundrechtseingriff auf, sondern lädt über das Scharnier des § 134 BGB die zivilrechtlichen Maßstäbe mit grundrechtlichen Gehalten (Willkürverbot des Art. 3 Abs. 1 GG) auf, vgl. BGHZ 154, 146 und *Unger-Hellmich/Stephan*, BKR 2009, 441 m.w.N.

<sup>1352</sup> *Lewinski*, Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, S. 353.

und damit der Menschenwürde von Transferleistungsempfängern, Wahrung von Sicherheit und Ordnung), generell als schwach angesehen.<sup>1353</sup> Besteht deren Belastung überdies sogar nur in einer von der Gläubigermehrheit getragenen Anwendung eines bereits in den Emissionsbedingungen vorgesehen zivilrechtlichen Instrumentariums, so erscheint dies erst recht als milderes Mittel im Vergleich zum einseitigen Eingriff des Staates in anderweitige Rechtspositionen. Aber selbst wenn man sich darauf einlässt, nach einer gerechten Lastenverteilung zwischen allen Krisenbetroffenen zu fragen, hat das Kriterium der Sanierungsgerechtigkeit nur eine kaum greifbare Steuerungswirkung. Sie wird insbesondere durch die große Komplexität der Gesamtsituation, die zu weitgehender Typisierung und Schematisierung berechtigt und zwingt,<sup>1354</sup> und durch den schon aus Demokratiegründen weitreichend anzuerkennenden Primat der politischen Entscheidung<sup>1355</sup> ausgehöhlt. So bleibt am Ende als Ertrag aus der Auseinandersetzung mit der Idee der Sanierungsgerechtigkeit vor allem die Erkenntnis, dass dem sich sanierenden Staat eine „weitreichende Ausgestaltungsfreiheit“ zukommt.<sup>1356</sup> Überhaupt nicht bedacht worden zu sein scheint in diesem Kontext bis dato, wie sich diese Makroperspektive auf ein im Rahmen von Rechtsschutzverfahren auch hinsichtlich der festzustellenden Tatsachen handhabbares Kriterium verdichten lässt. Denn es erscheint weder sinnvoll noch praktikabel, im Rahmen der Prüfung einer Einzelmaßnahme wie eines Gläubigerbeschlusses Beweis über die Ausgewogenheit der gesamten Bundespolitik der jeweiligen Epoche erheben zu müssen, um die Sanierungsgerechtigkeit beurteilen zu können. Abhilfe gegen dieses Problem kann (und muss) man dadurch schaffen, dass man sich auf eine äußerst minimalistische Evidenzkontrolle beschränkt.<sup>1357</sup>

---

<sup>1353</sup> *Lewinski*, Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, S. 359 f.

<sup>1354</sup> A.a.O., S. 361.

<sup>1355</sup> A.a.O., S. 262.

<sup>1356</sup> A.a.O., S. 362.

<sup>1357</sup> Vgl. zur Evidenzkontrolle im Rahmen der Steuergerechtigkeit: BVerfGE 120, 125, 162; BVerfGE 82, 60, 91 f.

Versucht man trotz aller beschriebenen Unsicherheiten, aus diesen Erwägungen einen konkreten Prüfungsmaßstab abzuleiten, so könnte man wie folgt formulieren: Art. 3 GG ist auf einen CAC-Einsatz des Bundes über die zivilrechtlichen Generalklauseln grundsätzlich anwendbar. Der den Gläubigern unterbreitete und von diesen akzeptierte Änderungsvorschlag darf daher nicht gegen das Grundprinzip der Sanierungsgerechtigkeit verstoßen. Von einem solchen Verstoß ist in Anbetracht der weitreichenden Ausgestaltungsfreiheit des Staates hinsichtlich des Vorgehens bei der Bewältigung einer finanziellen Krise nur dann auszugehen, wenn ein ausgewogenes Krisenbewältigungskonzept evidentermaßen nicht ersichtlich ist.

Anzumerken ist, dass wenn und soweit – wie vorliegend an anderer Stelle gefordert<sup>1358</sup> – ein CAC-Einsatz nur gekoppelt an ein ESM-Programm möglich ist, dieses Kriterium als erfüllt anzusehen ist. Denn ein MoU, das am Maßstab des ESM-Vertrages die Anforderungen an eine stabilitätswahrende Hilfgewährung erfüllt, wird auch innerstaatlich naheliegender Weise als kohärentes Krisenbewältigungskonzept zu betrachten sein.<sup>1359</sup>

Zu erörtern ist schließlich die prozessuale Verortung des verfassungsrechtlichen Prüfungsmaßstabes. Auf der Grundlage der Rechtsprechung zum Rechtsschutz bei Vergaben der öffentlichen Hand unterhalb der vergaberechtlichen Schwellenwerte<sup>1360</sup> liegt es fern, die Eröffnung des Verwaltungsrechtsweges gemäß § 40 Abs. 1 S. 1 VwGO anzunehmen. Allein die umfassende Geltung des Gleichheitssatzes verleiht einem zivilrechtlichen Rechtsverhältnis, dessen Partei der Staat ist, keinen öffentlich-rechtlichen Charakter im Sinne des Prozessrechts.<sup>1361</sup> Vielmehr sind die öffentlich-rechtlichen Bindungen auf der

---

<sup>1358</sup> Oben 2.5.5 und 3.3.3.3.

<sup>1359</sup> Auch wenn die politischen Wahrnehmungen zur Frage der Sanierungsgerechtigkeit, wie die bisherigen Hilfgewährungen zeigen, naturgemäß sehr weit auseinander gehen werden. Eine Abschirmung von Verteilungsentscheidungen gegen den politischen Meinungsstreit ist allerdings wie im Punkt 2.6.2.1 bereits dargelegt im demokratischen Verfassungsstaat keine Aufgabe des Rechts und überfordert in jedem Fall die Leistungsfähigkeit des allgemeinen Gleichheitssatzes.

<sup>1360</sup> BVerwGE 129, 9.

<sup>1361</sup> BVerwGE 129, 9, 15 f.

Basis des Zivilrechts und seiner Rechtsbehelfe zu beachten. Dementsprechend ist der eher theoretische Fall, dass ein Gläubigerbeschluss gegen Art. 3 Abs. 1 GG in seiner Ausprägung als Sanierungsgerechtigkeit verstößt, als Gesetzesverletzung gemäß § 4i Abs. 1 BSchuWG zu behandeln und muss mit der Anfechtungsklage gemäß § 4i Abs. 2 BSchuWG vor dem Oberlandesgericht geltend gemacht werden.

#### **4.5.1.4 Völkerrechtliche Anforderungen**

Für ausländische Staaten als Emittenten von Anleihen, die dem deutschen Recht unterliegen, verlagert sich die Fragestellung nach öffentlich-rechtlichen Bindungen auf eine andere Ebene. Gemäß Art. 25 GG kommt den allgemeinen Regeln des Völkerrechts auch im deutschen Recht und dort auch innerhalb von Privatrechtsverhältnissen unmittelbare Wirkung zu.<sup>1362</sup> Von der Struktur her ist es also durchaus denkbar, dass Anforderungen aus dem allgemeinen Völkerrecht bei der Beurteilung der Wirksamkeit der Änderung der Bedingungen einer Staatsanleihe auf der Grundlage von Umschuldungsklauseln zu beachten sind. Dies setzt allerdings voraus, dass sich allgemeine Regeln des Völkerrechts identifizieren lassen, die über die bereits geschilderten Anforderungen des deutschen Zivilrechts hinausgehen. Art. 25 GG bildete in den letzten Jahren in der Diskussion zum Umgang des deutschen Rechts mit Umschuldungsbemühungen von Staaten durchaus einen Schwerpunkt der Diskussion. Dabei ging es aber nicht ansatzweise um die hier interessierende Frage, ob das Völkerrecht einem von Zahlungsunfähigkeit bedrohten Staat strengere Vorgaben macht als das Zivilrecht, unter dem er sich verschuldet hat, sondern vielmehr um das genau umgekehrte Phänomen. Es war zu klären, ob das Völkerrecht in Gestalt des Einwands des Staatsnotstands dem Staat Schutz gegen zivilrechtliche Bindungen eröffnet. Zu nennen ist namentlich die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur argentinischen

---

<sup>1362</sup> Vgl. *Streinz*, in: *Sachs*, Art. 25 GG Rn. 47 ff.

Zahlungseinstellung<sup>1363</sup> und die damit einhergehende Kontroverse.<sup>1364</sup> Ob diese Entscheidung in der Sache richtig ist, mag hier dahinstehen. Sie zeigt in jedem Fall, wie hoch die Anforderungen anzusetzen sind, die im Rahmen der Prüfung des Art. 25 GG an die Belege für eine von der notwendigen Rechtsüberzeugung (*opinio juris sive necessitatis*) getragene Staatenpraxis zu stellen sind.<sup>1365</sup> Einen Grundsatz für die Ausgestaltung von Umschuldungsklauseln, dessen völkergewohnheitsrechtlicher Charakter in der Literatur hergeleitet wurde, bildet das Verbot der Ungleichbehandlung von Gläubigern aufgrund ihrer Nationalität.<sup>1366</sup> Dieses Verbot dürfte für den CAC-Einsatz indes von vorne herein kaum je eine Rolle spielen. Und sollte der unrealistisch erscheinende Fall eintreten, dass Minderheitsgläubiger wegen ihrer Nationalität gezielt benachteiligt würden, so würde dies gewiss auch dem aus den zivilrechtlichen Treuepflichten der Mehrheit folgenden Verhältnismäßigkeitstest am Maßstab des gemeinsamen Interesses nicht standhalten. Darüber hinaus gehende allgemeingültige Standards für die inhaltliche Ausgestaltung von Umschuldungen insgesamt (und erst recht speziell solche für einen CAC-Einsatz) sind weit davon entfernt, die Maßstäbe des Art. 25 GG zu erfüllen. In jüngerer Zeit feststellbar sind allenfalls erste Ansätze, Entwicklungen anzustoßen, die zur zukünftigen Herausbildung allgemeiner Grundsätze des Völkerrechts in dieser Richtung führen könnten. Ein Literaturentwurf, der sich selbst zutreffender Maßen als experimentell bezeichnet,<sup>1367</sup> erhofft sich konzeptionelle Prägekraft davon, den Einsatz von Mechanismen zur Restrukturierung von Staatsschulden als Phänomen der Ausübung (internationaler) öffentlicher Gewalt zu lesen, um ihn

---

<sup>1363</sup> BVerfGE 118, 124.

<sup>1364</sup> Zustimmend Mayer, WM 2008, 425, Kleinlein, RIW 2007, 695, Horn, Erfüllungsverweigerung wegen Notstands bei internationalen Staatsanleihen, in: Festschrift Nobbe, S. 606, 612; kritisch das Sondervotum der Richterin Lübbe-Wolff und Tietje/Szodruch, ZBB 2007, 498. Für eine aktuelle Aufarbeitung des Themas siehe Weller, Die Grenze der Vertragstreue von (Krisen-)Staaten, S. 33 ff.

<sup>1365</sup> BVerfGE 118, 124, 135.

<sup>1366</sup> Szodruch, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 179.

<sup>1367</sup> Bogdandy/Goldmann, ZaöRV 2013, 61, 64.

öffentlich-rechtlichen Bindungen zu unterwerfen.<sup>1368</sup> Doch schon die Ausgangsthese, wonach eine konsensuale Umschuldung auf der Basis von Umschuldungsklauseln als Ausübung internationaler öffentlicher Gewalt zu werten sein soll, erscheint fragil. Als Begründung wird darauf abgestellt, dass die Teilnahme der Gläubiger an einer Umschuldung formal zwar freiwillig erfolgt, ihnen bei lebensnaher Betrachtung aber keine andere Wahl bleibt, als sich den vorgeschlagenen Änderungen zu fügen.<sup>1369</sup> Diese Argumentation dürfte indes nicht die nötige Überzeugungskraft aufweisen, damit sich aufbauend hierauf klare und belastbare völkerrechtliche Strukturen entwickeln. Sie überbetont pauschal die normative Kraft des Faktischen auf einer sehr abstrakten Ebene. So unterscheiden sich Umschuldungstransaktionen global betrachtet hinsichtlich der dabei zutage tretenden Zwangselemente, die auf das Verhalten des Emittenten zurückzuführen sind, erheblich.<sup>1370</sup> Mit diesen ökonomischen bzw. politikwissenschaftlichen Bewertungen korrespondieren bis dato aber keine griffigen juristischen Kategorisierungen. Daher ist zu konstatieren, dass die Suche nach öffentlich-rechtlichen Rechtfertigungsanforderungen für den CAC-Einsatz im Völkerrecht, sollte sie überhaupt in Gang kommen, ganz am Anfang steht. Greifbarer als der auf das Konzept der internationalen öffentlichen Gewalt abhebende umfassende Ansatz erscheint die Suche nach einzelnen anerkannten Prinzipien für den Umgang mit Staatsschuldenkrisen. Eine Schlüsselrolle spielen in diesem Zusammenhang die im Januar 2012 formulierten „*Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*“ der Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (UNCTAD).<sup>1371</sup> Die Prinzipien 7 und 15 befassen sich aus Gläubiger- bzw. Schuldnersicht mit Umschuldungen. Die dort angelegten juristischen Konzepte (Verhandlungsführung in gutem Glaube,

---

<sup>1368</sup> Bogdandy/Goldmann, ZaöRV 2013, 61, passim.

<sup>1369</sup> Ebd., S. 78.

<sup>1370</sup> Siehe nur die Kategorisierung praktischer Fälle auf einer Skala von 1-10, die Enderlein/Trebesch/Daniels, Journal of International Money and Finance 31 (2012), 250, passim, unternehmen.

<sup>1371</sup> Vgl. zum Verhältnis dieser für sich genommen informellen Regeln zum allgemeinen Völkerrecht sowie zu möglichen Entwicklungslinien für eine wechselseitige Befruchtung eingehend: Bohoslavsky/Li, Yuefen/Sudreau, Capital Markets Law Journal 9 (2014), 55, passim.



Fairness, gerechte Lastenverteilung) sind allerdings derart allgemein und abstrakt, dass sich aus ihnen bisher keine operationellen Regeln für die Rechtsanwendung im Einzelfall ableiten lassen. Sie bedürfen in dieser Hinsicht erst noch der weiteren Konkretisierung<sup>1372</sup> und diese konkretisierten Gehalte müssten, um im hier diskutierten Kontext relevant zu sein, erst in den Rang allgemeiner Regeln des Völkerrechts erwachsen. Dass dies in absehbarer Zukunft in einem Umfang passiert, der auch nur annähernd an die im deutschen Zivilrecht mit Bezug auf Treu und Glauben bereits bestehenden Anforderungen heran reicht, steht nicht zu erwarten. Die Prinzipien werden aber einen Anknüpfungs- und Kristallisationspunkt für Argumentationen und Diskussionen in diese Richtung bilden.<sup>1373</sup>

Das Rechtsschutzregime wird nicht nur durch die dargestellten materiellen Maßstäbe, sondern auch durch deren prozessuale Einkleidung geprägt. In prozessualer Hinsicht setzt das deutsche Recht auf die Figur der Anfechtungsklage, die nunmehr untersucht werden soll.

---

<sup>1372</sup> Für einen entsprechenden ersten Vorschlag siehe *Goldmann*, Good Faith and Transparency in Sovereign Debt Workouts, Paper prepared for the Second Session of the UNCTAD Working Group on a Debt Workout Mechanism, S. 24 f.

<sup>1373</sup> Ein erstes Beispiel in dieser Hinsicht bildet ein von Argentinien in Deutschland geführtes Zivilverfahren seiner Gläubiger Ende 2013 vorgelegtes Parteigutachten der Professoren *Tietje* und *Matthias Lehmann* (Darstellung bei *Bohoslavsky/Li, Yuefen/Sudreau*, *Capital Markets Law Journal* 9 (2014), 55, 72), demzufolge sich aus den Prinzipien 7 und 15 bereits heute ein völkerrechtlicher Grundsatz ergeben soll, wonach Hold-out-Gläubiger – auch wenn vertraglich keine CAC vereinbart sind – eine Mitwirkung an der Umschuldung nicht verweigern und insbesondere nicht mehr den vollen Forderungsbetrag verlangen können, wenn eine Mehrheit der Gläubiger ein Umschuldungsangebot angenommen hat. Die skizzierte Argumentation erscheint als sehr gewagt (schon alleine deshalb, weil in den Erläuterungen zu Prinzip 15 gerade darauf verwiesen wird, dass CAC Umschuldungen erleichtern, und ihr Einsatz in den Anleiheverträgen aus diesem Grund empfohlen wird). Auf der Grundlage der restriktiven Entscheidung BVerfGE 118, 124 ist es als äußerst fernliegend zu betrachten, dass Argentinien mit diesen Argumenten vor dem Bundesverfassungsgericht durchdringen könnte. Ablehnend zu den Thesen des genannten Gutachtens auch *Goldmann*, a.a.O., S. 11 und 15, der Mitglied der Arbeitsgruppe zur Erarbeitung der Prinzipien ist.

## 4.5.2 Die Anfechtungsklage

Die Anfechtungsklage gemäß § 4i BSchuWG ist, wie bereits hergeleitet,<sup>1374</sup> der einzig denkbare Rechtsbehelf des deutschen Rechts gegen einen Gläubigerbeschluss bei einer Staatsanleihe des Bundes und der anderen Mitgliedstaaten des Europäischen Währungsgebietes.

### 4.5.2.1 Zuständigkeit

Zuständig ist gemäß § 4i Abs. 2 S. 3 BSchuWG das Oberlandesgericht am Sitz der Deutschen Bundesbank, also das OLG Frankfurt am Main. Die genannte Norm regelt die örtliche und sachliche Zuständigkeit und soll gemäß § 1 Abs. 2 S. SchVG auch für Anleihen ausländischer Euro-Staaten gelten. Bei diesen erscheint jedoch als Vorfrage die internationale Zuständigkeit deutscher Gerichte problematisch. Die internationale Zuständigkeit ist nach der EuGVVO zu beurteilen. Die Anfechtungsklage ist gegen den jeweiligen Emittenten zu richten (§ 4i Abs. 2 S. 2 BSchuWG entsprechend). Gemäß Art. 2, 60 EuGVVO befindet sich der allgemeine internationale Gerichtsstand eines Mitgliedstaates der EU an seinem Sitz. Somit wären seine eigenen Gerichte international zuständig, was problematisch ist, weil diese naturgemäß die Anfechtungsklage des deutschen Rechts nicht kennen.<sup>1375</sup> Abhilfe kann indes eine Gerichtsstandsvereinbarung gemäß Art. 23 EuGVVO schaffen. Eine solche muss sinnvollerweise bereits in den Anleihebedingungen enthalten sein, was auch der gängigen Praxis bei Auslandsanleihen entspricht.<sup>1376</sup> Probleme mit Blick auf die Regeln der EuGVVO für Verbraucherverträge (Art. 15-17 EuGVVO)<sup>1377</sup> sind dabei nicht zu befürchten. Nicht nur, dass ein ausländischer Staat naheliegender Weise den Weg der Fremdemission wählen wird und damit überhaupt nicht mit einem Verbraucher kontrahiert. Es erscheint ganz grundsätzlich kaum vorstellbar, wie die Begebung

---

<sup>1374</sup> Oben 4.5.1.2.3. und 4.5.1.3 am Ende.

<sup>1375</sup> *Nodoushani*, WM 2012, 1798, 1805.

<sup>1376</sup> *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 58.

<sup>1377</sup> Diese sieht *Otto*, DNotZ 2012, 809, 824 f.

einer Staatsanleihe die einzig in Betracht kommende Fallgruppe des Art. 15 Abs. 1 lit. c) EuGVVO verwirklichen soll.<sup>1378</sup>

#### 4.5.2.2 Zulässigkeit

Die Klagefrist beträgt gemäß § 4i Abs. 2 S. 1 BSchuWG einen Monat ab Bekanntmachung des Beschlusses. Für die Bekanntmachungen sind gemäß § 4k BSchuWG und Abschnitt 5 UmschKI mehrere parallele Kanäle vorgesehen. Sollten nicht alle Veröffentlichungen taggleich erfolgen (was der Regelfall sein dürfte), so entspricht es dem Schutzzweck der Klagefrist, auf den spätesten Veröffentlichungszeitpunkt abzustellen. Ein Problem im Zusammenhang mit der Klagefrist ist darin zu sehen, dass es bei wortlautgetreuer Auslegung des Gesetzes erst die Klageerhebung ist, die die Vollzugssperre für den angefochtenen Beschluss gemäß § 4i Abs. 3 BSchuWG auslöst. Dies greift zu kurz. Es ist vielmehr eine teleologisch geleitete Auslegung dieser Bestimmung erforderlich, wonach ein Vollzug während laufender Klagefrist generell unzulässig ist.<sup>1379</sup> Andernfalls ergäben sich sachwidrige Ergebnisse. Der Vollzug der Änderung liegt gemäß § 4j BSchuWG bzw. §§ 21, 2 S. 3 SchVG allein in den Händen des Emittenten. Anders als in den die Diskussion um die aktienrechtliche Anfechtungsklage prägenden Konstellationen<sup>1380</sup> bedarf es insbesondere nicht der Mitwirkung des Registergerichts.<sup>1381</sup> Wäre nun ein Vollzug vor Klageerhebung zulässig, so ergäbe sich daraus ein Anreiz für einen möglichst raschen Vollzug. Aufgrund der latenten Gefahr des Vollzugs wiederum sähen sich die Gläubiger zu einer möglichst schnellen Klageerhebung gezwungen. Die Klagefrist bzw. ihr Nutzen für die Gläubiger würden dadurch sinnentleert. Dass

---

<sup>1378</sup> Vgl. auch *Thole*, WM 2012, 1793, 1796, der das Problem allerdings nur anreißt und dahinstehen lässt.

<sup>1379</sup> Im Ergebnis wie hier zum SchVG: *Vogel*, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 57; *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317, 1321; *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar SchVG, § 20 SchVG Rn. 73.

<sup>1380</sup> Vgl. zur Rolle des anfechtbaren Beschlusses im Registerverkehr: *Hüffer*, in: MüKo AktG, § 243 AktG Rn. 133 ff.

<sup>1381</sup> Vgl. zu diesem Unterschied *Baums*, ZBB 2009, 1, 5.

ein Vollzug während offener Klagefrist nicht der Systematik des Gesetzes entspricht, sieht man auch daran, dass außerhalb des Freigabeverfahrens (§ 4i Abs. 3 BSchuWG i.V.m. § 246a Abs. 4 AktG)<sup>1382</sup> nirgends geregelt ist, welche Folgen eine erfolgreiche Anfechtung nach erfolgtem Vollzug haben soll.<sup>1383</sup> Das Gesetz geht wie selbstverständlich davon aus, dass ein erfolgreiches Freigabeverfahren die einzig denkbare Konstellation ist, in der es trotz Erhebung einer Anfechtungsklage zu einem Vollzug kommen kann.<sup>1384</sup> Daraus ist zwingend zu folgern, dass ein Vollzug während der Klagefrist nicht zulässig ist. Andernfalls könnte der Emittent ja das gesamte Freigabeverfahren aushebeln, indem er sofort vollzieht.

Die Anfechtungsbefugnis regelt § 4i Abs. 2 S. 6 BSchuWG i.V.m. § 20 Abs. 2 SchVG. Demnach ist zu differenzieren, ob der klagende Gläubiger an der Abstimmung teilgenommen hat. Ist dies der Fall, so verlangt § 20 Abs. 2 Nr. 1 SchVG, dass er bereits vor der Bekanntmachung der Einberufung der Gläubigerversammlung (bzw. der schriftlichen Abstimmung) Gläubiger der Anleihe war und dass er gegen den Beschluss fristgemäß Widerspruch erklärt hat. Die erste Voraussetzung geht sinngemäß auf die Erfahrungen mit „räuberischen Aktionären“ zurück und soll verhindern, dass ein Gläubiger die Anleihe nach Einleitung des Entscheidungsprozesses gezielt erwirbt, um diesen zu blockieren.<sup>1385</sup> Sie passt ohne Weiteres auch im Kontext der Bundeswertpapiere. Unklar ist dagegen die Bedeutung des Erfordernisses eines rechtzeitigen Widerspruchs. Ein an anderer Stelle ausdrücklich geregeltes Widerspruchserfordernis findet sich für Gläubiger von Bundeswertpapieren<sup>1386</sup>

---

<sup>1382</sup> Dazu eingehend unten 4.5.3.2.

<sup>1383</sup> Siehe zur Wirkung des Urteils allgemein sogleich unter 4.5.2.3.

<sup>1384</sup> Vgl. auch Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814, S. 26, wo ebenfalls davon ausgegangen wird, dass ein Vollzug erst nach verstrichener Klagefrist möglich ist.

<sup>1385</sup> Vgl. *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 261.

<sup>1386</sup> Für Anleihen ausländischer Emittenten ist hingegen von der Anwendbarkeit des § 18 Abs. 5 SchVG auszugehen.

nur in Gestalt des Widerspruchs gegen die Bescheinigung der Berechnungsstelle gemäß § 4d Abs. 3 BSchuWG und Abschnitt 3.3. UmschKI. Diese Regelung ist jedoch rechtsfolgenseitig nicht als Zulässigkeithürde ausgestaltet, sondern das Fehlen eines Widerspruchs wird durch die materiell-rechtliche Bindungswirkung der Bescheinigung sanktionieren. Es stellt sich also die Frage, was unter einem fristgerechten Widerspruch auf Zulässigkeitsstufe zu verstehen ist. Das gleiche Problem besteht auch innerhalb des Schuldverschreibungsgesetzes, wo ein explizites und fristgebundenes Widerspruchserfordernis von § 18 Abs. 5 SchVG nur für den Fall der schriftlichen Abstimmung verlangt wird, während für eine Präsenzversammlung keinerlei Vorgaben betreffend den Widerspruch existieren. Die Gesetzesbegründung zu § 20 SchVG erweist sich in dieser Frage unerfreulicher Weise als in sich widersprüchlich.<sup>1387</sup> Einerseits führt sie aus, die Vorschrift sei an § 245 Nr. 1 AktG orientiert, eine Erklärung des Widerspruchs zur Niederschrift sei jedoch nicht erforderlich.<sup>1388</sup> Andererseits geht sie davon aus, der Widerspruch müsse „im Regelfall in der Gläubigerversammlung zu Protokoll erklärt werden“.<sup>1389</sup> Die Literatur ist je nachdem, welche dieser beiden Aussagen sie für maßgeblich hält, zwiespalten. Eine Ansicht fordert, wenn eine Gläubigerversammlung stattfindet, die Erklärung des Widerspruchs zur Niederschrift des Notars und sieht damit einen nachträglichen Widerspruch als ausgeschlossen an.<sup>1390</sup> Andere Stimmen legen sich hinsichtlich Form und Zeitpunkt des Widerspruchs nicht fest.<sup>1391</sup> Von der Erforderlichkeit eines Widerspruchs gehen jedoch soweit ersichtlich alle Ansichten übereinstimmend aus.

---

<sup>1387</sup> *Otto*, DNotZ 2012, 809, 820.

<sup>1388</sup> Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814, S. 26.

<sup>1389</sup> A.a.O., S. 24.

<sup>1390</sup> *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317, 1320; *Otto*, DNotZ 2012, 809, 820; *Kirchner*, in: *Preuße*, SchVG, § 16 SchVG Rn. 39; *Bliesener/Schneider*, in: *Langenbucher/Bliesener/Spindler*, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 26.

<sup>1391</sup> *Gärtner*, in: *Veranneman*, § 20 SchVG Rn. 9; *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 261; *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477, 483, *Vogel*, in: *Preuße*, SchVG, § 20 SchVG Rn. 34 f.

Überträgt man die geschilderte Problemlage auf die Situation bei Bundeswertpapieren, so kommt erschwerend hinzu, dass es hier – wie bereits ausgeführt – ja noch nicht einmal das Erfordernis einer notariellen Niederschrift gibt.<sup>1392</sup> Daher fehlt jedweder Anknüpfungspunkt, die Erklärung des Widerspruchs während der Versammlung zu verlangen. Eine Grundlage dafür, ein Fristerfordernis für den Widerspruch zu begründen, ist schlicht nicht vorhanden. Ein unbefristeter Widerspruch aber, bei dem (zumal wenn er erst nach Veröffentlichung der Beschlüsse erfolgt) auch keinerlei Möglichkeit für eine Abhilfe der Berechnungsstelle oder des Emittenten mehr besteht, erweist sich als sinnentleerte Förmerei. Am überzeugendsten erscheint es daher im Rahmen der entsprechenden Anwendung des § 20 Abs. 2 Nr. 1 SchVG, die § 4i Abs. 2 S. 6 BSchuWG anordnet, auf die Anwendung des Widerspruchserfordernis – außerhalb des Sonderfalls einer schriftlichen Beschlussfassung bei einem ausländischen Emittenten – gänzlich zu verzichten.

Die Regelung betreffend nicht teilnehmende Gläubiger in § 20 Abs. 2 Nr. 2 SchVG ist dagegen wieder problemlos übertragbar. Demnach können nicht teilnehmende Gläubiger nur bei Vorliegen der im Gesetz genannten formellen Fehler, denen gemein ist, dass sie potentiell kausal für eine unterbliebene Stimmabgabe sein können, anfechten. Hinsichtlich der Nichtzulassung zur Abstimmung werden die Anforderungen an eine erfolgreiche Anfechtung in der Sache durch § 4d Abs. 3 BSchuWG und Abschnitt 3.3 UmschKI erheblich verschärft (begründeter schriftlicher Widerspruch vor der Versammlung und 15 tägige Frist zur Klageerhebung). Diese beiden Vorschriften begründen aber wie gesagt keine Zulässigkeitshürde. Vielmehr ist die Bindungswirkung der Bescheinigung ein materiell-rechtlicher Aspekt, der bestimmte Fehler im Rahmen der Begründetheit unbeachtlich macht.

Der Fortgang des Verfahrens nach Erhebung der Anfechtungsklage ergibt sich aus § 4i Abs. 2 S. 6 i.V.m. § 246 Abs. 3 S. 4 bis 6 AktG. Demnach ist vor einer

---

<sup>1392</sup> Siehe oben 4.4.2.

mündlichen Verhandlung der Ablauf der Klagefrist abzuwarten und alle fristgerecht eingegangenen Klagen sind zur gleichzeitigen Verhandlung und Entscheidung zu verbinden.

Zur Frage, wann die Klage begründet ist, wurde durch Herausarbeitung der Prüfungsmaßstäbe im vorgehenden Abschnitt bereits Stellung genommen. Einzugehen ist aber noch auf die Wirkung des Urteils.

#### 4.5.2.3 Wirkung des Urteils

Fällt das OLG ein Urteil, so ist dagegen zunächst gemäß § 4i Abs. 2 S. 5 i.V.m. §§ 543, 544 ZPO entweder die zugelassene Revision oder die Nichtzulassungsbeschwerde zum Bundesgerichtshof statthaft. Liegt schließlich eine rechtskräftige Entscheidung vor, so stellt sich die Frage nach ihrer Wirkung. Für das Schuldverschreibungsgesetz entstand eine gewisse Unklarheit darüber, ob das auf die Anfechtungsklage hin ergehende Urteil wie ein sonstiges Zivilurteil nur Wirkung *inter partes* hat (Relativität der Rechtskraft) oder *inter omnes* für alle Gläubiger gilt. Das Fehlen einer § 248 AktG entsprechenden Regelung wurde zum Anlass genommen, von einer Wirkung *inter partes* zu sprechen.<sup>1393</sup> Dagegen wurde vorgebracht<sup>1394</sup> und auch anerkannt,<sup>1395</sup> dass das Urteil aufgrund allgemeiner Grundsätze für alle Gläubiger gelten muss. Gleichwohl wird auch für das Bundesschuldwesengesetz wieder vertreten, dass die Klage nur

---

<sup>1393</sup> Vogel, ZBB 2010, 211, 217; mit vehementer Argumentation auch Bliesener/Schneider, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 38 ff. Von fehlender Rechtskrafterstreckung geht auch (allerdings im Rahmen einer Kostenentscheidung ohne eingehende Begründung) das LG Frankfurt a.M. aus: Beschl. v. 23.1.2012 – 3-05 O 142/11 (= ZIP 2012, 474; die Kostenentscheidung ist in der Zeitschrift allerdings nicht abgedruckt, sondern nur in der unter [www.zip-online.de](http://www.zip-online.de) oder über [<sup>1394</sup> Simon U., Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 125, 276 und 303; Oulds, in: Veranneman, § 4 SchVG Rn. 22 ff.](http://juris.abrufbaren Volltextfassung vorhanden; Fundstelle S. 22 bzw. Rn. 125 [juris].</a></p></div><div data-bbox=)

<sup>1395</sup> Vogel, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 55 f., spricht sich nunmehr auch für die Wirkung *inter omnes* aus.

*inter partes* wirke.<sup>1396</sup> Betrachtet man allerdings anknüpfend an die bereits angestellten Erwägungen<sup>1397</sup> die Funktionsweise des Gesetzes hinsichtlich der Wirksamkeit und des Vollzuges der Gläubigerbeschlüsse näher, so erscheint das gesamte Problem als reichlich konstruiert. Das Gesetz bestimmt in § 4j BSchuWG,<sup>1398</sup> dass der Beschluss und mit ihm die Änderung der Anleihebedingungen erst durch Vollzug wirksam werden. Der Vollzug aber hängt gemäß § 4i Abs. 3 BSchuWG,<sup>1399</sup> von der gesondert zu untersuchenden Ausnahme des Freigabeverfahrens abgesehen,<sup>1400</sup> von der rechtskräftigen Entscheidung über die Anfechtungsklage ab. Daraus ergibt sich Folgendes: der gemäß § 4i Abs. 2 S. 5 BSchuWG anwendbare § 246 Abs. 3 S. 6 AktG stellt sicher, dass über alle Anfechtungsklagen eine gleichzeitige Entscheidung getroffen wird, was inhaltlich widersprüchliche Entscheidungen ausschließt.<sup>1401</sup> Werden die Anfechtungsklagen als unbegründet abgewiesen (was wegen §§ 4 Abs. 2 S. 6, 246 Abs. 3 S. 4 AktG auch theoretisch nicht vor Verstreichen der Klagefrist für alle Gläubiger der Fall sein kann), dann besteht für keinen Gläubiger mehr eine Anfechtungsmöglichkeit und in diesem Sinne sind alle an die Entscheidung des Gerichts und die Änderung der Emissionsbedingungen gebunden. Dies stellt zwar technisch gesehen keine Rechtskrafterstreckung dar, eine solche gibt es allerdings in der nicht von § 248 AktG erfassten Konstellation des abweisenden Urteils auch bei der aktienrechtlichen Anfechtungsklage nicht.<sup>1402</sup> Hat die Klage dagegen Erfolg, so bedarf es schon viel Phantasie, um anzunehmen, das Gesetz würde in § 4i Abs. 3 BSchuWG den Vollzug zunächst

---

<sup>1396</sup> *Nodoushani*, WM 2012, 1798, 1804.

<sup>1397</sup> Oben 4.5.1.2.3.

<sup>1398</sup> Hinsichtlich des Wirksamwerdens der Änderung der Anleihebedingungen ebenso auch in §§ 21, 2 S. 3 SchVG; zur unterschiedlichen Terminologie bezüglich der Wirksamkeit des Beschlusses, auf die es an dieser Stelle aber nicht ankommt, siehe oben 4.5.1.2.3.

<sup>1399</sup> Siehe zu dessen Verständnis bereits bei der Erörterung der Klagefrist im vorhergehenden Abschnitt.

<sup>1400</sup> Dazu sogleich.

<sup>1401</sup> Denkbar ist selbstverständlich, dass zwischen den erhobenen Klagen Unterschiede bestehen, die zu unterschiedlichen Ergebnissen führen (namentlich auf der Ebene der Zulässigkeit).

<sup>1402</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz, § 248 AktG Rn. 13 f.



einheitlich für alle Gläubiger sperren, um ihn nach erfolgreicher Anfechtung für nicht klagende Gläubiger doch zuzulassen.<sup>1403</sup> Es liegt auf der Hand, dass das Gesetz es als nicht ausdrücklich regelungsbedürftige Selbstverständlichkeit ansieht, dass ein erfolgreich angefochtener Beschluss nicht mehr vollzogen werden darf.<sup>1404</sup> Damit aber wird er gemäß § 4j BSchuWG nie wirksam und vermag somit auch die nicht klagenden Gläubiger nicht zu binden.

Wie nunmehr schon wiederholt zutage getreten, ist es das Charakteristikum der Anfechtungsklage, dass sie auf eine einheitliche Richtigkeitsgewähr für alle Gläubiger zielt. Mit dieser Ausrichtung korreliert die gerade geschilderte Vollzugssperre. Diese wiederum hat ihren Preis. Sie führt zu einem erheblichen Zeitverlust, den sich gerade ein in der Krise befindlicher Emittent in der Regel im wahrsten Sinne des Wortes überhaupt nicht leisten kann. Dieses Spannungsverhältnis sucht der Gesetzgeber durch das Freigabeverfahren aufzulösen, auf das nunmehr genauer einzugehen ist.

#### **4.5.3 Das Freigabeverfahren**

Das Freigabeverfahren ist in § 4i Abs. 3 BSchuWG durch Verweisung auf § 246a AktG, der entsprechende Anwendung findet, geregelt. Die Regelung ist mit § 20 Abs. 3 S. 2 SchVG identisch, so dass sich hier wie dort die gleichen Fragen stellen. Der einzige Unterschied besteht darin, dass bei Staatsanleihen für Freigabeverfahren und Hauptsache wegen der Eingangszuständigkeit des Oberlandesgerichts auch in der Hauptsache das gleiche Gericht zuständig ist. In Gang kommt das Freigabeverfahren auf Antrag des Emittenten. Dies entspricht

---

<sup>1403</sup> Mit ähnlicher Argumentation zur Vollzugssperre jetzt auch *Vogel*, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 57, für das SchVG.

<sup>1404</sup> Vor diesem Hintergrund ist die in Fn. 1393 genannte Kostenentscheidung des LG Frankfurt a.M. als unzutreffend anzusehen, die einem Gläubiger die Berechtigung zur Nebenintervention gemäß § 66 ZPO aberkennt. Ein rechtliches Interesse der übrigen Gläubiger am Ausgang der Anfechtungsklage im Sinne des § 66 Abs. 1 ZPO ergibt sich daraus, dass vom Ausgang des Verfahrens abhängt, ob der Beschluss vollzogen werden kann oder nicht.

der prozessualen Rollenverteilung, weil die Anfechtungsklage auch gegen den Emittenten gerichtet ist (§ 4i Abs. 2 S. 2 BSchuWG), ist in der Sache im Schuldverschreibungsrecht jedoch erklärungsbedürftig. Denn anders als bei der Aktiengesellschaft, wo sich die in Rede stehenden Mitgliedschaftsrechte aller Aktionäre im Verband bündeln und durch diesen zum Ausgleich zu bringen sind, ist der Emittent ja nur ein Vertragspartner der Gläubiger.<sup>1405</sup> Seine zentrale Rolle im prozessualen Geschehen wird dementsprechend als Prozessstandschaft gedeutet,<sup>1406</sup> die dem Umstand geschuldet ist, dass die Gemeinschaft der Anleihegläubiger nicht rechtsfähig ist.<sup>1407</sup> Diese Rolle ist auch interessengerecht, weil jeder Gläubigerbeschluss ja auf einem entsprechenden Vorschlag des Emittenten beruht<sup>1408</sup> und der schnellstmögliche Vollzug gerade beim typischen Fall eines Verzichts der Gläubiger zuvorderst dem Emittenten nutzt.<sup>1409</sup> Die im Bereich des SchVG denkbare Situation (die nicht zu einem anderen Klagegegner führt),<sup>1410</sup> dass ein Mehrheitsbeschluss ohne Beteiligung des Schuldners auf gesetzlicher Grundlage gefasst wird, besteht im BSchuWG nicht und spielt für Staatsanleihen keine Rolle. So erscheint es als adäquate Rolle für ihn, die Freigabe aus eigener Initiative durchzusetzen.

Wann eine Freigabe erfolgreich erlangt werden kann, hängt von den Freigabegründen ab, auf die jetzt eingegangen werden soll.

#### 4.5.3.1 Freigabegründe

Die Freigabegründe ergeben sich aus § 246a Abs. 2 AktG. Nach Nr. 1 ergeht ein Freigabebeschluss, wenn die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet

---

<sup>1405</sup> Siehe bereits oben 4.5.1.2.1.

<sup>1406</sup> *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 278.

<sup>1407</sup> *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar SchVG, § 20 Rn. 68.

<sup>1408</sup> Ein Vorschlagsrecht der Gläubiger ist in den europäischen Umschuldungsklauseln nicht vorgesehen. Eine § 13 Abs. 3 SchVG entsprechende Regelung gibt es nicht.

<sup>1409</sup> *Simon U.*, a.a.O.

<sup>1410</sup> Vgl. *Bliesener/Schneider*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 35.

ist.<sup>1411</sup> Gemäß Nr. 2 existiert eine Bagatellschwelle, wonach es zu einer Freigabe kommt, wenn der vom Kläger nachweisbar gehaltene Betrag seit Bekanntmachung der Einberufung der Gläubigerversammlung nicht mindestens 1.000 Euro beträgt. Dabei scheidet eine Addition der Positionen mehrerer Kläger aus und es ist auf den Nennwert, nicht auf den Börsenwert abzustellen.<sup>1412</sup> Diese beiden Fallgruppen sind ausschließlich an dem Ziel orientiert, rechtsmissbräuchliche Klagen zu neutralisieren, und lassen sich ohne Weiteres auch auf die Situation bei Staatsanleihen übertragen.

Komplexer ist demgegenüber die Fallgruppe der Nr. 3, wonach es, soweit ein Rechtsverstoß ohne besondere Schwere<sup>1413</sup> geltend gemacht wird, ein Freigabegrund ist, wenn (gemäß des auf die Aktiengesellschaft bezogenen Wortlauts) *„das alsbaldige Wirksamwerden des Hauptversammlungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor.“* Hierzu ist im Rahmen der Diskussion um das Schuldverschreibungsgesetz die unbestrittene Ansicht entwickelt worden, dass die von § 20 Abs. 3 S. 3 SchVG (ebenso wie von § 4i Abs. 3 BSchuWG) angeordnete entsprechende Geltung zu einer strukturellen Anpassung zwingt. So ist der im Aktiengesetz aufgrund der dortigen Situation zu Recht angelegte Gleichlauf der Nachteile und damit Interessen von Gesellschaft und nicht klagenden Aktionären, aufgrund dessen beide Interessenkreise kumulativ gegen die individuellen Nachteile des Anfechtenden abzuwägen sind, nicht auf die Situation bei Schuldverschreibungen übertragbar. Hier fehlt es am parallelen Verlauf der

---

<sup>1411</sup> Zur Auslegung des Merkmals der Offensichtlichkeit in dem Sinne, dass der Misserfolg der Klage mit einem hohen Maß an Sicherheit vorhersehbar ist, siehe *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 269 f.

<sup>1412</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz, § 246a AktG Rn. 20, m.N. aus der Rechtsprechung.

<sup>1413</sup> Siehe zu diesem Kriterium, das bei Anleihen nicht anders zu behandeln ist als im Aktienrecht, *Dörr*, in: Spindler/Stilz, § 246a AktG Rn. 28 f.

„Fronten“.<sup>1414</sup> Während ein ökonomischer Vorteil durch einen schnellen Vollzug der Entscheidung bei der Aktiengesellschaft zugleich stets auch allen Aktionären zu Gute kommt, ist dieser Zusammenhang im Verhältnis von Schuldner und Gläubiger nicht gegeben.<sup>1415</sup> Vielmehr sind die Interessen hier strukturell gegenläufig, der Schuldner hat stets ein Interesse an einem möglichst weitgehenden und schnellen Verzicht. Daraus wird der überzeugende Schluss gezogen, dass bei einem Verzicht beinhaltenen Gläubigerbeschlüssen die Interessen des Schuldners kein valides Abwägungskriterium für die Freigabeentscheidung sind, sondern allein das Vollzugsinteresse der Gläubigergemeinschaft gegen die vom Anfechtenden geltend gemachten Nachteile abzuwägen ist.<sup>1416</sup> Diese Erwägungen gelten für den Kontext von Staatsanleihen erst recht. Hier kommt zum geschilderten strukturellen Interessengegensatz noch hinzu, dass die Interessen des in der Krise befindlichen Staates, der anders als eine Aktiengesellschaft keinen Erwerbszweck verfolgt, vielschichtig und politisch aufgeladen sind und sich damit schon von ihrer Beschaffenheit her kaum für eine differenzierte Abwägung mit den Interessen überstimmter Gläubiger eignen. Nur wenn man die Interessen der Gläubigergesamtheit mit denen der klagenden Gläubiger abwägt, misst man Gleiches mit Gleichem. Das darf indes nicht dahin gehend missverstanden werden, dass die Situation des Schuldners nicht Beachtung finden würde. Das Gegenteil ist der Fall. Der durch die Krisensituation des Schuldners geprägte Zweck der Maßnahme und dessen drohende Verfehlung durch Abwarten der Hauptsacheentscheidung bilden den Kern der Abwägung. Das bedeutet für den Kontext von in der Krise befindlichen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes, darüber muss man sich im Klaren sein, dass die Ausgangslage von den maßgeblichen Akteuren typischerweise so konstruiert

---

<sup>1414</sup> *Vogel*, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 60.

<sup>1415</sup> *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317, 1322.

<sup>1416</sup> *Maier-Reimer*, a.a.O.; *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 194; *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 276 ff.; *Vogel*, a.a.O.

sein wird, dass starke Gründe für einen sofortigen Vollzug sprechen. So ist es beispielsweise naheliegend, dass den Gläubigern die Zustimmung zur Umschuldung dadurch schmackhaft gemacht wird, dass die restrukturierten Forderungen (teilweise) durch den ESM garantiert werden oder dass sie zusätzlich Forderungen gegen den ESM erhalten (sog. „Zuckerle“<sup>1417</sup>). Dieses Lockmittel wird dann gewiss so ausgestaltet sein, dass es nur bei zeitnahe Wirksamwerden der Änderung der Emissionsbedingungen (die ja selbst wiederum auch ein zeitgebundenes Erfordernis im Rahmen des MoU sein wird) zur Verfügung steht.

Dieses einfache Beispiel lässt erahnen, in welche Untiefen der Abwägung alternativer Kausalverläufe das Freigabeverfahren an dieser Stelle führt. Die aufgeworfenen Fragen dürften in diesem Punkt, wenn es um das Schicksal eines ganzen Staates geht, dem noch dazu die Notausfahrt des Insolvenzverfahrens versperrt ist, noch wesentlich weitreichender und komplizierter sein als bei einer Unternehmensanleihe. Zu konstatieren ist, dass es sich in jedem Fall um eine höchst anspruchsvolle Aufgabe für das erkennende Gericht handelt. Wie sie in der Praxis wahrgenommen werden wird und wie lange vor allem die Abwägungsentscheidung selbst dauern wird, darüber lässt sich nur mutmaßen. Klar geregelt sind dagegen die Folgen einer Freigabeentscheidung, die jetzt betrachtet werden.

#### **4.5.3.2 Wirkung der Freigabeentscheidung**

Hinsichtlich der Wirkungen eines zugunsten des Emittenten ausfallenden Beschlusses im Freigabeverfahren verweist § 4i Abs. 3 BSchuWG auf § 246a Abs. 4 AktG. Auch an dieser Stelle sind wieder die Konsequenzen aus der

---

<sup>1417</sup> Englisch: „*sweetener*“. Siehe zu den im Rahmen der griechischen Umschuldung in erheblichem Umfang eingesetzten finanziellen Anreizen bereits oben Fn. 650. Die gleiche Funktion üben auch Vertragsgestaltungen aus, die die Stellung der neuen Anleihen gegenüber den alten verbessern. Auch diese Elemente findet man bei Griechenland. So unterliegen dort die restrukturierten Anleihen englischem Recht und es besteht eine „Ko-Finanzierungsvereinbarung“, wonach sich der EFSF bezogen auf die von seiner Seite zur Ermöglichung der Umschuldung bereitgestellten Mittel einer Erlösteilung mit den neuen Anleihen unterwirft. Zu den Einzelheiten siehe *Zettermeyer/Trebesch/Gulati*, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, S. 26 f.

entsprechenden Geltung zu ziehen. Denn § 246a Abs. 4 S. 2 AktG stellt auf die im Aktienrecht durch die Freigabeentscheidung ermöglichte Handelsregistereintragung ab und bestimmt, dass sie unberührt bleibt. Dies ist für den Kontext des Schuldverschreibungsrechtes so zu übersetzen, dass ein zwischenzeitlich erfolgter Vollzug des Beschlusses und damit die Änderung der Emissionsbedingungen durch die Entscheidung nicht mehr berührt werden.<sup>1418</sup> Das bedeutet, dass die Anfechtungsklage durch einen Freigabebeschluss ihrer objektiven Kontrollfunktion zugunsten aller Gläubiger und damit ihrer Wirkung *inter omnes* entkleidet wird. Diese Regelung ist Ausnahme vom und damit Bestätigung des Wesens der Anfechtungsklage und somit der letzte Baustein der in sich geschlossenen gesetzlichen Konzeption von Anfechtbarkeit als genereller Fehlerfolge<sup>1419</sup>, vollzugshemmender Wirkung der noch offenen Rechtsschutzmöglichkeit<sup>1420</sup> und Wirkung des Anfechtungsurteils.<sup>1421</sup> Die Konsequenzen für den klagenden Gläubiger daraus, dass das Anfechtungsurteil durch den Freigabebeschluss an sich funktionslos wird, regelt das Gesetz in § 246a Abs. 4 S. 1 AktG. Nachdem er das primäre Rechtsschutzziel, das Wirksamwerden des fehlerhaften Beschlusses zu verhindern, nicht mehr erreichen kann, ist er auf eine finanzielle Entschädigung verwiesen. Er kann vom Emittenten Schadenersatz verlangen. Dabei sollte man die entsprechende Anwendung von § 246a Abs. 4 S. 2 a.E. restriktiv auffassen. So muss es aus Gründen der Einheitlichkeit aller umlaufenden Stücke dem Gläubiger zwar verwehrt bleiben, verlangen zu können, dass seine Anleihe (als Wertpapier) wieder die ursprünglichen Bedingungen erhält. Unbedenklich ist es aber, ihm als durch Urteil titulierte Einzelforderung einen Anspruch auf alle Leistungen zuzusprechen, auf die durch den Gläubigerbeschluss verzichtet wurde. Bezugsmaßstab müssen hierbei schon nach allgemeinen zivilrechtlichen Regeln („Geld hat man zu haben“) die in Rede stehenden Nennwerte sein. Würde man

---

<sup>1418</sup> So auch *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317, 1322.

<sup>1419</sup> Siehe oben 4.5.1.2.3

<sup>1420</sup> Siehe zum Verständnis der Klagefrist unter 4.5.2.2.

<sup>1421</sup> Siehe 4.5.2.3.

auf Barwerte abstellen, so ergäbe sich unter Umständen kein Schaden, wenn die restrukturierte Forderung zum Zeitpunkt des Urteils höher notiert als die Ausgangsforderung zum Zeitpunkt des Gläubigerbeschlusses. Diese Sichtweise erscheint jedoch verfehlt, weil der geringe Barwert zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ja gerade auf die Umschuldungsbemühungen des Schuldners zurückzuführen ist, die sich als rechtswidrig heraus gestellt haben. Sein eigenes rechtswidriges Verhalten darf ihm aber nicht zu Gute kommen.

Zusammenfassend betrachtet erweist sich das Rechtsschutzregime des deutschen Rechts als in der Theorie fein ausdifferenziert. Der bisweilen pauschal erhobenen Kritiken, die Anfechtungsklage sei für Gläubigerbeschlüsse konzeptionell verfehlt,<sup>1422</sup> ist daher nicht beizupflichten. Zu bemängeln ist aber die durchaus erhebliche Rechtsunsicherheit, die sich vor allem aus dem Streit über die materiell-rechtlichen Prüfungsmaßstäbe aus Treuepflichten ergibt. Hier steht zu hoffen, dass die Rechtsprechung im Bereich der Unternehmensanleihen baldige Gelegenheit zur Klärung erhält und Grundsätze entwickelt, die sich auch auf die Situation bei Staatsanleihen übertragen lassen. Nicht zerstreut werden können schließlich die bereits an anderer Stelle erhobenen Bedenken,<sup>1423</sup> dass das deutsche Rechtsschutzmodell in der Praxis schlicht zu behäbig ist. Auch das Freigabeverfahren wird seine Zeit in Anspruch nehmen und damit zu einem Schwebezustand im Dreieck Schuldnerstaat - ESM - Gläubiger führen, der sich zu einem Gift für eine politisch und ökonomisch gelungene Krisenbewältigung auswachsen kann.

---

<sup>1422</sup> *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 319; *Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 2 und 18.

<sup>1423</sup> Oben 3.3.2.2.

## 4.6 Gesamtfazit der Untersuchung der europäischen CAC und ihrer Umsetzung

Die Untersuchung des europäischen CAC-Konzepts in dieser Arbeit steht vor dem Abschluss, nachdem die europäische Festlegung als solche (Kapitel 2), die europäischen Musterklauseln (Kapitel 3) und in diesem Kapitel ihre Umsetzung und Wirkung im deutschen Recht untersucht wurden. So ist es an der Zeit, Bilanz zu ziehen. Die Festlegung auf das CAC-Konzept sowie die Musterklauseln sind im Kern (abgesehen von Detailverbesserungen und überflüssigen bzw. kontraproduktiven Regelungen in Randbereichen) positiv zu bewerten. Als problematisch erweist sich demgegenüber immer wieder das wichtige Ziel einer wirkungsgleichen, rechtssicheren und vorhersehbaren Implementierung der Klauseln. Hier hat die Untersuchung des deutschen Rechtes gezeigt, welche Fallstricke lauern. Es sind Übersetzungs- und Konstruktionsschwächen in den Umsetzungsmaßnahmen zu beklagen. Man verwickelt sich überdies bei der Auslegung und sogar bei der Beurteilung der Wirksamkeit der nach dem Vorbild der Musterklauseln gestalteten Anleihebedingungen tief in Streitstände des nationalen Rechts. So steht zu befürchten, dass sich die Rechtsprechung zur Auslegung der Musterklauseln in jedem Mitgliedstaat anders entwickeln wird (soweit es überhaupt zu einschlägigen Entscheidungen kommt).<sup>1424</sup> Vor diesem Hintergrund erscheinen Stimmen als deutlich zu optimistisch, die das Risiko einer uneinheitlichen Entwicklung und Anwendung der Klauseln als eher theoretisch und in der Praxis vernachlässigbar klein ansehen.<sup>1425</sup> Auf europäischer Ebene gänzlich ausgeklammert und somit mit Blick auf die einheitliche Wirkung völlig unbefriedigend gelöst sind schließlich die Thematik der materiellen Missbrauchskontrolle sowie das gesamte Rechtsschutzverfahren. Die dargestellte deutsche Lösung mit aufschiebend wirkender Anfechtungsklage und Freigabeverfahren stellt im europäischen Kontext bekanntermaßen einen

---

<sup>1424</sup> Diese Sorge teilt *Tirado*, *Sovereign Insolvency in the Euro Zone*, Public and Private Law Remedies, S. 31.

<sup>1425</sup> So *Sáinz de Vicuña*, *Identical Collective Action Clauses for different Legal Systems: A European Model*, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, S. 15, 22.



Sonderweg dar.<sup>1426</sup> Speziell im Rechtsschutzbereich stößt die gewählte informelle Herangehensweise schlicht an ihre Leistungsgrenzen.

Die eklatanten Probleme hinsichtlich der Wirkungsgleichheit führen zu der Frage, ob sich nicht eine bessere Lösung finden lässt. Probleme dieser Art sind in Europa nicht neu. Das Unionsrecht mit seinen spezifischen Instrumenten hat sie in vielen Rechtsbereichen erfolgreich überwunden. Aus dieser Erfahrung und Erkenntnis heraus ergibt sich die Aufgabenstellung, die Möglichkeiten einer unionsrechtlichen Lösung auszuloten. Diese Aufgabe wird nunmehr in Angriff genommen.

---

<sup>1426</sup> Zu weitergehenden rechtsvergleichenden Erläuterungen siehe *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 319.

## **5 Die Alternative einer unionsrechtlichen Lösung**

In diesem abschließenden Kapitel geht es darum, einen Weg aufzuzeigen, die beschriebenen Defizite der bisherigen Umsetzung des CAC-Konzepts im europäischen Währungsraum zu beseitigen. Dazu sollen zunächst die für eine verbesserte Lösung maßgeblichen Zielsetzungen konturiert werden. Sodann gilt es, den Ansatz einer Umsetzung des CAC-Konzepts auf unionsrechtlicher Grundlage eingehend auf seine Vorzüge und Machbarkeit hin zu untersuchen. Im Anschluss daran kann der Inhalt der zu erlassenden Regelungen skizziert werden. Abschließend ist in Erwägung zu ziehen, ob sich auf dieser Ebene nicht auch das Problem, dass bestehende Anleihen noch keine Umschuldungsklauseln enthalten, sinnvoll lösen lässt.

### **5.1 Zielsetzungen**

Aus der bisherigen Analyse ergibt sich, dass es zwei grundlegende strukturelle Punkte sind, an denen Verbesserungspotential besteht. Nunmehr soll es darum gehen, zu definieren, wie in diesen Punkten ein Idealzustand aussehen könnte.

#### **5.1.1 Einheitlicher und verlässlicher gesetzlicher Bezugsrahmen**

Es wurde am Beispiel des deutschen Rechts verdeutlicht, dass das Einfügen der standardisierten Umschuldungsklauseln in das komplexe Umfeld einer bestehenden nationalen Zivilrechtsordnung eine Reihe von Problemstellungen aufwirft. Es ist damit zu rechnen, dass einzelne Klauseln am Maßstab des nationalen Zivilrechts von den Gerichten anders ausgelegt werden als beabsichtigt oder sogar für unwirksam erklärt werden. Außerdem besteht Unklarheit darüber, in welchem Ausmaß allgemeine dogmatische Grundsätze wie etwaige Treuepflichten unter den Gläubigern auf die Funktionsbedingungen der Klauseln einwirken. Vor diesem Hintergrund ist in keiner Weise gewährleistet, dass die Umschuldungsklauseln in der Praxis in allen von den Mitgliedstaaten des Euroraumes gewählten Rechtsordnungen einheitlich, vorhersehbar und verlässlich funktionieren. Im Interesse der Transparenz gerade für ausländische Investoren und der Rechtssicherheit – besonders der verlässlichen und

vorhersehbaren Wirksamkeit einer auf den Klauseln basierenden Umschuldung – wäre es wichtig, eine rechtlich belastbare Absicherung dafür zu schaffen, dass die Klauseln in allen Fällen zuverlässig und wirkungsgleich eingesetzt werden können. Der beste Weg hierfür wäre ein einheitlicher europäischer Normenbestand als gesetzlicher Bezugsrahmen für die Umschuldungsklauseln, bei dem gewährleistet ist, dass er in allen Mitgliedstaaten gleich ausgelegt wird.

Die geschilderte Sorge vor divergierender Rechtsprechung schlägt sogleich die Brücke zum zweiten wichtigen Ziel, einem zentralisierten und einheitlichen Rechtsschutz.

### **5.1.2 Zentralisierter und einheitlicher Rechtsschutz**

Die Thematik des Rechtsschutzes ist von maßgeblicher Bedeutung für die Praktikabilität des Einsatzes der Umschuldungsklauseln. Dies betrifft zunächst die Frage der Einheitlichkeit der Rechtsprechung, die die prozessuale Fortsetzung der vorgenannten Thematik der inhaltlich einheitlichen Funktionsweise der Klauseln ist. Neben dem Ergebnis der Auseinandersetzung der Rechtsprechung mit den Klauseln spielen aber auch die Struktur und Ausgestaltung des Verfahrens eine wichtige Rolle. Die Schnelligkeit der Abwicklung einer Umschuldung ist von wesentlicher Bedeutung für die mit ihr verbundenen ökonomischen Folgekosten.<sup>1427</sup> Dies gilt umso mehr in einer Situation, wo der Erfolg einer Umschuldung zugleich Voraussetzung für die Freigabe von Hilfstranchen aus dem ESM ist. In diesem Umfeld können Rechtsschutzkonstruktionen wie die deutsche Anfechtungsklage, der zunächst einmal aufschiebende Wirkung für den gesamten Beschluss zukommt, sehr folgenreich sein. Gleiches gilt für die schlussendlichen Auswirkungen einer Endentscheidung, wenn dieser *erga-omnes*-Wirkung zukommt. So mag ein erster Impuls dahin gehen, zu einem möglichst verkürzten Rechtsschutz zu tendieren. Auf der anderen Seite gilt es aber auch, das Gebot eines effektiven

---

<sup>1427</sup> *Internationaler Währungsfonds*, Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, IMF Policy Paper vom 26. April 2013, S. 8.

Rechtsschutzes, die Gläubigergleichbehandlung und die durch die Ausgestaltung des Rechtsschutzes erzeugte Anreizstruktur für die Gläubiger im Blick zu behalten.

Wägt man diese Faktoren ab, so ergeben sich folgende Vorgaben für eine ausgewogene Lösung: In jedem Fall vorzugswürdig ist eine zentralisierte Entscheidungsbefugnis eines Gerichts, das über alle Anwendungsfälle des Einsatzes der standardisierten Umschuldungsklauseln jeweils zeitnah und gebündelt entscheidet und dessen Entscheidung für alle anderen Gerichte in jedweder Verfahrenskonstellation bindend ist. Die Gläubiger sollten zu einem Vorgehen gegen die Beschlussfassung binnen kurzer Frist gezwungen sein. Nach Verstreichen der Frist sollte die Beschlussfassung, auch für eine spätere Klage auf Rückzahlung des Nennbetrages, Bestand haben.<sup>1428</sup> Eine Rechtsmittelinstanz bringt Vorzüge hinsichtlich einer Möglichkeit zur Fehlerkorrektur, mit Blick auf die zeitliche Dimension sollte der eröffnete Instanzenzug jedoch keinesfalls mehrstufig sein. Eine Klage sollte nicht automatisch aufschiebende Wirkung haben, die Gewährung einstweiligen Rechtsschutzes im begründeten Einzelfall erscheint aber als unabdingbarer rechtsstaatlicher Mindeststandard.<sup>1429</sup> Im Normalfall sollte es dem Emittenten also möglich sein, die Änderung der Anleihebedingungen auch während des laufenden Rechtsschutzverfahrens auf eigenes Risiko zu vollziehen. Dadurch werden das Missbrauchs- und damit das Erpressungspotential des Rechtsschutzes begrenzt. Es stellt sich dann allerdings unmittelbar die Folgefrage nach der Reichweite der Endentscheidung. Insofern sprechen nach hiesiger Auffassung die besseren theoretischen Gründe für eine *inter-omnes*-Wirkung. Die Bündelung des Rechtsschutzes in einem Verfahren mit allgemeiner Wirkung hat immense Vorteile. Die Erstreckung der Entscheidungswirkung auf alle Gläubiger dient deren Gleichbehandlung. Sie verhindert damit eine Besserstellung der klagenden Gläubiger und ähnelt letztlich in ihren Wirkungen

---

<sup>1428</sup> Hieran fehlt es gegenwärtig in Rechtsordnungen, die anders als das deutsche Recht keine speziellen Rechtsbehelfe gegen Gläubigerentscheidungen kennen.

<sup>1429</sup> Vgl. zur parallelen Problematik hinsichtlich der neuen europäischen Finanzaufsicht: *Sonder*, BKR 2012, 8, 12.

einer Erlösteilungsklausel.<sup>1430</sup> Sie wahrt das allgemeine wertpapierrechtliche Prinzip, wonach alle Stücke einer Emission identisch und untereinander beliebig austauschbar sein müssen.<sup>1431</sup> Außerdem verhindert sie, dass es unnötigerweise zu einer mit erheblichen Kosten und Aufwand verbundenen Flut gleichlautender Klagen kommt, nur damit jeder Gläubiger seine Rechte einzeln wahrt. So schafft ein Rechtsschutz ohne allgemeine Wirkung eine doppelt fragwürdige Anreizstruktur:<sup>1432</sup> der Schuldner mag sich zum Vorschlag eines rechtswidrigen Beschlusses verführt sehen in der Hoffnung, die Zahl der Klagen werde sich schon im Rahmen halten. Und die Gläubiger sehen sich zu massenweisen Einzelklagen gezwungen, die dann entsprechende Herausforderungen bei der verfahrensrechtlichen Bewältigung nach sich ziehen.<sup>1433</sup>

Als Haupteinwand gegen eine Klage mit Wirkung *inter omnes* erscheint, dass eine Kassation des Mehrheitsbeschlusses die gesamte Umschuldung zu Fall bringt, was zu verheerenden praktischen Konsequenzen führen kann und damit für Schuldner und Gläubigermehrheit interessenwidrig ist.<sup>1434</sup> Dass diese Folgen drohen und dass sie unerwünscht sind, ist unbestreitbar. Sie gelten in ähnlichem Maße aber auch in einem System des reinen Individualrechtsschutzes, wenn nur eine kritische Masse von Gläubigern den Klageweg beschreitet.<sup>1435</sup> Diesen

---

<sup>1430</sup> *Sharing clause*, siehe oben 1.4.2.4.3.

<sup>1431</sup> Vgl. *Vogel*, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 43, im Zusammenhang mit der Anfechtungsklage im deutschen SchVG.

<sup>1432</sup> Ähnlich auch *Vogel*, a.a.O., S. 55 f.

<sup>1433</sup> In diesem Zusammenhang sei zur Illustration auf die Problemstellungen des Verfahrens von 60.000, ursprünglich sogar 180.000, Gläubigern gegen Argentinien vor einem ICSID-Schiedsgericht (*Abacat vs. The Argentine Republik*, ICSID-Case Nr. ARB/07/5) verwiesen. Siehe speziell zu dessen prozessualen Aspekten *Wilske/Markert*, *SchiedsVZ* 2012, 58, 64. Zu den Umständen des Verfahrens generell vgl. *Bischoff*, *WM* 2012, 1371; *Sandrock*, *RIW* 2012, 429, 441 f.; *Paulus*, *WM* 2013, 489, 490 f. Für eine ausführliche Besprechung der Entscheidung, gerade auch unter dem Blickwinkel der Entwicklungen im Zusammenhang mit der Zulässigkeit von Sammelklagen vor ICSID-Schiedsgerichten, sei auf *Luca*, *Italian Yearbook of International Law* 21 (2011), 211, verwiesen.

<sup>1434</sup> In diesem Sinn zur Situation von Unternehmen unter dem deutschen SchVG: *Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 19.

<sup>1435</sup> Es sei wiederum an das Beispiel Argentiniens erinnert, wo sich ca. 45% der Gläubiger der Fremdwährungsschulden (dies entsprach einem Volumen von ca. 37 Mrd. US-Dollar) im

Problemen ist daher nach hier vertretener Ansicht nicht auf dem (untauglichen) Weg der Zersplitterung der Wirkungen des Rechtsschutzes, sondern kautelarjuristisch beizukommen. Gläubigern den Verzicht auf Rechtsschutzmöglichkeiten „schmackhaft“ zu machen, ist eine Frage der Schaffung einer klugen Anreizstruktur im Rahmen der Ausgestaltung der Modalitäten ihres Verzichts. Die technischen Möglichkeiten dazu bestehen. Dies soll mit folgenden Überlegungen illustriert werden: es wurde bereits herausgearbeitet, dass eine Kombination von CAC-Einsatz und Umtauschangebot ein praktisch gängiger und auch sinnvoller Weg ist, eine Umschuldung umzusetzen.<sup>1436</sup> Es wurde auch deutlich, dass es auch im Rahmen eines CAC-Einsatzes möglich ist, den Gläubigern verschiedene Optionen anzubieten (vgl. Abschnitt 2.3 CTR).<sup>1437</sup> Außerdem wurde die Rolle von aus ESM-Mitteln stammenden „Zuckerln“ schon kurz angesprochen.<sup>1438</sup> Kombiniert man diese Instrumente, so lässt sich daraus eine unter Rechtsschutzgesichtspunkten robuste Lösung konstruieren: die Gläubiger beschließen eine Änderung der bestehenden Anleihebedingungen, die den vollen beabsichtigten Verzicht umfasst und für alle durch die Mehrheitsentscheidung verbindlich wird. Teil der geänderten Anleihebedingungen ist auch ein (oder wegen des Bedürfnisses nach verschiedenen konfigurierten Umtauschanleihen auch mehrere) vom Schuldner angebotenes Optionsrechts zum freiwilligen Umtausch in neue Anleihen. Dabei ist klargestellt, dass die Nutzung dieser Option, also der Umtausch, zu einer neuen rechtsgeschäftlichen Vereinbarung führt, die unabhängig von einer etwaigen Aufhebung des Gläubigerbeschlusses einen Rechtsgrund für den Bestand der Umtauschanleihen bildet. Das „Zuckerln“ ist dabei nur in den optional verfügbaren Umtauschanleihen enthalten und wirkt somit wie eine gewisse Entschädigung der kooperativen Gläubiger für ihren Verzicht auf die Chance, von

---

*Global Committee of Argentine Bondholders* zur rechtlichen Durchsetzung ihrer Ansprüche zusammengeschlossen hatten, vgl. *Tietje*, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht, S. 7.

<sup>1436</sup> Siehe 1.3.2.4.

<sup>1437</sup> Zur technischen Umsetzung vgl. S. 219.

<sup>1438</sup> S. 387.

einer erfolgreichen Klage anderer Gläubiger zu profitieren. Die die Option nutzenden Gläubiger akzeptieren damit, dass sie im Falle einer erfolgreichen Klage schlechter stehen als der Rest. Im Gegenzug stehen sie bei erfolgloser Klage etwas besser. Sie entscheiden sich sprichwörtlich für den „Spatz in der Hand“ gegenüber der „Taube auf dem Dach“. So wird nach kurzer Zeit (nämlich nach Verstreichen der vom Emittenten selbst gesetzten Frist zur Optionsausübung) absehbar, wie groß das potentielle Prozessrisiko des Emittenten maximal ist. Die wertpapierrechtlichen Grundsätze werden dabei auch gewahrt, weil die alten Anleihen einheitliche, je nach Ausgang des Klageverfahrens geänderte oder unveränderte Anleihebedingungen haben, während die Umtauschanleihen parallel dazu mit den bei ihrer Begebung unabhängig vom Gläubigerbeschluss festgelegten Bedingungen existieren. Die gegen „*exit consents*“ geäußerten Bedenken greifen bei diesem Modell schließlich auch nicht, weil nichts speziell zulasten der Minderheitsgläubiger beschlossen wird. Die Option steht vielmehr zustimmenden wie überstimmten Gläubigern offen und zu ihrer Nutzung wird niemand gezwungen. Mit einer solchen oder ähnlichen Gestaltung lassen sich also die theoretischen Vorzüge einer *inter omnes* wirkenden Klage mit dem praktischen Bedürfnis nach Schnelligkeit und Rechtssicherheit versöhnen.

Zusammenfassend ergibt sich folgende Zielsetzung für einen ausgewogenen Rechtsschutz: den Gläubigern sollte im Anschluss an die Beschlussfassung eine Frist zur Klageerhebung offen stehen. Die Klage sollte nicht grundsätzlich den Vollzug hindern, sondern nur, wenn das Gericht dies im Einzelfall im Rahmen einstweiligen Rechtsschutzes anordnet. Erfolgt dies nicht, so sollte es dem Emittenten möglich sein, auf eigenes Risiko den Vollzug zu betreiben. Erweist sich die Klage später aber als erfolgreich, so sollte dies die Wirkungen des Vollzugs grundsätzlich für alle (in der geänderten Anleihe verbliebenen) Gläubiger beseitigen.

Nachdem die Zielsetzungen nunmehr definiert wurden, gilt es zu untersuchen, ob und wie sie sich durch Nutzung des unionsrechtlichen Instrumentariums erreichen lassen.

## 5.2 Nutzung der Vorzüge des Unionsrechts

Es wird vorliegend als Lösung vorgeschlagen, zur Umsetzung des CAC-Konzepts einen Rechtssetzungsaktes der Europäischen Union zu erlassen, weil die Unionsrechtsordnung mit ihrer einzigartigen Beschaffenheit<sup>1439</sup> Charakteristika aufweist, die den vorbeschriebenen Zielen sehr förderlich sind. Dabei handelt es sich einerseits um den Anwendungsvorrang des Unionsrechts und andererseits um die Gerichtsbarkeit der Unionsgerichte. Diese Vorzüge gilt es zu nutzen.

### 5.2.1 Anwendungsvorrang

Der Grundsatz des Anwendungsvorranges des Unionsrechts<sup>1440</sup> besagt, dass sich das Unionsrecht im Konfliktfall gegen anderslautendes nationales Recht durchsetzt. Sinn und Zweck des Vorrangs ist die Sicherung der einheitlichen und unverfälschten Anwendung des Unionsrechts in der gesamten Union.<sup>1441</sup> Dieses Prinzip kann auch für die Umschuldungsklauseln zu Nutze gemacht werden. Schafft man einen unionalen Rechtsakt, der ähnlich wie die heutigen §§ 4a ff. BSchuWG einen gesetzlichen Bezugsrahmen für die vertraglich vereinbarten Umschuldungsklauseln bereit hält, so lässt sich dadurch die einheitliche Gültigkeit und Anwendung der Klauseln in den Rechtsordnungen aller Mitgliedstaaten der Europäischen Union rechtlich gewährleisten. Ein wesentlicher Vorzug gegenüber der jetzigen Lösung ist dabei vor allem, dass die verwendeten Begrifflichkeiten nicht durch unterschiedliche Bedeutungen in den nationalen Zivilrechtsordnungen „vorbelastet“ sind, sondern unionsrechtlich

---

<sup>1439</sup> Es erscheint (von inhaltlichen Aspekten einmal ganz abgesehen) nur sehr schwer vorstellbar, dass ein speziell auf die Bewältigung der Zahlungsunfähigkeit eines Staates zugeschnittener völkerrechtlicher Vertrag je einen derartig ausgeprägten Grad an Verzahnung (siehe zu diesem Begriff *Streinz*, Vollzug des europäischen Rechts durch deutsche Staatsorgane, in: *Isensee/Kirchhof (Hrsg.)*, Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band X, § 218, Rn. 9-11) mit dem nationalen Recht erreichen kann wie das Unionsrecht. Deswegen überzeugt die Präferenz für eine völkervertragliche Lösung bei *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 32, nicht.

<sup>1440</sup> Vgl. Erklärung Nr. 17 zur Schlussakte der Regierungskonferenz zum Vertrag von Lissabon.

<sup>1441</sup> *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5, Rn. 103, mit weiteren Nachweisen aus der Rechtsprechung des EuGH.



autonom ausgelegt werden können.<sup>1442</sup> Dies gilt inhaltlich für beide gemäß Art. 288 AEUV in Frage kommenden Handlungsformen, also sowohl für die Verordnung als auch für die Richtlinie. Die Verordnung erweist sich gleichwohl als für die vorliegenden Zwecke besser geeignet, weil sie des Zwischenschritts der Umsetzung in nationales Recht nicht bedarf. Dieser ist in der vorliegenden Konstellation, in der die Verordnung inhaltlich Vorgaben für die Ausgestaltung des Anleiherechtsverhältnisses zwischen Staat und Gläubigern machen soll, besonders störungsanfällig. Zwar lassen sich grundsätzlich Umsetzungsdefizite dank der Figur der unmittelbaren Wirkung von Richtlinien kaschieren. Dies gilt jedoch nicht, soweit es sich um eine umgekehrte vertikale Richtlinienwirkung handelt, bei der die unmittelbare Wirkung der Richtlinie den Bürger zugunsten des für das Umsetzungsdefizit verantwortlichen Staates belasten würde.<sup>1443</sup> So lägen die Dinge hinsichtlich Umschuldungsklauseln, weil diese primär im Interesse des Schuldnerstaates sind, aus dessen Perspektive eine Umschuldung erleichtert wird. Wenn möglich, sollte die unionsrechtliche Lösung deshalb die Gestalt einer Verordnung annehmen.<sup>1444</sup>

In diesem Zusammenhang gilt es allerdings noch ein weiteres Problem zu bedenken. Der Anwendungsvorrang greift naturgemäß nur innerhalb der Unionsrechtsordnung. Ein unionsrechtlich geschaffener gesetzlicher Bezugsrahmen zur Absicherung vertraglich vereinbarter Umschuldungsklauseln würde also leer laufen, soweit Eurostaaten ihre Staatsanleihen außerunionalem Recht (z.B. japanischem, schweizer oder amerikanischem Recht) unterstellen. Es stellt sich die Frage, was daraus zu folgern ist. Eine durchgreifende Reaktion wäre es, in dem unionalen Rechtsetzungsakt den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes die Emission unter außerunionalen Rechtsordnungen zu verbieten. Ein Vorbild für eine derartige Regelung findet sich in der

---

<sup>1442</sup> Vgl. *Wegener*, in: Calliess/Ruffert, Art. 19 EUV Rn. 12 a.E., m.w.N.

<sup>1443</sup> Allgemeine Meinung und ständige Rechtsprechung, vgl. nur *Haratsch/König/Pechstein*, Europarecht, S. 172; *Biervert*, in Schwarze, EU-Kommentar, Art. 288 Rn. 30, je m.w.N.

<sup>1444</sup> In diesem Zusammenhang nicht nachvollziehbar erscheint, warum *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, S. 32, bei ihren Überlegungen zu einer unionsrechtlichen Lösung nur die Richtlinie, nicht jedoch die Verordnung in Betracht ziehen.

brasilianischen Verfassung, die ein Verbot enthält, sich einer ausländischen Gerichtsbarkeit zu unterwerfen.<sup>1445</sup> Dieses Vorbild erscheint allerdings im europäischen Kontext nicht nachahmenswert. Eine solche Regel wäre von der Sachmaterie her dem Haushaltsrecht zuzuordnen und es fehlt insofern schon an einem passenden Kompetenztitel für ein Tätigwerden der Europäischen Union.<sup>1446</sup> Außerdem wäre die von einem solchen Verbot ausgehende Signalwirkung fragwürdig. Sie ist indes auch nicht in dieser Form erforderlich. Das gleiche Ergebnis lässt sich nämlich auch auf mittelbarem Weg erreichen. So verpflichtet Art. 12 Abs. 3 ESMV schon in seiner heutigen Fassung die Mitgliedstaaten zur Verwendung von Umschuldungsklauseln, die in allen Rechtsordnungen wirkungsgleich sind.<sup>1447</sup> Existieren nun „verordnungsgestützte“ Umschuldungsklauseln, so genügt es – was als Selbstverständlichkeit empfunden werden würde und auf einfachem Wege ohne Vertragsänderung möglich ist<sup>1448</sup> –, diese als Standard im Rahmen des Art. 12 Abs. 3 ESMV zu definieren. Sie gehen dann in innerunionalen Rechtsordnungen in ihrem Funktionsumfang (wie im Folgenden darzustellen ist) über die Leistungsfähigkeit von „normalen“ CAC in außerunionalen Rechtsordnungen in einer Weise hinaus, die dort mit rein vertraglichen Mitteln nicht nachgebildet werden kann. Bei Wahl eines außerunionalen fremden Rechts ginge also die Wirkungsgleichheit verloren. Die Wahl eines außerunionalen fremden Rechtes käme dann aus inhaltlichen Gründen nicht mehr in Betracht. Ausdrücklich herauszustreichen ist in diesem Zusammenhang, dass die verordnungsbasierte Lösung in allen Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten der EU (und nicht nur des ESM) funktioniert. Dies schließt insbesondere das britische Recht ein, das von der Praxis besonders geschätzt wird.<sup>1449</sup>

---

<sup>1445</sup> *Lewinski*, Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, S. 466 Fn. 17; *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 58 Fn. 162.

<sup>1446</sup> Denkbar wäre insofern grundsätzlich natürlich ein Ausweichen auf den Fiskalpakt.

<sup>1447</sup> Zum insoweit völlig missglückten Wortlaut der deutschen Sprachfassung siehe ausführlich oben 2.2.1.

<sup>1448</sup> Oben 2.2.3.

<sup>1449</sup> Siehe nur *Allen & Overy Global Intelligence Unit*, How the Greek debt reorganisation of 2012 changed the rules of sovereign insolvency, S. 22. Für theoretisch fundierte

## 5.2.2 Unionsgerichtsbarkeit

Der durch den Anwendungsvorrang gewährleistete inhaltliche Gleichlauf einer unionsrechtlichen Lösung ist durch die bestehenden Strukturen der Unionsgerichtsbarkeit auch prozessual abgesichert. Die Unionsgerichtsbarkeit (Art. 19 Abs. 1 EUV) sichert die Wahrung und einheitliche Entwicklung des Unionsrechts. Je nach konkreter Ausgestaltung ergeben sich jedoch Unterschiede im Ablauf und damit auch Abstufungen in der Zielverwirklichung hinsichtlich des Rechtsschutzes.

### 5.2.2.1 Dezentraler Rechtsschutz

Konzipiert man die Verordnung zu Umschuldungsklauseln so, dass sie nur inhaltliche Regelungen (im Sinne eines gesetzlichen Bezugsrahmens) enthält, so führt dies nicht zu einer unmittelbaren Zentralisierung und Vereinheitlichung des Rechtsschutzes. Vielmehr sind dann gemäß dem Grundsatz der „institutionellen und verfahrensmäßigen Autonomie der Mitgliedstaaten“ die mitgliedstaatlichen Gerichte auf der Grundlage der jeweils bei ihnen existierenden Verfahren dazu berufen, (als funktionale Unionsgerichte) auch über die Einhaltung der unionsrechtlich verankerten Regelungen zu wachen.<sup>1450</sup> Der EuGH spielt in diesem Szenario nur mittelbar im Wege des Vorlageverfahrens gemäß Art. 267 AEUV eine Rolle. Durch das im Allgemeinen bewährte Zusammenspiel von nationalen Gerichten und EuGH<sup>1451</sup> wird zwar grundsätzlich inhaltlich die Einheitlichkeit der Rechtsanwendung gewährleistet, in der hier zu behandelnden Konstellation erweist es sich aber als schlecht passend. So verbliebe es bei den unterschiedlich strukturierten nationalen Rechtsschutzverfahren, die in ihren Wirkweisen (z.B. hinsichtlich der Frage der *erga-omnes*-Wirkung einer Entscheidung) nicht vereinheitlicht würden. Art. 19 Abs. 1 UAbs. 2 EUV belässt den Mitgliedstaaten insofern einen sehr weiten Spielraum. Außerdem drohte das

---

Erklärungsversuche zur Attraktivität des englischen Rechts siehe auch *Engert/Hornuf*, CESifo DICE Report 11/3 (2013), 16.

<sup>1450</sup> Vgl. *Huber*, in: Streinz, Art. 19 EUV Rn. 36 ff.

<sup>1451</sup> Vgl. *Ehricke*, in: Streinz, Art. 267 AEUV Rn. 1.

Vorlageverfahren in weiten Teilen leer zu laufen. Wie bereits mehrfach betont, spielt die Schnelligkeit bei der Entscheidung über die Rechtmäßigkeit einer Umschuldung eine ausschlaggebende Rolle. Entsprechend groß wird typischerweise der Stellenwert der Entscheidung im einstweiligen Rechtsschutz sein. Im einstweiligen Rechtsschutz greift indes die Vorlagepflicht gemäß Art. 267 Abs. 3 AEUV nicht ein, soweit den Parteien ein Hauptsacheverfahren offen steht.<sup>1452</sup> Das Hauptsacheverfahren, so es zu einem kommt, wird durch das Vorlageverfahren naturgemäß schwerfälliger und langwieriger.

Die Schaffung einer eigenständigen unionalen Rechtsschutzform vor den nationalen Gerichten erscheint nicht als realistische Option. So dürften sich die Voraussetzungen des Art. 81 Abs. 2 AEUV kaum seriöserweise begründen lassen, weil der Rechtsschutz gegen Mehrheitsentscheidungen von Gläubigern keine prozessual grenzüberschreitende Komponente hat, an die man mit Mitteln der justiziellen Zusammenarbeit anknüpfen könnte. Außerdem würde ein solches Verfahren nichts an der Vielzahl der potentiell zuständigen Gerichte ändern.

#### **5.2.2.2 Zentralisierter Rechtsschutz**

Die beste Lösung für die Gestaltung des Rechtsschutzes ergäbe sich, wenn es gelänge, eines der unmittelbar vor die Unionsgerichte führenden und im Primärrecht bereits enumerativ vorgesehenen Verfahren<sup>1453</sup> zu aktivieren. Strukturell sehr gut passen<sup>1454</sup> würde die Nichtigkeitsklage gemäß Art. 263 AEUV. Eine entsprechende Idee, die den Zugang zur Nichtigkeitsklage eröffnet, soll nunmehr entfaltet werden.

Ausgangspunkt der Überlegungen ist die Rolle der Berechnungsstelle. Deren gegenwärtige Ausgestaltung wurde bereits kritisiert.<sup>1455</sup> Es wäre vorzugswürdig, diese Aufgabe einer öffentlichen Stelle zu übertragen. Hierfür bietet sich die

---

<sup>1452</sup> *Wegener*, in: Calliess/Ruffert, Art. 267 AEUV Rn. 30; *Pieckenbrock*, EuR 2011, 317, 338.

<sup>1453</sup> *Oppermann/Classen/Nettesheim*, Europarecht, S. 209.

<sup>1454</sup> Zu Einzelheiten siehe sogleich im nachfolgenden Abschnitt.

<sup>1455</sup> Oben 3.2.6.

Europäische Kommission an. Sie ist die geborene „Hüterin“<sup>1456</sup> der rechtmäßigen Anwendung des Unionsrechts (vgl. Art. 17 Abs. 1 S. 3 EUV), genießt volle Unabhängigkeit (Art. 17 Abs. 3 UAbs. 2 EUV) und verfügt über einen leistungsfähigen Exekutivapparat. Will man der Kommission die Aufgabe der Berechnungsstelle übertragen, so führt dies zu der Anschlussfrage, welcher Handlungsform sie sich dabei bedienen soll. Ihre Stellung als Verwaltungsorgan eröffnet insofern die Möglichkeit, sich auf einen Rechtsakt zu stützen. Sinnvoll erscheint der Erlass eines Beschlusses gemäß Art. 288 Abs. 4 AEUV über das Abstimmungsergebnis. Dessen Inhalt lässt sich als positiver Nebeneffekt über die bisherigen Aufgaben der Berechnungsstelle hinaus anreichern. Die Kommission ist ein Organ, für das rechtliche Prüfungen zum Alltag gehören. So liegt es nahe, im Rahmen des Beschlusses nicht nur das Abstimmungsergebnis festzustellen, sondern die Kommission umfassend die Rechtmäßigkeit der Änderung der Anleihebedingungen beurteilen zu lassen. Dies betrifft den Ablauf der Mehrheitsentscheidung ebenso wie zu normierende materielle Voraussetzungen hinsichtlich des Missbrauchsschutzes. Die Kommission als „erweiterte Berechnungsstelle“ könnte somit die Verlässlichkeit des Umschuldungsverfahrens deutlich erhöhen.

Gibt es einen Beschluss über die Gültigkeit der Abstimmung, so liegt es nahe, das Wirksamwerden der beschlossenen Änderungen der Anleihen schon in den Umschuldungsklauseln an diesen Beschluss zu koppeln.<sup>1457</sup> Der Kommissionsbeschluss hat damit (durch die Anknüpfung in den Anleihebedingungen) individualrechtsgestaltende Wirkung für die Forderungen aus der Anleihe. Dementsprechend ist er an den Schuldnerstaat und alle Gläubiger zu adressieren.<sup>1458</sup> Verfahrenstechnisch vorteilhaft wäre es zwar, einen adressatenlosen Beschluss anzunehmen, weil dieser gemäß Art. 297 Abs. 2 UAbs. 2 AEUV durch Veröffentlichung im Amtsblatt in Kraft tritt und damit

---

<sup>1456</sup> *Kugelmann*, in: Streinz, Art. 17 EUV Rn. 35.

<sup>1457</sup> Zur Ausgestaltung im Einzelnen sogleich 5.4.2.

<sup>1458</sup> Dabei handelt es sich um einen großen, im Zeitpunkt des Erlasses aber endgültig bestimmbaren Adressatenkreis, vgl. *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/ders., Art. 288 AEUV Rn. 174 f.

eine für alle einheitliche Klagefrist laufen würde. Dieser Weg erscheint jedoch versperrt, weil sich adressatenlose Beschlüsse dadurch charakterisieren, dass sie nicht in individuell zugeordnete Rechtspositionen eingreifen.<sup>1459</sup> So ist gemäß Art. 297 Abs. 2 UAbs. 3 die Bekanntgabe an jeden Adressaten erforderlich.<sup>1460</sup> Da jedoch insofern keine besondere Form vorgeschrieben ist,<sup>1461</sup> erscheint dies als praktisch bewältigbares Unterfangen, weil hierfür die etablierten Kanäle zur Kommunikation mit den Gläubigern wie Clearingsysteme verwendet werden können.

Der beschriebene Aufwand lohnt, wenn man auf die Folgen, die sich aus dieser Konstruktion für den Rechtsschutz ergeben, blickt. So kann der Beschluss der Kommission gemäß Art. 263 AEUV (nur) mit der Nichtigkeitsklage angefochten werden. Deren Eigenschaften entsprechen den für einen optimalen Rechtsschutz formulierten Zielen weitgehend, wie nunmehr vertieft zu untersuchen ist.

### **5.2.2.3 Die Nichtigkeitsklage gemäß Art. 263 AEUV**

Die Nichtigkeitsklage steht sowohl dem Schuldnerstaat<sup>1462</sup> als Mitgliedstaat der Union (Art. 263 Abs. 2 AEUV) als auch den Gläubigern als Adressaten (Art. 263 Abs. 4 Alt 1 AEUV) offen. Zuständig ist in beiden Konstellationen das EuG, wie sich aus Art. 256 Abs. 1 AEUV i.V.m. Art. 51 Satzung EuGH ergibt. Eine Möglichkeit zur Verweisung an den EuGH wegen grundlegender Bedeutung

---

<sup>1459</sup> *Nettesheim*, a.a.O., Rn. 194. Der Begriff ist insofern in einer Traditionslinie zu der vor dem Vertrag von Lissabon bereits als Beschluss bezeichneten Handlungsform zu sehen (die nur im EUV a.F. ausdrücklich primärrechtlich verankert, aber auch im EGV anerkannt war, siehe dazu *Streinz*, Europarecht, Rn. 515). Eingehend zum Kriterium der Adressatenlosigkeit (auf der Basis des vor dem Vertrag von Lissabon geltenden Regimes der Handlungsformen): *Bast*, Grundbegriffe der Handlungsformen der EU, S. 196 ff., insbesondere S. 200.

<sup>1460</sup> Eine Möglichkeit, auch bei individualbezogenen Akten eine öffentliche Bekanntgabe vorzusehen, wie sie in Deutschland dank § 41 Abs. 3 VwVfG besteht, gibt es im Unionsrecht an dieser Stelle nicht.

<sup>1461</sup> *Ruffert*, in: Calliess/ders., Art. 297 AEUV Rn. 15.

<sup>1462</sup> Wobei dieser bei einem eine erfolgreiche Mehrheitsentscheidung feststellenden Beschluss mangels Beschwer nicht als Kläger in Betracht kommt, sondern nur bei einem ablehnenden Beschluss.

besteht anders als bei Art. 256 Abs. 3 UAbs. 2 AEUV<sup>1463</sup> nicht. Die Klage ist gemäß Art. 263 Abs. 6 AEUV an eine zweimonatige Frist ab Bekanntgabe gebunden. Vom Verfahrensablauf her kommt auf Antrag einer Partei die Durchführung im beschleunigten Verfahren in Betracht (Art. 76a VerfO EuG).<sup>1464</sup>

Die Klageerhebung hat keinen Suspensiveffekt hinsichtlich des angegriffenen Beschlusses, Art. 278 S. 1 AEUV. Es besteht jedoch gemäß Art. 278 S. 2 AEUV die Möglichkeit, im Zusammenhang mit einer Nichtigkeitsklage einstweiligen Rechtsschutz in Gestalt der Aussetzung der Durchführung zu beantragen. Einstweiliger Rechtsschutz außerhalb eines Hauptsacheverfahrens ist anders als beispielsweise im deutschen Verwaltungsprozessrecht unzulässig (Art. 104 § 1 VerfO EuG). Maßgeblich für die Begründetheit eines solchen Antrags sind die Dringlichkeit, d.h. das Drohen eines – unter Abwägung der beteiligten Interessen – schweren und nicht wiedergutzumachenden Schadens, sowie die Notwendigkeit, d.h. hinreichende Erfolgsaussichten in der Hauptsache bei summarischer Prüfung.<sup>1465</sup> Die entsprechenden Umstände sind vom Antragsteller glaubhaft zu machen (Art. 104 § 2 VerfO EuG). Die beiden Kriterien der Dringlichkeit und Notwendigkeit erscheinen als hinreichend flexibel, um dem Gericht auch in der komplexen Situation einer Umschuldung eine interessengerechte Entscheidung zu ermöglichen.

Sollte die Nichtigkeitsklage in der Hauptsache erfolgreich sein, so wird der angefochtene Beschluss nach Art. 264 Abs. 1 AEUV für nichtig erklärt. Über die Reichweite der Nichtigklärung eines adressatenbezogenen Beschlusses besteht Streit. Nach einer Ansicht besteht wie bei allen anderen Nichtigkeitsklagen auch *erga-omnes*-Wirkung.<sup>1466</sup> Die Gegenansicht spricht sich

---

<sup>1463</sup> Der in der Praxis leer läuft, weil bisher keine entsprechende zuständigkeitszuweisende Änderung der Satzung des EuGH erfolgt ist; vgl. *Huber*, in: Streinz, Art. 256 AEUV Rn. 15.

<sup>1464</sup> Das Verfahren des EuGH betreffend den ESM in der Rechtssache *Pringle* wurde beispielsweise auch im beschleunigten Verfahren durchgeführt, vgl. EuGH (Plenum), Urteil vom 27.11.2012, Rs. C-370/12, NJW 2013, 29.

<sup>1465</sup> *Pechstein*, EU-Prozessrecht, S. 463 ff.

<sup>1466</sup> *Cremer*, in: Calliess/Ruffert, Art. 264 AEUV Rn. 2; *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 264 AEUV Rn. 7; *Kotzur*, in: Geiger/Khan/ders., Art. 264 Rn. 3; wohl auch *Borchardt*, in: Lenz/ders., Art. 264 AEUV Rn. 3.

für eine Beschränkung auf die betroffenen Adressaten aus.<sup>1467</sup> Der aus der Epoche des EGV stammende Streit ist vom gegenwärtigen Vertragstext losgelöst<sup>1468</sup> und erscheint weitgehend terminologischer Natur.<sup>1469</sup> Er wirkt sich im vorliegenden Fall im Ergebnis nicht aus. Denn nach allen Auffassungen wirkt die Nichtigkeitserklärung einer an mehrere Adressaten gerichteten einheitlichen Entscheidung gegenüber all diesen Adressaten.<sup>1470</sup> Zu unterscheiden ist diese Situation von der problematischen Fallgruppe, bei der inhaltlich selbständige Einzelentscheidungen formal gebündelt in einem „Sammelrechtsakt“<sup>1471</sup> ergangen sind.<sup>1472</sup> So liegen die Dinge vorliegend nicht. Über die Feststellung des Zustandekommens einer Mehrheitsentscheidung kann gegenüber allen Beteiligten nur einheitlich entschieden werden. Es handelt sich inhaltlich um eine einzige Entscheidung und nicht um ein Bündel von Einzelentscheidungen für jeden Gläubiger.<sup>1473</sup> Damit bleibt festzuhalten, dass eine erfolgreiche Anfechtung des Beschlusses nicht nur dem klagenden Gläubiger zu Gute käme, sondern für alle Gläubiger wirken würde.

Etwas anderes würde nur dann gelten, wenn das Gericht von der Ausnahmevorschrift des Art. 264 Abs. 2 AEUV Gebrauch machen und die

---

<sup>1467</sup> *Ehricke*, in: Streinz, Art. 264 AEUV Rn. 3; *Schwarze*, in: ders., EU-Kommentar, Art. 264 AEUV Rn. 4.

<sup>1468</sup> Gemäß Art. 264 Abs. 1 AEUV wird die angefochtene Handlung für nichtig erklärt, was für sich genommen allgemeingültig ist und keiner spezifischen Beschränkung bedarf. War die angegriffene Handlung ein adressatenbezogener Beschluss, so bestimmt schon Art. 288 Abs. 4 S. 2 AEUV, dass er nur für die Adressaten „verbindlich“ ist. Die Beseitigung dieser Verbindlichkeit ist die Wirkung der Nichtigkeitserklärung, nicht mehr und nicht weniger. Ähnlich *Frenz*, Handbuch Europarecht, Band 5, Rn. 2864, der den Streit für unter der Geltung des AEUV erledigt hält.

<sup>1469</sup> Die Vertreter der vermeintlich weiteren Auffassung gelangen – nach hiesiger Ansicht auf dogmatisch sauberem Wege – durch eine hohe Sensibilität für die Begrenzung der Reichweite des Streitgegenstandes (Begriff der angegriffenen Handlung und ihres Adressaten) zu identischen Ergebnissen.

<sup>1470</sup> Vgl. *Ehricke*, a.a.O.

<sup>1471</sup> *Dörr*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 264 AEUV Rn. 10.

<sup>1472</sup> *Cremer*, in: Calliess/Ruffert, Art. 264 AEUV Rn. 2.

<sup>1473</sup> Insofern liegen die Dinge vergleichbar mit dem Verbot eines Kartells. Vgl. dazu im Ergebnis übereinstimmend *Ehricke*, a.a.O.; *Dörr*, a.a.O.; *Cremer*, a.a.O.



Reichweite der Nichtigerklärung einschränken sollte, indem es fortgeltende Wirkungen der angegriffenen Handlung ausspricht.

Das Leitbild für eine entsprechende Anordnung bildet eine zeitliche Beschränkung.<sup>1474</sup> Eine solche ist vorliegend nicht relevant, weil die Änderung der Anleihebedingungen ein punktuelles Ereignis darstellt. Der Wortlaut des Art. 264 Abs. 2 AEUV enthält indes keine Einschränkung betreffend das „Wie“ der Anordnung. Dem Gericht kommt vielmehr ein weiter Beurteilungs- und Gestaltungsspielraum in dieser Frage zu.<sup>1475</sup> Denkbar erscheint auch eine Einschränkung der Urteilswirkungen in personeller Hinsicht dergestalt, dass die Wirkungen der angefochtenen Handlung nur gegenüber dem erfolgreichen Kläger aufgehoben werden.<sup>1476</sup> Ein wichtiges Kriterium für die Entscheidung über Beschränkungen bildet in der Rechtsprechung das Gewicht zwingender Erwägungen der Rechtssicherheit im Rahmen einer Gesamtbetrachtung der widerstreitenden Interessen.<sup>1477</sup> Das Kriterium der Rechtssicherheit allein wird jedoch als zu eng empfunden<sup>1478</sup> und in der Entscheidungspraxis sind die zugrunde gelegten Kriterien vielfältig.<sup>1479</sup> Eine Rolle können auch Überlegungen zur Schonung mitgliedstaatlicher Ressourcen spielen,<sup>1480</sup> insbesondere wenn schwerwiegende wirtschaftliche Auswirkungen im Raum stehen.<sup>1481</sup> Die bisherige Rechtsprechung des EuGH weist in dieser Hinsicht allerdings eine restriktive Tendenz auf.<sup>1482</sup>

---

<sup>1474</sup> Vgl. *Ehricke*, a.a.O., Rn. 6. Von einer ausschließlich zeitlichen Beschränkungsmöglichkeit geht *Borchardt*, in: Lenz/ders., Art. 264 AEUV Rn. 6-8 aus.

<sup>1475</sup> *Dörr*, a.a.O., Rn. 13.

<sup>1476</sup> Ebd., Rn. 8 und 12.

<sup>1477</sup> Schlussanträge der Generalanwältin *Kokott* vom 30.09.2010 in der Rechtssache EuGH C-236/09, Slg. 2010, I-775, Rn. 76.

<sup>1478</sup> *Paulus A.*, NJW 2011, 3686, 3688.

<sup>1479</sup> Zu konkreten Beispielen siehe *Dörr*, a.a.O., Rn. 14.

<sup>1480</sup> *Cremer*, a.a.O., Rn. 4.

<sup>1481</sup> *Ehricke*, a.a.O., Rn. 7 zur Problematik steuerrechtlicher Urteile.

<sup>1482</sup> Vgl. nur (allerdings ein Vorabentscheidungsverfahren betreffend und stark von den Umständen des konkreten Falles geprägt) EuGH (Große Kammer), Urteil vom 06.03.2007, Rs. C-292/04 – *Meilicke*, Slg. 2007, I-1835, Rn. 34 ff., gegenüber dem Schlussantrag des Generalanwalts *Tizzano* zur selben Rechtssache, dort insbesondere Rn. 35. Wie der EuGH

Wie sich aus den vorstehenden Ausführungen ablesen lässt, erscheint es kaum vorhersehbar, ob und in welcher Form im Fall einer erfolgreichen Klage gegen einen Beschluss über einen CAC-Einsatz eine Beschränkung der allgemeinen Wirkung des Urteils durch die Unionsgerichte realistisch in Betracht kommt. Nach hier vertretener Auffassung sprechen die besseren Gründe dagegen. So bildet die Änderung der Anleihebedingungen wie gesagt ein punktuell Ereignis. Beruht dieses auf einem Beschluss, gegen den ein Klageverfahren läuft, so erscheint kein rechter Ansatzpunkt für die Begründung schutzwürdigen Vertrauens. Widerstreitend gegen eine Beschränkung der Urteilswirkungen auf den erfolgreichen Kläger sind überdies die Wertungen, die aus dem Grundsatz der Gläubigergleichbehandlung folgen. Andererseits mag es spezielle Fallkonstellationen geben, in denen man um die große Flexibilität, die Art. 264 Abs. 2 AEUV dem Unionsrichter eröffnet, dankbar sein kann.<sup>1483</sup>

Gegen das Urteil des EuG steht schließlich ein auf Rechtsfehler beschränktes Rechtsmittelverfahren vor dem EuGH offen (Art. 256 Abs. 1 UAbs. 1 AEUV, Art. 56 Satzung EuGH). Insofern ergeben sich in der vorliegenden Konstellation keine Besonderheiten.<sup>1484</sup>

Der größte Vorzug des geschilderten Rechtsschutzregimes ergibt sich, wenn eine Nichtigkeitsklage gegen den Beschluss der Kommission entweder nicht fristgerecht erhoben wurde oder erfolglos geblieben ist. Dann erwächst der

---

dagegen die (nach Verweisung an die Große Kammer erstatteten) zweiten Schlussanträge der Generalanwältin *Stix-Hackl*.

<sup>1483</sup> Die damit nicht völlig ausgeräumte Möglichkeit einer potentiellen Besserstellung klagender Gläubiger lässt sich auch mit den gängigen kautelarjuristischen Mitteln nicht beseitigen. Erlösteilungsklauseln sind nur im Zusammenhang mit einer bereits die Rechtsdurchsetzung kollektivierenden Treuhandkonstruktion sinnvoll machbar, vgl. oben 1.4.2.4.3. Und auch Meistbegünstigungsklauseln helfen den nicht klagenden Gläubigern nicht weiter. Diese sind typischerweise nämlich so konstruiert, dass sie den übrigen Gläubigern nur eine Gleichstellung mit einer von einem Gläubiger erzielten besseren Einigung mit dem Schuldner garantieren, sich auf gerichtlich erfolgreich zwangsweise durchgesetzte Ansprüche hingegen nicht erstrecken, vgl. *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 208.

<sup>1484</sup> Siehe zu Voraussetzungen und Wirkungen des Rechtsmittels im Einzelnen: *Pechstein*, EU-Prozessrecht, S. 120 ff.

Beschluss nämlich in Bestandskraft.<sup>1485</sup> Das bedeutet zunächst, dass er vor den Unionsgerichten unmittelbar nicht mehr angreifbar ist. Soweit es auf ihn überdies inzident in einem anderen Rechtsstreit ankommt, ist er ohne neuerliche Prüfung als wirksam zu behandeln. Zugleich hat er<sup>1486</sup> Teil am Anwendungsvorrang des Unionsrechts und ist damit auch für jedes mitgliedstaatliche Gericht bindend. Damit führt auch in allen vor nationalen Gerichten geführten Verfahren (z.B. Klage auf Rückzahlung des vollen Nennbetrages) kein Weg mehr hinter die Wirksamkeit der Änderung der Anleihebedingungen zurück. Dies ist ein wesentlicher Gewinn an Rechtssicherheit.

Zu betonen ist, dass die vorgeschlagene Lösung vollumfänglich auf bereits existierenden und erprobten Institutionen und Mechanismen aufbaut. Es käme nicht zur Schaffung neuer Strukturen oder gar Institutionen und es entstünden keine neuen Bereitstellungskosten außerhalb des Krisenfalles. Nachdem damit die Vorzüge einer unionsrechtlichen Verordnungslösung, bei der der Kommission die Stellung der Berechnungsstelle zukommt, nun zutage getreten sind, gilt es, die Machbarkeit einer solchen Lösung zu untersuchen.

### **5.3 Machbarkeit einer Verordnungslösung**

Die Verwendung einer EU-Verordnung als Instrument zur Implementierung von Umschuldungsklauseln spielte in der Diskussion der Jahre 2010/2011 keine nennenswerte Rolle. Ein entsprechender Vorschlag taucht soweit ersichtlich nur schlagwortartig an zwei Stellen in der Aufsatzliteratur auf,<sup>1487</sup> ohne dass er dort jeweils weiter vertieft worden und insbesondere die Machbarkeit untersucht worden wäre. Allgemein verbreitet war die Sichtweise, für eine unionsrechtliche

---

<sup>1485</sup> *Gundel*, in: *Schulze/Zuleeg/Kadelbach (Hrsg.)*, Europarecht - Handbuch für die deutsche Rechtspraxis, § 3 Rn. 77.

<sup>1486</sup> Natürlich schon ab Erlass.

<sup>1487</sup> *Sester*, WM 2011, 1057, 1065; *Buchheit/Gulati*, Capital Markets Law Journal 6 (2011), 317, 324.

Lösung fehle es an einer geeigneten Rechtsgrundlage.<sup>1488</sup> So ist es wohl auch zu erklären, dass der Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen in der Liste der alternativen Regelungsformen, die er unter anderem zur Harmonisierung des Rechtsschutzes in Betracht gezogen hat, einen Unionsrechtsakt überhaupt nicht erwähnt.<sup>1489</sup> Die Schaffung einer neuen Kompetenzgrundlage kam (und kommt wohl) nicht in Betracht, weil man aus zeitlichen und politischen Gründen die unionsrechtliche Verankerung des ESM im Rahmen des vereinfachten Vertragsänderungsverfahrens halten wollte, in dem Art. 48 Abs. 6 UAbs. 3 EUV eine Zuständigkeitsausweitung der Union verbietet.<sup>1490</sup> Der Frage, ob sich eine Rechtsgrundlage im bestehenden Primärrecht finden lässt, ist im Folgenden also besonders gründlich nachzugehen. Lässt sich diese Hürde grundsätzlich für eine Verordnung zur Regelung von Umschuldungsklauseln überwinden, so schließt sich die weitere Frage an, ob auch die der Kommission zugedachte Rolle realisierbar ist. Dabei handelt es sich um eine Problemstellung der Begründung einer neuen Vollzugskompetenz der Kommission.

### 5.3.1 Rechtsgrundlage

Auf der Suche nach einer Rechtsgrundlage für eine Verordnung, die einen gesetzlichen Ermöglichungsrahmen für die Verwendung von Umschuldungsklauseln in den Staatsanleihen der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes schafft, wird man im Titel über die Wirtschafts- und Währungspolitik nicht fündig. Dies erscheint indes auch nicht als sachnähste Materie für diese Frage. Denn ihrem Wesen nach ist die Ermöglichung der Verwendung von Umschuldungsklauseln keine Maßnahme der Wirtschafts- oder

---

<sup>1488</sup> *Sáinz de Vicuña*, Identical Collective Action Clauses for different Legal Systems: A European Model, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 15, 21.

<sup>1489</sup> *Unterausschuss*, Collective Action Clause Explanatory Note, S. 8. Dort werden hinsichtlich des Ziels der Einheitlichkeit ein eigenständiger völkerrechtlicher Vertrag und die Unterstellung aller CACs unter das Recht eines Mitgliedstaates des Europäischen Währungsraumes angesprochen und hinsichtlich des Rechtsschutzes die Schaffung einer internationalen Gerichtsbarkeit und die Zuständigkeitskonzentration vor den Gerichten eines Mitgliedstaates.

<sup>1490</sup> *Kube*, WM 2012, 245, 246.

Währungsverfassung, sondern sie gestaltet vielmehr den rechtlichen Rahmen für die Geldanlage in Staatsanleihen aus. Dabei handelt es sich um einen marktgängigen Vorgang. So fällt die Geldanlage in Staatsanleihen in den Anwendungsbereich der Kapitalverkehrsfreiheit gemäß Art. 63 AEUV.<sup>1491</sup> Die in diesem Bereich vorhandenen speziellen Kompetenztitel passen allerdings jeweils auf den ersten Blick nicht. Art. 64 Abs. 2 und 3 AEUV schaffen eine Unionskompetenz lediglich für Maßnahmen mit Drittstaatenbezug, an dem es vorliegend fehlt. Art. 65 AEUV ermöglicht nur mitgliedstaatliche Beschränkungen, ohne eine Kompetenz der Union zu begründen. Und Art. 66 AEUV ist weder tatbestandlich einschlägig, noch würde die auf kurzfristige Maßnahmen zielende Rechtsfolge weiterhelfen.

Damit ist der Blick zu weiten auf die allgemeineren Vorschriften zur Verwirklichung des Binnenmarktes.

### **5.3.1.1 Art. 114 AEUV**

Zu prüfen ist Art. 114 AEUV als Grundlage für eine Rechtsangleichung im Binnenmarkt.

Erste und vorliegend auch zentrale Voraussetzung dieser Rechtsgrundlage ist, dass der zu erlassende Rechtsakt der Verwirklichung der Ziele des Art. 26 AEUV dienen muss, also auf die Verwirklichung beziehungsweise die Gewährleistung des Funktionierens des Binnenmarktes zielen muss. Nach klassischem Verständnis sind hierunter zwei zulässige Ziele zu fassen.<sup>1492</sup> Dies sind einerseits die Beseitigung von rechtlichen Hindernissen für die Nutzung der Verkehrsfreiheiten und andererseits die Beseitigung von Wettbewerbsverfälschungen. Das vorliegend zu diskutierende Vorhaben einer CAC-Verordnung fällt nicht in die erste Kategorie, weil auch ohne Umschuldungsklauseln keine rechtlichen Hürden für den grenzüberschreitenden

---

<sup>1491</sup> EuGH, Urteil vom 7. April 2011, Rs. C-20/09 (Europäische Kommission ./ Portugal), Slg. 2011, I-2637, Rn. 54 ff.

<sup>1492</sup> Vgl. etwa *Leible/Schröder*, in: Streinz, Art. 114 AEUV Rn. 39 ff.; EuGH, Urteil vom 10.12.2002, Rs. C-491/01 (British American Tobacco (Investments) Ltd. und Imperial Tobacco Ltd.), Slg. 2002, I-11453, Rn. 60.

Erwerb von Staatsanleihen bestehen. Der Problembereich der Wettbewerbsverfälschungen ist durchaus berührt. So stellt es ein stark betontes Argument für eine einheitliche Verwendung der Umschuldungsklauseln dar, dass einheitliche Wettbewerbsbedingungen für alle europäischen Anleihen geschaffen werden sollen.<sup>1493</sup> Allerdings wird hinsichtlich von Wettbewerbsverfälschungen im Rahmen von Art. 114 AEUV im Allgemeinen verlangt, dass sie ein Kriterium der Spürbarkeit erfüllen. Lediglich geringfügige Beeinträchtigungen berechtigen nicht zur Rechtsangleichung.<sup>1494</sup> Auch wenn nicht wirklich gesichert ist, wie die Spürbarkeit genau zu beurteilen ist,<sup>1495</sup> so spricht vorliegend einiges dafür, dieses Kriterium zu verneinen. Wie bereits dargestellt,<sup>1496</sup> hat die Einführung von CAC keine wahrnehmbare Reaktion bei der Preisbildung an den Anleihemärkten hervorgerufen. Wenn schon bezogen auf die Anleihen eines Emittenten kein erkennbarer Unterschied im Markterfolg von Anleihen mit und ohne CAC feststellbar ist, dann erscheint es als recht gewagt, zu behaupten, das Fehlen einer Harmonisierung der bloßen Ausgestaltung der Klauseln führe zu spürbaren Wettbewerbsverzerrungen zwischen den Emittenten.

Die beiden genannten Fallgruppen sind allerdings nicht als abschließend zu verstehen.<sup>1497</sup> Sie sind schon deswegen zu eng gefasst, weil sie nur auf rechtliche Störungen des Binnenmarktes gerichtet sind.<sup>1498</sup> Die fortschreitende rechtliche Vollendung des Binnenmarktes lässt jedoch zutage treten, dass es

---

<sup>1493</sup> *Europäischer Rat*, Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11, S. 31.

<sup>1494</sup> *Kahl*, in: Calliess/Ruffert, Art. 114 AEUV, Rn. 23 m.w.N.

<sup>1495</sup> *Frenz/Ehlentz*, EuZW 2011, 623, 625.

<sup>1496</sup> Oben 1.5.1.1.

<sup>1497</sup> Der EuGH selbst spricht davon, der Unionsgesetzgeber könne Art. 114 AEUV „*unter anderem*“ in den genannten Fällen heranziehen, vgl. (noch zu Art. 95 EGV ergangen) EuGH (Große Kammer), Urteil vom 8.06.2010, Rs. C-58/08 (Vodafone Ltd u.a.), Slg. 2010, I-4999 Rn. 32. „*Vor allem*“ auf die beiden Fallgruppen verweisen auch *Leible/Schröder*, in: Streinz, Art. 114 AEUV Rn. 39. *Tietje*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 114 AEUV Rn. 107 ff., entfaltet als weitere Fallgruppe beispielsweise die Gewährleistung einer einheitlichen Auslegung völkerrechtlicher Verpflichtungen.

<sup>1498</sup> Für ein weites Verständnis des Harmonisierungskonzepts, demgemäß Funktionsstörungen des Binnenmarktes auch von anderen Ursachen als von rechtlichen Divergenzen herrühren können, plädiert zutreffend *Trübe*, Das System der Rechtsetzungskompetenzen der Europäischen Gemeinschaft und der Europäischen Union, S. 214 und 266.

auch Konstellationen gibt, in denen dieser mit rechtlichen Mitteln gegen außerrechtliche Gefahren geschützt werden muss.<sup>1499</sup> Besonderes Gewicht in dieser Richtung hat in den letzten Jahren der Finanzkrise der Schutz gegen ökonomische Risiken für die Stabilität des Binnenmarktes erlangt. Ein wichtiger Einsatzbereich des Art. 114 AEUV ist in diesem Kontext die Schaffung rechtlicher Grundlagen, die den Binnenmarkt robuster gegen ökonomische Schocks im Zusammenhang mit Finanzkrisen machen. So wurde die gesamte neu geschaffene Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Art. 114 AEUV gestützt. Die Kommissionsmitteilung, mit der die entsprechenden Vorschläge unterbreitet wurden,<sup>1500</sup> nimmt auch zur Frage der Rechtsgrundlage Stellung. Dabei betont sie als tragende Erwägung für den Binnenmarktbezug des Gesamtvorhabens vorrangig das Ziel, den schwerwiegenden Risiken für die Stabilität des Finanzsystems entgegen zu treten, um so die Stabilität und das Funktionieren des Binnenmarktes zu gewährleisten.<sup>1501</sup> Dieser Leitgedanke hat auch Eingang in die Erwägungsgründe der einzelnen Rechtsakte gefunden und stellt dort jeweils die zentrale Erwägung für die Begründung der Rechtsgrundlage dar.<sup>1502</sup> Dies ist deshalb bemerkenswert, weil hinsichtlich der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde und der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung sowie der

---

<sup>1499</sup> Siehe allgemein zur Tendenz einer Schwerpunktverlagerung von der eigentlichen Rechtsangleichung hin zur Verwirklichung von Schutzkonzepten: *Tietje*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Art. 114 AEUV Rn. 24.

<sup>1500</sup> *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Mitteilung zur Europäischen Finanzaufsicht, KOM(2009) 252.

<sup>1501</sup> A.a.O., S. 8 und 15.

<sup>1502</sup> Erwägungsgründe (27) und (30) der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. Nr. L 331 S. 1; Erwägungsgrund (7) der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), ABl. Nr. L 331 S. 12; Erwägungsgrund (6) der Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), ABl. Nr. L 331 S. 48; Erwägungsgrund (7) der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), ABl. Nr. L 331 S. 84.

Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zwanglos die Argumentation über die klassische Fallgruppe der Beseitigung spürbarer Wettbewerbsverfälschungen (Problemkreis der Aufsichtsarbitrage) offen stand. Diese Argumentation wird ebenfalls in Bezug genommen, allerdings nur als nachrangige Erwägung.<sup>1503</sup> Hinsichtlich der Finanzaufsicht auf Makroebene indes fehlt ein direkter Wettbewerbsbezug und so wird darauf auch nicht abgestellt. Insofern wird der Binnenmarktbezug allein mit der Abwendung von Systemrisiken im Finanzsystem, die „*das Potenzial schwerwiegender negativer Folgen für den Binnenmarkt und die Realwirtschaft beinhalten*“, begründet.<sup>1504</sup> Dass es dabei zuvorderst um eine ökonomische Förderung der Binnenmarktziele geht, tritt deutlich zutage, wenn es heißt: „*Nur wenn Regelungen bestehen, die der gegenseitigen Abhängigkeit von Mikro- und Makrorisiken in angemessener Weise Rechnung tragen, können alle Akteure in hinreichendem Maße Vertrauen aufbringen, um sich auf grenzübergreifende finanzielle Aktivitäten einzulassen.*“<sup>1505</sup>

Die skizzierte Wahl der Rechtsgrundlage des Art. 114 AEUV für das neue europäische Finanzaufsichtssystem wird soweit ersichtlich hinsichtlich des Aspekts des Binnenmarktbezuges in der Literatur einhellig gebilligt.<sup>1506</sup> Die vorliegend dargelegten Schlussfolgerungen für die Dogmatik der Fallgruppenbildung bei Art. 114 AEUV werden indes nicht reflektiert. Vielmehr wird das Gesamtpaket der Rechtsakte undifferenziert betrachtet und unter die

---

<sup>1503</sup> Erwägungsgrund (11) der Verordnung Nr. 1093/2010; Erwägungsgrund (35) der Verordnung Nr. 1094/2010, Erwägungsgrund (11) der Verordnung Nr. 1095/2010.

<sup>1504</sup> Erwägungsgrund (27) der Verordnung Nr. 1092/2010.

<sup>1505</sup> Erwägungsgrund (30) der Verordnung Nr. 1092/2010.

<sup>1506</sup> *Pöttsch*, Reform der Europäischen Finanzaufsichtsstrukturen, in: Festschrift Hopt, S. 2367, 2371; *Partsch*, ZBB 2010, 72, 75; *Frenz/Ehlentz*, EuZW 2011, 623, 626; *Walla*, BKR 2012, 265, Fn. 7; *Lehmann/Manger-Nestler*, EuZW 2010, 87, 88; *Centrum für Europäische Politik*, Rechtsgutachten Errichtung Europäischer Behörden für die Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht, passim. *Kämmerer*, NVwZ 2011, 1281, 1283 äußert sich kritisch, allerdings nicht zum Binnenmarktbezug an sich, sondern speziell zur Errichtung neuer Behörden und zur Übertragung von Vollzugskompetenzen an diese gestützt auf Art. 114 AEUV. Nur mit diesem Aspekt im Rahmen des Art. 114 AEUV beschäftigt sich auch *Michel*, DÖV 2011, 728, 729 f. Siehe zum Problem der Vollzugskompetenz sogleich unter 5.3.2.



etablierten Fallgruppen subsumiert.<sup>1507</sup> Zumindest für die Makro-Aufsicht erscheint dies wenig überzeugend und entspricht nicht den vom Unionsgesetzgeber selbst dargelegten Gründen.

Wie praktisch wirkmächtig und bedeutsam die Heranziehung von Art. 114 AEUV mit dem Ziel der Abwehr systemischer Risiken für den Binnenmarkt ist, lässt sich indes noch an einem anderen Beispiel deutlich illustrieren. So ist auch das Verbot ungedeckter Leerverkäufe von Staatsanleihen sowie von auf diese bezogenen Kreditausfallversicherungen (*Credit Default Swaps*) in Art. 13 und 14 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps<sup>1508</sup> – wie die gesamte Verordnung – allein auf Art. 114 AEUV gestützt. Nun ist es aber so, dass ein Verbot bestimmter Produkte oder Geschäfte für sich genommen keine Förderung, sondern eine Beschränkung des Binnenmarktes darstellt.<sup>1509</sup> Es bedarf daher einer spezifischen Begründung der binnenmarktfördernden Wirkung gerade des Verbots. Hierin lag bereits die Problematik der kontrovers diskutierten Tabakwerberichtlinien-Fälle,<sup>1510</sup> weil die Regelung dort (zumindest im ersten Anlauf) eher gesundheitsfördernd denn marktfördernd war. In Bezug auf das Leerverkaufsverbot wird dieser Aspekt hingegen nirgends als Problem wahrgenommen, was sich nur als allgemeine Akzeptanz des Binnenmarktbezugs des Ziels dieser Regeln, die die Wahrung der Finanzmarktstabilität, mithin die ökonomische Robustheit des Binnenmarktes,<sup>1511</sup> bezwecken, deuten lässt. Zwar war die vorgenannte Leerverkaufsverbots-

---

<sup>1507</sup> *Lehmann/Manger-Nestler*, EuZW 2010, 87, 88, betonen den Aspekt von Marktzugangshindernissen infolge national divergierender Aufsichtspraktiken. *Centrum für Europäische Politik*, Rechtsgutachten Errichtung Europäischer Behörden für die Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht, S. 2 f., sieht sowohl Marktzugangshindernisse als auch Wettbewerbsverzerrungen. *Partsch*, ZBB 2010, 72, 75, erwähnt neben Marktzugangshindernissen immerhin den Aspekt der Finanzmarktstabilität.

<sup>1508</sup> ABI. Nr. L 86 S. 1.

<sup>1509</sup> Vgl. zur Problematik generell von *Danwitz*, in: *Dauses (Hrsg.)*, Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, B.II Rn. 124. Zu dem konkret drohenden Verlust an Marktliquidität siehe *Bolder*, EuZW 2011, 769.

<sup>1510</sup> Siehe im Überblick *Kahl*, in: *Calliess/Ruffert*, Art. 114 AEUV Rn. 26.

<sup>1511</sup> Siehe nur die Erwägungsgründe der Verordnung Nr. 236/2012, insbesondere die Erwägungsgründe (18) und (22).

Verordnung Nr. 236/2012 Gegenstand einer vom Vereinigten Königreich erhobenen Nichtigkeitsklage vor dem EuGH.<sup>1512</sup> Diese richtete sich aber von vorne herein nicht gegen die vorliegend als Vergleichspunkt herangezogenen Art. 13 und 14, sondern ausschließlich gegen Art. 28 der Verordnung.<sup>1513</sup> Diesem kommt eine Sonderrolle zu, weil er für Wertpapiere, die nicht ohnehin unter das Verbot der Art. 13 und 14 fallen, der europäischen Finanzaufsicht ESMA Einzelfallbefugnisse zuerkennt, die die an sich gegebenen Kompetenzen der nationalen Finanzaufsichtsbehörden verdrängen. So kann die ESMA Anordnungen für den Einzelfall treffen, wenn eine grenzübergreifende Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems vorliegt und die nationalen Behörden keine angemessenen Maßnahmen ergriffen haben. Gegenstand der Klage war dabei nicht der Binnenmarktbezug an sich, sondern angezweifelt wurde die Tragfähigkeit des Art. 114 AEUV zur Begründung unionaler Vollzugskompetenzen, die nachfolgend gesondert erörtert wird.<sup>1514</sup> Für die hiesige Diskussion des Verständnisses des Tatbestandsmerkmals des Binnenmarktbezuges ist dieser Rechtsstreit gleichwohl insofern von großer Bedeutung, als der Binnenmarktbezug der gesamten Verordnung nirgends in Frage gestellt wird. Das Vereinigte Königreich als Kläger rügte ein Fehlen des Binnenmarktbezuges nicht. In den Schlussanträgen des Generalanwaltes *Jääskinen* (die zur Frage der Vollzugskompetenzen restriktiver sind als das Urteil) wird er ebenso ausdrücklich bejaht<sup>1515</sup> wie im Urteil. Dort wird das in den Erwägungsgründen sowie im Wortlaut von Art. 28 der Verordnung in Bezug genommene Ziel der Sicherung der Integrität der Finanzmärkte und der Stabilität des Finanzsystems aufgegriffen und als Binnenmarktbezug akzeptiert.<sup>1516</sup> Auf

---

<sup>1512</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 22.01.2014, Rs. C-270/12 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Leerverkaufsverbot), curia.eu.

<sup>1513</sup> EuGH, a.a.O., Rn. 26.

<sup>1514</sup> Siehe dazu sogleich 5.3.2.

<sup>1515</sup> Schlussanträge des Generalanwalts *Jääskinen* vom 12.09.2013 in der Rechtssache C-270/12 (Vereinigtes Königreich ./ Rat und Parlament - Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 55 f.

<sup>1516</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 22.01.2014, Rs. C-270/12 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 114 f.

das Spannungsfeld zur klassischen Auslegung des Kriteriums des Binnenmarktbezuges ist der EuGH dabei nicht eingegangen, was sich allerdings insofern auch nicht aufdrängt, als es speziell bei Art. 28 Leerverkaufsverbots-VO gerade darum ging, einen unionsweit harmonisierten rechtlichen Rahmen für die Zulässigkeit bestimmter Finanzgeschäfte sicherzustellen. Deutlich wird aus der Entscheidung gleichwohl, dass der EuGH nicht zwischen rechtlichen und ökonomischen Störfaktoren für den Binnenmarkt differenziert, sondern davon ausgeht, dass die Stabilität des Finanzsystems Teil des Funktionierens des Binnenmarktes ist.

Fasst man die geschilderten Anwendungsfälle des Art. 114 AEUV aus jüngster Vergangenheit zusammen, so ergibt sich, dass es als Fallgruppe für den Binnenmarktbezug anzuerkennen ist, wenn ein Rechtsakt darauf zielt, die Finanzmarktstabilität zu stärken und die Harmonisierung dazu eingesetzt wird, ökonomischen Fehlentwicklungen wie Ansteckungsreaktionen und einem generellen Vertrauensverlust der Finanzmärkte entgegen zu wirken.

Legt man diese aus der Praxis der Unionsorgane in den letzten Jahren gewonnenen Maßstäbe zugrunde, so erscheint es auch gut möglich, eine Verordnung zur Schaffung eines einheitlichen Rechtsrahmens für Umschuldungsklauseln in Staatsanleihen auf Art. 114 AEUV zu stützen. Das einheitliche, rechtssichere und vorhersehbare Funktionieren der Umschuldungsklauseln und ihres rechtlichen Wirkumfeldes ist von zentraler Bedeutung für die Stabilität des Binnenmarktes. Auf den ersten Blick womöglich nicht wahrgenommene aber vorhandene Unterschiede des gegenwärtigen Rechtszustandes insbesondere in der Frage der Treuepflichten tragen erhebliche Risiken für das Funktionieren der Anleihemärkte und die Finanzmarktstabilität insgesamt in sich. Man male sich nur das Szenario aus, zu welchen Ansteckungswirkungen für den Binnenmarkt es kommen kann, wenn eine Umschuldung scheitert, weil beispielsweise ein mitgliedstaatliches Gericht einen Treuepflichtenverstoß der Gläubiger untereinander nach den Maßstäben seines nationalen Rechtes feststellt. Eine „stecken gebliebene“ Umschuldung könnte zu einer ungeordneten Zahlungseinstellung führen, was erhebliche volkswirtschaftliche Schäden nach sich zöge und schlussendlich tatsächlich auch

die Verwirklichung der Grundfreiheiten (z.B. wegen Kapitalverkehrskontrollen) beeinträchtigen würde. Eine CAC-Verordnung für Staatsanleihen dient also der Gewährleistung des Funktionierens des Binnenmarktes und mithin den Zielen des Art. 26 AEUV.

Weiteres Tatbestandsmerkmal des Art. 114 AEUV ist, dass es sich um eine Maßnahme zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten handeln muss. Dies ist bei der Festlegung eines einheitlichen gesetzlichen Bezugsrahmens für Umschuldungsklauseln der Fall.<sup>1517</sup> Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass die Verordnung als für die in ihren Anwendungsbereich fallenden Anleihen zwingend ausgestaltet werden sollte<sup>1518</sup> und somit die gegenwärtig bestehenden nationalen Vorschriften (z.B. im BSchuWG) verdrängen sollte. Mangels Angleichung bildet Art. 114 AEUV nämlich keine taugliche Grundlage für die Schaffung optionaler Regelungsregime, die im Sinne einer Wahlmöglichkeit neben das unverändert fortgeltende nationale Recht treten.<sup>1519</sup> Dieser Zwang bedeutet allerdings nur, dass Anleihen, die eine Änderungsmöglichkeit vorsehen, zwingend der Verordnung unterliegen müssen. Er bedeutet nicht, dass die Verordnung zwingend eine Änderung für alle Anleihen auch für den Fall vorsehen muss, dass diese in den Anleihebedingungen nicht angelegt ist.<sup>1520</sup>

---

<sup>1517</sup> Zum zweiten Baustein, der Stellung der Kommission als erweiterte Berechnungsstelle, siehe sogleich gesondert unter 5.3.2.

<sup>1518</sup> Was in der hiesigen Konstellation keine weiteren inhaltlichen Folgen hat, weil schon aus dem ESM-Vertrag ohnehin die Pflicht der Eurostaaten besteht, die Klauseln zu verwenden.

<sup>1519</sup> EuGH, Urteil vom 02.05.2006, Rs. C-436/03 (Parlament ./ Rat - Europäische Genossenschaft SCE), Slg. 2006, I- 3733 Rn. 44. Aktuell wird diese Problematik bei der Suche nach einer Rechtsgrundlage für ein optionales EU-Kaufrecht heiß diskutiert. Vgl. dazu mit der hier aufgegriffenen Argumentation *Basedow*, EuZW 2012, 1. Zur Gegenauffassung (betreffend das Kaufrecht) siehe *Ludwigs*, EuZW 2012, 608, 609; dort auch m.w.N. zu beiden Ansichten.

<sup>1520</sup> Dieser Unterschied wirkt sich wegen Art. 13 Abs. 2 ESMV de facto nur aus, soweit der Anwendungsbereich der Verordnung über die Zentralregierungen der ESM-Mitgliedstaaten hinaus geht (siehe dazu sogleich 5.4.1).

Die durch Art. 114 Abs. 2 AEUV ausgeschlossenen Regelungsmaterien (Steuerrecht, Arbeitnehmer), für die eine Rechtsangleichung nur unter den strengeren Voraussetzungen des Art. 115 AEUV in Frage kommt,<sup>1521</sup> werden durch den hiesigen Vorschlag nicht berührt.

Zu beachten sind schließlich die allgemeinen Grenzen, die sich aus Art. 5 EUV und Art. 296 AEUV ergeben. Das Subsidiaritätsprinzip des Art. 5 Abs. 3 AEUV ist anwendbar, da der Binnenmarkt gemäß Art. 4 Abs. 2 lit. a AEUV in den Bereich der geteilten Kompetenz von Union und Mitgliedstaaten fällt. In der Sache lassen sich die Anforderungen des Subsidiaritätsprinzips wie typischerweise im Bereich des Art. 114 AEUV<sup>1522</sup> problemlos mit dem Argument überwinden, dass das wichtige Ziel der Einheitlichkeit im Sinne von Wirkungsgleichheit sich nur durch eine unionsrechtliche Lösung verlässlich realisieren lässt. Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit gilt gemäß Art. 296 AEUV in formaler und darüber hinaus gemäß Art. 5 Abs. 4 AEUV auch in materieller Hinsicht. In formaler Hinsicht bedeutet dies,<sup>1523</sup> dass der Richtlinie als Handlungsform grundsätzlich Vorrang gegenüber der Verordnung zu geben ist. In materieller Hinsicht müssen die getroffenen Maßnahmen geeignet, erforderlich und angemessen sein.<sup>1524</sup> Dabei kommt allerdings dem Unionsgesetzgeber ein weiter Einschätzungsspielraum zu, so dass nur offensichtlich zu weit gehende oder ungeeignete Regelungen als Verstoß zu werten sind.<sup>1525</sup> Vorliegend bereitet die Verhältnismäßigkeit formell wie materiell keine Probleme. Die Verbindung inhaltlich einheitlicher Klauseln mit einem einheitlichen Rechtsschutzregime lässt sich nur durch die Rolle der Kommission als Prüferin des Abstimmungsverganges erreichen. Dieses Konstrukt wiederum ist nur in Gestalt einer Verordnung

---

<sup>1521</sup> Siehe zum durch den Vertrag von Lissabon auch systematisch neu geordneten Verhältnis der beiden Rechtsgrundlagen *Kahl*, in: Calliess/Ruffert, Art. 115 AEUV Rn. 3.

<sup>1522</sup> *Leible/Schröder*, in: Streinz, Art. 114 AEUV Rn. 67; *Frenz/Ehlentz*, EuZW 2011, 623, 624.

<sup>1523</sup> Was sich allerdings in der Praxis bisher nicht als wirksame Begrenzung erwiesen hat, vgl. *Streinz*, Europarecht, Rn. 948.

<sup>1524</sup> *Haratsch/König/Pechstein*, Europarecht, S. 84.

<sup>1525</sup> *Kahl*, in: Calliess/Ruffert, Art. 114 AEUV Rn. 27.

realisierbar, so dass es gerechtfertigt ist, auf diese Handlungsform zurückzugreifen.<sup>1526</sup>

Insgesamt ergibt sich somit, dass mit Art. 114 AEUV eine tragfähige Rechtsgrundlage für den Erlass einer CAC-Verordnung gegeben ist. Voraussetzung ist lediglich, dass man diesen ebenso handhabt, wie dies der Praxis bei der Europäischen Finanzaufsicht und der Leerverkaufs-Verordnung entspricht und es für den Binnenmarktbezug ausreichen lässt, dass die ergriffenen Maßnahmen der Finanzmarktstabilität als ökonomischer Funktionsvoraussetzung des Binnenmarktes zu dienen bestimmt sind. Dagegen bestehen nach hier vertretener Auffassung keine durchgreifenden Bedenken. Vielmehr bestätigt die Entscheidung des EuGH zur Leerverkaufsverbots-VO zumindest implizit diesen Ansatz.<sup>1527</sup>

### **5.3.1.2 Art. 352 AEUV**

Soweit man zu Art. 114 AEUV eine abweichende Ansicht vertritt und den Binnenmarktbezug einer CAC-Verordnung verneint, so stünde mit der ergänzenden Rechtssetzungsbefugnis gemäß Art. 352 AEUV eine subsidiäre Kompetenzgrundlage zur Verfügung. Die Verwirklichung eines der Ziele der Verträge kann eine CAC-Verordnung in jedem Fall für sich in Anspruch nehmen, dient sie doch auch der Stabilität und dem Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion (Art. 3 Abs. 4 EUV). Es handelt sich auch um eine Einzelmaßnahme, die sich innerhalb der von den Verträgen bereits definierten Politikbereiche hält, und nicht um eine verkappte Vertragsänderung. Die

---

<sup>1526</sup> Hinzu kommt der bereits oben 5.2.1 ausgeführte Aspekt, dass es bei der Verordnung keine Umsetzungsschwierigkeiten geben kann. Dabei handelt es sich allerdings um einen der jeweiligen Rechtsnatur der Instrumente inhärenten allgemeingültigen Unterschied, der für sich genommen nicht stets die Wahl der Verordnung als „besseres“ Instrument zu rechtfertigen vermag.

<sup>1527</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 22.01.2014, Rs. C-270/12 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ././ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 114 f.

Erforderlichkeit des Tätigwerdens lässt sich mit den gleichen Erwägungen bejahen wie bereits bei Art. 114 AEUV.<sup>1528</sup>

Das im Rahmen des Art. 352 AEUV zu beachtende Verfahren wäre komplexer. Bei Art. 114 AEUV ist das ordentliche Gesetzgebungsverfahren einschlägig. Bei Art. 352 AEUV hingegen ist Einstimmigkeit im Rat erforderlich.<sup>1529</sup> Außerdem ist der Verfahrensschritt der frühen Information der nationalen Parlamente gemäß Art. 352 Abs. 2 AEUV zu beachten. Aus deutscher Perspektive ist Art. 352 AEUV schließlich mit einer besonderen staatsrechtlichen Bindung belegt. Zurückgehend auf das Lissabon-Urteil des Bundesverfassungsgericht<sup>1530</sup> verlangt § 8 IntVG für eine Zustimmung oder Enthaltung (vgl. Art. 238 Abs. 4 AEUV) des deutschen Vertreters im Rat, dass vorher ein deutsches Zustimmungsgesetz nach Art. 23 Abs. 1 GG in Kraft getreten ist. Vor dem Hintergrund, dass sich Umschuldungsklauseln bisher nicht im Ansatz als politisch kontroverses Thema erwiesen haben, erschiene gegebenenfalls all dies nicht als unüberwindbare Hürde.

Zusammenfassend bleibt also festzuhalten, dass in jedem Fall eine Rechtsgrundlage für die hier vorgeschlagene Verordnung zu finden ist. Nach hiesiger Ansicht ist Art. 114 AEUV einschlägig, hilfsweise wäre ein Rückgriff auf Art. 352 AEUV möglich.

### **5.3.2 Vollzugskompetenz der Kommission**

Der Vollzug des Unionsrechts ist, soweit nichts anderes bestimmt ist, dem Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung (Art. 5 Abs. 2 EUV) folgend

---

<sup>1528</sup> Ohne dass es auf den Streit bezüglich der Auslegung des Tatbestandsmerkmals im Rahmen des Art. 352 AEUV und seines Zusammenspiels mit Art. 5 Abs. 4 EUV ankäme, vgl. dazu *Streinz*, in: *ders.*, Art. 352 AEUV Rn. 34 ff.

<sup>1529</sup> Was in der politischen Realität typischerweise zu dem Problem führt, wie sich das Vereinigte Königreich positioniert. Darüber lässt sich natürlich nur mutmaßen. Eine Blockade erschiene aber nicht als von vorne herein zu erwarten, weil das CAC-Konzept ja gerade im englischen Recht wurzelt und seine Überführung in Unionsrecht ein Beispiel für erfolgreichen „Rechtsexport“ wäre.

<sup>1530</sup> BVerfGE 123, 267, 436.

Aufgabe der Mitgliedstaaten. Man spricht insofern vom indirekten Vollzug.<sup>1531</sup> Bei der vorliegend vorgeschlagenen Rolle der Kommission, die durch den Erlass einer Entscheidung die Wirksamkeit der Gläubigerabstimmung feststellen soll, handelt es sich demgegenüber um eine Form des direkten unionsexternen Vollzugs.<sup>1532</sup> Der zu erlassende Beschluss bedarf dafür einer Rechtsgrundlage, die zugleich die Kompetenzgrundlage<sup>1533</sup> für das Tätigwerden der Kommission in sich trägt. Eine solche kann grundsätzlich sekundärrechtlich geschaffen werden, was für adressatenbezogene Beschlüsse auch den Regelfall bildet.<sup>1534</sup> Zu klären ist jedoch, ob die Rechtsgrundlage des Art. 114 AEUV die Schaffung einer neuen Vollzugskompetenz der Union abdeckt. Daran könnte man bei einem restriktiven Verständnis des Begriffs der Maßnahme zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten zweifeln. In diese Richtung argumentierte eine vor einigen Jahren im Schrifttum maßgebende Ansicht, die eine „Usurpation“<sup>1535</sup> mitgliedstaatlicher Vollzugskompetenzen auf der Basis der Rechtsangleichungskompetenz für ausgeschlossen hielt.<sup>1536</sup> Begründet wurde dies zum einen damit, dass unionale Rechtsangleichungsmaßnahmen einen normativen Charakter haben müssten und nicht administrativ ausgestaltet sein dürften.<sup>1537</sup> Zum anderen wurde der Aspekt betont, die Begründung eigener Vollzugskompetenzen auf Gemeinschaftsebene führe zu einem erheblichen

---

<sup>1531</sup> *Streinz*, Europarecht, Rn. 580.

<sup>1532</sup> Vgl. *Augsberg*, in: *Terhechte (Hrsg.)*, Verwaltungsrecht der Europäischen Union, § 6 Rn. 31, 34.

<sup>1533</sup> In der Terminologie des deutschen Verwaltungsrechtes würde man von der Verwaltungsaktsbefugnis sprechen.

<sup>1534</sup> *Gundel*, in: *Schulze/Zuleeg/Kadelbach (Hrsg.)*, Europarecht - Handbuch für die deutsche Rechtspraxis, § 3 Rn. 75.

<sup>1535</sup> Mit diesem Begriff fasst Generalanwältin *Kokott* diese Ansicht in den Schlussanträgen zur Rechtssache C-66/04 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union - Raucharomen), Slg. 2005, I-10553, Rn. 23, zusammen. Für umfangreiche Nachweise zu den Vertretern dieser Ansicht siehe dort Fn 7.

<sup>1536</sup> *Schreiber*, Verwaltungskompetenzen der Europäischen Gemeinschaft; S. 122 ff.; *Biervert*, Der Mißbrauch von Handlungsformen im Gemeinschaftsrecht; S. 146 ff.; *Klepper*, Vollzugskompetenzen der Europäischen Gemeinschaft aus abgeleitetem Recht, S. 62 ff.; *Ludwigs*, Rechtsangleichung nach Art. 94, 95 EG-Vertrag, S. 236 ff.

<sup>1537</sup> *Klepper*, a.a.O., S. 73. *Ludwigs*, a.a.O., S. 238. In Anknüpfung an den seinerzeitigen Stand der Rechtsprechung wurden allerdings schon damals administrative Annexkompetenzen in eng umrissenen Ausnahmefällen für möglich gehalten.



Eingriff in das institutionelle Gefüge, der durch die bloße Harmonisierungskompetenz nicht gedeckt werde.<sup>1538</sup> Für diese Ansicht gab es durchaus entsprechend restriktive Ansatzpunkte in der früheren Rechtsprechung,<sup>1539</sup> die den Schluss zuließen, der Begründung von Vollzugskompetenzen auf der Grundlage der Binnenmarktharmonisierung werde keine große Bedeutung zukommen.<sup>1540</sup> Tatsächlich haben sich Praxis und Rechtsprechung allerdings in die komplett entgegengesetzte Richtung entwickelt. Der Unionsgesetzgeber praktiziert die Begründung von Vollzugskompetenzen sehr weitreichend und die jüngere Rechtsprechung hat diesen Unterfangen stets Rückendeckung gewährt.<sup>1541</sup> So erweisen sich zwei komplementäre Gestaltungsmöglichkeiten als zwischenzeitlich gesichert. Nach der Rechtsprechung ermöglicht Art. 114 AEUV dem Gesetzgeber zum einen die Schaffung neuer Unionseinrichtungen (Agenturen), die Aufgaben bei der Verwirklichung des Harmonisierungsprozesses verfolgen.<sup>1542</sup> Dieses Instrument wurde namentlich bei der Errichtung der Europäischen Finanzaufsicht in erheblichem Umfang genutzt.<sup>1543</sup> Zum anderen ist es ihm auch möglich, auf die

---

<sup>1538</sup> *Biervert*, a.a.O., S. 146 ff.

<sup>1539</sup> EuGH, Urteil vom 9. August 1994, Rs. C-359/92 (Deutschland ./ Rat – Produktsicherheits-Richtlinie), Slg. 1994, I-3681 Rn. 37.

<sup>1540</sup> Vgl. *Schreiber*, a.a.O., S. 137.

<sup>1541</sup> Die erhebliche Weitung der Rechtsprechung innerhalb der letzten zehn Jahre skizziert Generalanwalt *Jääskinen* in seinen Schlussanträgen vom 12.09.2013 in der Rechtssache C-270/12 (Vereinigtes Königreich ./ Rat und Parlament - Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 28 ff.

<sup>1542</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 02.05.2006, Rs. C-217/04 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Europäische Agentur für Netz- und Informationssicherheit), Slg. 2006, I-3771. Diese Entscheidung ist entgegen den Schlussanträgen der Generalanwältin *Kokott* ergangen, a.a.O., I-3787. Kritisch auch *Ohler*, EuZW 2006, 372. Ausdrücklich bestätigt durch EuGH (Große Kammer), Urteil vom 22.01.2014, Rs. C-270/12 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 104.

<sup>1543</sup> Der Unionsgesetzgeber rechtfertigte die Wahl der Rechtsgrundlage des Art. 114 AEUV ausdrücklich mit der Bezugnahme auf das Urteil zur Europäischen Agentur für Netz- und Informationssicherheit, vgl. *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Mitteilung zur Europäischen Finanzaufsicht, KOM(2009) 252, S. 15 f.; Verordnung 1092/2010, Erwägungsgrund (31); Verordnung 1093/2010, Erwägungsgrund (17); Verordnung 1094/2010, Erwägungsgrund (16); Verordnung 1095/2010, Erwägungsgrund (17). Kritisch zur Kompetenzgrundlage *Kämmerer*, NVwZ 2011, 1281, 1283. Zustimmend hingegen *Pötzsch*,

Kommission<sup>1544</sup> oder eine andere Einrichtung oder Stelle der Union Entscheidungsbefugnisse für den Einzelfall zu übertragen.<sup>1545</sup> Alle Versuche der Literatur<sup>1546</sup> und insbesondere auch der Generalanwälte<sup>1547</sup>, begrenzende Kriterien für die Reichweite des Art. 114 AEUV als Grundlage für Vollzugskompetenzen zu formulieren, hat die Rechtsprechung verworfen. Sie betont vielmehr den mit dem Begriff der „*Maßnahme zur Angleichung*“ verbundenen Ermessensspielraum des Gesetzgebers hinsichtlich der Wahl der „*zur Erreichung des angestrebten Ergebnisses am besten geeigneten Angleichungstechnik*“.<sup>1548</sup> „*Demzufolge kann der Unionsgesetzgeber im Rahmen der Auswahl der Angleichungstechnik angesichts des ihm für Maßnahmen im Sinne von Art. 114 AEUV eingeräumten Ermessens Befugnisse auf eine Einrichtung oder sonstige Stelle der Union übertragen, die der Verwirklichung der angestrebten Harmonisierung dienen.*“<sup>1549</sup> In dieser Allgemeinheit und Konturenlosigkeit stellt sich die vom EuGH gewählte Auslegung als kritikwürdig dar, weil der Begriff einer Angleichung *der Rechts- und Verwaltungsvorschriften*

---

Reform der Europäischen Finanzaufsichtsstrukturen, in: Festschrift Hopt, S. 2367, 2372 f., und *Michel*, DÖV 2011, 728, 730.

<sup>1544</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 6.12.2005, Rs. C-66/04 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union - Raucharomen), Slg. 2005, I-10553, Rn. 50.

<sup>1545</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 22.01.2014, Rs. C-270/12 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 105.

<sup>1546</sup> Diese interpretierte beispielsweise EuGH (Große Kammer), Urteil vom 02.05.2006, Rs. C-217/04 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Europäische Agentur für Netz- und Informationssicherheit), Slg. 2006, I-3771, Rn. 44, dahin gehend, dass verbindliche Entscheidungsbefugnisse auf Agenturen nicht übertragen werden könnten; vgl. *von Danwitz*, in: *Dausen (Hrsg.)*, Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, B.II. Rn. 108 Fn. 375. Der Unionsgesetzgeber teilte dieses einschränkende Verständnis nicht, siehe Fn. 1543 und zu weiteren Beispielen *Orator*, EuZW 2013, 852, 853.

<sup>1547</sup> Siehe bereits bei Fn. 1542 sowie jüngst Schlussanträge des Generalanwalts *Jääskinen* vom 12.09.2013 in der Rechtssache C-270/12 (Vereinigtes Königreich ./ Rat und Parlament - Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 48 ff.

<sup>1548</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 22.01.2014, Rs. C-270/12 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 102.

<sup>1549</sup> EuGH, a.a.O., Rn. 105.

der Mitgliedstaaten sinnentleert ist<sup>1550</sup> und das Kompetenzgefüge zwischen Mitgliedstaaten und Union ausgehöhlt zu werden droht. Besonders deutlich wird dies anhand der Entscheidung zu Art. 28 Leerverkaufsverbot-VO.<sup>1551</sup> Generalanwalt *Jääskinen* hielt die Norm für nichtig, weil die dort geregelte Schaffung einer einzelfallbezogenen Möglichkeit zur Ersetzung nationaler Aufgabenwahrnehmung durch Entscheidungen auf Unionsebene selbst bei weitem Verständnis nicht mehr als Harmonisierungsmaßnahme der mitgliedstaatlichen Rechtsregime angesehen werden könne.<sup>1552</sup> Der Gerichtshof geht demgegenüber auf Argumente betreffend Verschiebungen im institutionellen Gefüge mit keinem Wort ein, was als unbefriedigend bezeichnet werden muss.

Die kritikwürdige Reichweite der Rechtsprechung ändert jedoch nichts daran, dass die Tragfähigkeit des Art. 114 AEUV als Rechtsgrundlage für die vorliegend zu diskutierende Gestaltung, bei der die Kommission im Rahmen einer CAC-Verordnung eine Vollzugskompetenz als erweiterte Berechnungsstelle erhalten soll, eindeutig bejaht werden kann. Dass es grundsätzlich im Rahmen von Art. 114 AEUV möglich sein muss, der Kommission Befugnisse zu übertragen, lässt sich im Gegensatz zum gesamten Komplex der Agenturen auch im Wortlaut des Vertrages festmachen. So setzen die Absätze 4 und 5 des Art. 114 AEUV,<sup>1553</sup> wo Maßnahmen der Kommission neben solchen von Parlament und/oder Rat ausdrücklich erwähnt werden, voraus, dass der Kommission sekundärrechtlich Vollzugskompetenzen zugewiesen werden können, da sie nicht über eine

---

<sup>1550</sup> Die Generalanwältin *Kokott* warnt bereits in ihren Schlussanträgen in der Rs. C-217/04 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Europäische Agentur für Netz- und Informationssicherheit), Slg. 2006, I-3787, Rn. 44, zutreffend davor, der Tatbestand dürfe nicht zu „*bedeutungslose[r] Rechtslyrik*“ verkommen. Genau so haben sich die Dinge entwickelt.

<sup>1551</sup> Siehe zum Sachverhalt bereits oben S. 416.

<sup>1552</sup> Schlussanträge des Generalanwalts *Jääskinen* vom 12.09.2013 in der Rechtssache C-270/12 (Vereinigtes Königreich ./ Rat und Parlament - Leerverkaufsverbot), curia.eu, insbesondere Rn. 52. Für eine Besprechung der Schlussanträge siehe *Orator*, EuZW 2013, 852.

<sup>1553</sup> Die von der Sachmaterie her vorliegend nicht einschlägig sind, sondern als argumentativer Bezugspunkt für die Auslegung des Absatzes 1 dienen.

primärrechtliche Harmonisierungskompetenz verfügt.<sup>1554</sup> Soweit die übertragenen Aufgaben in engem Zusammenhang mit der materiell-rechtlichen Harmonisierung stehen und deren Durchführung dienen, wird dies als unproblematischer Fall betrachtet.<sup>1555</sup> So liegen die Dinge vorliegend, wo die vorgeschlagene Verordnung selbst die materiell-rechtliche Harmonisierung der Umschuldungsklauseln bewirkt und der Kommission nur die Rolle zukommt, die Anwendung im Einzelfall zu begleiten.

Hinsichtlich der technischen Ausgestaltung der Vollzugskompetenz schließt sich noch eine weitere Fragestellung an. Es ist zu klären, ob es sich um einen Anwendungsfall des Art. 291 Abs. 2 AEUV handelt. Dies hätte zur Folge, dass die sog.<sup>1556</sup> Komitologie-Verordnung<sup>1557</sup> einschlägig wäre und ein entsprechendes Verfahren zur Kontrolle der Tätigkeit der Kommission vorzusehen wäre. Zu diesem Ergebnis gelangt man, wenn man jedwede rechtsförmige Vollzugstätigkeit als Durchführung im Sinne des Art. 291 Abs. 2 AEUV betrachtet. Bei der in dieser Form durch den Vertrag von Lissabon neu geschaffenen Norm des Art. 291 AEUV bestehen insgesamt noch erhebliche Unklarheiten hinsichtlich des Regelungs- und Bedeutungsgehaltes.<sup>1558</sup> Dies betrifft zunächst die Tragweite des Absatzes 1. Dort wird als Durchführungsmaßnahme von einer starken Auffassung jede Form auch des

---

<sup>1554</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 6.12.2005, Rs. C-66/04 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union - Raucharomen), Slg. 2005, I-10553, Rn. 50; Schlussanträge der Generalanwältin *Kokott* in derselben Rechtssache, Rn. 36.

<sup>1555</sup> Vgl. *Leible/Schröder*, in: Streinz, Art. 114 AEUV Rn. 60. Diese Fallgruppe wird selbst von der Klägersseite im Verfahren betreffend die Raucharomen als zulässig erachtet, siehe EuGH, a.a.O., Rn. 19.

<sup>1556</sup> Zum Begriff sowie zu einem Überblick über den Inhalt der Verordnung siehe *Hetmeier*, in: Lenz/Borchardt, Art. 291 AEUV Rn. 9.

<sup>1557</sup> Verordnung (EU) Nr. 182/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Februar 2011 zur Festlegung der allgemeinen Regeln und Grundsätze, nach denen die Mitgliedstaaten die Wahrnehmung der Durchführungsbefugnisse durch die Kommission kontrollieren, ABl. 2011, Nr. L 55, S. 13 ff.

<sup>1558</sup> Siehe zur Thematik instruktiv und umfassend *Stelkens*, EuR 2012, 511 mit zahlreichen weiteren Nachweisen.

administrativen Vollzugs des Unionsrechts verstanden.<sup>1559</sup> Legt man dieses Begriffsverständnis indes unverändert auch im Rahmen des Absatzes 2 zugrunde, so ergeben sich kaum vertretbare Ergebnisse. Wäre eine Begründung von Vollzugskompetenzen auf Unionsebene außerhalb der dort geregelten Durchführungsbefugnisse nämlich nicht zulässig, so könnten keine Zuständigkeiten mehr an Agenturen übertragen werden, obwohl genau diese Möglichkeit von Art. 263 Abs. 5 AEUV vorausgesetzt wird.<sup>1560</sup> Diese Problemstellung scheint den Vertretern eines undifferenzierten weiten Verständnisses nicht bewusst. Dass Art. 291 AEUV einer Zuständigkeitsübertragung auf andere Stellen als die Kommission nicht entgegensteht, hat kürzlich auch der EuGH klargestellt.<sup>1561</sup> Er hat in diesem Zusammenhang ausgeführt, eine anderweitige Übertragung von Befugnissen dürfe „die in den Art. 290 AEUV und Art. 291 AEUV vorgesehene Regelung nicht in Frage stell[en]“. <sup>1562</sup> Unmittelbare Rückschlüsse für die Handhabung und Reichweite des Art. 291 AEUV bei der vorliegend fraglichen Aufgabenwahrnehmung durch die Kommission lassen sich aus dieser Entscheidung zwar nicht entnehmen, es wird aber die Tendenz sichtbar, die Norm nicht als Beschneidung zuvor anerkannter Handlungsformen zu deuten. Abgesehen davon erscheint ein einheitliches Verständnis des Begriffs der Durchführung in Absatz 2 wie in Absatz 1 schon deshalb nicht zwingend, da in einigen Sprachfassungen des AEUV hier sogar unterschiedliche Begriffe verwandt wurden.<sup>1563</sup> Speziell für Art. 291 Abs. 2 AEUV ist es vor diesen Hintergründen überzeugend, einen deutlich eingeschränkteren

---

<sup>1559</sup> Gellermann, in: Streinz, Art. 291 AEUV Rn. 8, Schoo, in: Schwarze, EU-Kommentar, Art. 291 AEUV Rn. 2; Kotzur, in: Geiger/Khan/ders., Art. 291 AEUV Rn. 2; Ruffert, in: Calliess/ders., Art. 291 AEUV Rn. 1. A.A.: Stelkens, a.a.O., 544.

<sup>1560</sup> Stelkens, a.a.O., 516 f.

<sup>1561</sup> EuGH (Große Kammer), Urteil vom 22.01.2014, Rs. C-270/12 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland ./ Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union – Leerverkaufsverbot), curia.eu, Rn. 79 ff; insofern übereinstimmend auch die Schlussanträge des Generalanwalts Jääskinen, Rn. 86.

<sup>1562</sup> EuGH, a.a.O., Rn. 86.

<sup>1563</sup> Dies betrifft die französische und die italienische Fassung, vgl. Sydow, JZ 2012, 157, 159 (Fn. 27), Stelkens, a.a.O., 512 f.

Bedeutungsgehalt zugrunde zu legen.<sup>1564</sup> Absatz 2 ist nicht als abschließende Regelung für die sekundärrechtliche Begründung einer Kompetenz der Kommission zum Erlass von Einzelfallentscheidungen zu betrachten. Als Durchführungsrechtsakte gemäß Art. 291 Abs. 2 AEUV sind vielmehr nur diejenigen Fallgestaltungen zu behandeln, bei denen der Kommission ein Gestaltungsspielraum verbleibt.<sup>1565</sup> Nur soweit überhaupt ein Spielraum in der Anwendung besteht, macht auch das Tatbestandsmerkmal eines Bedürfnisses nach einheitlichen Bedingungen einen Sinn. Eine Sperrwirkung für Konstellationen, in denen es an einem Gestaltungsspielraum fehlt und es um bloße Rechtsanwendung im Einzelfall geht, kann damit nicht verbunden sein. Die Frage, wo genau die Grenze (zum Vollzug, der keine Durchführung i.S.d. Abs. 2 ist, einerseits und zur delegierten Rechtssetzung nach Art. 290 AEUV andererseits) zu ziehen ist, kann hier offen bleiben. Denn in der vorliegend zu diskutierenden Situation handelt es sich um eine voll durchnormierte bloße Rechtsanwendung ohne jeden Ermessens- oder gar Gestaltungsspielraum der Kommission. Sie hat die Rechtmäßigkeit der Abstimmung der Gläubiger am Maßstab der Anleihebedingungen und der CAC-Verordnung festzustellen. Weder systematisch noch teleologisch macht es Sinn, dies als Fall des Art. 291 Abs. 2 AEUV zu behandeln. Dessen Regelungsgehalt wird dadurch, dass diese Konstellation nicht in seinen Anwendungsbereich fällt, nicht in Frage gestellt.

Insgesamt ergibt sich damit, dass die vorgeschlagene Verordnung einschließlich der Rolle, die der Kommission zugedacht ist, auf der Grundlage des Art. 114 AEUV machbar ist. Damit ist der Weg frei, um sich der inhaltlichen Ausgestaltung der Verordnung zuzuwenden.

---

<sup>1564</sup> *Sydow*, JZ 2012, 157, 159 (Fn. 27); *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/ders., Art. 291 AEUV Rn. 19 bezogen auf Absatz 2 gegenüber Rn. 12 bezogen auf Absatz 1.

<sup>1565</sup> *Nettesheim*, a.a.O., Rn. 27, spricht von rechtlicher Durchführungssteuerung im Sinne ausfüllender und konkretisierender Normsetzung.

## 5.4 Skizze zur Ausgestaltung

Im Folgenden sollen der Anwendungsbereich und die Inhalte einer EU-Verordnung zu Umschuldungsklauseln skizziert werden.

### 5.4.1 Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich der Verordnung sollte sich in jedem Fall auf alle öffentlichen Schuldtitel<sup>1566</sup> von im Europäischen Währungsgebiet ansässigen Emittenten erstrecken, auf die das Recht eines Mitgliedstaates der Europäischen Union anwendbar ist und die nach dem Inkrafttreten der Verordnung begeben werden (und eine Laufzeit von über einem Jahr haben).

Als sinnvolle Variante zu erwägen ist darüber hinaus, soweit politisch machbar, die Erstreckung auf alle öffentlichen Emittenten in der Europäischen Union. Die kompetenzbegründenden Erwägungen betreffend den Binnenmarktbezug sind ohne Weiteres auch für Staaten, für die gemäß Art. 139 AEUV eine Ausnahmeregelung hinsichtlich der gemeinsamen Währung gilt, tragfähig. Denn auch diese sind rechtlich und ökonomisch so eng mit den Märkten der Euro-Staaten verwoben, dass die negativen Folgen einer gescheiterten Umschuldung das Potential haben, den gesamten Binnenmarkt zu beschädigen. Auf keinen Fall tragfähig ist die Kompetenzgrundlage des Art. 114 AEUV demgegenüber für die Einbeziehung von Unternehmensanleihen. Hierfür gibt es auch kein Bedürfnis, weil die in diesem Zusammenhang auftretenden Problemstellungen ohne negative Folgen für den Binnenmarkt von den nationalen Rechten bewältigt werden und insofern insbesondere das Insolvenzrecht als letzter Zufluchtsort zur Verfügung steht. Im Ergebnis ebenso zu beurteilen ist die Situation hinsichtlich von Drittstaaten, die eine europäische Rechtsordnung für ihre Auslandsanleihen wählen. Für sie besteht zwar kein Insolvenzverfahren und es wäre wünschenswert, ihnen die Innovationen der europäischen

---

<sup>1566</sup> Insofern läge es im Sinne der Einheitlichkeit des Sekundärrechts nahe, auf die Definitionen in Art. 2 der Verordnung (EU) 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps zurückzugreifen. Gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. f) i.V.m. lit. d) iii) werden im Falle eines bundesstaatlich organisierten Mitgliedstaates auch dessen Gliedstaaten erfasst. Siehe zur Kritik an der gegenwärtigen Situation in dieser Hinsicht bereits oben 2.4.3.

Umschuldungsklauseln, namentlich den Aggregationsmechanismus zugänglich zu machen. Dieses Anliegen weist jedoch keinen Binnenmarktbezug auf. Es aufzugreifen, ist daher die Aufgabe der Mitgliedstaaten. Das Bedürfnis nach einheitlicher Auslegung der Klauseln und vor allem nach beim Gerichtshof der Europäischen Union zentralisiertem Rechtsschutz besteht für Drittstaaten nicht in vergleichbarer Weise wie für EU-Staaten.

Die Beschränkung auf Anleihen, die dem Recht eines Mitgliedstaates der EU unterliegen, folgt aus der normativen Reichweite der Verordnung hinsichtlich des Anwendungsvorrangs. Würde man auch Regelungen für Anleihen nach außerunionalen Rechten treffen, so trüge dies eine Kollisionsregelung hinsichtlich des internationalen Privatrechts in sich, die weder sinnvoll noch rechtssicher handhabbar wäre. Deren Anerkennung im ausländischen Recht wäre mehr als fraglich. Ein solcher Ansatz ist auch nicht erforderlich. Die einheitliche Verwendung der verordnungsbasierten Umschuldungsklauseln ist, wie bereits dargestellt,<sup>1567</sup> über Art. 12 Abs. 3 ESMV ohnehin abgesichert.

Was schließlich den zeitlichen Anwendungsbereich angeht, so folgt die eingangs gewählte Formulierung der bisherigen europäischen Vorgehensweise, einen gesetzlichen Eingriff in die Bedingungen bestehender Anleihen zu vermeiden.<sup>1568</sup> Die Umsetzung einer Verordnungslösung bietet indes auch einen Anlass, über diese Frage noch einmal grundsätzlich nachzudenken. Bevor diese spezielle Problemstellung im Zusammenhang erörtert wird (sogleich 5.5), soll jedoch zunächst die Darstellung der Ausgestaltung der als Alternative zum bisherigen europäischen CAC-Konzept vorgeschlagenen Verordnung komplettiert werden.

---

<sup>1567</sup> Siehe Seite 400.

<sup>1568</sup> Dazu, dass dies unter Reputationsgesichtspunkten durchaus opportun ist, siehe bereits oben 2.4.2.



## 5.4.2 Inhalte

Inhaltlich ergeben sich aus den bisherigen Untersuchungsergebnissen für die vorgeschlagene Verordnung drei Säulen. Erstens sollte die Verordnung einen gesetzlichen Bezugsrahmen für die vertraglich vereinbarten Umschuldungsklauseln beinhalten. Als Vorbild kann insofern das BSchuWG mit seinen §§ 4a ff. dienen, wobei der Bezugsrahmen nicht dispositiv und optional sein sollte, sondern zwingendes Recht. Aufgabe der insofern zu treffenden Regelungen ist es, die vertraglichen Klauseln gesetzlich so abzusichern, dass keine Zweifel an ihrer Rechtmäßigkeit aufkommen. Hinsichtlich der am gesetzlichen Bezugsrahmen vorzunehmenden inhaltlichen Detailverbesserungen (einredebasierte Moratoriumsphase durch Kreditantrag an den ESM, Ausweitung des Stimmrechtsausschlusses auf Akteure des ESM-Vertrages, Bereinigung der Schwächen im Vollmachtsbereich) gegenüber den gegenwärtigen Klauseln, für die die Schaffung einer Verordnung einen willkommenen Anlass böte, sei auf die Ausführungen in den Kapitel 3 und 4 verwiesen.

Die zweite Säule, die bisher nur defizitär ausgebildet ist, betrifft die positivrechtliche Ausformulierung von Anforderungen an den CAC-Einsatz, die vor dessen Missbrauch schützen. Die Definition von Grenzen, die Schutz vor dem Missbrauch einer vertraglichen Gestaltungsmöglichkeit bieten, ist eine klassische Aufgabenstellung für einen gesetzlichen Bezugsrahmen. Die in Kapitel 3 diesbezüglich vorgeschlagene Verankerung in den Anleihebedingungen<sup>1569</sup> ist nur eine Hilfskonstruktion, um die Defizite des über den nationalen Rechten schwebenden vertraglichen Ansatzes, der sich nicht auf einen einheitlichen gesetzlichen Bezugsrahmen stützen kann, so weit wie möglich zu kompensieren. Besser ist zweifelsohne eine vollständige Ausformulierung des Missbrauchsregimes (auch) im gesetzlichen Bezugsrahmen.

---

<sup>1569</sup> Oben 3.3.3.3.

In der Sache geht es, wie bereits allgemein hergeleitet<sup>1570</sup> und anhand des deutschen Rechts exemplifiziert<sup>1571</sup> wurde, um drei Dimensionen des Missbrauchsschutzes (Definition von Voraussetzungen für den CAC-Einsatz, Anforderungen an den Beschlussinhalt, Schutz gegen missbräuchliche Begleitumstände des Beschlusses).

Zum einen sollte im Verhältnis der Gläubiger zum Schuldner, wo die Anknüpfungspunkte für operable materielle Schutzkonzepte schwach sind, der Einsatz der Umschuldungsklauseln an formale Voraussetzungen geknüpft werden. Hier konvergiert das Schutzbedürfnis der Gläubiger mit demjenigen der anderen ESM-Mitgliedstaaten. Die für letztere vorgeschlagene Lösung im ESM-Vertrag<sup>1572</sup> sollte daher auch (bzw. besser gesagt nur, weil eine Änderung des ESM-Vertrages in diesem Punkt dann überflüssig würde) auf der Ebene der Verordnung realisiert werden. So kann als Tatbestandsvoraussetzung für eine Mehrheitsentscheidung vorgesehen werden, dass diese erst und nur in dem Umfang offen steht, wie eine Änderung der Bestandsanleihen in einem makroökonomischen Anpassungsprogramm im Zusammenhang mit einem ESM-Darlehen nach Art. 16 ESMV vorgesehen ist.<sup>1573</sup> Ein solches Tatbestandsmerkmal schützt die übrigen Mitgliedstaaten des ESM ebenso wie die privaten Gläubiger insgesamt davor, dass ein Schuldnerstaat eine Umschuldung als opportunere Alternative zu den mit einem makroökonomischen Anpassungsprogramm verbundenen Entbehrenen ansieht. Was die prozessuale Absicherung des Missbrauchsschutzes für die übrigen Mitgliedstaaten angeht, so erweist sich die Verordnungslösung auch an dieser Stelle als besonders leistungsfähig und dem ESMV überlegen. Die Mitgliedstaaten der EU sind gemäß Art. 263 Abs. 2 AEUV privilegierte Kläger und können als solche jederzeit die Rechtmäßigkeit des Kommissionsbeschlusses über die Mehrheitsabstimmung gerichtlich anfechten. Damit steht ihnen auf der

---

<sup>1570</sup> Oben 3.3.3.1.

<sup>1571</sup> Oben 4.5.1.

<sup>1572</sup> Siehe Seite 160.

<sup>1573</sup> Vgl. zu diesem Maßstab oben bei Fn. 1033.

Basis der Verordnung gegen einen missbräuchlichen CAC-Einsatz Primärrechtsschutz noch vor dem Wirksamwerden der Änderungen offen, während sie im Rahmen des ESMV nur auf das dortige Vertragsverletzungsverfahren verwiesen sind.

Die zweite Stoßrichtung des Missbrauchsschutzes betrifft das Verhältnis der Gläubiger untereinander, die durch den Inhalt ihres Beschlusses wechselseitig auf ihre Rechtspositionen einwirken. Hier sollte normiert werden, in welchem Ausmaß Treuepflichten bestehen und welcher konkrete Prüfungsmaßstab daraus folgt. Die Breite des denkbaren inhaltlichen Gestaltungsspektrums ist groß und wird durch die vielen verschiedenen im deutschen Recht vertretenen Ansichten exemplarisch skizziert.<sup>1574</sup> Die im Rahmen der Auseinandersetzung mit dem deutschen Recht für vorzugswürdig erachtete Ansicht, wonach auch zwischen Gläubigern Treuepflichten als Ausdruck des Korrelats von Rechtsmacht und Verantwortung bestehen, so dass sich rechtsverkürzende Beschlüsse am Maßstab der Verhältnismäßigkeit messen lassen müssen,<sup>1575</sup> beruht auf derart allgemeinen Prinzipien, dass sie auch im unionsrechtlichen Rahmen als valide anzusehen ist. Es sollte in die Verordnung also ein Erfordernis der Verhältnismäßigkeit von Gläubigerbeschlüssen aufgenommen werden. Bezugsmaßstab sollte auch bei emissionsübergreifenden Änderungen die jeweilige Emission sein. Als Zweck des dort geübten Verzichts muss es zwar beachtlich sein, dass dieser durch die Verzichte anderer Gläubiger bedingt ist. Ein Anspruch des einzelnen Gläubigers auf die Verhältnismäßigkeit der gesamten Umschuldung oder gar der gesamten Krisenbewältigungsstrategie des Schuldners erscheint aber als zu weitgehend und sollte in der Verordnung explizit ausgeschlossen werden. Hüter der globalen Sanierungsgerechtigkeit der Krisenbewältigung kann nicht der einzelne Gläubiger sein, sondern dies ist die (politische) Verantwortung der ESM-Mitgliedstaaten bei der Konzeption des den CAC-Einsatz einkleidenden ESM-Programms.

---

<sup>1574</sup> Siehe oben 4.5.1.2.2.

<sup>1575</sup> *Simon U.*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 321 ff.

Den dritten Aspekt des Missbrauchsschutzes, der berücksichtigt werden sollte, bilden Verbotstatbestände, die sich gegen missbräuchliche Verhaltensweisen im Umfeld des Zustandekommens des Beschlusses richten. Hier ist sowohl an konkrete Regelungen (Verbot selektiver Zahlungen an Gläubiger) als auch an eine Generalklausel (beispielsweise nach dem Vorbild der §§ 138 Abs. 1, 242 BGB) zu denken.

Abgerundet wird die Verordnung schließlich durch die Einbindung der Kommission in die Durchführung des Abstimmungsverfahrens als dritte Säule. Diese sollte in der Verordnung und korrespondierend in den Anleihebedingungen als erweiterte Berechnungsstelle vorgesehen sein. Die Verordnung sollte somit vorgeben, dass die Kommission die Rechtmäßigkeit des gesamten Abstimmungsverfahrens und -ergebnisses (einschließlich der Maßstäbe zur Missbrauchskontrolle) zu prüfen hat. Bei rechtmäßiger und erfolgreicher Mehrheitsentscheidung sollte sie einen Beschluss (im Sinne eines verbindlichen Rechtsaktes gemäß Art. 288 Abs. 4 AEUV) erlassen, der die Änderung der Anleihebedingungen feststellt.<sup>1576</sup> Zu klären ist noch die Frage, wann genau die Änderung dann wirksam werden soll. Um keine dogmatischen Brüche mit dem jeweiligen Wertpapierrechtsstatut (für das eine Harmonisierung nicht erforderlich ist und zu weit ginge) zu erzeugen, sollte hier ein Spielraum für die Mitgliedstaaten belassen werden, die Wirksamkeit der Änderung zusätzlich an einen Skripturakt oder vergleichbare Voraussetzungen zu knüpfen. Unionsrechtlich festgelegt sein sollte jedoch, dass es überhaupt einer Vollzugshandlung des Emittenten bedarf und wann diese frühestmöglich zulässig ist. Hierbei gilt es, ein Gleichgewicht zwischen der Möglichkeit zur möglichst raschen Durchführung der Umschuldung einerseits und der Wahrung angemessener Rechtsschutzmöglichkeiten andererseits zu finden. Vor diesem Hintergrund erscheint es als sinnvolle Lösung, den Vollzug der Änderung erst zuzulassen, nachdem eine dreimonatige Frist seit dem Erlass des

---

<sup>1576</sup> Vgl. bereits oben 5.2.2.2.

Kommissionsbeschlusses verstrichen ist. Dadurch steht potentiellen Klägern die Klagefrist des Art. 263 Abs. 6 AEUV ungekürzt zur Verfügung<sup>1577</sup> und dem EuG verbleibt noch ein knapper Monat,<sup>1578</sup> um über die einstweilige Aussetzung der Durchführung des Beschlusses gemäß Art. 278 S. 2 AEUV zu entscheiden. Um Nachteile für den Schuldnerstaat und die übrigen Gläubiger zu vermeiden, sollte die einredebasierte Moratoriumsphase hinsichtlich ihres Endes so ausgestaltet werden, dass es durch einen während ihres Laufes ergehenden Kommissionsbeschluss zu einer Ablaufhemmung für ebenfalls drei Monate kommt. Als zu weitgehend erscheint demgegenüber eine Ablaufhemmung bis zum Ende des Klageverfahrens. Denn eine Aussetzung des Vollzugs wird nur im begründeten Ausnahmefall erfolgen und in einem solchen muss es den Gläubigern dann auch möglich sein, Zahlung vom Emittenten zu verlangen und weitere Schritte gegen ihn einleiten zu können.

Werden diese drei Elemente implementiert, so wird der rechtliche Rahmen für den Einsatz von Umschuldungsklauseln deutlich robuster. Der Zugewinn an Rechtssicherheit und Einheitlichkeit im gesamten europäischen Währungsraum dürfte in einer Krisensituation von unschätzbarem Wert sein, sobald sich die entsprechenden Klauseln im gesamten Anleihebestand verbreitet haben. Dieser Gedanke führt zu der Frage, ob sich diese Vorzüge nicht auch sofort und ohne Übergangsphase erreichen lassen, indem man den durch die Verordnung grundgelegten Mehrheitsmechanismus auch auf in den Regelungsbereich des Unionsrechts fallende Bestandsanleihen erstreckt.

## **5.5 Erstreckung des Mehrheitsmechanismus auf Bestandsanleihen**

Eine EU-Verordnung bietet auch eine prinzipiell geeignete Grundlage, um die Grenzen des nur auf neue Anleihen gerichteten vertraglichen Ansatzes zu

---

<sup>1577</sup> Zu bedenken ist, dass das Unionsrecht einen isolierten Antrag auf einstweiligen Rechtsschutz ohne gleichzeitige Erhebung der Hauptsacheklage nicht vorsieht, vgl. Art. 104 § 1 VerfOEUg.

<sup>1578</sup> Einige Tage werden bereits zwischen dem Erlass des Beschlusses und dessen Bekanntgabe, auf die Art. 263 Abs. 6 AEUV für den Beginn der Zweimonatsfrist abstellt, verstrichen sein.

überwinden. So könnten durch eine zwingende gesetzliche Anordnung für den Großteil der Anleihebestände der Euro-Staaten (nämlich alle nach dem Recht eines EU-Mitgliedstaates begebenen Anleihen) auf einen Streich alle Übergangsprobleme hinsichtlich von Bestandsanleihen beseitigt werden. Ein solcher Schritt will gewiss gut überlegt sein. Wie bereits dargelegt,<sup>1579</sup> stützten gute praktische Gründe die Beschränkung der europäischen Festlegung auf neue Anleihen. Andererseits dürfte sich die Frage nach der Opportunität eines gesetzlichen Eingriffs zukünftig unter anderen Vorzeichen stellen, als in der akuten Krisenphase der Jahre 2011/12. Es ist keineswegs so, dass es auf Seiten der privaten Investoren eine geschlossene Front gegen die gesetzliche Einfügung von CAC gäbe. So hat die deutsche Versicherungswirtschaft im Zuge ihrer Stellungnahme zum Entwurf der CTR bemerkenswerterweise bereits zeitlich vor der griechischen Umschuldung die Schaffung einer gesetzlichen Grundlage zur Einbeziehung von Bestandsanleihen nach dem Vorbild von § 24 Abs. 2 des deutschen Schuldverschreibungsgesetzes (zu dieser Regelung und ihrem Schicksal in der Rechtsprechung sogleich) gefordert.<sup>1580</sup> Interessant (und womöglich überraschend)<sup>1581</sup> ist auch die Bewertung, zu der das „*Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution*“ des IIF, eine gemeinsame Arbeitsgruppe von Vertretern des öffentlichen und privaten Sektors, hinsichtlich des griechischen Anleihegläubigergesetzes<sup>1582</sup> in der Zwischenzeit gelangt ist.<sup>1583</sup> Dort werden gesetzliche Eingriffe in die Anleihebedingungen zwar grundsätzlich kritisiert und abgelehnt, weil sie die Integrität der Finanzmärkte und das Prinzip der Vertragstreue<sup>1584</sup> zu untergraben drohten. Für Ausnahmefälle wird jedoch ein

---

<sup>1579</sup> Oben 2.4.2.

<sup>1580</sup> *Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft*, Stellungnahme zu „Collective Action Clauses“, S. 3.

<sup>1581</sup> So *Clifford Chance*, Euro area member states take collective action to facilitate sovereign debt restructuring, S. 10.

<sup>1582</sup> Siehe oben S. 12.

<sup>1583</sup> *Institute of International Finance (Hrsg.)*, Report of the Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution, S. 14 f.

<sup>1584</sup> Englisch: *sanctity of contracts*.

Vorgehen wie in Griechenland als notwendig anerkannt, um ein mit den privaten Gläubigern erzielttes Verhandlungsergebnis fair für alle Gläubiger umsetzen zu können. Diese Position hat deutlich das Gepräge einer Kompromissformulierung und trägt den Keim der Inkonsistenz in sich. Denn solange der quantitative Anteil an Anleihen ohne CAC nur groß genug ist, wird sich die griechische „Ausnahmesituation“ von der Struktur her stets wiederholen. Die Versuchung wird dann für jeden Krisenstaat groß sein, ähnlich zu verfahren wie Griechenland (soweit er wegen eines hinreichend großen Anteils an Inlandsanleihen die Mittel dazu hat). Aus dieser Erkenntnis heraus wäre es auch aus Gläubigersicht besser, unabhängig von einer konkreten Krise von vorne herein eine gleiche Ausgangslage für alle Anleihegläubiger zu schaffen. Zumal eine Erstreckung der Musterklauseln auf Altanleihen verglichen mit dem Beispiel des griechischen Anleihegläubigergesetzes mit Blick auf die Gläubigerrechte ein erheblich milderer Mittel wäre. Dies zeigt sich exemplarisch schon hinsichtlich des Aggregationsmechanismus, der nach europäischem Muster zweistufig ist (was auch eine Missbrauchsschutzfunktion hat)<sup>1585</sup>, im griechischen Gesetz hingegen einstufig war.<sup>1586</sup> Läuft es im Ernstfall ohnehin auf eine kurzfristige und dann einschneidende Änderung des nationalen Rechts hinaus,<sup>1587</sup> so ist eine allgemeine Lösung ohne konkreten Krisenanlass die transparentere und letztendlich auch vertrauensbildendere Maßnahme. Eine unionsrechtliche Lösung hätte im Sinne der Integrität des rechtlichen Rahmens insbesondere den Vorteil, dass sie dem Zugriff des einzelnen nationalen Gesetzgebers in der Krisensituation entzogen wäre. Dadurch würde die Überwindung der Unterscheidung von Inlands- und Auslandsanleihen rechtlich weiter vervollkommen. Im Ergebnis wird deutlich, dass aus heutiger Sicht und in

---

<sup>1585</sup> Siehe oben 3.2.2.5.

<sup>1586</sup> Dazu *Keller/Köbler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 80.

<sup>1587</sup> Zur Vorbildwirkung des griechischen Vorgehens für zukünftige Umschuldungen sind die Ansichten geteilt. Vgl. einerseits *Boudreau*, *Harvard Business Law Review (Online Edition)* 2012, 164, 165, und andererseits *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, S. 41.

Reaktion auf die Erfahrungen mit der Umschuldung Griechenlands sehr gute Gründe dafür sprechen, das Problem der Altanleihen nicht von Fall zu Fall, sondern außerhalb einer akuten Krisenphase allgemeingültig im Verordnungswege zu lösen. Voraussetzung dafür ist allerdings selbstverständlich die rechtliche Machbarkeit, die es daher nun zu untersuchen gilt. Dabei sollen in einem ersten Schritt Erfahrungen mit entsprechenden Vorbildern zusammengetragen werden. Auf diese Grundlage aufbauend kann sodann die Untersuchung der Rechtmäßigkeit eines unionsrechtlichen Eingriffs in bestehende Anleiheverhältnisse erfolgen.

### **5.5.1 Praxisbefund zur Rechtmäßigkeit nachträglich eingefügter Umschuldungsklauseln**

Das prominenteste Beispiel für die nachträgliche Einfügung von Umschuldungsklauseln bildet das griechische Anleihegläubigergesetz. Dessen Rechtmäßigkeit ist primär nach griechischem Recht zu beurteilen, wozu bisher keine fundierten Literaturmeinungen zugänglich sind. Die von außen auf das Geschehen in Griechenland blickenden Stellungnahmen gehen in der Tendenz davon aus, dass es rechtmäßig ist, bemängeln es aber auf eher ethisch-moralischer Ebene als Schlag gegen das Vertrauen in den Grundsatz der Vertragstreue.<sup>1588</sup> Gewissheit wird man in dieser Frage letztlich erst haben, wenn die gerichtlichen Verfahren abgeschlossen sind. Unabhängig davon erscheint das griechische Beispiel indes für die hiesige Fragestellung wertungsmäßig nicht als valider Vergleichspunkt. Dies liegt zum einen daran, dass es in der Eingriffsintensität durch die einstufige Aggregation deutlich stärker ausgeprägt ist. Eine einstufige Aggregation durchbricht vollständig den Koordinationszusammenhang der jeweiligen Anleihe und legt die Mehrheitsentscheidungsmacht somit in die Hände von Gläubigern, die noch nicht einmal formal in einer einheitlichen Ausgangsposition sind. Die in dieser Arbeit

---

<sup>1588</sup> *Burn*, Bondholder Resolutions in the Courtroom, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 73, 83; *Kenadjian*, The Aggregation Clause in Euro Area Government Securities: Game Changer or Flavor of the Month?, in: *Bauer/Cahn/ders. (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 113, 142 ff.



schon für die zweistufige Aggregation umfangreich erörterten Probleme des Missbrauchsschutzes<sup>1589</sup> stellen sich damit unter völlig anderen, ungleich schwieriger zu rechtfertigenden Vorzeichen. Zum anderen bezieht das griechische Vorgehen sein gesamtes Gepräge aus seiner Finalität, den Gläubigern „kein Entrinnen“ aus der Teilnahme an der Umschuldung zu lassen. Bezeichnend ist in diesem Zusammenhang, dass das griechische Anleihegläubigergesetz nur einen Tag vor der Vorlage des Umtauschangebots erlassen wurde.<sup>1590</sup> Ein derartiges krisengebundene Vorgehen ist mit einer präventiven Behebung der Koordinationsprobleme bei Bestandsanleihen nicht vergleichbar. Bei einer Änderung des rechtlichen Rahmens außerhalb eines Krisenszenarios ist es Investoren, die sich mit dieser nicht anfreunden können, nach allen bisherigen Erfahrungen zu den Preisauswirkungen von Umschuldungsklauseln möglich, sich ohne finanzielle Einbuße von ihren Anleihen zu trennen.

Als ertragreicherer Anknüpfungspunkt erscheint die Regelung des § 24 Abs. 2 SchVG. Diese allgemein als opt-in-Mechanismus bezeichnete Regelung besagt, dass Gläubiger von Schuldverschreibungen, die zeitlich vor der Anwendbarkeit des SchVG 2009 begeben worden waren, mit der im SchVG 2009 geregelten qualifizierten Mehrheit beschließen können, dass die Änderungsmöglichkeiten des neuen Gesetzes auch für ihre Schuldverschreibung gelten. Dieser Regelung ist in den letzten Jahren ein bemerkenswertes Schicksal widerfahren. Sie hatte im Gesetzgebungsverfahren kein besonderes Augenmerk erfahren.<sup>1591</sup> Erste Literaturbeiträge nach dem Inkrafttreten des Gesetzes beschäftigten sich dann auch eher mit Detailfragen, entfalteten aber keinerlei Problembewusstsein

---

<sup>1589</sup> Vor allem oben 3.2.2.5 und S. 364.

<sup>1590</sup> Das Gesetz datiert vom 23. Februar 2012 und die Umtauschangebote wurden am 24. Februar veröffentlicht, vgl. zur Chronologie: *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, S. 9 ff.

<sup>1591</sup> *Kusserow*, WM 2011, 1645 f.

hinsichtlich von Bedenken an der Zulässigkeit oder Reichweite des gesetzlichen Eingriffs in die Bestandsanleihen.<sup>1592</sup>

### 5.5.1.1 Die Rechtsprechung zu § 24 Abs. 2 SchVG

Es dauerte nicht lange, bis es in der Praxis im Zusammenhang mit der Nutzung der opt-in-Möglichkeit zu einem bösen Erwachen kam. Die Unternehmen *Pfleiderer* und *Q-Cells* befanden sich in einer finanziellen Krise und wollten den Gang in die Insolvenz durch die Umsetzung eines Sanierungskonzeptes abwenden. Teil davon war ein Verzichtsbeschluss von Anleihegläubigern. Die entsprechenden Anleihen<sup>1593</sup> waren jeweils von einer niederländischen Finanzierungstochtergesellschaft nach deutschem Recht begeben worden und durch den deutschen Mutterkonzern garantiert, dem praktischen Regelfall im Rahmen der Konzernfinanzierung entspricht.<sup>1594</sup> Sie fielen damit nicht in den Anwendungsbereich des SchVG 1899, das nur auf Emittenten mit Sitz im Inland anwendbar war.<sup>1595</sup> Die Gläubiger fassten auf Gläubigerversammlungen jeweils opt-in-Beschlüsse gemäß § 24 Abs. 2 SchVG und beschlossen mehrheitlich die Änderung der Anleihebedingungen. Gegen diese Beschlüsse klagten Minderheitsgläubiger. Die im Rahmen dieser Klagen durch die Emittenten angestrebten Freigabeverfahren verliefen in erster Instanz<sup>1596</sup> alle erfolglos.<sup>1597</sup> Nachdem auch das OLG Frankfurt a.M. sich im Fall *Pfleiderer* einer Freigabe verweigerte,<sup>1598</sup> sahen sich beide Unternehmen gezwungen, Insolvenz

---

<sup>1592</sup> Vgl. nur die aus dem Jahr 2010 stammende Kommentierung von *Veranneman*, in: ders., SchVG, § 24 SchVG Rn. 6 ff., sowie *Kusserow*, WM 2011, 1645.

<sup>1593</sup> Es ging um eine Hybrid-Anleihe bei *Pfleiderer* und eine Wandelschuldverschreibung bei *Q-Cells*; vgl. zu den Einzelheiten der Sachverhalte die Tatbestände bei LG Frankfurt a.M., ZIP 2011, 2306 - *Pfleiderer*; LG Frankfurt, ZIP 2012, 474 - *Q-Cells*.

<sup>1594</sup> Vgl. *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 155 f.

<sup>1595</sup> § 1 Abs. 1 SchVG 1899.

<sup>1596</sup> Die einstufige Zuständigkeit des Oberlandesgerichts für Freigabeverfahren nach dem SchVG wurde erst durch Art. 2 des Gesetzes zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes vom 13. September 2012 (BGBl. I S. 1914) eingeführt.

<sup>1597</sup> LG Frankfurt a.M., ZIP 2011, 2306 - *Pfleiderer*; LG Frankfurt, ZIP 2012, 474 - *Q-Cells*.

<sup>1598</sup> OLG Frankfurt a.M., WM 2012, 2277 - *Pfleiderer*.

anzumelden.<sup>1599</sup> Die von den Gerichten gewählten Begründungen variieren und sind vielschichtig. Sie sind allesamt auf erbitterten Widerstand im Schrifttum gestoßen.<sup>1600</sup> Soweit sie die Systematik und gesetzesimmanente Auslegung des SchVG 2009 betreffen, sind sie für die hiesige Untersuchung ohne Vorbildwirkung und nicht von Belang.<sup>1601</sup> Von höchsten Interesse ist demgegenüber ein verfassungsrechtlicher Argumentationsstrang, der sich speziell mit der Rechtmäßigkeit einer nachträglichen gesetzlichen Einführung von Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger und somit mit der hiesigen Problemstellung befasst. Während dieser Aspekt in der *Pfleiderer*-Entscheidung des LG Frankfurt am Main<sup>1602</sup> noch nicht auftaucht, ist er eine der tragenden Erwägung in seiner drei Monate später ergangenen *Q-Cells*-Entscheidung<sup>1603</sup> und wird in der wiederum zwei Monate später ergangenen *Pfleiderer*-Entscheidung des Oberlandesgerichts aufgegriffen.<sup>1604</sup> Der Kerngedanke lautet dabei wie folgt: Für Altanleihen ausländischer Emittenten nach deutschem Recht war das SchVG 1899 nicht anwendbar, so dass für diese das Prinzip der Mehrheitsentscheidung der Gläubiger gänzlich unbekannt war. Dies gebiete aus Vertrauensschutzgründen eine verfassungskonforme Auslegung des § 24 Abs. 2 SchVG dahin gehend, dass er für diese Anleihen unanwendbar sei. Das LG Frankfurt a.M. stützt sich zur Begründung auf die aus dem Rechtsstaatsprinzip

---

<sup>1599</sup> *Goetker/Keinath*, OLG Frankfurt zu Altanleihen ausländischer Emittenten: Viel mehr als nur die *Pfleiderer*- und *Q-Cells*-Sanierung verhindert, Beitrag vom 10.05.2012, <http://www.lto.de/recht/hintergruende/h/olg-frankfurt-zu-altanleihen-auslaendischer-emittenten-sanierungskonzept-pfleiderer-q-cells-gescheitert-schuldverschreibungsgesetz-insolvenzantrag-mehrheitsklausel/>.

<sup>1600</sup> Neben den in die Verfahren involvierten Stimmen (*Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1; *Weiß*, Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 25; *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204) sehr kritisch auch *Keller*, BKR 2012, 15; *Paulus*, WM 2012, 1109, 1113; *ders.*, BB 2012, 1556; *Weckler*, NZI 2012, 480; *Friedl*, BB 2012, 1308; *Florstedt*, ZIP 2012, 2286. Zustimmung einzig *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 150, dessen Argumente von der Rechtsprechung in weiten Teilen übernommen wurden (vgl. a.a.O., S. 149).

<sup>1601</sup> Zu diesen Aspekten *Weiß*, a.a.O.; *Keller*, a.a.O.

<sup>1602</sup> ZIP 2011, 2306.

<sup>1603</sup> ZIP 2012, 474.

<sup>1604</sup> WM 2012, 2277.

gemäß Art. 20 Abs. 3 GG folgenden Grundsätze zur Rückwirkung von Gesetzen. Es beurteilt § 24 Abs. 2 SchVG als Rückbewirkung von Rechtsfolgen (echte Rückwirkung) im Sinne der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und verneint das Vorliegen einer Situation, in der diese mangels schützenswertem Vertrauen auf den Bestand der Regelung ausnahmsweise zulässig wäre.<sup>1605</sup> Das OLG lässt demgegenüber offen, ob eine echte oder unechte Rückwirkung anzunehmen ist. Es stellt vielmehr darauf ab, dass auch eine unechte Rückwirkung als Eingriff in den Rückzahlungsanspruch als von Art. 14 GG geschützte Position verhältnismäßig sein müsse und dem Gebot des Vertrauensschutzes in Gestalt angemessener und zumutbarer Übergangsregelungen Rechnung tragen müsse.<sup>1606</sup> Dass keine Erwägungen des Gesetzgebers zu diesen Vertrauens- und Verhältnismäßigkeitsaspekten bekannt seien, spreche für die gewählte einschränkende Auslegung.<sup>1607</sup> Die verfassungsrechtlichen Erwägungen in den genannten Entscheidungen sind jeweils nur wenige Randnummern lang und haben eher cursorischen Charakter denn dogmatische Konsistenz. Sie enthalten jedoch starken Tobak und werfen Fragen auf, die einer gründlichen Klärung bedürfen. Unbeschadet aller Kritik an der gerichtlichen Entscheidungspraxis führen sie in der Praxis dazu, dass *de lege lata* nach deutschem Recht ein opt-in für ausländische Staatsanleihen nicht durchführbar ist.<sup>1608</sup> Anleihen ausländischer Staaten unterfallen zwar dem neuen, nicht aber dem alten Schuldverschreibungsgesetz.<sup>1609</sup> Gemäß § 20 Abs. 3 S. 3 Alt. 2 SchVG ist für Verfahren gegen ausländische Emittenten stets die Frankfurter Gerichtsbarkeit zuständig. Darauf zu setzen, dass diese ihre

---

<sup>1605</sup> LG Frankfurt a.M., ZIP 2012, 474, 476.

<sup>1606</sup> OLG Frankfurt a.M., WM 2012, 2277, 2279 f.

<sup>1607</sup> A.a.O.

<sup>1608</sup> Vgl. *Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 22; *Keller/Köbler*, Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 73, 76.

<sup>1609</sup> Oben 4.1.3.

Auffassung ändert, wird für jeden in der Krise befindlichen Emittenten zu riskant erscheinen.

#### **5.5.1.2 Verfassungsrechtliche Beurteilung der gesetzlichen Einführung eines Mehrheitsmechanismus nach deutschem Recht**

Es stellt sich vor dem Hintergrund der geschilderten Rechtsprechung die Frage, ob im deutschen Recht gegen eine Regelung, die kraft Gesetzes Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger in ohne CAC begebenen Anleihen einführt, wirklich durchgreifende verfassungsrechtliche Bedenken bestehen. Dabei ist davon auszugehen, dass es in der Beurteilung keinen Unterschied macht, ob das Gesetz selbst die Möglichkeit von Mehrheitsentscheidungen und deren Modalitäten vorsieht oder die Möglichkeit zur Aufnahme von Mehrheitsentscheidungen in die Anleihebedingungen durch Mehrheitsentscheidung eröffnet wie § 24 Abs. 2 SchVG (opt-in-Mechanismus). Denn wenn der opt-in die gleiche Mehrheit erfordert wie die Sachentscheidung, so stellt er keine eigenständige materielle Hürde dar (was bei § 24 Abs. 2 SchVG zu der folgerichtigen Ansicht geführt hat, es sei ein Einheitsbeschluss möglich, der die beiden Elemente Entscheidung für das Mehrheitsprinzip und Sachentscheidung in einer Gläubigerversammlung in sich vereint)<sup>1610</sup>. Ein opt-in-Mechanismus erscheint somit als förmlich überfrachtete und unnötig komplizierte Regelung und nicht als milderes Mittel gegenüber einer unmittelbaren gesetzlichen Anordnung.

Was nun die verfassungsrechtliche Prüfung einer solchen anlangt, so ist das Eigentumsgrundrecht gemäß Art. 14 GG einschlägig. In den Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG fallen alle privatrechtlichen vermögenswerten Rechte.<sup>1611</sup> Dazu zählen auch unkörperliche Geldforderungen,<sup>1612</sup> und zwar auch wenn sie wie bei Staatsanleihen auf zivilrechtlicher Grundlage gegenüber dem Staat selbst

---

<sup>1610</sup> *Kusserow*, WM 2011, 1645, 1646 ff.

<sup>1611</sup> *Pieroth/Schlink/Kingreen/Poscher*, Grundrechte, S. 244.

<sup>1612</sup> Mit unnötig umständlicher Herleitung *Sandrock*, WM 2013, 393, 396.

bestehen.<sup>1613</sup> Der Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG ist also eröffnet. Die durch Gesetz geschaffene Mehrheitsentscheidung der Gläubiger verkürzt den Schutzbereich des Eigentums, weil sie einen Verzicht auf den ursprünglichen Forderungsinhalt gegen den Willen des einzelnen Gläubigers ermöglicht.<sup>1614</sup> Da der spätere Klauselinsatz unmittelbar auf dem Mehrheitswillen beruht und nicht mehr als einseitiger staatlicher Grundrechtseingriff zu qualifizieren ist,<sup>1615</sup> ist zur Bestimmung der Eingriffsintensität bereits bei der Schaffung der entsprechenden Möglichkeit das gesamte Potential der denkbaren Änderungen zugrunde zu legen. Nicht überzeugend erscheint es demgegenüber, zu argumentieren, durch die Schaffung der bloßen Änderungsmöglichkeit werde den Gläubigern noch nichts genommen.<sup>1616</sup> Schon die Schaffung der Änderungsmöglichkeit durchbricht das zuvor gültige Konsensualprinzip und beschneidet die rechtliche Stellung jedes einzelnen Gläubigers. Ob damit eine sofortige wirtschaftliche Entwertung der Forderung einher geht oder nicht, ist auf der Stufe der Bestimmung des Eingriffs unbeachtlich und spielt erst auf Rechtfertigungsebene eine Rolle.<sup>1617</sup> Hinsichtlich der Verortung des Eingriffs in den Kategorien des Art. 14 GG ist eindeutig von einer Inhalts- und Schrankenbestimmung gemäß Art. 14 Abs. 1 S. 2 GG auszugehen. Es handelt sich nicht um den konkreten Entzug einer Vermögensposition zur Erfüllung einer bestimmten öffentlichen Aufgabe, sondern um die abstrakt-generelle Ausgestaltung der Position des

---

<sup>1613</sup> *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 706.

<sup>1614</sup> Dies unterscheidet die nachträglich gesetzlich eingeführten CAC von von vorne herein vertraglich vereinbarten Klauseln. Bei letzteren gab es nie eine Forderung ohne Änderungsmöglichkeit, so dass der normgeprägte Schutzbereich der Eigentumsgarantie auch nicht vor der Änderung schützt.

<sup>1615</sup> Vgl. oben 4.5.1.3.

<sup>1616</sup> So *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 215; im Kontext des amerikanischen Rechts auch *Boudreau*, *Harvard Business Law Review* (Online Edition) 2012, 164, 168, 179.

<sup>1617</sup> Art. 14 Abs. 1 GG bietet normativen und nicht wertmäßigen Schutz. Fällt der Tauschwert (also Preis) eines vermögenswerten Rechts nicht in den Schutzbereich (vgl. nur *Jarass*, in: *ders./Pieroth*, GG-Kommentar, Art. 14 GG Rn. 20), so kann er auch kein Kriterium für den Eingriffscharakter sein. Nicht nachvollziehbar ist daher, dass das OLG Frankfurt a.M., WM 2012, 2277, 2279, auf das Kostenargument abstellt (zumal es sich zu dessen Validität keinerlei Überzeugung bildet; in diesem Zusammenhang sei daran erinnert, dass nach gegenwärtigem ökonomischen Forschungsstand Umschuldungsklauseln unter bestimmten Bedingungen sogar zu einer niedrigeren Rendite – also zu einem höheren Kurs – führen können, siehe oben 1.5.1.1).

Rechtsinhabers.<sup>1618</sup> Zu klären ist die verfassungsrechtliche Rechtfertigung des Eingriffs. Dieser erfolgt zunächst unproblematisch auf gesetzlicher Grundlage. Materiell entscheidend ist die Prüfung der Verhältnismäßigkeit. Legitimes Ziel der Regelung ist die Vermeidung von Koordinationsproblemen zwischen den Gläubigern.<sup>1619</sup> Der Gesetzgeber ist im Rahmen des in Art. 14 Abs. 1 S. 2 GG enthaltenen Auftrags zur Inhaltsbestimmung des Eigentums auch aufgerufen, für eine angemessene Funktionsfähigkeit des Rechts zu sorgen.<sup>1620</sup> Diesem Auftrag wird er aus der Perspektive der Gläubigermehrheit heraus durch die Einführung von Mehrheitsentscheidungen gerecht. Denn diese eröffnen die Möglichkeit, auf die drohende Zahlungsunfähigkeit des Emittenten rechtlich verfasst zu reagieren und so einen ungeordneten Krisenverlauf zu verhindern. Für alle Gläubiger bindende Mehrheitsentscheidungen sind zur Erreichung dieses Zwecks geeignet. Ein milderer Mittel ist auch nicht ersichtlich. Was schließlich die Angemessenheit, d.h. die Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne angeht, so greift diese, wenn wie hier die Gestalt bestehender Rechtspositionen verändert wird, mit den Prinzipien des Vertrauensschutzes ineinander.<sup>1621</sup> Welche Verschlechterung seiner Position dem Bürger zumutbar ist, hängt so zunächst von der Bestimmung der einschlägigen Fallgruppe der Rückwirkung ab.<sup>1622</sup> Klar zu widersprechen ist insofern der Ansicht des LG Frankfurt am Main, es liege

---

<sup>1618</sup> Vgl. nur *Pieroth/Schlink/Kingreen/Poscher*, Grundrechte, S. 248.

<sup>1619</sup> Siehe dazu bereits in der Einleitung dieser Arbeit; zusammenfassend zum Koordinationsbedarf unter den Gläubigern auch *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 212 f.

<sup>1620</sup> *Wendt*, in: Sachs, Art. 14 GG Rn. 69; *Bryde*, in: v. Münch/Kunig, Art. 14 Rn. 58.

<sup>1621</sup> *Pieroth/Schlink/Kingreen/Poscher*, Grundrechte, S. 71 f. und 250; *Jarass*, in: ders./Pieroth, GG-Kommentar, Art. 14 GG Rn. 46. *Papier*, in: Maunz/Dürig, Art. 14 GG Rn. 327, *Bryde*, in: v. Münch/Kunig, Art. 14 GG Rn. 59 und *Maurer*, Kontinuitätsgewähr und Vertrauensschutz, in: *Isensee/Kirchhof (Hrsg.)*, Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band IX, § 179, Rn. 68, gehen dagegen von einem eigenständigen Prüfungspunkt neben der Verhältnismäßigkeit aus. Ob man es dogmatisch für richtiger hält, die Zumutbarkeit und den Vertrauensschutz gemeinsam oder getrennt zu prüfen, ändert nichts am Abwägungsergebnis. Eindeutig ist auf der Basis der steten Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts in jedem Fall, dass der Schutz gegen rückwirkende Gesetze durch die Eigentumsgarantie eine eigenständige und gegenüber dem Rechtsstaatsprinzip vorrangige Ausprägung erfahren hat: BVerfGE 101, 239, 257, m.w.N.

<sup>1622</sup> Die Maßstäbe unterscheiden sich insofern nicht von den allgemeinen Grundsätzen, wie sie im Rahmen des Rechtsstaatsprinzips anerkannt sind, *Jarass*, in: ders./Pieroth, GG-Kommentar, Art. 20 GG Rn. 75.

eine Rückbewirkung von Rechtsfolgen (echte Rückwirkung) vor.<sup>1623</sup> Eine solche ist nur gegeben, wenn rückwirkend in in der Vergangenheit liegende abgeschlossene Sachverhalte eingegriffen wird.<sup>1624</sup> Hieran fehlt es, wenn für Anleihen während ihrer Laufzeit lediglich für die Zukunft die Regeln geändert und Mehrheitsentscheidungen eingeführt werden.<sup>1625</sup> Die besondere Eingriffsintensität einer echten Rückwirkung für den Betroffenen resultiert daraus, dass er keinerlei Einwirkungsmöglichkeit auf den in der Vergangenheit liegenden Sachverhalt mehr hat und der nachträglich angeordneten Rechtsfolge damit ohne Möglichkeit zur Reaktion ausgeliefert ist. So liegen die Dinge hier nicht. Die bloße Einführung des Mehrheitsprinzips lässt dem Gläubiger noch die Möglichkeit, darauf durch den Verkauf seiner Anleihen zu reagieren. Er kann außerdem an einer zukünftigen Änderung durch seine Stimmrechtsausübung noch mitwirken. Es ist vielmehr von einer unechten Rückwirkung (tatbestandlichen Rückanknüpfung) auszugehen, weil der Gesetzgeber das Konsensprinzip für bereits bestehende Anleihen durchbricht und deren rechtlichen Rahmen damit für die Zukunft ändert.<sup>1626</sup> Eine unechte Rückwirkung, d.h. eine Neujustierung der zukünftigen Gehalte des Eigentums, ist in weitem Umfang zulässig, soweit nicht das Vertrauen der Betroffenen schutzwürdiger ist als die mit dem Gesetz verfolgten Ziele.<sup>1627</sup> So besteht insbesondere kein genereller Schutz des Vertrauens in eine unveränderte Rechtslage, sondern die sachlichen Gründe, die den Gesetzgeber zu einer Neuregelung einer bisher als unbefriedigend gelösten Frage bewogen haben, können gerade auch dafür

---

<sup>1623</sup> LG Frankfurt a.M., ZIP 2012, 474, 476.

<sup>1624</sup> Zu den Abgrenzungskriterien *Jarass*, in: ders./Pieroth, GG-Kommentar, Art. 20 GG Rn. 68 f. m.w.N. aus der Rechtsprechung.

<sup>1625</sup> Vgl. allgemein zur Einordnung der zukunftsbezogenen Veränderung des gesetzlichen Rahmens eines laufenden Vertragsverhältnisses als unechte Rückwirkung: *Degenhart*, Staatsorganisationsrecht, S. 151; *Maurer*, Kontinuitätsgewähr und Vertrauensschutz, in: *Isensee/Kirchhof (Hrsg.)*, Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band IX, § 179, Rn. 60.

<sup>1626</sup> Ebenso in der Tendenz *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 215; a.A. *Schneider*, Ist das SchVG noch zu retten?, in: *Baums (Hrsg.)*, Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 12 (gar keine Rückwirkung).

<sup>1627</sup> *Degenhart*, Staatsorganisationsrecht, S. 150.



streiten, diese auf Altfälle zu erstrecken.<sup>1628</sup> Der Gesetzgeber verfügt dementsprechend über einen weiten Gestaltungs- und Handlungsspielraum bei der Reform zivilrechtlicher Regime.<sup>1629</sup> Die nachträgliche Einführung von Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger weist anhand dieses Maßstabs eine ausgewogene Mittel-Zweck-Relation auf. An dieser Stelle der Prüfung ist der richtige Ort, um die Vorteile des CAC-Konzepts zu berücksichtigen.<sup>1630</sup> Das ungeordnete Nebeneinander formell unangetasteter aber materiell entwerteter Forderungen der Gläubiger ist nicht schutzwürdiger als die Eröffnung einer koordinierten Krisenbewältigungsmöglichkeit für die Gläubigermehrheit. Letztere ist vielmehr eine sachgerechte Regelung,<sup>1631</sup> die zu einem sinnvollen Interessenausgleich innerhalb der Gläubiger führt. Der Rechtsverlust des einzelnen Gläubigers korrespondiert mit der ihm ebenfalls eingeräumten Einwirkungsmöglichkeit auf die Rechte der Mitgläubiger. Diese wiederum gewährleistet ihm, dass von ihm geleistete Sanierungsbeiträge nicht Trittbrettfahrern ohne eigenen Beitrag zu Gute kommen. Nicht nachvollziehbar und von der zitierten Kommentierung<sup>1632</sup> nicht gedeckt ist schließlich die Sichtweise des OLG Frankfurt am Main,<sup>1633</sup> wonach jedwede Schrankenbestimmung bestehender Eigentumsrechte eine Übergangsregelung erfordern soll. So hat der Gesetzgeber zwar für einen schonenden Übergang

---

<sup>1628</sup> Maurer, a.a.O., Rn. 73.

<sup>1629</sup> Überzeugend und instruktiv die Zusammenstellung von Praxisbeispielen (Reform des Scheidungsrechts, Schuldrechtsreform, Verkürzung von Verjährungsfristen) durch Baums/Schmidtbleicher, a.a.O., 216 f.

<sup>1630</sup> Vgl. dazu, dass die Position der Gläubiger insgesamt durch Umschuldungsklauseln aufgewertet wird: Schneider, a.a.O., S. 12 f.; Weiß, Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 25, 31.

<sup>1631</sup> Zu diesem Kriterium eingehend Wendt, in: Sachs, Art. 14 GG Rn. 107 ff.

<sup>1632</sup> Die Ausführungen von Depenheuer, in: v.Mangoldt/Klein/Starck, Art. 14 GG Rn. 230, beziehen sich, wie sich aus der vorangehenden Randnummer der Kommentierung sowie aus der zitierten Rechtsprechung ergibt, auf die Beseitigung einer Eigentumsposition bzw. eine entsprechend tief greifende Modifizierung ihres Gehaltes. Solche Fälle weisen eine höhere Eingriffsintensität auf als die hier diskutierte Regelung, weil dort ohne Übergangsregelung eine bestehende Rechtsposition von einem Tag auf den anderen entfallen würde. So liegen die Dinge bei der Einführung von Mehrheitsentscheidungen nicht.

<sup>1633</sup> WM 2012, 2277, 2279.

zwischen den Regimen zu sorgen,<sup>1634</sup> Übergangsregelungen bilden hierfür aber nur ein exemplarisches Instrument.<sup>1635</sup> Für die vorliegende Konstellation darf der Gesetzgeber ohne Überdehnung seines Prognosespielraums davon ausgehen, dass sich ein schonender Übergang von selbst einstellt und Übergangsfristen schlechterdings nicht erforderlich sind. Wie bereits mehrfach betont, sind auch Anleihen mit CAC außerhalb einer Krise ohne Weiteres verlustfrei veräußerbar.<sup>1636</sup> Auch in den von den Frankfurter Gerichten entschiedenen Fällen ist nicht ansatzweise vorgetragen oder festgestellt, dass es wegen § 24 Abs. 2 SchVG nicht mehr möglich gewesen wäre, die Anleihen rechtzeitig vor Eintritt einer Krisensituation zu verkaufen. Selbst wenn dies anders wäre (d.h. die nicht erwiesene zinserhöhende und somit kurssenkende Wirkung von Umschuldungsklauseln einmal unterstellt), wären Übergangsfristen funktionslos bis widersinnig. Sie würden eine während ihres Verlaufs auftretende Krise nur unnötig hinauszögern, ohne dass sie verhindern könnten, dass bei der Preisbildung an den Kapitalmärkten der gesetzliche Eingriff auch vor Ablauf der Übergangsfrist antizipiert würde. Abhilfe könnte dann nur ein Sonderkündigungsrecht zugunsten des Anlegers schaffen.<sup>1637</sup> Völlig fehlt geht schließlich die vom OLG Frankfurt am Main gezogene Parallele<sup>1638</sup> mit den Anforderungen an Wertersatz und effektivem Rechtsschutz, die sich aus der verfassungsgerichtlichen Rechtsprechung zum Squeeze Out ergeben.<sup>1639</sup> Die Besonderheit der Konstellation des Squeeze Out ist, dass sich die Mehrheit die Rechtsposition der Minderheit einverleibt. Dies ist beim CAC-Einsatz nicht der

---

<sup>1634</sup> *Bryde*, in: v. Münch/Kunig, Art. 14 GG Rn. 62.

<sup>1635</sup> Es ist vielmehr so, dass in dieser Frage ein weiter Gestaltungsspielraum mit vielen denkbaren Möglichkeiten für den Gesetzgeber besteht, solange nur der Grundsatz des Vertrauensschutzes nach den Umständen des konkreten Falles nicht verletzt wird, vgl. nur *Maurer*, Kontinuitätsgewähr und Vertrauensschutz, in: *Isensee/Kirchhof (Hrsg.)*, Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band IX, § 179, Rn. 74.

<sup>1636</sup> Ebenso *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 217.

<sup>1637</sup> Bei Ausübung eines solchen würde er sofort seinen Nominalbetrag zurück erhalten. Bedenkt man die sinkende Zinsentwicklung der letzten Jahre, so wäre dies in der Praxis ein schlechtes Geschäft, auf das wohl kaum ein Gläubiger einginge, zumal ja dann auch keine Reinvestitionsmöglichkeit in Anleihen ohne CAC mehr besteht.

<sup>1638</sup> OLG Frankfurt a.M., WM 2012, 2277, 2280.

<sup>1639</sup> BVerfGE 100, 289; BVerfG, NJW 2007, 3268; BVerfG, NZG 2012, 907.

Fall. Hier verzichten alle gleichermaßen und die Mehrheit erzwingt lediglich, dass die Minderheit die gleichen Lasten trägt wie sie selbst. Was schließlich die Effektivität des Rechtsschutzes angeht, so sei auf die Ausführungen in Teil 4.5 dieser Arbeit verwiesen, wonach sowohl materiell-rechtlich als auch verfahrensrechtlich im deutschen Recht eine wirksame Missbrauchskontrolle besteht. Der Eingriff in Art. 14 GG erweist sich also als verhältnismäßig und mithin gerechtfertigt. Eine Verletzung des Eigentumsgrundrechts liegt nicht vor.<sup>1640</sup>

Zusammenfassend ergibt sich, dass die verfassungsrechtlichen Ausführungen in der bisherigen Rechtsprechung zu § 24 Abs. 2 SchVG auf ganzer Linie kritikwürdig sind. Die gesetzliche Einführung von Mehrheitsentscheidungen in bestehende Anleihen stellt nach deutschem Recht keine Grundrechtsverletzung, sondern eine sinnvolle Inhaltsbestimmung des Eigentums dar. Es bleibt also festzuhalten, dass die Erfahrungen mit § 24 Abs. 2 SchVG in der Praxis zwar schlecht sind, die aufgeworfenen Bedenken aus rechtlicher Sicht aber nicht zutreffen und damit kein abschreckendes Beispiel für eine entsprechende europäische Lösung darstellen.

Aufbauend auf diese Erkenntnis soll nunmehr die Rechtmäßigkeit einer solchen Verordnungsregelung erörtert werden.

### **5.5.2 Rechtmäßigkeit einer entsprechenden Verordnungsregelung**

Um die Rechtmäßigkeit einer Verordnungsregelung, durch die Mehrheitsentscheidungen in Bestandsanleihen eingeführt werden, beurteilen zu können, gilt es zunächst, die einschlägigen Prüfungsmaßstäbe zu identifizieren. Eine Verordnung ist wegen des Vorrangs des Unionsrechts nicht am nationalen Recht einschließlich der Grundrechte der nationalen Verfassungen zu überprüfen. Die äußersten Grenzen, die sich gemäß der Rechtsprechung des

---

<sup>1640</sup> Wie hier, aber ohne vertiefte Argumentation im Rahmen von Urteilsanmerkungen: *Friedl*, BB 2012, 1308, 1310; *Weckler*, NZI 2012, 480.

Bundesverfassungsgerichts aus der Solange II-Rechtsprechung ergeben,<sup>1641</sup> sind hier ersichtlich nicht berührt. Die Verordnung muss jedoch mit dem höherrangigen Unionsrecht (Primärrecht) vereinbar sein (vgl. Art. 263 Abs. 2 AEUV). Die bereits angestellten Überlegungen zur Kompetenzgrundlage<sup>1642</sup> gelten für eine Regelung betreffend Bestandsanleihen in gleicher Weise. Klärungsbedürftig erscheint an dieser Stelle jedoch die Vereinbarkeit mit den Unionsgrundrechten in Gestalt der unionalen Eigentumsgarantie und dem Rückwirkungsverbot als allgemeinem Grundsatz des Unionsrechts.

Darüber hinaus stellt sich auch die Frage nach der Vereinbarkeit mit internationalem Recht. Insofern erscheint das vertragliche Investitionsschutzrecht als ein Rechtsregime, das bedacht werden muss.

### 5.5.2.1 Unionsrechtliche Eigentumsgarantie

Der spezifischen Historie der Unionsgrundrechte entsprechend lässt sich der grundrechtliche Eigentumsschutz im Unionsrecht sowohl als allgemeiner Rechtsgrundsatz gemäß Art. 6 Abs. 3 EUV als auch in Art. 17 GR-Charta finden.<sup>1643</sup> Art. 17 GR-Charta ist als Kodifikation des in der Rechtsprechung des EuGH aus den Quellen des Art. 1 des ersten Zusatzprotokolls zur EMRK und der Verfassungen der Mitgliedstaaten gewonnenen Schutzkonzepts zu verstehen,<sup>1644</sup> so dass heute praktisch Art. 17 GR-Charta der alleinige Prüfungsmaßstab ist.

Der Schutzbereich des Art. 17 GR-Charta umfasst privatrechtlich fundierte Forderungsrechte,<sup>1645</sup> und zwar auch solche gegenüber dem Staat.<sup>1646</sup> Damit

---

<sup>1641</sup> BVerfGE 73, 339 (Solange II); BVerfGE 102, 147 (Bananenmarktordnung).

<sup>1642</sup> Oben 5.3.

<sup>1643</sup> Siehe allgemein zu den Quellen der Unionsgrundrechte *Streinz*, Europarecht, Rn. 732 ff.

<sup>1644</sup> *Schwarze*, in: ders., EU-Kommentar, Art. 17 GR-Charta Rn. 1.

<sup>1645</sup> *Jarass*, GR-Charta, Art. 17 Rn. 8.

<sup>1646</sup> Hinsichtlich Ansprüchen aus einem öffentlichen Auftrag vgl.: EuGH, Rs. C-503/04 – Kommission ./ Deutschland, Slg. 2007, I-6153 Rn. 36.

fallen Staatsanleihen und ihre rechtlichen Charakteristika unproblematisch darunter. Hinsichtlich von Eingriffen in das Eigentum differenzieren Art. 17 Abs. 1 S. 2 und 3 GR-Charta zwischen Entziehungen und Nutzungsregelungen. Die Abgrenzung zwischen beiden erfolgt anders als heute im deutschen Recht nicht formal. Vielmehr sollen Maßnahmen, deren wirtschaftliche Auswirkungen *de facto* einer formellen Enteignung gleichen, als Entziehung zu behandeln sein.<sup>1647</sup> Voraussetzung hierfür ist allerdings der Verlust jeder sinnvollen Nutzungs- und Verfügungsmöglichkeit auf Seiten des Eigentümers.<sup>1648</sup> Hiervon kann bei der Einführung von Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger ersichtlich keine Rede sein. Die Anleihen bleiben uneingeschränkt fungibel und selbst wenn es zu einer Abstimmung der Gläubiger kommt, kann jeder von ihnen daran teilnehmen und damit eine Disposition treffen. Es ist also von einer Nutzungsregelung gemäß Art. 17 Abs. 1 S. 3 GR-Charta auszugehen. Eine solche steht unter Gesetzesvorbehalt, dem bei Einführung durch Verordnung genügt wird. Inhaltlich gerechtfertigt ist sie, wenn die Regelung für das Wohl der Allgemeinheit erforderlich ist und den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz (Art. 52 Abs. 1 GR-Charta) wahrt. Als durch die Regelung verfolgtes Gemeinwohlziel lässt sich vorliegend, wie bereits im Rahmen der Erörterung des Binnenmarktbezuges hergeleitet,<sup>1649</sup> die Sicherung der Finanzstabilität der Eurozone allgemein und überdies konkret die Ermöglichung einer koordinierten und diskriminierungsfreien Umschuldung von Bestandsanleihen anführen. Was schließlich die Verhältnismäßigkeitsprüfung angeht, so wird im Schrifttum bisweilen kritisiert, der EuGH neige gegenüber Unionsrechtsakten zu einer stark zurückgenommenen und als unbefriedigend empfundenen Kontrolldichte.<sup>1650</sup> Selbst wenn insofern eine gewisse Verdichtung bereits feststellbar und zukünftig zu erwarten ist,<sup>1651</sup> ist

---

<sup>1647</sup> *Bernsdorff*, in: Meyer, GR-Charta, Art. 17 Rn. 20.

<sup>1648</sup> *Jarass*, a.a.O., Rn. 19.

<sup>1649</sup> Oben 5.3.1.1.

<sup>1650</sup> Vgl. *Calliess*, in: ders./Ruffert, Art. 17 GR-Charta Rn. 32 ff., mit differenziertem Ausblick auf zukünftige Entwicklungen.

<sup>1651</sup> Vgl. *Streinz*, Die Europäische Union als Rechtsgemeinschaft, in: Festschrift Merten, S. 395, 404 und *ders.*, in: Streinz, Art. 17 GR-Charta Rn. 11.

davon auszugehen, dass die Verhältnismäßigkeitsanforderungen des Art. 17 GR-Charta in der Tendenz hinter denen des Art. 14 GG zurückbleiben<sup>1652</sup> und diese jedenfalls keineswegs übersteigen. Insofern kann sinngemäß auf die Erwägungen zur Abwägung bei der Erörterung des deutschen Verfassungsrechts zurückgegriffen werden.<sup>1653</sup> Daraus ergibt sich insbesondere, dass die Eingriffsintensität, soweit die Einführung des Mehrheitsprinzips anders als im Falle Griechenlands nicht in der akuten Krise sondern zu normalen Zeiten erfolgt, sehr gering ist. Für die Angemessenheit streiten im vorliegenden Kontext über die Situation bei § 24 Abs. 2 SchVG hinaus noch die Besonderheiten der Staatsschuldenproblematik. So adressiert die vorgeschlagene europäische Regelung wie gesagt das wichtige Allgemeinwohlziel der Finanzstabilität im Binnenmarkt. Die Verbesserungen, die ein geregelter Zustand gegenüber dem unregulierten Zustand mit sich bringt, sind ungleich größer als bei Unternehmensanleihen, weil es gegenüber Staaten die Rückfalloption des Insolvenzverfahrens, das die Wahrnehmung der Rechte der Gläubiger im Grundsatz auch angemessen regelt, nicht gibt. Die Schaffung einer kollektiven Handlungsmöglichkeit für die Gläubiger (anders als bei § 24 Abs. 2 SchVG sogar mit der Möglichkeit zur Aggregation) ist also von besonders großem Nutzen. An der Verhältnismäßigkeit können also keine Zweifel bestehen.

Damit bleibt festzuhalten, dass das Unionsgrundrecht auf Eigentum (Art. 17 GR-Charta) einer Einführung von Mehrheitsentscheidungen für Bestandsanleihen nicht entgegen steht.

### **5.5.2.2 Rückwirkungsverbot**

Im Unionsrecht stellt das Rückwirkungsverbot eine Ausprägung des allgemeinen Rechtsgrundsatzes des Vertrauensschutzes dar und ist selbständig neben den Grundrechten zu prüfen.<sup>1654</sup> Das Rückwirkungsverbot gilt auch gegenüber Legislativakten, es schützt nach der Rechtsprechung des EuGH jedoch

---

<sup>1652</sup> Axer, in: Epping/Hillgruber, Art. 14 GG Rn. 35.

<sup>1653</sup> Soeben 5.5.1.2.

<sup>1654</sup> Jarass, GR-Charta, Einl. Rn. 37 ff.

grundsätzlich nicht davor, dass eine bestehende Rechtslage für die Zukunft eine Veränderung erfährt.<sup>1655</sup> Übergangsregelungen können im Einzelfall aus Gründen des Vertrauensschutzes erforderlich sein, was allerdings ein überwiegendes schutzwürdiges Vertrauen in den temporären Fortbestand der alten Rechtslage voraussetzt.<sup>1656</sup> Ein solches besteht vorliegend, wie zu Art. 14 GG bereits ausgeführt,<sup>1657</sup> nicht.

Weitere einschlägige Maßstäbe des Primärrechts sind nicht ersichtlich. Damit ist festzuhalten, dass aus der Perspektive des Unionsrechts keine rechtlichen Bedenken gegen eine Erstreckung des Prinzips der Mehrheitsentscheidung auf Bestandsanleihen bestehen. Im Sinne einer umfassenden Ausleuchtung der Thematik ist abschließend danach zu fragen, ob der hier diskutierte gesetzliche Eingriff in Bestandsanleihen eine Verletzung internationalen Rechts auslösen könnte. Hintergrund ist, dass im Zusammenhang mit den Geschehnissen in Griechenland dem völkervertraglichen Investitionsschutzrecht bisweilen große Bedeutung zugemessen wird.<sup>1658</sup>

### 5.5.2.3 Investitionsschutzrecht

Um zu ergründen, welche Anforderungen sich aus dem internationalen Investitionsschutzrecht für die hier vorgeschlagene Maßnahme ergeben, sind zunächst Vorfragen zu klären, damit die Problematik richtig verortet werden kann. Dazu gilt es, Wesen und Hintergründe des Investitionsschutzrechts, seine Rolle im Zusammenhang mit der Bewältigung von Staatsschuldenkrisen und seine

---

<sup>1655</sup> Eingehend *Bungenberg*, in: *Heselhaus/Nowak (Hrsg.)*, Handbuch der Europäischen Grundrechte, § 33 Rn. 39 ff. Für weitere Nachweise aus der Rechtsprechung siehe *Mayer*, in: *Grabitz/Hilf/Nettesheim*, Grundrechtsschutz und rechtsstaatliche Grundsätze Rn. 399.

<sup>1656</sup> Vgl. EuGH, Urteil vom 17.07.1997 (Affish / Rijksdienst voor de keuring van Vee en Vlees), Rs. C-183/95, Slg. 1997, I-4315, Rn. 55 ff.

<sup>1657</sup> Oben 5.5.1.2.

<sup>1658</sup> Vgl. *Kasolowsky/Miron*, Can Collective Action Clauses in Sovereign Bonds Limit Litigation Risks for States?, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 85; *Sandrock*, RIW 2012, 429; *ders.*, RIW 2013, 12.

Beziehung zu einer unionsrechtlichen Verordnung schlaglichtartig zu erhellen, bevor auf die inhaltlichen Maßstäbe eingegangen werden kann.

#### 5.5.2.3.1 Schutz und Rechtsschutz durch Investitionsschutzabkommen

Bilaterale Investitionsschutzabkommen (*bilateral investments treaties, BITs*) sind völkerrechtliche Verträge, die Staaten mit dem Ziel abschließen, Investitionen ihrer Staatsangehörigen in anderen Staaten vor rechtlichen Risiken wie insbesondere Verstaatlichungen und Enteignungen zu schützen.<sup>1659</sup> BITs haben in den letzten Jahrzehnten große Verbreitung gefunden (es gibt heute ca. 2.800 von ihnen) und spannen ein weltumfassendes<sup>1660</sup> Netz.<sup>1661</sup> Dabei haben sich gewisse typische Elemente herausgebildet, die in vielen Verträgen enthalten sind und dadurch eine Art globalen Schutzstandard definieren, der auch die Grundlage für umfassende wissenschaftliche Auseinandersetzungen mit der Thematik bildet. Begünstigt wird die Konvergenz in den Schutzstandards dadurch, dass viele BITs Meistbegünstigungsklauseln (*Most Favoured Nation Clause*, MFN-Klausel) enthalten, wonach ein von einem Vertragsstaat an anderer Stelle vereinbarter besserer Schutz automatisch auch in die MFN-Klausel enthaltenden Abkommen gilt.<sup>1662</sup> Dies ändert aber nichts daran, dass für jeden konkreten Fall das konkret einschlägige Abkommen zu ermitteln, auszulegen und anzuwenden ist. Kernelemente dieser Verträge, die auch vorliegend relevant sind, bilden die beiden folgenden Regelungen:<sup>1663</sup> Zum einen sind Enteignungen nur gegen angemessene Entschädigung zulässig und zum anderen hat jeder Investor ein durch Schadenersatzansprüche sanktioniertes Recht auf Einhaltung

---

<sup>1659</sup> Zur Terminologie siehe *Perkams*, Internationale Investitionsschutzabkommen im Spannungsfeld zwischen effektivem Investitionsschutz und staatlichem Gemeinwohl, S. 29.

<sup>1660</sup> Das globale Netz von BITs ist indes keineswegs lückenlos. So bestehen beispielsweise keine BITs Griechenlands mit den wichtigen Finanzmarktplätzen Großbritannien und USA, vgl. *Kenadjian*, The Aggregation Clause in Euro Area Government Securities: Game Changer or Flavor of the Month?, in: *Bauer/Cahn/ders. (Hrsg.)*, wie vorstehend, S. 113, 141.

<sup>1661</sup> *Krajewski*, Wirtschaftsvölkerrecht, S. 165 f.

<sup>1662</sup> Siehe zu MFN-Klauseln und ihrer Rolle speziell im Kontext von Staatsschulden *Waibel*, Sovereign defaults before international courts and tribunals, S. 271 ff.

<sup>1663</sup> Vgl. auch *Kasolowsky/Miron*, Can Collective Action Clauses in Sovereign Bonds Limit Litigation Risks for States?, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 85, 89 ff.



des Grundsatzes der gerechten und billigen Behandlung (*fair and equitable treatment*, FET-Klausel). Keine Bedeutung kommt im Zusammenhang mit Umschuldungsklauseln dagegen sog. Schirmklauseln (*Umbrella-Clauses*)<sup>1664</sup> zu.<sup>1665</sup> Diese bewirken, dass Verstöße gegen vertragliche Verpflichtungen internationalisiert werden und als Verstöße gegen das BIT gerügt werden können.<sup>1666</sup> Ein gesetzlich geschaffener Mechanismus, der Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger vorsieht, verhindert allerdings ja gerade, dass es zu einer Vertragsverletzung kommt.

Um die Effektivität dieser materiellen Schutzvorschriften sicherzustellen, sehen moderne BITs regelmäßig auch ein Rechtsschutzregime vor, in dessen Rahmen betroffene Privatrechtssubjekte, gestützt auf das BIT ihres Heimatstaates mit dem Gaststaat ihrer Investition, letzteren vor einem internationalen Schiedsgericht verklagen können. Eine besondere Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang der unter dem Dach der Weltbank angesiedelten Schiedsgerichtsbarkeit des Internationalen Zentrums zur Beilegung von Investitionsstreitigkeiten (*International Centre for Settlement of Investment Disputes*, ICSID) zu.<sup>1667</sup>

Eine maßgebliche Voraussetzung dafür, dass der skizzierte materielle und prozessuale Schutz Gläubigern von Staatsanleihen offen steht, ist, dass das Halten von Staatsanleihen als Investition im Sinne des Investitionsschutzrechts zu subsumieren ist.

#### 5.5.2.3.2 Staatsanleihen als Investition

Diese Frage stellt sich auf zwei Ebenen. Zum einen muss eine Anleihe eine Investition im Sinne des jeweils einschlägigen BITs darstellen, um von dessen

---

<sup>1664</sup> Zu dieser und anderen anzutreffenden Bezeichnungen: *Griebel*, Internationales Investitionsrecht, S. 83.

<sup>1665</sup> Ohne tragfähiges Argument in Erwägung gezogen dagegen von *Kasolowsky/Miron*, a.a.O., S. 98 f.

<sup>1666</sup> Zu den sich im Zusammenhang mit Staatsanleihen bei der Bestimmung der Reichweite dieser Klauseln stellenden Problemen siehe eingehend *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 144 ff.

<sup>1667</sup> Vgl. dazu allgemein *Krajewski*, a.a.O., S. 194 ff.

materiellen Schutzgehalten zu profitieren. Insofern sind alle Varianten denkbar und anzutreffen.<sup>1668</sup> Manche BITs schließen Staatsschulden ausdrücklich in den Investitionsbegriff ein, andere schließen sie ausdrücklich aus. Viele Verträge äußern sich zu diesem Punkt nicht explizit, was Spielraum zur Auslegung lässt.<sup>1669</sup> Zum anderen erstreckt sich die Gerichtsbarkeit des ICSID gemäß Art. 25 ICSID-Konvention nur auf Streitigkeiten, die aus einer Investition hervorgehen. Damit Gläubiger ein ICSID-Schiedsgericht zulässigerweise anrufen können, muss das Halten einer Staatsanleihe also auch eine Investition im Sinne der ICSID-Konvention sein. Beide Fragen greifen ineinander und werden parallel bzw. synchronisiert behandelt.<sup>1670</sup> Die Grenzen des Investitionsbegriffs sind stark umstritten.<sup>1671</sup> Klar ist, dass das Halten einer Staatsanleihe nichts mehr mit dem traditionellen Leitbild einer Direktinvestition, die mit einer physischen Präsenz im Gastland einhergeht (wie sie beispielsweise beim Bau einer Fabrik gegeben ist), zu tun hat. Literatur und Praxis tendieren jedoch zu einem beträchtlichen Teil zu einem weiteren Verständnis, das auch Portfolioinvestitionen und speziell auch Staatsanleihen als Investitionen versteht.<sup>1672</sup> Die Ansicht, wonach ein aus einer weiten Definition des Investitionsbegriffs in einem BIT gewonnenes weites Verständnis, das Staatsanleihen erfasst, auch für Art. 25 ICSID-Konvention maßgeblich ist, wurde zuletzt im Rahmen des Verfahren *Abaclat ./.* *Argentinien*<sup>1673</sup> aufgegriffen und bestätigt,<sup>1674</sup> was große Aufmerksamkeit

---

<sup>1668</sup> *Szodruch*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 136 ff.; *Waibel*, Sovereign defaults before international courts and tribunals, S. 244 ff.

<sup>1669</sup> Der deutsche Mustervertrag nimmt zu Staatsschulden nicht explizit Stellung, weist aber generell einen weiten Schutzbereich auf, der in der deutschen Fassung mit dem Begriff der Kapitalanlage charakterisiert wird und eindeutig über Direktinvestitionen hinausgeht; vgl. *Krajewski*, Wirtschaftsvölkerrecht, S. 176.

<sup>1670</sup> Vgl. *Herdegen*, Internationales Wirtschaftsrecht, S. 357 f.; kritisch dazu *Waibel*, a.a.O., S. 250.

<sup>1671</sup> Ausführlich dazu *Johannsen*, Der Investitionsbegriff nach Art. 25 Abs. 1 der ICSID-Konvention.

<sup>1672</sup> *Tietje*, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht, S. 15; *Sandrock*, RIW 2012, 429, 444 f.; *ders.*, WM 2013, 393, 404; *Herdegen*, a.a.O., S. 338; vgl. auch *Johannsen*, a.a.O., S. 10. Sehr kritisch zu einer solchen Weitung des Investitionsbegriffs *Waibel*, a.a.O., S. 212 ff.

<sup>1673</sup> *Abaclat vs. The Argentine Republik*, Decision on Jurisdiction and Admissibility, ICSID-Case Nr. ARB/07/5, Rn. 347 ff. Für Literatur zu dieser Entscheidung siehe bereits oben Fn. 1433.

<sup>1674</sup> *Herdegen*, a.a.O., S. 358.

erfahren hat und die zukünftige Sicht auf diese Frage entscheidend prägen dürfte.<sup>1675</sup>

Über die skizzierten allgemeinen Hintergründe hinaus lenkt die vorliegende Fragestellung, ob ein Eingriff in bestehende Anleiheverhältnisse durch EU-Verordnung investitionsschutzrechtlich sanktioniert ist, den Blick auf ein spezifisch europäisches Themenfeld. Es stellt sich die Frage nach dem Verhältnis von Investitionsschutzrecht und Unionsrecht.

#### 5.5.2.3.3 Verhältnis zwischen Investitionsschutzabkommen und Unionsrecht

Um das Verhältnis zwischen Investitionsschutzrecht und Unionsrecht bestimmen zu können, gilt es, verschiedene Fallgruppen zu differenzieren. Entscheidend ist dabei, wer die Parteien des einschlägigen BIT sind und zu welcher Zeit sie es geschlossen haben.

Zunächst sollen die denkbaren Varianten hinsichtlich des Verpflichteten (also des Gastgebers für die ausländische Investition, d.h. im hier maßgeblichen Fall der Staatsanleihe des Schuldners) durchgespielt werden. Der gedankliche Ausgangspunkt ist dabei wie folgt: Ein Staatsangehöriger eines Drittstaates hat eine Anleihe eines Euro-Mitgliedstaates, die dessen nationalem Recht unterliegt, erworben und in das Anleiherechtsverhältnis werden durch EU-Verordnung nachträglich CAC eingefügt. Als Verpflichtete aus einem BIT kommen grundsätzlich sowohl die Mitgliedstaaten als auch die Europäische Union in Betracht. Hintergrund ist die Entwicklung der Vertragsschlusskompetenz für BITs im Kompetenzgefüge zwischen Europäischer Union (bzw. früher EG) und Mitgliedstaaten. Bis zum Vertrag von Lissabon lag die Vertragsschlusskompetenz im Wesentlichen bei den Mitgliedstaaten.<sup>1676</sup> Die Mitgliedstaaten schlossen in der Vergangenheit in großer Zahl Investitionsschutzabkommen, die zum Großteil auch heute noch gelten. Unionsrechtlich ist das Schicksal der Altverträge nunmehr durch die

---

<sup>1675</sup> Vgl. *Paulus*, WM 2013, 489, 491 f.; *Bischoff*, WM 2012, 1371.

<sup>1676</sup> Die EU schloss zuvor lediglich in Teilbereichen gestützt auf punktuelle Sachkompetenzen Verträge im investitionsschutzrechtlichen Kontext ab, vgl. *Hahn*, in: *Calliess/Ruffert*, Art. 207 AEUV Rn. 18.

Verordnung (EU) Nr. 1219/2012<sup>1677</sup> abgesichert. Gemäß Art. 3 der Verordnung bleiben sie, soweit sie nach Maßgabe der Verordnung durch den Mitgliedstaat ordnungsgemäß notifiziert wurden, aufrechterhalten, bis ein BIT zwischen dem betreffenden Drittstaat und der Union in Kraft tritt. Art. 3 der Verordnung stellt aber auch klar, dass der Mitgliedstaat nicht von der Beachtung des übrigen Unionsrechts befreit ist. Kommt es nun zu dem hier zu diskutierenden Fall, dass eine EU-Verordnung eine Regelung enthält, die (potentiell) gleichzeitig das BIT eines Mitgliedstaats mit einem Drittstaat verletzt, so ist dieser Konflikt zunächst im Binnenrechtsraum nach den allgemeinen Regeln zu lösen. Hierfür kommt es entscheidend darauf an, ob der betreffende Mitgliedstaat zum Zeitpunkt des Abschlusses des BITs bereits Mitglied der Union (bzw. ihrer Vorgänger EG/EWG) war. Ist dies der Fall, was für „alte“ Mitgliedstaaten wie Deutschland flächendeckend zutrifft,<sup>1678</sup> so beansprucht die Verordnung als Teil des Unionsrechts im Binnenrechtsraum unmittelbare und unbedingte Geltung (vgl. nur Art. 288 Abs. 2 AEUV) und setzt sich gegenüber dem völkerrechtlichen BIT auf der Primärebene durch. Der Mitgliedstaat haftet dann jedoch völkerrechtlich aus dem BIT auf der Sekundärebene (also in Gestalt von Schadenersatz) für die (unionsrechtlich erzwungene) Gestalt seines nationalen Rechts.<sup>1679</sup> Anders stellt sich die Situation bei später beigetretenen Mitgliedstaaten dar. Für diese lockert Art. 351 Abs. 1 AEUV die Bindungswirkung des Unionsrechts. Die Organe der Mitgliedstaaten haben daher die Möglichkeit, das BIT-widrige Unionsrecht schon auf der Primärebene außer Anwendung zu lassen.<sup>1680</sup> Diese Konstellation wäre (sollten sich im Verlauf der weiteren Prüfung in der Sache Anhaltspunkte für

---

<sup>1677</sup> Verordnung (EU) Nr. 1219/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2012 zur Einführung einer Übergangsregelung für bilaterale Investitionsschutzabkommen zwischen den Mitgliedstaaten und Drittländern (ABl. Nr. L 351 S. 40).

<sup>1678</sup> Maßgeblicher Stichtag ist gemäß Art. 351 Abs. 1 AEUV bei Gründungsmitgliedern der EWG der 1. Januar 1958, das erste BIT hat die Bundesrepublik im Jahr 1959 mit Pakistan abgeschlossen (vgl. zu letzterem *Sandrock*, WM 2013, 393, 404).

<sup>1679</sup> Vgl. *Kokott*, in: Streinz, Art. 351 AEUV Rn. 4.

<sup>1680</sup> EuGH, Urteil vom 15.09.2011 (Kommission ./ Slowakische Republik), Rs. C-264/09, Slg. 2011, I-8065.

einen BIT-Verstoß ergeben) der Rechtssicherheit einer unionsrechtlichen Lösung besonders abträglich.

Im Rahmen neuer Vertragsschlüsse ist auch möglich, dass die Union selbst Verpflichtete eines BITs ist und bei dessen Verletzung haftet. Durch Art. 206, 207 AEUV besteht heute eine ausschließliche Vertragsschlusskompetenz der Union für ausländische Direktinvestitionen. Darunter fallen allerdings Staatsanleihen nicht. Insofern ist auf das unionsrechtlich im Rahmen der Abgrenzung der Grundfreiheiten (Kapitalverkehrsfreiheit und Niederlassungsfreiheit) herausgebildete Verständnis zurückzugreifen, wonach Direktinvestitionen anhand des Merkmals der Kontrolle über die tatsächliche Verwaltung des Investitionsobjekts von Portfolioinvestitionen abgrenzen sind.<sup>1681</sup> Damit steht fest, dass die Unionskompetenz BITs, die sich auf Staatsanleihen erstrecken, nicht erfasst. Es erscheint gegenwärtig noch ungeklärt, ob sich die Union für den Bereich der Portfolioinvestitionen auf implizite Vertragsschlusskompetenzen berufen kann<sup>1682</sup> oder ob BITs mit weitem Schutzbereich weiterhin als gemischte Abkommen abzuschließen sind.<sup>1683</sup> Letzteres hätte zur Folge, dass sowohl Union als auch Mitgliedstaaten völkerrechtlich nach außen haften und in Anspruch genommen werden können. Wie sich die Praxis insofern entwickelt, bleibt abzuwarten.

Eine besondere Konstellation kann sich schließlich ergeben, soweit der sich auf ein BIT stützende Gläubiger nicht Angehöriger eines Drittstaates, sondern eines Mitgliedstaates der Union ist. Diese Situation kann hinsichtlich von erst nachträglich der EU beigetretenen Mitgliedstaaten eintreten, mit denen ein anderer Mitgliedstaat zuvor ein BIT abgeschlossen hatte. Dabei handelt es sich um eine im Zuge der Osterweiterungen der EU häufige Gegebenheit.<sup>1684</sup> Fraglich ist das Schicksal eines solchen BITs nach dem Beitritt des vormaligen Drittstaats

---

<sup>1681</sup> *Osteneck*, in: Schwarze, EU-Kommentar, Art. 207 AEUV Rn. 14 m.w.N.

<sup>1682</sup> Vgl. *Herrmann*, EuZW 2010, 207, 209.

<sup>1683</sup> *Tietje*, Die Außenwirtschaftsverfassung der EU nach dem Vertrag von Lissabon, S. 15 f.; *Obwexer*, EuR-Beiheft 2/2012, 49, 68.

<sup>1684</sup> *Wehland*, SchiedsVZ 2008, 222, 223.

zur Union. Insofern stellt es eine aktuell hoch umstrittene Frage dar, in welchem Umfang die Regelungen des BITs durch das Unionsrecht verdrängt werden.<sup>1685</sup> Praktisch zutage getreten ist diese Frage durch Investoren aus einem Mitgliedstaat, die sich auf die zu ihren Gunsten in einem BIT mit einem anderen Mitgliedstaat enthaltene Schiedsklausel berufen. Die Zuständigkeit des Schiedsgerichts hängt in dieser Konstellation davon ab, ob die im BIT enthaltene Schiedsklausel auch nach dem Unionsbeitritt noch wirksam ist. In jedenfalls drei bisher öffentlich bekannt gewordenen Schiedssprüchen haben Schiedsgerichte durchweg ihre Zuständigkeit unter entsprechenden Vorzeichen bejaht und den Einwand der beklagten Staaten, die Schiedsklausel sei durch den Unionsbeitritt wirkungslos, nicht aufgegriffen.<sup>1686</sup> Das jüngste dieser Verfahren spielte vor einem Schiedsgericht mit Sitz in Frankfurt am Main und unterliegt damit der Kontrolle durch die deutschen staatlichen Gerichte nach Maßgabe des zehnten Buchs der ZPO. Gegen den Zwischenentscheid des Schiedsgerichts, mit dem es seine Zuständigkeit bejahte, wurde ein Antrag nach § 1040 Abs. 3 S. 2 ZPO gestellt, der vor allem darauf gestützt wurde, die Schiedsklausel stehe im Widerspruch zu Art. 344 AEUV und werde daher verdrängt. Dieser Antrag blieb vor dem OLG Frankfurt am Main erfolglos.<sup>1687</sup> Zu einer Sachentscheidung des BGH kam es bisher nicht, weil der Antrag gegen die Zwischenentscheidung nachträglich dadurch unzulässig wurde, dass das Schiedsgericht zwischenzeitlich seine Endentscheidung getroffen hat.<sup>1688</sup> Gegen diese Endentscheidung steht jedoch der Antrag nach § 1059 ZPO offen, der wiederum

---

<sup>1685</sup> Ausführlich dazu auch *Tietje*, Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenensystem des Rechts.

<sup>1686</sup> *Wehland*, a.a.O., schildert zwei Verfahren aus dem Jahr 2007. Hinzu kommt das aktuelle Verfahren der Versicherung Achmea gegen die Slowakei, auf das die nachfolgend geschilderten Entscheidungen deutscher staatlicher Gerichte zurückgehen. Vgl. zu dessen Vorgeschichte *Wirtschaftsblatt.at*, "Wir müssen noch nichts zahlen", Artikel vom 14.12.2012, [http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa\\_cee/1323690/Wir-muessen-noch-nichts-zahlen](http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa_cee/1323690/Wir-muessen-noch-nichts-zahlen); und *Wirtschaftsblatt.at*, Streit zwischen Versicherung Achmea und Slowakei eskaliert, Meldung vom 27.05.2013 (auch Druckausgabe), <http://wirtschaftsblatt.at/archiv/printimport/1411154/Streit-zwischen-Versicherung-Achmea-und-Slowakei-eskaliert>.

<sup>1687</sup> OLG Frankfurt a.M., SchiedsVZ 2013, 119.

<sup>1688</sup> Siehe BGH, MDR 2013, 1362.

auf die Unzuständigkeit des Schiedsgerichts gestützt werden kann. Einer Entscheidung des Bundesgerichtshofs in dieser Sache bzw. einer Vorlage an den EuGH wird für ganz Europa Präcedenzwirkung zugemessen.<sup>1689</sup> Für die vorliegend zu untersuchende Frage kommt es indes nicht so sehr auf den Ausgang dieses Verfahrens an, als vielmehr auf die zugrunde liegende Prüfungsstruktur. So hat das OLG Frankfurt a.M. eingehend begründet, warum ein intraunionales Schiedsverfahren zwischen einer privaten Partei und einem Staat keinen Verstoß gegen Art. 344 AEUV und sonstiges Unionsrecht darstellt. Dem liegt die Prämisse zugrunde, dass es im Falle einer Kollision das Unionsrecht ist, das sich durchsetzt. Diese Einsicht ist für den vorliegenden Fall entscheidend, weil es hier ja gerade darum geht, ob ein EU-Rechtsakt ein älteres intraunionales BIT verletzen kann. Diese Frage ist zu verneinen. Dies ergibt sich aus unionsrechtlicher Perspektive schon im Umkehrschluss zu Art. 351 AEUV und allgemein aus dem Wesen der Unionsrechtsordnung.<sup>1690</sup> Schwieriger zu beantworten ist die Frage (was für die Beurteilung durch ein etwaiges Schiedsgericht wichtig ist) aus der Perspektive des Völkerrechts. Bei dieser bisher rein theoretischen Fragestellung besteht zwar Einigkeit im Ergebnis, aber die Begründungen differieren. Eine Möglichkeit ist es, auf Art. 30 Abs. 3 WVK abzustellen und davon auszugehen, dass das Unionsrecht sich im Konfliktfall schon allein wegen der *lex-posterior*-Regelung gegen ein älteres BIT durchsetzt.<sup>1691</sup> Diesen Argumentationsgang legt auch die Vorgehensweise des OLG Frankfurt am Main nahe, das Art. 30 WVK anspricht.<sup>1692</sup> Eine andere Ansicht geht von der Unanwendbarkeit des Art. 30 WVK aus, weil das Unionsrecht im Verhältnis zum BIT nicht als Völkerrecht mit dem gleichen Gegenstand zu behandeln sei,<sup>1693</sup> stellt dann aber für den konkreten Konfliktfall

---

<sup>1689</sup> *Wirtschaftsblatt.at*, "Die Slowakei wagt, was noch kein Land gewagt hat", Interview mit Andrej Leontiev vom 11.02.2013, [http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa\\_cee/1343168/Die-Slowakei-wagt-was-noch-kein-Land-gewagt-hat](http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa_cee/1343168/Die-Slowakei-wagt-was-noch-kein-Land-gewagt-hat).

<sup>1690</sup> *Schmalenbach*, in: Calliess/Ruffert, Art. 351 AEUV Rn. 9.

<sup>1691</sup> Vgl. *Wehland*, *SchiedsVZ* 2008, 222, 226 f.

<sup>1692</sup> *SchiedsVZ* 2013, 119, 125.

<sup>1693</sup> *Tietje*, *Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenensystem des Rechts*, S. 15.

darauf ab, dass der Anwendungsvorrang des Unionsrechts als Besonderheit des Mehrebenensystems auch völkerrechtlich im Rahmen des BITs zu respektieren sei.<sup>1694</sup>

Damit ist im Ergebnis in jedem Fall festzuhalten, dass intraunionale BITs kein Maßstab zur Beurteilung einer unionsrechtlichen Einwirkung auf Bestandsanleihen sind. Denkbar ist jedoch ein Verstoß gegen BITs mit Drittstaaten. Dementsprechend ist nunmehr auf die inhaltliche Prüfung einzugehen.

#### 5.5.2.3.4 Beurteilung von Umschuldungsklauseln am investitionsschutzrechtlichen Maßstab

Um die Einfügung von Umschuldungsklauseln in Bestandsanleihen inhaltlich richtig einordnen zu können, gilt es zunächst, allgemeiner auf die Behandlung von auf CAC gestützten Umschuldungen aus investitionsschutzrechtlicher Perspektive zu blicken. Anlässlich der griechischen Umschuldung wurden hierzu höchst unterschiedliche Argumentationen vertreten. Als kaum nachvollziehbare Einzelmeinung erscheint es in diesem Zusammenhang, die gesetzliche Einfügung eines Mehrheitsmechanismus einerseits für unproblematisch zu halten,<sup>1695</sup> andererseits aber im Zusammenhang mit dem CAC-Einsatz generell (also auch bei Anleihen, die von vorne herein CAC enthielten)<sup>1696</sup> eine Zwangslage<sup>1697</sup> zu erkennen, die die Umschuldung für alle Gläubiger (also auch für die, die dem Änderungsvorschlag zugestimmt haben) zu einer indirekten Enteignung macht.<sup>1698</sup> Diese pauschale und im konkreten Fall auch von den

---

<sup>1694</sup> A.a.O., S. 18.

<sup>1695</sup> *Sandrock*, RIW 2012, 429, 441.

<sup>1696</sup> *Ders.*, RIW 2013, 12, 15.

<sup>1697</sup> *Sandrock*, a.a.O., spricht insofern von einer „*Zwickmühlen oder (Quasi)-Notstandssituation*“.

<sup>1698</sup> Schlechterdings unvertretbar wird es, wenn *Sandrock* selbst den rein freiwilligen Schuldentrückkauf Griechenlands im Dezember 2012 als indirekte Enteignung qualifiziert, vgl. *ders.*, RIW 2013, 12, 23. Er bleibt jeden Beleg schuldig, dass Griechenland seinen Gläubigern für den Fall der Nichtteilnahme auch nur ansatzweise irgendeinen Nachteil angedroht hätte. Griechenland hat ganz im Gegenteil, wie *Sandrock* sogar selbst anführt, mehr geboten als den seinerzeitigen Börsenkurs. Dass bei einem wirtschaftlich schwer angeschlagenen



Fakten nicht gedeckte Bewertung<sup>1699</sup> vermag nicht ansatzweise zu überzeugen. Schlösse man sich ihr an, so wären Umschuldungsklausen generell völlig nutzlos und die von den maßgeblichen Akteuren (internationale Staatengemeinschaft, private Marktteilnehmer, Rechtswissenschaft) seit fast 20 Jahren geführten Diskussionen zu diesem Thema<sup>1700</sup> unerklärlich. Richtigerweise ist vielmehr davon auszugehen, dass auch das Investitionsschutzrecht die grundsätzliche Funktionsweise von Umschuldungsklauseln, wonach diese Schuldner und Gläubigermehrheit eine rechtmäßige Möglichkeit zur Änderung der Anleihebedingungen eröffnen, akzeptiert. Kommen also Umschuldungsklauseln, die von vorne herein in den Anleihen enthalten waren, zum Einsatz, so ist darin weder eine Enteignung noch ein Verstoß gegen FET-Klauseln zu sehen.<sup>1701</sup> Zu problematisieren ist demgegenüber speziell die nachträgliche Einfügung von CAC auf gesetzlicher Grundlage. Diese stellt einen einseitigen Eingriff in die Investorenrechte dar, der gegen die in BITs enthaltenen Garantien verstoßen könnte.

---

Schuldner mit ungewissen Zukunftsaussichten lang laufende Verbindlichkeiten mit einem hohen Zinssatz auf den Barwert abzuzinsen sind und dieser daher gering ausfällt, stellt eine ökonomische Realität dar, die mit einem rechtlichen Enteignungsrisiko, vor dem das Investitionsschutzrecht schützt, nichts zu tun hat.

<sup>1699</sup> Es sei nur daran erinnert, dass ein substantieller Teil der Gläubiger unter dem Dach des IIF einen Gläubigerausschuss gebildet und die Details der Umschuldung mit Griechenland verhandelt haben, vgl. dazu bereits oben Fn. 991. Diese Gläubiger fühlen sich nicht enteignet, sondern loben die in gutem Glauben geführten Verhandlungen und unterstreichen ihre Bedeutung für den Erfolg der Umschuldung, siehe nur *Institute of International Finance (Hrsg.)*, Report of the Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution, S. 9.

<sup>1700</sup> Siehe ausführlich in Kapitel 1.

<sup>1701</sup> Ebenso *Kasolowsky/Miron*, Can Collective Action Clauses in Sovereign Bonds Limit Litigation Risks for States?, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 85, 97 und im Ansatz *Waibel*, Sovereign defaults before international courts and tribunals, S. 261 f. Etwas anderes mag im Einzelfall dann gelten, wenn sich der Schuldnerstaat im Umfeld der Umschuldung rechtswidrig verhält. Aber auch dann ist Anknüpfungspunkt für den BIT-Verstoß dieses Verhalten und nicht der CAC-Einsatz. Siehe zur ungeklärten Frage, wo hinsichtlich der Ausübung faktischen Zwangs in Verhandlungssituationen jenseits des eindeutigen Falls der physischen Gewalt die Grenze zur rechtswidrigen Drohung im Rahmen des Enteignungsschutzes verläuft *Boudreau*, Harvad Business Law Review (Online Edition) 2012, 164, 175 f. Instruktiv dazu auch die Erwägungen bei *Waibel*, a.a.O., S. 289 ff.

Was zunächst den Enteignungsschutz angeht, so stellt das bloße Einfügen eines Mehrheitsmechanismus mangels unmittelbarer Übertragung von Vermögenssubstanz auf den Staat auch nach Investitionsschutzrecht keine direkte Enteignung dar.<sup>1702</sup> Viele BITs schützen jedoch auch vor indirekten (faktischen) Enteignungen.<sup>1703</sup> In diesem Zusammenhang ist zu konstatieren, dass sich in der Praxis der Schiedsgerichte zwar noch kein einheitliches Begriffsverständnis herausgebildet hat.<sup>1704</sup> Nach allen anzutreffenden Auffassungen definiert sich eine indirekte Enteignung jedoch dadurch, dass der Investor hinsichtlich seiner Investition in der Nutzung und Fruchtziehung durch eine staatliche Maßnahme beschränkt wird. Uneinigkeit besteht darüber, wie dieser weite Tatbestand einzuengen ist.<sup>1705</sup> Verbreitet wird richtigerweise eine Erheblichkeitsschwelle gefordert, wonach eine indirekte Enteignung nur vorliegt, wenn die Maßnahme die Investition weitgehend wertlos macht.<sup>1706</sup> Ein anderer Ansatz besteht darin, eine Enteignung schon auf Tatbestandsebene abzulehnen, wenn eine Maßnahme im öffentlichen Interesse liegt und nichtdiskriminierend ausgestaltet ist.<sup>1707</sup> Nach all diesen Ansichten stellt die gesetzliche Einführung des Mehrheitsprinzips für Bestandsanleihen keine indirekte Enteignung dar. Jedenfalls wenn sie anders als im Falle Griechenlands außerhalb eines konkreten Krisenszenarios erfolgt, entzieht sie dem Gläubiger zunächst weder formal irgendeine Nutzungsmöglichkeit, noch kommt es – worauf im investitionsschutzrechtlichen Kontext maßgeblich abgestellt wird – zu einem spürbaren Wertverlust. Wie bereits in den vorangegangenen Prüfungspunkten

---

<sup>1702</sup> Vgl. *Krajewski*, Wirtschaftsvölkerrecht, S. 179.

<sup>1703</sup> *Sandroch*, WM 2013, 393, 404.

<sup>1704</sup> *Griebel*, Internationales Investitionsrecht, S. 77 f.; *Szodrach*, Staateninsolvenz und private Gläubiger, S. 258 ff.; *Perkams*, Internationale Investitionsschutzabkommen im Spannungsfeld zwischen effektivem Investitionsschutz und staatlichem Gemeinwohl, S. 302.

<sup>1705</sup> *Perkams*, a.a.O., S. 193 ff. setzt sich ausführlich monographisch mit dem Begriff der indirekten Enteignung und einer ganzen Reihe von Erkenntnisquellen zu seiner Bestimmung auseinander.

<sup>1706</sup> *Kasolowsky/Miron*, a.a.O., S. 90 f.; *Szodrach*, a.a.O., S. 259 f.; *Tietje*, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht, S. 15, je m.w. Nachweisen auf entsprechende Schiedssprüche.

<sup>1707</sup> *Waibel*, American Journal of International Law 2007, 711, 745 m.w.N.; *Szodrach*, a.a.O., S. 258 f. mit überzeugenderweise ablehnender Haltung diesbezüglich.

mehrfach angesprochen, kann ein Gläubiger seine Anleihe nach der Einführung des Mehrheitsprinzips unverändert problemlos veräußern. Kommt es zu keiner Krise, so erleidet er auch keinen Wertverlust und erhält alle Ansprüche aus der Anleihe ausbezahlt. Kommt es aber zu einer Krise und in deren Gefolge zu einem CAC-Einsatz, so erscheinen der eintretende Wertverlust und sein Ausmaß zuvorderst als Manifestation des wirtschaftlichen Risikos der Investition, gegen das das Investitionsschutzrecht gerade nicht schützen soll und will.<sup>1708</sup> Auch einen auf den Zweck der Maßnahme gerichteten Test besteht die Einfügung des Mehrheitsprinzips. Hinsichtlich der gemeinwohlorientierten Zwecke, denen sie dient, sei auf die Ausführungen im unionsgrundrechtlichen Kontext verwiesen.<sup>1709</sup> Eine Diskriminierung bestimmter Gläubiger geht mit Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger nicht einher, vielmehr stellen sie gerade die gleichmäßige Tragung der Lasten einer Umschuldung durch alle Gläubiger sicher. Es ist also festzuhalten, dass der Enteignungsschutz in BITs durch die nachträgliche Einfügung von Mehrheitsentscheidungen in Bestandsanleihen nicht ausgelöst wird.

Als zweiter Prüfungsmaßstab verbleibt die FET-Klausel. Hier ist die Unklarheit über den genauen Bedeutungsgehalt mindestens genauso groß wie beim Enteignungsschutz.<sup>1710</sup> Es spricht aber alles dafür, nur fundamentale Veränderungen des Rechtsrahmens des Gastgeberstaates, die das legitime Vertrauen des Investors erschüttern, als Verstoß aufzufassen.<sup>1711</sup> Sinn und Zweck der FET-Klausel kann es nicht sein, eine völlige Versteinerung des Wirtschaftsrechts der Vertragsstaaten von BITs zu bewirken. Sie will vielmehr nur ein Mindestmaß an Vertrauensschutz gewährleisten. Die damit angesprochenen Wertungen gleichen denjenigen des Vertrauens- und Rückwirkungsschutz im

---

<sup>1708</sup> *Boudreau*, *Harvard Business Law Review* (Online Edition) 2012, 164, 181; *Szodrach*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, S. 259.

<sup>1709</sup> Oben 5.5.2.1.

<sup>1710</sup> Vgl. *Griebel*, *Internationales Investitionsrecht*, S. 70 f.

<sup>1711</sup> *Szodrach*, *Staateninsolvenz und private Gläubiger*, S. 260 f., m.w.N.

nationalen Verfassungsrecht<sup>1712</sup> und im Unionsrecht.<sup>1713</sup> Für den Fall Griechenlands wurde eine Verletzung der FET-Klausel ins Spiel gebracht, weil es sich um eine unvorhersehbare, treuwidrige und rückwirkende Änderung gehandelt habe.<sup>1714</sup> Diese Vorwürfe überzeugen dort wenig<sup>1715</sup> und lassen sich auf eine vorsorgliche Einfügung von Umschuldungsklauseln in Bestandsanleihen auf europäischer Ebene keinesfalls übertragen. Diese wirkt nicht in die Vergangenheit zurück, sondern verbessert den rechtlichen Rahmen des Umgangs mit einer drohenden Zahlungsunfähigkeit der Euro-Staaten für die Zukunft. Sie benachteiligt die Bestandsgläubiger nicht. Sie zielt stattdessen gerade auf eine gerechte und billige Beteiligung aller Gläubiger an den Krisenlasten ab. Sie erstreckt einen allgemein als legitime Krisenlösung empfundenen Mechanismus auf Gläubiger, die sich diesbezüglich in einem unregulierten Zustand befinden. Damit werden gerade stabile Rahmenbedingungen für die Investition geschaffen, was ein Kernanliegen des FET-Standards ist.<sup>1716</sup>

Im Ergebnis ist also festzuhalten, dass auch das internationale Investitionsschutzrecht keine Hürde für die generelle Erstreckung von Mehrheitsentscheidungen auf Bestandsanleihen darstellt. Unter allen denkbaren Gesichtspunkten erweist sich diese vielmehr als rechtlich tragfähiger Schritt.

---

<sup>1712</sup> Oben 5.5.1.2.

<sup>1713</sup> Oben 5.5.2.2.

<sup>1714</sup> *Kasolowsky/Miron*, Can Collective Action Clauses in Sovereign Bonds Limit Litigation Risks for States?, in: *Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.)*, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, S. 85, 98.

<sup>1715</sup> Vgl. allgemein dazu, dass FET-Verstößen im Zusammenhang mit Restrukturierungsbemühungen nur mit großer Zurückhaltung zu bejahen sind: *Waibel*, Sovereign defaults before international courts and tribunals, S. 297.

<sup>1716</sup> Vgl. *Herdegen*, Internationales Wirtschaftsrecht, S. 345.

## 5.6 Fazit

Fasst man die Erwägungen in diesem Kapitel zusammen, so ergibt sich, dass eine CAC-Verordnung mit den skizzierten Inhalten eine machbare, leistungsfähige und umfassende Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen für die europäischen Umschuldungsklauseln ermöglicht. Damit lassen sich das Ziel einer europaweiten Wirkungsgleichheit, bei dem im gegenwärtigen Zustand vieles im Argen liegt, und sogar ein zentralisierter Rechtsschutz mit idealen Eigenschaften, dessen Schaffung bisher überhaupt nicht in Angriff genommen wurde, verwirklichen. Diese Maßnahmen scheitern nicht am Fehlen einer Rechtsgrundlage, sondern können auf die Kompetenz zur Harmonisierung des Binnenmarktes gestützt werden. Rein der politischen Opportunität überlassen bleibt schließlich die Entscheidung, ob man sich bei der Verordnungslösung im Rahmen des vertraglichen Ansatzes hält und diese nur auf neue Anleihen bezieht, oder ob man auch das Problem der Bestandsanleihen in Angriff nimmt.

Wagte man sich an eine Verordnungslösung, so wäre der Lohn dafür in jedem Fall, dass Europa über ein weltweit führendes und in seiner Leistungsfähigkeit bisher unerreichtes Instrumentarium zur Durchführung von Umschuldungen verfügen würde und damit für künftige Krisen gut gewappnet wäre.

## 6 Wesentliche Untersuchungsergebnisse

1) Umschuldungsklauseln entwickeln sich als geschlossenes Konzept in der zweiten Hälfte der 90er Jahre des zwanzigsten Jahrhunderts aus dem Bemühen des öffentlichen Sektors heraus, alternative Lösungsmechanismen zu flächendeckenden *Bail-outs* von Anleihegläubigern zu finden. Diese Aufgabenstellung ist zur damaligen Zeit drängend, weil Anleihen im vorangegangenen Jahrzehnt einen großen Stellenwert bei der Finanzierung der Defizite von Entwicklungs- und Schwellenländern erlangt haben. Praktische Folgen hat die Diskussion rund um die Idee von Umschuldungsklauseln jedoch zunächst nicht. Sie erfahren keine Umsetzung in der Marktpraxis.

2) Dies ändert sich im Zuge des konzeptionellen Wettstreits des CAC-Konzepts mit dem SDRM. Auf politischer Ebene setzen sich Umschuldungsklauseln gegen die Idee eines Staateninsolvenzmechanismus auf gesetzgeberischer Grundlage durch. Diese Entwicklung wird gestützt durch ihren praktischen Siegeszug in den Anleihen von Entwicklungs- und Schwellenländern. Ausgehend von einer viel beachteten Emission Mexikos im Jahr 2003 entwickeln sie sich bis zum Beginn der Eurokrise im Jahr 2010 zu einem globalen Marktstandard für Anleihen, die angelsächsischen Rechtsordnungen unterliegen. Diesen Standard fördern und verwenden auch die Mitgliedstaaten des europäischen Währungsgebietes. Bedingt durch ihre starke Marktstellung in der Zeit nach der Einführung der Gemeinschaftswährung können sie allerdings in erheblichem Umfang Inlandsanleihen, die ihrem jeweiligen eigenen Recht unterstehen, emittieren. In diesen sind Umschuldungsklauseln gänzlich unbekannt. Sie spielen daher in der Eurozone bis zur Eurokrise nur eine untergeordnete Rolle.

3) Umschuldungsklauseln bewähren sich im Lauf der Jahre in mehreren Einzelfällen auch in der Restrukturierungspraxis. Dabei zeichnet sich ab, dass sie die zuvor angewandte Technik freiwilliger Umtauschangebote keineswegs obsolet machen, sondern sich mit dieser zu einer Synthese verbinden. So stellt es heute den technischen Standard zur Durchführung einer Umschuldung dar, dass der Schuldner den Gläubigern ein freiwilliges

Umtauschangebot unterbreitet. Die dieses Angebot annehmenden Gläubiger üben durch die Annahme gleichzeitig ihr Stimmrecht zugunsten einer zwangsweisen Teilnahme aller Gläubiger am vorgeschlagenen Umtausch aus. Kommt die erforderliche Mehrheit zustande, so greifen die CAC und zwingen die Hold-out-Gläubiger, ohne dass es zu einem Verstoß gegen die Anleihebedingungen und damit zu einer rechtswidrigen Zahlungsverweigerung des Schuldners kommt, zur Beteiligung am von der Mehrheit akzeptierten Verzicht.

4) Dieser Mehrheitsentscheidungsmechanismus ist der unabdingbare Kern des CAC-Konzepts. Um ihn herum gesellen sich weitere Gestaltungsmöglichkeiten zur Repräsentation der Gläubiger und zur Beschränkung der individuellen Rechtsdurchsetzungsmöglichkeiten der Gläubiger. Bedeutende und in der Praxis etablierte Regelungskomplexe im Zusammenhang mit der Mehrheitsentscheidung bilden die Festlegung der Mehrheitsschwellen, die Zuordnung der Beschlussgegenstände und Regeln zum Stimmrechtsausschluss. Die genauen Ausgestaltungen divergieren, es sind aber auch Konvergenzentwicklungen feststellbar. Keine größere Verbreitung haben bis zur Eurokrise Lösungen hinsichtlich der Aggregation der Mehrheitsentscheidung über einzelne Anleihen hinweg gefunden. In der theoretischen Diskussion wird die Bedeutung dieses Aspektes für die Wirksamkeit des Konzeptes jedoch richtigerweise betont und es werden entsprechende Gestaltungsmöglichkeiten erörtert.

5) Das CAC-Konzept ist kritischen Einwänden ausgesetzt. Praktisch anfangs gewichtig, später jedoch durch die tatsächlichen Erfahrungen überholt und in der ökonomischen Forschung nicht mit Gewissheit nachweisbar, ist das Kostenargument, also die Sorge vor einer Erhöhung der Finanzierungskosten durch die Aufnahme von Umschuldungsklauseln in die Anleihebedingungen. Berechtigterweise verweisen die Kritiker darauf, dass Umschuldungsklauseln kein alleiniges Allheilmittel sind und eine politische Alibi-Funktion spielen können. Dies schmälert jedoch nicht ihren juristischen Nutzen, der darin besteht, einen praktikablen und rechtmäßigen Weg der Schuldenreduzierung zu eröffnen, bei dem alle Gläubiger gleich behandelt

werden. Zu bedenken ist allerdings, dass mit den Klauseln auch ein Missbrauchspotential einhergeht. Fragen des materiellen Missbrauchsschutzes der Gläubiger und des adäquaten Rechtsschutzes von Gläubigern in Missbrauchssituationen haben in der Entwicklung des CAC-Konzepts bis zur Eurokrise keine Rolle gespielt, was ein Defizit darstellt.

6) Die Festlegung auf die Verwendung von CAC im Rahmen des ESM stellt sich in die Traditionslinie der geschilderten Entwicklungen zu CAC. Sie hat in der in Art. 12 Abs. 3 ESMV niedergelegten Verpflichtung der Mitgliedstaaten des europäischen Währungsgebietes, ab Januar 2013 standardisierte und in ihrer Wirkung einheitliche Umschuldungsklauseln zu verwenden, eine verbindliche völkerrechtliche Verankerung gefunden, was ein Novum darstellt. Die Ausgestaltung der Festlegung, d.h. die Definition der Musterklauseln, erfolgte in informeller Weise durch Dokumente des Unterausschusses des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen. Dieses informelle Vorgehen ist kritikwürdig, insbesondere weil die Musterklauseln so nur in englischer Sprache vorliegen und die Frage nach den Modalitäten einer späteren Änderung ungeklärt ist. Eine große Herausforderung des gewählten Ansatzes ist es, dass die Verantwortung für die korrekte Umsetzung dezentral bei den Mitgliedstaaten des ESM liegt. Diese Herangehensweise ist dem gewählten völkerrechtlichen Regime immanent. Zu bemängeln ist allerdings, dass ein geeigneter Mechanismus für eine wirksame Umsetzungskontrolle fehlt.

7) Die inhaltliche Bezugnahme der Festlegung auf den angelsächsischen Marktstandard ist mehr symbolischer Natur, als dass sich aus ihr Vorgaben für die genaue Ausgestaltung der Klauseln ableiten lassen. Eindeutig innovativ ist die Schaffung einer umfassenden Aggregationsmöglichkeit, für die der Begriff der emissionsübergreifenden Änderung eingeführt wird.

8) Die Reichweite der Festlegung beschränkt sich auf Staatsschuldtitel der Zentralregierungen der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes mit einer Laufzeit von über einem Jahr. Die Kreditaufnahme in Form von Darlehen ist nicht vom Anwendungsbereich der Verpflichtung zur



Verwendung der CAC erfasst, obwohl solche Darlehensforderungen durch spätere Verbriefung auch am Kapitalmarkt gehandelt werden und in die Hände einer breit gestreuten Gläubigerschaft gelangen können. Ausgenommen sind auch speziell auf private Sparer zugeschnittene Produkte. Beide Aspekte verdienen Kritik, weil sie die Reichweite und damit den Wirkungsgrad der Umschuldungsklauseln schwächen. Noch kritikwürdiger ist darüber hinaus das Verständnis, wonach nur die Schuldtitel der Zentralregierungen der Mitgliedstaaten, nicht jedoch von Gliedstaaten (wie insbesondere den deutschen Bundesländern) von der Verpflichtung erfasst werden. Dies bedeutet sowohl eine Abweichung von der bei den Maastricht-Kriterien üblichen Betrachtungsweise, als auch von der im unionalen Sekundärrecht verwendeten Definition des Staatsschuldtitels, für die keine Begründung ersichtlich ist. Als durch die Sonderrolle von kurzfristigen Geldmarktpapieren gerechtfertigt erweist sich demgegenüber die Herausnahme unterjähriger Ausgangslaufzeiten aus dem Anwendungsbereich. Ebenso sachlich gerechtfertigt ist die Eröffnung der Möglichkeit für die Mitgliedstaaten, auch über das Jahr 2013 hinaus alte Anleihen ohne CAC noch in begrenztem Umfang aufzustocken. Uneingeschränkt zu begrüßen ist, dass keinerlei Unterscheidung zwischen Anleihen nach in- und ausländischem Recht mehr gemacht wird.

9) Die europäischen Umschuldungsklauseln müssen, um ihre Rolle und Funktion richtig zu erfassen, als ein Baustein der umfassenden europäischen Krisenstrategie gesehen werden. Die entscheidende Frage ist dabei, wie eine durch Umschuldungsklauseln ermöglichte oder erleichterte Beteiligung des privaten Sektors (PSI) mit der durch den ESM gewährten Stabilitätshilfe zusammenspielt. Auf eine Verrechtlichung der Voraussetzungen für ein PSI wurde im Rahmen des ESM-Vertrages bewusst verzichtet, was als politischer Kompromiss zu werten ist. Ob und in welchem Umfang ein PSI im Rahmen eines ESM-Programmes gefordert wird, bleibt vielmehr eine politische Einzelfallentscheidung, die an der Praxis des IWF orientiert werden soll. Die Gestalt der zukünftigen Praxis des IWF erscheint indes unklar, weil

der Fonds selbst seine diesbezüglichen Regeln aus der Erfahrung der letzten Krisen heraus einer kritischen Überprüfung unterzieht.

10) Umschuldungsklauseln sind im europäischen Kontext dazu bestimmt, als Lösungsdurchsetzungsmechanismus zu fungieren, um eine zuvor auf der Ebene der ESM-Mitglieder und der Troika vorgegebene Umschuldung im Verhältnis zu den privaten Gläubigern umzusetzen. Die nicht der Lösungsdurchsetzung dienenden Aspekte der Gläubigerkoordination spielen daher im Rahmen der europäischen Festlegung eine äußerst untergeordnete Rolle.

11) Es stellt ein kritikwürdiges Versäumnis dar, dass die Anwendbarkeit des in den CAC enthaltenen Mehrheitsmechanismus nicht daran gekoppelt ist, dass die zu beschließende Umschuldung als Auflage in einem ESM-Programm enthalten ist. Durch ein solches, für sich genommen formales Kriterium ließe sich ein wirksamer Schutz gegen den Missbrauch der durch die Klauseln eröffneten Möglichkeiten sowohl zugunsten der übrigen Mitgliedstaaten des ESM-Vertrages als auch zugunsten der Gläubiger einfach realisieren.

12) Die Auseinandersetzung mit alternativen Konzepten, die unter dem Leitbild eines Staateninsolvenzrechts diskutiert werden, zeigt, dass diese keine praktikable Alternative zum CAC-Konzept bereithalten. Die mit dem Begriff des Staateninsolvenzrechts verknüpften Ambitionen finden ihre Grenze vor allem in dem Umstand, dass sich die im Rahmen der Krisenbewältigung maßgeblichen Entscheidungen über die Verteilung der Krisenlasten (Einsparungen, Reformen und Umschuldung) aus Gründen der nationalen Souveränität sowie der demokratisch gebotenen Gestaltungsmacht der Parlamente nicht *ex ante* verrechtlichen lassen. Gleiches gilt für die Modalitäten der Gewährung einer Überbrückungsfinanzierung durch den öffentlichen Sektor. Dementsprechend greifen auch alle Alternativkonzepte auf das grundlegende Funktionsprinzip einer Einigung zwischen Schuldner und Gläubigern und innerhalb der Gläubiger auf Mehrheitsabstimmungen zurück. Bei dieser Ausgangslage bringt es keinen Gewinn, sondern unerwünschte

Komplexitätssteigerungen und neue Probleme, einen Gesamtplan anzustreben, der die Verzichtsleistung der privaten Gläubiger mit den politischen Reformschritten im Sinne einer Konditionalität verknüpft.

13) Gewinnbringend ist der Blick auf die Alternativkonzepte demgegenüber insofern, als er Bereiche offen legt, die im bisherigen CAC-Konzept unzureichend berücksichtigt sind. Dies betrifft vor allem die Frage nach einer sinnvollen und ausgewogenen Gestaltung des Rechtsschutzes der Gläubiger.

14) Die Untersuchung der in Gestalt der CTR vorgelegten Musterklauseln führt zu einem differenzierten Bild. Sie regeln die Parameter der Mehrheitsentscheidung (Beschlussgegenstände, Mehrheiten) im Wesentlichen sachgerecht. Als sinnvoll, dogmatisch tragfähig und praktikabel handhabbar erweisen sich auch die innovativen Regelungen zur (teilweisen) emissionsübergreifenden Änderung. Die durch sie aufgeworfene Problemstellung der Bildung vergleichbarer Nennwerte wird von einer untergeordneten Detailverbesserung abgesehen ebenfalls gut gelöst.

15) Das Vorhandensein eines Aggregationsmechanismus bringt neue Gefahren der Gläubigerungleichbehandlung mit sich. Diesen begegnen die CTR durch die Zweistufigkeit des Aggregationsmechanismus und durch ein Erfordernis der formalen Gleichbehandlung aller Gläubiger hinsichtlich der ihnen angebotenen Änderungen. Ein Kriterium der materiellen Belastungsgleichheit ist dagegen zu Recht nicht in den CTR enthalten. Ein solches wäre maßgeblich auf das Kriterium der Restlaufzeit der einbezogenen Anleihen gestützt und brächte erhebliche Probleme bei seiner Bestimmung mit sich. Die Restlaufzeit stellt kein sachgerechtes Differenzierungskriterium im Rahmen der europäischen CAC dar, weil von einem Darlehensprogramm des ESM flankierte Umschuldungssituationen wertungsmäßig wie Umschuldungen nach einem Restlaufzeiten eliminierenden Zahlungsausfall zu behandeln sind. Soweit Missbrauchsgefahren nicht durch die vorgenannten Mechanismen abgewendet werden, stellen sie kein spezifisches Problem der

emissionsübergreifenden Änderung dar, sondern sind im Rahmen der grundsätzlichen Aufgabenstellung des Missbrauchsschutzes zu erörtern und zu lösen.

16) In mehrfacher Hinsicht kritikwürdig sind die Regelungen zum Stimmrechtsausschluss von Gläubigern, die einem Interessenkonflikt ausgesetzt sind. Das insofern in den CTR erstmals eingeführte Konzept der (fehlenden) Entscheidungsfreiheit ist zu abstrakt gefasst und birgt erhebliche Unsicherheiten bei der Anwendung auf konkrete Fälle mit sich. Es hätte der detaillierteren Ausgestaltung bedurft. Die dem Denken in Mutter-Tochter-Beziehungen verhafteten Regelungen der CTR übersehen überdies den strukturellen Interessenkonflikt, der bei den übrigen Mitgliedstaaten und den europäischen Institutionen daraus resultiert, dass sie auf der Ebene des ESM bereits an der Festlegung der Änderungen, die sodann den Gläubigern vorgeschlagen werden, beteiligt sind. Sie sind daher in ihrer Rolle als Gläubiger vorfestgelegt und bedürfen des Stimmrechts auf dieser Ebene nicht mehr. Es wäre sachgerecht, sie vom Stimmrecht als Anleihegläubiger auszuschließen. Als mit Unklarheiten in der Auslegung behaftet (Begriff des betroffenen Gläubigers, Auswirkung des Fehlers auf das Ergebnis) und inhaltlich zu weitgehend erweist sich die zur verfahrenstechnischen Umsetzung der Stimmrechtsbestimmung vorgesehene Bindungswirkung der vom Emittenten über die Stimmrechtsausübung erstellten Bescheinigung. Diese Regelung bildet vor allem auch deswegen einen Fremdkörper, weil die CTR im Übrigen eine Fehlerfolgenlehre vermissen lassen. Hier wäre eine ausgewogene Gesamtkonzeption wünschenswert gewesen.

17) Einen unnötigerweise überregulierten Teil der CTR, der mehr schadet als nutzt, stellen die Bestimmungen zur Stellvertretung der Gläubiger bei der Abstimmung dar. Der Zwang zur Erteilung einer Spezialvollmacht und die 48stündige Versteinerung der Vollmachtssituation vor der Versammlung sind unangemessen und führen zu sachwidrigen Ergebnissen. Auf diese Regelungen sollte ersatzlos verzichtet.

18) Die durch die Festlegung auf das CAC-Konzept geweckten Erwartungen im Bereich der Gläubigerkoordination und –vertretung werden

durch die CTR nicht eingelöst. Vielmehr sind sie an dieser Stelle äußerst restriktiv. Vorzugswürdig wäre es gewesen, das Recht der Gläubiger, mit einem Quorum von 10% eine Gläubigerversammlung einzuberufen, nicht auf Situationen nach dem Eintritt eines Kreditereignisses zu beschränken und überdies die Möglichkeit vorzusehen, einen Wahlvertreter zu bestellen. Das Austarieren einer emissionsübergreifenden Änderung im Verhältnis der beteiligten Anleihen untereinander wäre ein sinnvoller Einsatzbereich für durch Wahlvertreter geführte Verhandlungen.

19) Keine Beachtung schenken die CTR schließlich der materiell-rechtlichen wie prozessualen Ausgestaltung des dem Missbrauchsschutz der Gläubiger dienenden Rechtsschutzregimes. Sie überlassen diesen wichtigen Baustein des gesetzlichen Bezugsrahmens völlig dem jeweils anwendbaren nationalen Recht. Mit Blick auf die insofern gegenüber anderen Rechtsordnungen bestehenden Besonderheiten der deutschen Anfechtungsklage ist zu konstatieren, dass damit das Ziel der einheitlichen Wirkung preisgegeben wird. Auch ohne die methodischen Grenzen des vertraglichen Ansatzes überschreiten zu müssen, wäre an dieser Stelle durch bestimmte Klauselgestaltungen Linderung möglich gewesen. Insbesondere die Kopplung des CAC-Einsatzes an das Verfahren des ESM auch aus Gläubigersicht sowie ein Verbot selektiver Zahlungen des Schuldners an Gläubiger brächten mit einfachen Mitteln einen durchaus wirkungsvollen Schutz. Darüber hinaus drängt dieser Themenbereich jedoch besonders zu einer konzeptionell einheitlichen Lösung, die die Begrenzungen der nationalen Rechtsordnungen überwindet.

20) Die bei der Umsetzung der Musterklauseln in geltendes Recht einer nationalen Rechtsordnung auftretenden Probleme illustriert das Beispiel Deutschlands. Maßgebend für das Verständnis der Umsetzungsmaßnahmen sind dabei die Rahmenbedingungen des deutschen Rechts. So liegt für den Umgang des deutschen Rechtes mit den Klauseln eine wesentliche Weichenstellung in der Anwendbarkeit des AGB-Rechts. Anleihebedingungen stellen im deutschen Recht Vertragsbedingungen dar.

Sie werden im Fall der mit vordefinierten Emissionsbedingungen im Wege der Selbstemission begebenen Bundeswertpapiere auch für eine Vielzahl von Verträgen gestellt und sind damit unstreitig allgemeine Geschäftsbedingungen. Wie im Zusammenspiel eines Bankenkonsortiums mit einem Emittenten im Rahmen einer Fremdemission gemeinsam ausgehandelte Anleihebedingungen insofern zu behandeln sind, ist strittig. Die Rechtsprechung wendet das AGB-Recht auf alle Anleihebedingungen direkt oder ggf. analog an. In der Literatur ist der Streitstand breit gefächert. Da der Gesetzgeber selbst von der Anwendbarkeit des AGB-Rechts ausgeht, kommt man für die Praxis nicht umhin, dem zu folgen.

21) Bei der Anwendung des AGB-Rechts ist den Besonderheiten von Anleihebedingungen Rechnung zu tragen. So findet eine Einbeziehungskontrolle nicht statt. Die Auslegung der Bedingungen hat objektiv zu erfolgen. Sie ist am Wortlaut der Anleihebedingungen zu orientieren, außerhalb des Textes liegende Umstände sind jedoch nach Maßgabe der Verkehrsanschauung der beteiligten Kreise zu berücksichtigen. Dies ermöglicht die Heranziehung der CTR zur Auslegung. Bei mehrdeutigen Klauseln findet der Grundsatz der für den Verwender feindlichsten Auslegung Anwendung, im Bereich der das Verhältnis der Gläubiger untereinander austarierenden Organisationsregelungen läuft er aber ins Leere. Klauseln, die eine unangemessene Benachteiligung darstellen, sind infolge der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle unwirksam. Das Vorliegen einer unangemessenen Benachteiligung ergibt sich insbesondere bei Abweichungen einer Gestaltung von wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung.

22) Das deutsche Gesetzesrecht steht Umschuldungsklauseln seit der Reform des Schuldverschreibungsgesetzes im Jahr 2009 grundsätzlich positiv gegenüber. Das Schuldverschreibungsgesetz hat über seinen Anwendungsbereich hinaus Leitbildcharakter auch für Anleihen öffentlicher Schuldner.

23) Zur Schaffung eines speziellen gesetzlichen Leitbildes für die in den CTR enthaltenen Regelungen hat der Gesetzgeber die §§ 4a bis 4k in das

Bundesschuldenwesengesetz eingefügt. Dieses Vorgehen ist grundsätzlich sinnvoll. Es wäre indes noch wirkungsvoller gewesen, die gesetzlichen Vorgaben nicht dispositiv, sondern als zwingendes Recht für Staatsanleihen auszugestalten. Dies hätte die Ansatzpunkte für eine AGB-Kontrolle verkleinert. Anlass zu erheblicher Kritik gibt das unklare Verhältnis der neu geschaffenen Vorschriften zum Schuldverschreibungsgesetz. Es wäre vorzugswürdig gewesen, die Herausnahme deutscher Staatsanleihen aus dem Anwendungsbereich des Schuldverschreibungsgesetzes aufzugeben und ein einheitliches gesetzliches Regime für Umschuldungsklauseln in Staatsanleihen zu schaffen, anstatt danach zu differenzieren, ob Emittent die Bundesrepublik, ein anderer Mitgliedstaat der Eurozone oder ein Drittstaat ist, und für jeden dieser Fälle andere Vorschriften bereit zu halten.

24) Nicht gesehen wurde vom Gesetzgeber, dass die neu eingeführte Möglichkeit zur Änderung der Emissionsbedingungen von Bundeswertpapieren der dogmatischen Synchronisierung mit der Abschlussfunktion des Bundesschuldbuchs bedurft hätte. Hier ist mit einer teleologischen Reduktion von § 6 Abs. 6 BSchuWG abzuhelfen. Für die Praxis ist zu raten, dieses Problem im Ernstfall mit einem durch CAC gestützten Umtausch in neue Anleihen zu vermeiden.

25) Ebenso wenig berücksichtigt hat der Gesetzgeber die staatsorganisationsrechtlichen Implikationen der Einführung der Möglichkeit zur nachträglichen Änderung der Anleihebedingungen. Wegen der haushaltspolitischen Gesamtverantwortung des Bundestags und den erheblichen gesamtpolitischen Auswirkungen einer drohenden Umschuldung ist davon auszugehen, dass von Verfassungs wegen das Unterbreiten eines Änderungsvorschlages des Bundes gegenüber seinen Gläubigern einer haushaltsgesetzlichen Grundlage bedarf. Diesen Gesetzesvorbehalt im Bundesschuldenwesengesetz zu verankern, wäre Aufgabe des Gesetzgebers gewesen.

26) Hinsichtlich der seit Januar 2013 in die Emissionsbedingungen des Bundes aufgenommenen Umschuldungsklauseln sind gegenüber den CTR sowohl Übersetzungsprobleme als auch Abweichungen feststellbar. Bei den

Übersetzungsproblemen liegt nahe, diese im Auslegungswege zu überwinden. Im Bereich der Abweichungen wiegt Abschnitt 2.7.(d) schwer, soweit er für die KfW-Bankengruppe einen ausdrücklichen Stimmrechtseinschluss regelt. Nach den allgemeinen Regeln ist die KfW als vom Stimmrecht ausgeschlossen zu behandeln. Im Ergebnis ist von der Unwirksamkeit des Abschnitts 2.7.(d) aufgrund AGB-Kontrolle auszugehen, weil er keine Rückendeckung durch das Bundesschuldenwesengesetz hat. Erwägungen der Rechtsklarheit sprechen gleichwohl für eine Pflicht der Bundesrepublik Deutschland aus Art. 12 Abs. 3 ESMV, Abschnitt 2.7.(d) aus ihren Emissionsbedingungen zu entfernen.

27) Die schon bei der Analyse der CTR angetroffenen stellvertretungsrechtlichen Probleme setzen sich im deutschen Recht fort. Es existiert weder für den Zwang zur Erteilung einer Spezialvollmacht noch für die verdrängende Wirkung der Vollmachtserteilung ein gesetzliches Leitbild. Daher ist davon auszugehen, dass die entsprechenden Regelungen in den Emissionsbedingungen eine unangemessene Benachteiligung nach AGB-Recht darstellen und mithin unwirksam sind. Dass es in den letzten 48 Stunden vor einer Gläubigerversammlung zu einer Erstarrung der Vollmachtssituation kommt, ist hingegen gesetzlich abgesichert. In diesem Zusammenhang sind jedoch die allgemeinen Regeln zum evidenten Vollmachtmissbrauch zu berücksichtigen.

28) Die deutschen Umsetzungsmaßnahmen umfassen keine Verfahrensregelungen für die Gläubigerversammlung, die über die an dieser Stelle bewusst unvollständigen Vorgaben der CTR hinausgehen. So existiert weder ein Anmeldeerfordernis noch ein Verfahren zum Nachweis der Gläubigereigenschaft.

29) Das Rechtsschutzregime des deutschen Rechts für überstimmte Gläubiger definiert sich durch materielle Anforderungen an Gläubigerbeschlüsse und deren verfahrensmäßige Einhebung durch Anfechtungsklage und Freigabeverfahren. Als Quellen für materielle Maßstäbe zur Inhaltskontrolle von Beschlüssen sind das Zivilrecht und für den Bund als Emittenten das Verfassungsrecht zu beachten.



Völkerrechtliche Vorgabe in Gestalt allgemeiner Regeln des Völkerrechts im Sinne von Art. 25 GG, die über die deutschen zivilrechtlichen Maßstäbe hinaus gehen, sind für andere Staaten als Emittenten demgegenüber nicht feststellbar.

30) Aus zivilrechtlicher Warte gilt für den Beschlussinhalt und das Verhalten aller Beteiligten die äußerste Grenze der Sittenwidrigkeit. Darüber hinaus ist nach umstrittener aber richtiger Literaturmeinung davon auszugehen, dass zwischen den Gläubigern Treuepflichten bestehen, weswegen alle Gläubigerbeschlüsse im Verhältnis der Gläubiger einer Anleihe untereinander verhältnismäßig sein müssen. Es ist also danach zu fragen, ob ein Gläubigerbeschluss ein legitimes Ziel hat und sein Inhalt gegenüber jedem betroffenen Gläubiger zur Erreichung dieses Ziels geeignet, erforderlich und angemessen ist. Es steht zu hoffen, dass die Rechtsprechung im Bereich von dem Schuldverschreibungsgesetz unterliegenden Unternehmensanleihen bald Gelegenheit erhält, zu diesem Fragenkomplex Stellung zu nehmen und Rechtssicherheit zu schaffen. Eine dort gefundene Lösung sollte sich auf die Situation bei Staatsanleihen übertragen lassen.

31) Aus verfassungsrechtlicher Perspektive gilt für den Bund eine umfassende Grundrechtsbindung. Diese manifestiert sich im Bereich eines CAC-Einsatzes durch die Geltung des allgemeinen Gleichheitssatzes, aus dem sich das Erfordernis der Wahrung der Sanierungsgerechtigkeit in der Krisensituation gewinnen lässt. Dieses Kriterium hat für einen CAC-Einsatz jedoch nur eine schwache Steuerungswirkung und seine Kontrolle durch die Rechtsprechung ist auf einen Evidenzmaßstab zu reduzieren, der schon durch das Vorhandensein eines nicht auf den ersten Blick sachwidrigen Gesamtkonzepts gewahrt wird.

32) Alle denkbaren Fehler bei der Beschlussfassung haben nach der Konzeption des Bundesschuldenwesengesetzes die einheitliche Folge der Anfechtbarkeit des Beschlusses. Ein Vollzug des Gläubigerbeschlusses ist erst nach Ablauf der Klagefrist bzw. im Fall der Klageerhebung nach Abschluss des Rechtsstreits oder Ergehen eines Freigabebeschlusses

möglich. In diesem Sinne ist die Entscheidung des Gerichts im Anfechtungsprozess für alle Gläubiger maßgeblich.

33) Die im Rahmen des Freigabeverfahrens gegebenenfalls erforderliche Abwägung ist im Vergleich zum aktienrechtlichen Vorbild dahin gehend zu modifizieren, dass das Vollzugsinteresse des Emittenten nicht zu berücksichtigen ist. Abzuwägen ist vielmehr das Vollzugsinteresse der Gläubigermehrheit mit den durch den Vollzug den Anfechtungsklägern drohenden Nachteilen.

34) Das deutsche Rechtsschutzregime erweist sich als in sich geschlossene und ausdifferenzierte Lösung. Es ist allerdings nicht von der Hand zu weisen, dass selbst ein erfolgreiches Freigabeverfahren nicht zu verhindern mag, dass es zu einem spürbaren Zeitverlust beim Vollzug eines Gläubigerbeschlusses kommt.

35) Die zutage getretenen konzeptionellen Defizite des gewählten europäischen Ansatzes und seiner Umsetzung in nationales Recht lassen sich durch eine EU-Verordnung überwinden. Mit einer Verordnungslösung können die Ziele der Schaffung eines einheitlichen und verlässlichen gesetzlichen Bezugsrahmens für die Umschuldungsklauseln sowie der Definition eines zentralisierten und einheitlichen Rechtsschutzregimes verwirklicht werden. Ermöglicht wird dies durch den Anwendungsvorrang des Unionsrechts und die besonderen Eigenschaften der Gerichtsbarkeit des Gerichtshofs der Europäischen Union.

36) Die alleinige Zuständigkeit des Gerichtshofs der Europäischen Union (erstinstanzlich des EuG) unter Ausschaltung der nationalen Gerichte kann erreicht werden, indem man die Europäische Kommission als erweiterte Berechnungsstelle vorsieht, die nicht nur das Stimmergebnis der Gläubiger ermittelt, sondern umfassend die Rechtmäßigkeit eines Gläubigerbeschlusses prüft und im Rahmen eines Beschlusses (im Sinne eines Unionsrechtsakts gemäß Art. 288 Abs. 4 AEUV) feststellt. Dieser Beschluss bildet einen geeigneten Klagegegenstand für die Nichtigkeitsklage gemäß Art. 263 AEUV und vermag, soweit er nicht durch Nichtigkeitsklage

zu Fall gebracht wird, in Bestandskraft zu erwachsen, die dann alle nationalen Gerichte bindet.

37) Die Nichtigkeitsklage weist ideale Eigenschaften als Rechtsschutzregime auf. Sie ist fristgebunden, hat im Regelfall keine aufschiebende Wirkung und dem Urteil kommt grundsätzlich *erga omnes* Wirkung zu. Gleichzeitig verbleibt den Unionsgerichten die Flexibilität, im begründeten Ausnahmefall einstweiligen Rechtsschutz zu gewähren oder die Wirkungen des Urteils zu beschränken. Die potentiell weitreichenden Folgen eines *erga omnes* wirkenden Urteils sprechen nicht strukturell gegen eine entsprechende Ausrichtung des Rechtsschutzregimes, sie können vielmehr durch die Kombination des CAC-Einsatzes mit einem mit geeigneter Anreizstruktur versehenen Umtauschangebot, dessen Annahme den Verzicht auf Rechtsschutz impliziert, kautelarjuristisch transparent begrenzt werden.

38) Die vorgeschlagene Verordnungslösung ist auch realisierbar. Als Rechtsgrundlage steht Art. 114 AEUV sowohl hinsichtlich des Regelungsinhaltes als auch für die Begründung einer neuen Vollzugskompetenz der Kommission zur Verfügung. Der erforderliche Binnenmarktbezug ergibt sich aus der Zielrichtung der Wahrung der Finanzstabilität im Binnenmarkt durch Vermeidung ungeordneter Zahlungsausfälle von Mitgliedstaaten des europäischen Währungsgebietes.

39) Inhaltlich sollte eine CAC-Verordnung drei Säulen umfassen. Sie sollte zunächst den Inhalt der europäischen Umschuldungsklauseln als zwingendes gesetzliches Leitbild verankern. Insofern kann – unter Berücksichtigung der angeregten Änderungen – auf die Vorlage der CTR und des BSchuWG zurückgegriffen werden. Zum zweiten sollte sie die Problematik des Missbrauchsschutzes umfassend positivrechtlich regeln und dadurch einen einheitlichen Maßstab schaffen. Dazu sollte die Möglichkeit zum Einsatz der CAC daran gekoppelt werden, dass im Rahmen des makroökonomischen Anpassungsprogrammes eines ESM-Darlehensprogrammes ein entsprechendes PSI vorgesehen ist. Außerdem sollte ein Kriterium aufgenommen werden, wonach der Beschlussinhalt im

Verhältnis der Gläubiger einer Anleihe untereinander verhältnismäßig sein muss. Des Weiteren sollten Regeln geschaffen werden, die unzulässige Verhaltensweisen im Umfeld des Zustandekommens des Beschlusses sanktionieren. Die dritte Säule der Verordnung schließlich bildet die Einbindung der Kommission als Stelle, die die Durchführung der Abstimmung und die Beurteilung ihrer Rechtmäßigkeit verantwortet.

40) Über die Verbesserung des Rahmens für Umschuldungsklauseln in neuen Staatsanleihen hinaus gibt eine Verordnungslösung den Anlass, neuerlich über den Umgang mit Bestandsanleihen nachzudenken. Insofern ist die politische Opportunität außerhalb einer akuten Krisenphase anders zu beurteilen, als sie sich in den Krisenjahren 2010 und 2011 darstellte. Eine allgemeingültige und ausgewogene Lösung des Problems der Bestandsanleihen durch die Union ist einem Szenario nach griechischem Vorbild, wo ein Schuldnerstaat in der akuten Krise sein nationales Recht unvorhersehbar und drastisch ändert, auch aus Gläubigersicht vorzuziehen. Die Erstreckung des Mehrheitsmechanismus der europäischen Umschuldungsklauseln auf Bestandsanleihen stellt eine solche Lösung dar.

41) Ein derartiger Schritt begegnet auch keinen durchgreifenden Rechtmäßigkeitsbedenken. Die krisengeprägte griechische Vorgehensweise stellt keinen adäquaten Vergleichspunkt dar. Vergleichbar ist dagegen der opt-in-Mechanismus in § 24 Abs. 2 des deutschen Schuldverschreibungsgesetzes. Diese Regelung ist in der Praxis durch die deutsche Rechtsprechung gestützt unter anderem auf verfassungsrechtliche Bedenken ihres Anwendungsbereichs betreffend Staatsanleihen vollständig beraubt worden. Die in der Rechtsprechung anzutreffende verfassungsrechtliche Beurteilung erweist sich jedoch als falsch. Die gesetzliche Einfügung eines Mehrheitsentscheidungsmechanismus in bisher der Einstimmigkeit unterliegende Anleihen verletzt Art. 14 GG nicht, sondern stellt einen – auch unter Vertrauensschutzgesichtspunkten – gerechtfertigten Eingriff dar.

42) Zum gleichen Ergebnis gelangt man bei der Prüfung am Maßstab des unionsrechtlichen Eigentumsschutzes und des unionsrechtlichen Rückwirkungsverbotes.

43) Auch das völkervertragliche Investitionsschutzrecht, das je nach Fallgestaltung Mitgliedstaaten und Europäische Union im Verhältnis zu Drittstaaten bindet und bei entsprechender Konstellation sogar gemäß Art. 351 Abs. 1 AEUV vorrangig vor Unionsrecht beachtet werden kann, steht einer Erstreckung des Mehrheitsprinzips auf Bestandsanleihen nicht entgegen. Eine solche gesetzliche Maßnahme ist mangels hinreichender Eingriffsintensität nicht als indirekte Enteignung im investitionsschutzrechtlichen Sinne zu werten. Sie verfolgt Gemeinwohlziele und ist nichtdiskriminierend. Sie stellt des Weiteren auch keine Verletzung des Gebots der gerechten und billigen Behandlung dar.

44) Die skizzierte unionsrechtliche Lösung bietet die Chance, in Europa ein weltweit führendes und in seiner Leistungsfähigkeit bisher unerreichtes Instrumentarium zur effektiven Durchführung von Umschuldungen von Staatsanleihen unter Vermeidung von Rechtsbrüchen zu etablieren. Dass sich das Recht in den schwersten Stunden einer Krise weder zurückzieht, noch zum unkalkulierbaren Werkzeug in der Hand von Hold-out-Gläubigern wird, sondern einen wertvollen Beitrag zur geregelten und zügigen Überwindung der Krise leistet, sollte der Anspruch der Rechtsgemeinschaft sein, als die sich die Europäische Union begreift. Diesem Anspruch im Vorfeld künftiger Krisen so gut es geht gerecht zu werden, sollte die historische Verantwortung sein, die sich aus der gegenwärtig noch frischen Erfahrung der Geschehnisse der vergangenen Krisenjahre ergibt.



## Literaturverzeichnis

Alle genannten Internetadressen wurden zuletzt am 14./15.02.2014 abgerufen, soweit nicht abweichend angegeben.

### Dokumente:

Allen & Overy: Government bond restructuring "made in Germany": the rise of anti-holdout clauses; 09.05.2012;  
<http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Government%20bond%20restructuring.pdf>.

Allen & Overy Global Intelligence Unit: How the Greek debt reorganisation of 2012 changed the rules of sovereign insolvency; 05.11.2012;  
<http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/AO%20-%20Greek%20debt%20reorganisation%20of%202012.pdf>.

Bundesministerium der Finanzen: Erklärung der Bundesregierung zur Zulässigkeit von Umschuldungsklauseln bei ausländischen Staatsanleihen, die deutschem Recht unterliegen, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 1999, S. 117.

Bundesrepublik Deutschland: Emissionsbedingungen für Bundesschatzbriefe, Handmappe der Deutschen Finanzagentur - Kapitel B.1;  
[http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/Handmappe/2012\\_09/B\\_1.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/Handmappe/2012_09/B_1.pdf).

Bundesrepublik Deutschland: Anleihebedingungen Fremdwährungsanleihen;  
[http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/Handmappe/2011\\_05/H\\_4\\_1.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/Handmappe/2011_05/H_4_1.pdf); zuletzt abgerufen am 05.09.2010, heute sind unter Kapitel H 4.1 der Handmappe der Deutschen Finanzagentur (soweit ersichtlich fälschlicherweise) die Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen eingestellt.

Bundesrepublik Deutschland: Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes, Bekanntmachung vom 21.12.2012; Handmappe der Deutschen Finanzagentur - Kapitel E1; [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/Handmappe/2013\\_01/E\\_1.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/Handmappe/2013_01/E_1.pdf).

Bundesrepublik Deutschland: Emissionsbedingungen für inflationsindexierte Bundesanleihen und inflationsindexierte Bundesobligationen, Bekanntmachung vom 21.12.2012;

[http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/PDF/Informationsmaterial/Emissionsbedingungen\\_Indexierte\\_2013\\_dt.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Informationsmaterial/Emissionsbedingungen_Indexierte_2013_dt.pdf).

Bundesrepublik Deutschland: Umschuldungsklauseln für Bundeswertpapiere;  
[http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/PDF/Aktuelle\\_Informationen/Umschuldungsklauseln\\_fuer\\_Bundeswertpapiere.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Aktuelle_Informationen/Umschuldungsklauseln_fuer_Bundeswertpapiere.pdf).

Bundesrepublik Deutschland: Emissionsbedingungen Bund-Länder-Anleihe;  
[http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/PDF/Informationsmaterial/Emissionsbedingungen\\_Bund-L%C3%A4nder-Anleihe.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Informationsmaterial/Emissionsbedingungen_Bund-L%C3%A4nder-Anleihe.pdf).

Centrum für Europäische Politik: Rechtsgutachten zur Errichtung Europäischer Behörden für die Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht; 06.07.2009;  
[http://www.cep.eu/fileadmin/user\\_upload/Kurzanalysen/EU-Finanzaufsicht/Rechtsgutachten\\_Finanzaufsicht.pdf](http://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/Kurzanalysen/EU-Finanzaufsicht/Rechtsgutachten_Finanzaufsicht.pdf).

Clifford Chance: Euro area member states take collective action to facilitate sovereign debt restructuring; 03.12.2012;  
[http://www.cliffordchance.com/publicationviews/publications/2012/12/euro\\_area\\_memberstatecollectiveaction.html](http://www.cliffordchance.com/publicationviews/publications/2012/12/euro_area_memberstatecollectiveaction.html).

Deutsche Bahn AG: Satzung der Deutsche Bahn AG in der am 24.03.2010 beschlossenen Fassung;  
[http://www1.deutschebahn.com/file/1488882/data/satzung\\_dbag.pdf](http://www1.deutschebahn.com/file/1488882/data/satzung_dbag.pdf).

Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Dezember 1999.

Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2004.

Deutsche Bundesbank: Monatsbericht April 2011.

Deutsche Bundesbank: Monatsbericht August 2011.

Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Februar 2013.

Deutsche Finanzagentur: Die Wertrechte des Bundes und ihre Eintragung ins Bundesschuldbuch, Handmappe - Kapitel K.1; [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/Handmappe/2012\\_09/K\\_1.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/Handmappe/2012_09/K_1.pdf).

Deutsche Finanzagentur: Stripping von Bundesanleihen, Handmappe - Kapitel E2; [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/Handmappe/2012\\_09/E\\_2.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/Handmappe/2012_09/E_2.pdf).

Deutsche Finanzagentur: Verfahrensregeln für Tender bei der Begebung von Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinslichen Schatzanweisungen des Bundes (Fassung Januar 2012), Handmappe - Kapitel I.1;  
[http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/Handmappe/2012\\_09/I\\_1.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/Handmappe/2012_09/I_1.pdf).



Deutscher Bundestag, Drucksachen:

Regierungsentwurf zum Bundeswertpapierverwaltungsgesetz, BT-Drucksache 14/7010.

Regierungsentwurf des Gesetzes zur Modernisierung des Schuldwesens des Bundes, BT-Drucksache 16/1336.

Regierungsentwurf Schuldverschreibungsgesetz 2009, BT-Drucksache 16/12814.

Regierungsentwurf Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes, BT-Drucksache 17/9372.

Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über die Kreditanstalt für Wiederaufbau und weiterer Gesetze, BT-Drucksache 17/12815.

Schriftliche Fragen mit den in der Woche vom 7. Oktober 2013 eingegangenen Antworten der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/14821.

EMTA; IIF; IPMA; EMCA; SIA; ISMA; TBMA: Collective Action Clauses for Sovereign Bonds; 31.01.2003;  
<http://archives2.sifma.org/international/pdf/CollectiveActionClauses.pdf>.

Eurogruppe: Erklärung vom 28. November 2010;  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf).

Eurogruppe: Erklärung des Euro-Gipfels vom 26. Oktober 2011, SN 3993/5/11 REV 5;  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/ec/125662.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/125662.pdf).

Europäische Finanzstabilisierungsfazilität: Articles of incorporation, in der Fassung vom 06.12.2011;  
[http://www.efsf.europa.eu/attachments/efsf\\_articles\\_of\\_incorporation\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/efsf_articles_of_incorporation_en.pdf).

Europäische Kommission: Cyprus: assessment of the risks to the financial stability of the Euro Area (Art 13 of ESM Treaty); 12.04.2013;  
<http://www.rijksoverheid.nl/bestanden/documenten-en-publicaties/publicaties/2013/04/12/assessment-of-the-risks-to-the-financial-stability-of-the-euro-area/assessment-of-the-risks-to-the-financial-stability-of-the-euro-area.pdf>.

Europäische Zentralbank: Managing financial crises in emerging market economies - experience with the involvement of private sector creditors; Occasional Paper Series, Nr. 32; 2005; <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp32.pdf>.

Europäischer Rat (Hrsg.): Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes vom 9. Dezember 2011; 09.12.2011;  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/ec/126678.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/126678.pdf).

Europäischer Rat: Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 24./25. März 2011, EUCO 10/1/11;  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/ec/120313.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/120313.pdf).

Europäischer Rat: Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 16./17. Dezember 2010, EUCO 30/1/10 REV 1; 27.01.2011;  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/ec/118604.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/118604.pdf).

Europäischer Rat: Schlussfolgerungen der Tagung des Europäischen Rates vom 28./29. Oktober 2010, EUCO 25/1/10 REV 1;  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/ec/117499.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/117499.pdf).

Europäischer Stabilitätsmechanismus: Guideline on Precautionary Financial Assistance;  
<http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20precautionary%20financial%20assistance.pdf>.

Europäischer Stabilitätsmechanismus: Guideline on the Primary Market Support Facility;  
<http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20primary%20market%20support%20facility.pdf>.

Europäischer Stabilitätsmechanismus: Guideline on the Secondary Market Support Facility;  
<http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20secondary%20market%20support%20facility.pdf>.

Europäischer Stabilitätsmechanismus: Information Memorandum on Debt Issuance Programme; 03.12.2012;  
<http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20-%20Information%20Memorandum.pdf>.

Eurostat: Structure of government debt in Europe in 2011, Statistics in focus 34/2012;  
[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-SF-12-034/EN/KS-SF-12-034-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-12-034/EN/KS-SF-12-034-EN.PDF).

Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft: Stellungnahme zu "Collective Action Clauses"; 26.08.2011; <http://www.gdv.de/2011/09/gdv-stellungnahme-zu-collective-action-clauses-gegenueber-dem-efc-sub-committee-on-eu-sovereign-debt-markets/>.

Group of Ten: Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses; 26.09.2002;  
[http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/report\\_of\\_the\\_g-10\\_working\\_group\\_on\\_contractual\\_clauses.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/report_of_the_g-10_working_group_on_contractual_clauses.pdf).

Group of Ten: The resolution of sovereign liquidity crises; 1996;  
<http://www.bis.org/publ/gten03.pdf>.

Group of Twenty: The Group of Twenty: a History;  
<http://www.g20.utoronto.ca/docs/g20history.pdf>.

Group of Twenty-two: Reports on the International Financial Architecture - Report of the Working Group on International Financial Crises; Oktober 1998;  
<http://www.imf.org/external/np/g22/ifcrep.pdf>.

Institute of International Finance (Hrsg.): Report of the Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution; 24.10.2012;  
<http://www.iif.com/download.php?id=HE2i24w8s8I=>.

International Capital Market Association: Sovereign Bond Consultation Paper; 23.11.2010; <http://www.icma-group.org/assets/documents/Maket-Practice/Regulatory-Policy/Sovereign-Debt-Information/ICMA%20Sovereign%20Bond%20Consultation%20Paper.pdf>.

International Capital Market Association: Response to the consultation on Collective Action Clauses to be included in Euro Area Sovereign Securities; 02.09.2011; <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Maket-Practice/Regulatory-Policy/Sovereign-Debt-Information/ICMA%20CAC%20response%202%20September%202011.pdf>.

International Capital Market Association: Sovereign Bond Consultation Paper; Dezember 2013; <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Maket-Practice/Regulatory-Policy/Sovereign-Debt-Information/ICMA-Sovereign-Bond-Consultation-Paper-79801-5-863-v1-8-161213.pdf>.

International Capital Market Association AMTE Council: Guidance on Buybacks by Government, Government Agency and Supranational Issuers; 11.04.2011; [http://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/AMTE/AMTE\\_buyback\\_guidance\\_%20Clean%20version%2007%20April%202011.pdf](http://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/AMTE/AMTE_buyback_guidance_%20Clean%20version%2007%20April%202011.pdf).

International Primary Market Association: Standard Collective Action Clauses (CACs) for Terms and Conditions of Sovereign Bonds; 16.11.2004; <http://www.icmagroup.org/ICMAGroup/files/3c/3cc80d90-da99-4562-8ef2-f604a8e5963e.PDF>; zuletzt abgerufen am 05.09.2011.

Internationaler Währungsfonds: Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Restructuring International Sovereign Bonds; 11.01.2001; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/>.

Internationaler Währungsfonds: A Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Reflections and Future Work; 14.02.2002; <https://www.imf.org/external/NP/pdr/sdrm/2002/021402.pdf>.

Internationaler Währungsfonds: Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts - Encouraging Greater Use; 06.06.2002; <http://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602a.pdf>.

Internationaler Währungsfonds: The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses; 06.06.2002; <http://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602.pdf>.

Internationaler Währungsfonds: The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Considerations; 27.11.2002; <https://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/112702.htm>.

Internationaler Währungsfonds: Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism; 12.02.2003; <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/021203.htm>.

Internationaler Währungsfonds: Reviewing the Process for Sovereign Debt Restructuring within the Existing Legal Framework; 01.08.2003; <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/080103.htm>.

Internationaler Währungsfonds: Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - September 5, 2003; <http://www.imf.org/external/np/pdr/cr/2003/eng/090503.htm>.

Internationaler Währungsfonds: The Restructuring of Sovereign Debt, Assessing the Benefits, Risks and Feasibility of Aggregating Claims; 10.11.2003; <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/090303.htm>.

Internationaler Währungsfonds: Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 20, 2004; <http://www.imf.org/external/np/pdr/cr/2004/eng/042004.htm>.

Internationaler Währungsfonds: Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution - April 12, 2005; <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/041205.htm>.

Internationaler Währungsfonds: Progress Report on Crisis Resolution - September 21, 2005; 22.09.2005; <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/092105.htm>.

Internationaler Währungsfonds: April 2006 Global Financial Stability Report; 11.04.2006; <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2006/01/pdf/chp1.pdf>.

Internationaler Währungsfonds: A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings; 05.06.2012; <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/060512.pdf>.

Internationaler Währungsfonds: Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, IMF Policy Paper vom 26. April 2013; <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>.

Internationaler Währungsfonds: Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement; IMF Country Report, No. 13/156; 05.06.2013; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>.

Internationaler Währungsfonds: The Special Data Dissemination Standard: Guide for Subscribers and users; 2013; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdds/guide/2013/sddsguide13.pdf>.

Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Mitteilung zur Europäischen Finanzaufsicht, KOM(2009) 252; [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/committees/supervision/communication\\_may2009/C-2009\\_715\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/communication_may2009/C-2009_715_de.pdf).

Kreditanstalt für Wiederaufbau: Satzung in der Fassung vom 01.05.2011; [https://www.kfw.de/Download-Center/KfW-Gesetz-und-Satzung-sowie-Geschäftsordnungen/KfW\\_Satzung\\_D.pdf](https://www.kfw.de/Download-Center/KfW-Gesetz-und-Satzung-sowie-Geschäftsordnungen/KfW_Satzung_D.pdf).

Linklaters: EU publishes mandatory Collective Action Clause for use in eurozone sovereign bonds from 1 January 2013; 28.05.2012; [http://www.linklaters.com/pdfs/mkt/london/A14950441\\_0\\_11\\_120508\\_CAC\\_client\\_memo\\_MND.pdf](http://www.linklaters.com/pdfs/mkt/london/A14950441_0_11_120508_CAC_client_memo_MND.pdf).

- Rat der Europäischen Union (Hrsg.): Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebietes und der EU-Organe vom 21. Juli 2011; [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/ec/124011.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/124011.pdf).
- Republik Österreich: Allgemeine Bedingungen für die Ausstattung von Bundesanleihen, deren ursprüngliche Tranche ab dem 1. Januar 2013 begeben wurde; 21.12.2012; <http://www.oekb.at/de/osn/DownloadCenter/kapitalmarkt/rentenmarkt/bedingungen/AB-Bundesanleihen-ab-20130101.pdf>.
- Republik Seychellen: Prospekt zum Umtauschangebot vom 7.12.2009; 04.12.2009; [http://www.rns-pdf.londonstockexchange.com/rns/6965D\\_1-2009-12-7.pdf](http://www.rns-pdf.londonstockexchange.com/rns/6965D_1-2009-12-7.pdf).
- Standard & Poors: The Eurozone Debt Crisis: 2013 Could Be A Watershed Year; 09.01.2013; [http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings\\_EMEA/2013-01-09\\_CBEvent\\_TheEurozoneDebtCrisis.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2013-01-09_CBEEvent_TheEurozoneDebtCrisis.pdf).
- Statement by the European Commission and the IMF on Cyprus; 27.06.2013; [http://www.mof.gov.cy/mof/mof.nsf/All/7B416492C0BB1A2AC2257B98002A5175/\\$file/Statement%20EC%20and%20IMF%20on%20Cyprus.pdf](http://www.mof.gov.cy/mof/mof.nsf/All/7B416492C0BB1A2AC2257B98002A5175/$file/Statement%20EC%20and%20IMF%20on%20Cyprus.pdf).
- Steering Committee of the Netherlands Government and the Permanent Court of Arbitration: Arbitration and Sovereign Debt; 11.07.2012; <http://www.slettgjelda.no/filestore/ArbitrationandSovereignDebt.pdf>.
- UNCTAD: Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing; 10.01.2012; [http://www.unctad.info/upload/Debt%20Portal/Principles%20drafts/SLB\\_Principles\\_English\\_Doha\\_22-04-2012.pdf](http://www.unctad.info/upload/Debt%20Portal/Principles%20drafts/SLB_Principles_English_Doha_22-04-2012.pdf).
- Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen: Draft Model Collective Action Clause, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt; De Gruyter, Berlin (2013); S. 239.
- Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen: Collective Action Clause Explanatory Note; 26.07.2011; [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/explanatory\\_note\\_draft\\_on\\_the\\_model\\_cac\\_-\\_26\\_july.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/explanatory_note_draft_on_the_model_cac_-_26_july.pdf).
- Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen: Common Terms of Reference; 17.02.2012; [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/cac\\_-\\_text\\_model\\_cac.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/cac_-_text_model_cac.pdf).
- Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen: Supplemental Provisions; 17.02.2012; [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/cac\\_-\\_supplemental\\_provisions.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/cac_-_supplemental_provisions.pdf).
- Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen: Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note; 26.03.2012; [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/supplemental\\_explanatory\\_note\\_on\\_the\\_model\\_cac\\_-\\_26\\_march\\_2012.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/supplemental_explanatory_note_on_the_model_cac_-_26_march_2012.pdf).

Unterausschuss des Wirtschafts- und Finanzausschusses für die Märkte für EU-Staatsanleihen: Report on the implementation of euro area model Collective Action Clauses (CACs); 14.11.2013;  
[http://europa.eu/efc/sub\\_committee/cac/cac\\_2012/final\\_-\\_cac\\_public\\_report.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/cac/cac_2012/final_-_cac_public_report.pdf).

Vereinte Nationen: Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System; 21.09.2009;  
[http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport\\_CoE.pdf](http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf).

Vereinte Nationen: Resolution 65/144 der Generalversammlung; 20.12.2010.

Wirtschafts- und Finanzausschuss: Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance, ECFIN/CEFCPE(2004)REP/50483; 12.11.2004;  
[http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/cacs\\_en.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/cacs_en.pdf).

Wirtschafts- und Finanzausschuss: Revised mandate for the EFC sub-committee on EU sovereign debt markets; 13.04.2011;  
[http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/mandate\\_en.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/mandate_en.pdf).

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie: Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11; 2011.

## **Literatur:**

Aden, Menno: Insolvenzverfahren über Fiskalvermögen eines Staates; ZRP 2010, S. 191–193.

Ahdieh, Robert B.: Between Mandate and Market: Contract Transition in the Shadow of International Order; Emory Law Journal 53 (2004), S. 691–762.

Albrecht, Peter; Mayer, Christoph: Finanzmathematik für Wirtschaftswissenschaftler, Grundlagen, Anwendungsbeispiele, Fallstudien, Aufgaben und Lösungen; Schäffer-Poeschel, Stuttgart (2007).

Arora, Alinna; Caminal, Rodrigo Olivares: Rethinking The Sovereign Debt Restructuring Approach; Law and Business Review of the Americas 9 (2003), S. 629–666.

Assmann, Heinz-Dieter: Anleihebedingungen und AGB-Recht; WM 2005, S. 1053–1068.

Bamberger, Heinz Georg; Roth, Herbert (Hrsg.): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch; 3. Aufl; Beck, München (2012).

Bardozzetti, Alfredo; Dottori, Davide: Collective Action Clauses: How Do They Weigh on Sovereigns?; Banca d'Italia Temi di discussione (Working papers), 897; 2013;  
[http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td13/td897\\_13/en\\_td897/en\\_tema\\_897.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td13/td897_13/en_td897/en_tema_897.pdf).

- Bark, Felix; Gilles, André: Der ESM in der Praxis: Rechtsgrundlagen und Funktionsweise; EuZW 2013, S. 367–371.
- Bartholomew, Ed; Liuzzi, Angela; Stern, Ernest: Two-Step Sovereign Debt Restructuring: A Market-Based Approach in a World without International Bankruptcy Law; *Geo. J. Int'l L.* 35 (2003), S. 859-872.
- Basedow, Jürgen: Art. 114 AEUV als Rechtsgrundlage eines optionalen EU-Kaufrechts - Eine List der Kommission?; EuZW 2012, S. 1–2.
- Bast, Jürgen: Grundbegriffe der Handlungsformen der EU, Entwickelt am Beschluss als praxisingenerierter Handlungsform des Unions- und Gemeinschaftsrechts; Springer, Berlin [u.a.] (2006).
- Bauer, Klaus-Albert: The Euro Area's Collective Action Clause, in: ders./Cahn/Kenadjian (Hrsg.), *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*; De Gruyter, Berlin (2013); S. 3–11.
- Baums, Theodor: Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes; ZBB 2009, S. 1–7.
- Baums, Theodor; Schmidtbleicher, Roland: Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen; ZIP 2012, S. 204–217.
- Bedford, Paul; Penalver, Adrian; Salmon, Chris: Resolving sovereign debt crises: the market-based approach and the role of the IMF; *Financial Stability Review* 2005, S. 91–100.
- Bedford, Paul: Sovereign bond contracts: a workshop at the Bank of England; *Financial Stability Review* 2005, S. 101–105.
- Berensmann, Kathrin: Die Einbindung privater Gläubiger in die Prävention und Bewältigung von internationalen Verschuldungskrisen; Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Bonn (2003).
- Berensmann, Kathrin; Herzberg, Angélique: Sovereign Insolvency Procedures - A comparative look at selected proposals, *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), S. 856–881.
- Berensmann, Kathrin: Braucht Europa eine Insolvenzordnung für Staaten?; ifo Schnelldienst 23/2010, S. 11–15.
- Bergmann, Jan Michael (Hrsg.): *Handlexikon der Europäischen Union*; 4. Aufl; Helbing & Lichtenhahn, Basel (2011).
- Bi, Ran; Charmon, Marcos; Zettelmeyer, Jeromin: The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings; IMF Working Paper, 11/265; 05.10.2011; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11265.pdf>.
- Biervert, Bernd: Der Mißbrauch von Handlungsformen im Gemeinschaftsrecht, Eine Untersuchung des gemeinschaftsrechtlichen Handlungsformensystems unter

- Einbeziehung der Rechtsordnungen Deutschlands, Frankreichs und Englands; Nomos, Baden-Baden (1999).
- Bischoff, Jan Asmus: Völkerrechtlicher Rechtsschutz bei Staatsbankrott?, ICSID-Schiedsgericht bejaht seine Zuständigkeit für argentinische Staatsanleihen; WM 2012, S. 1371–1374.
- Bogdandy, Armin von; Goldmann, Matthias: Die Restrukturierung von Staatsschulden als Ausübung internationaler öffentlicher Gewalt: Zur Möglichkeit der inkrementellen Entwicklung eines Staateninsolvenzrechts; ZaöRV 2013, S. 61–103.
- Bohoslavsky, Juan P; Li, Yuefen; Sudreau, Marie: Emerging customary international law in sovereign debt governance?; Capital Markets Law Journal 9 (2014), S. 55–72.
- Bolder, Daniel: Short Selling und Credit Default Swaps – welche neuen Regeln braucht der Markt?; EuZW 2011, S. 769–770.
- Bonin, Gregor von: Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen; Nomos, Baden-Baden (2004).
- Boudreau, Melissa: Restructuring Sovereign Debt Under Local Law: Are Retrofit Collective Action Clauses Expropriatory?; Harvard Business Law Review (Online Edition) 2012, S. 164–186.
- Bradley, Michael; Gulati, G. Mitu: Collective Action Clauses for the Eurozone; Review of Finance (First published online) 2013, S. 1–58.
- Buchheit, Lee C; Gulati, G. Mitu: Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges; UCLA Law Review 48 (2000), S. 59–84.
- Buchheit, Lee C; Gulati, G. Mitu; Mody, Ashoka: Sovereign Bonds and the Collective Will; Emory Law Journal 51 (2002), S. 1317–1363.
- Buchheit, Lee C; Karpinski, Elizabeth: Grenada's Innovations; Journal of International Banking and Regulation 21 (2006), S. 227–231.
- Buchheit, Lee C.: Supermajority control wins out; International Financial Law Review 26 (2007), S. 21.
- Buchheit, Lee C; Gulati, G. Mitu: The coroner's inquest; International Financial Law Review 27 (2009), S. 22–25.
- Buchheit, Lee C; Gulati, G. Mitu: How to Restructure Greek Debt; 07.05.2010; <http://ssrn.com/abstract=1603304>.
- Buchheit, Lee C; Gulati, G. Mitu: Drafting a model collective action clause for eurozone sovereign bonds; Capital Markets Law Journal 6 (2011), S. 317–325.
- Buchheit, Lee C; Gulati, G. Mitu: Greek Debt - The Endgame Scenarios, in: Allen/Alphandéry (Hrsg.), Life in the eurozone with or without sovereign default?; European University Institute, Florenz (2011); S. 83–96.



- Buchheit, Lee C; Gelpern, Anna; Gulati, G. Mitu; Panizza, Ugo; Weder di Mauro, Beatrice; Zettelmeyer, Jeromin: Revisiting Sovereign Bankruptcy, Brookings Report; 2013; <http://www.brookings.edu/research/reports/2013/10/sovereign-debt>.
- Buchheit, Lee C; Tirado, Ignacio; Gulati, G. Mitu: The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructuring; 22.01.2013; [http://scholarship.law.duke.edu/faculty\\_scholarship/2808](http://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2808).
- Buckley, Ross P.: The Transformative Potential of a Secondary Market: Emerging Markets Debt Trading from 1983 to 1989; *Fordham Int'l L.J.* 21 (1997), S. 1152–1238.
- Buckley, Ross P.: The Facilitation of the Brady Plan: Emerging Markets Debt Trading From 1989 to 1993; *Fordham Int'l L.J.* 21 (1997), S. 1802–1889.
- Bunge, Andrea: Die Internationale Schuldenkrise - Ursachen und Lösungsansätze; GRIN Verlag, München (2007).
- Burn, Lachlan: Bondholder Resolutions in the Courtroom, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*; De Gruyter, Berlin (2013); S. 73–83.
- Büschgen, Hans E.: *Das kleine Börsen-Lexikon*; 23. Aufl; Schäffer-Poeschel, Stuttgart (2012).
- Bußhardt, Harald: Insolvenzrecht für Staaten - einige Überlegungen zur Quadratur des Kreises, in: Kind/Kießner/Frank (Hrsg.), *Unternehmenskrisen - Der Jurist als Notarzt. Festschrift für Eberhard Braun zum 60. Geburtstag*; Beck, München (2007); S. 423–437.
- Calliess, Christian; Ruffert, Matthias (Hrsg.): *EUV, AEUV, Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta ; Kommentar*; 4. Aufl; Beck, München (2011).
- Calliess, Christian: Perspektiven des Euro zwischen Solidarität und Recht, Eine rechtliche Analyse der Griechenlandhilfe und des Rettungsschirms; *ZEuS* 2011, S. 213–282.
- Calliess, Christian: Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, in: *VVDStRL* 71 (2012); S. 113–182.
- Calliess, Christian; Schoenfleisch, Christopher: Auf dem Weg in die europäische „Fiskalunion“? – Europa- und verfassungsrechtliche Fragen einer Reform der Wirtschafts- und Währungsunion im Kontext des Fiskalvertrages; *JZ* 2012, S. 477–487.
- Calliess, Christian: Der ESM zwischen Luxemburg und Karlsruhe; *NVwZ* 2013, S. 97–105.
- Choi, Stephen J; Gulati, G. Mitu: Why lawyers need to take a closer look at exit consents; *International Financial Law Review* 22 (2003), S. 15–18.

- Choi, Stephen J; Posner, Eric A; Gulati, G. Mitu: Political Risk and Sovereign Debt Contracts; Chicago Public Law and Legal Theory Working Paper, No. 370; 28.11.2011; <http://ssrn.com/abstract=1962788>.
- Choi, Stephen J; Gulati, G. Mitu; Posner, Eric A: Pricing Terms in Sovereign Debt Contracts: A Greek Case Study with Implications for the European Crisis Resolution Mechanism; *Capital Markets Law Review* 6 (2011), S. 163–187.
- Choi, Stephen J; Gulati, G. Mitu; Posner, Eric A: The Evolution of Contractual Terms in Sovereign Bonds; *Journal of Legal Analysis* 4 (2012), S. 131–179.
- Claussen, Carsten Peter (Hrsg.): *Bank- und Börsenrecht, Für Studium und Praxis*; 4. Aufl; Beck, München (2008).
- Corsetti, Giancarlo; Devereux, Michael P; Hassler, John; Saint-Paul, Gilles; Sinn, Hans-Werner; Sturm, Jan-Egbert; Vives, Xavier: A New Crisis Mechanism for the Euro Area; *EEAG Report on the European Economy 2011*, S. 71–96.
- Cotterill, Joseph: Sovereign pari passu and the litigators of the lost cause; *Capital Markets Law Journal* 9 (2014), S. 18–25.
- Cremer, Matthias: *Privatrechtliche Verträge als Instrument zur Beilegung staatlicher Insolvenzkrise, Neue Ansätze in der Entwicklung eines internationalen Staatsinsolvenzrechts*; Weltforum, München (1991).
- Cruces, Juan J; Trebesch, Christoph: Sovereign Defaults: The Price of Haircuts; *CESifo Working Paper*, Nr. 3604; 13.10.2011; <http://ssrn.com/abstract=1943411>.
- Das, Udaibir S; Papaioannou, Michael G; Trebesch, Christoph: Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts; *IMF Working Paper*, 12/203; 14.08.2012; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>.
- Dausen, Manfred A. (Hrsg.): *Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts*; Loseblatt, 34. Ergänzungslieferung 10/2013; Beck, München.
- Degenhart, Christoph: *Staatsorganisationsrecht, Staatsrecht I*; 29. Aufl; C. F. Müller, Heidelberg (2013).
- Dixon, Liz; Wall, David: Collective action problems and collective action clauses; *Financial Stability Review* 2000, S. 142–151.
- Drage, John; Hovaguimian, Catherine: Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues; *Bank of England Financial Stability Paper*; 02.11.2004; <http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2004/fsr17art9.pdf>.
- Drake, Keegan: Disenfranchisement in Sovereign Bonds; 08.05.2012; <http://ssrn.com/abstract=2007294>.
- Eichengreen, Barry J; Portes, Richard: Crisis? What crisis? Orderly workouts for sovereign debtors; *Centre for Economic Policy Research*, London (1995).

- Eichengreen, Barry J; Mody, Ashoka: Would Collective Action Clauses raise borrowing costs?; NBER Working Paper Series, No. 7458; Januar 2000; <http://www.nber.org/papers/w7458>.
- Eichengreen, Barry J; Mody, Ashoka: Would Collective Action Clauses raise borrowing costs? - An Update and Additional Results; World Bank Policy Research Working Paper, No 2363; Mai 2000; <http://ssrn.com/abstract=630737>.
- Eichengreen, Barry J; Kletzer, Kenneth; Mody, Ashoka: Crisis Resolution: Next Steps; NBER Working Paper Series, No. 10095; November 2003; <http://www.nber.org/papers/w10095>.
- Enderlein, Henrik; Trebesch, Christoph; Daniels, Laura von: Sovereign debt disputes: A database on government coerciveness during debt crises; *Journal of International Money and Finance* 31 (2012), S. 250–266.
- Engert, Andreas; Hornuf, Lars: Market Standards in Public Sector Debt Contracting; CESifo DICE Report 11/3 (2013), S. 16–20.
- Epping, Volker; Hillgruber, Christian (Hrsg.): *Grundgesetz, Kommentar*; 2. Aufl; Beck, München (2013).
- Ermrich, Christine: Die Zahlungsunfähigkeit von Staaten, Ein Problem der Staatenverantwortlichkeit und des Entwicklungsvölkerrechts sowie der Kontrollmechanismen des IWF; Kovač, Hamburg (2007).
- Fleischer, Holger (Hrsg.): *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung - GmbHG, Band 2 (§§ 35-52)*; Beck, München (2012).
- Florstedt, Tim: "Korporatives Denken" im Schuldverschreibungsrecht - ein Holzweg?, Eine Bemerkung zu dem Beschluss des OLG Frankfurt/M. v. 27.3.2012 - 5 AktG 3/11, ZIP 2012, 725, und zum Reformbedarf im Anleiherecht; ZIP 2012, S. 2286–2289.
- Florstedt, Tim: Die Schranken der Majorisierung von Gläubigern, Eine vergleichende Betrachtung des Minderheitenschutzes im deutschen und im schweizer Anleiherecht; RIW 2013, S. 583–592.
- Forteau, Mathias: Le défaut souverain en droit international public, in: *Audit* (Hrsg.), *Insolvabilité des États et dettes souveraines*; LGDJ-Lextenso éd., Paris (2011); S. 209–232.
- Frenz, Walther: *Handbuch Europarecht, Band 5: Wirkungen und Rechtsschutz*; Springer, Berlin [u.a.] (2010).
- Frenz, Walther; Ehlenz, Christian: Rechtsangleichung über Art. 114 AEUV und Grenzen gem. Art. 5 EUV nach Lissabon; *EuZW* 2011, S. 623–626.
- Friedl, Markus: Einschränkung der Anwendung des SchVG erschwert Restrukturierung von Anleihen; *BB* 2012, S. 1308–1310.

- Friedl, Markus; Hartwig-Jacob, Mauricio (Hrsg.): Frankfurter Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz; Deutscher Fachverlag Fachmedien Recht und Wirtschaft, Frankfurt am Main (2013).
- Galvis, Sergio J; Saad, Angel L: Collective Action Clauses: recent progress and challenges ahead; *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), S. 713–730.
- Geiger, Rudolf; Khan, Daniel-Erasmus; Kotzur, Markus (Hrsg.): EUV, AEUV, Vertrag über die Europäische Union und Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Kommentar; 5. Aufl; Beck, München (2010).
- Gelpern, Anna; Gulati, G. Mitu: Innovation after the revolution: foreign sovereign bond contracts since 2003; *Capital Markets Law Journal* 4 (2008), S. 85–103.
- Gelpern, Anna; Gulati, G. Mitu: Sovereign Snake Oil; Washington College of Law Research Paper, Nr. 2011-05; <http://ssrn.com/abstract=1732650>.
- Gelpern, Anna: Contract hope and sovereign redemption; *Capital Markets Law Journal* 8 (2013), S. 132–148.
- Gelpern, Anna; Gulati, G. Mitu: The Wonder-Clause; *Journal of Comparative Economics* 41 (2013), S. 367–385.
- Gernhuber, Joachim: Die verdrängende Vollmacht; *JZ* 1995, S. 381–390.
- Ghosal, Sayantan; Thampanishvong, Kannika: Does strengthening Collective Action Clauses (CACs) help?; *Journal of International Economics* 89 (2013), S. 68–78.
- Gianviti, François; Krueger, Anne O; Pisani-Ferry, Jean; Sapir, André; Hagen, Jürgen von: A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal; Bruegel, Brüssel (2010).
- Glaser, Andreas: Die Neuausrichtung der EU-Finanzverfassung durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus; *DÖV* 2012, S. 901–908.
- Goette, Wulf; Habersack, Mathias (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bände 3 (§§ 118 – 178) und 4 (§§ 179-277); 3. Aufl; Beck, München (2013/2011).
- Goldmann, Matthias: Good Faith and Transparency in Sovereign Debt Workouts, Paper prepared for the Second Session of the UNCTAD Working Group on a Debt Workout Mechanism; 23.01.2014; <http://www.unctad.info/upload/Debt%20Portal/DWM%20Good%20Faith%20and%20Transparency%2020131223.pdf>.
- Gottschalk, Eckart: Emissionsbedingungen und AGB-Recht; *ZIP* 2006, S. 1121–1127.
- Götze, Cornelius: Erteilung von Stimmrechtsvollmacht nach dem ARUG; *NZG* 2010, S. 93–96.
- Grabitz, Eberhard; Hilf, Meinhard; Nettesheim, Martin (Begr./Hrsg.): Das Recht der Europäischen Union; Loseblatt, 51. Ergänzungslieferung 09/2013; Beck, München.
- Gray, Robert: Collective Action Clauses: Theory and practice; *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), S. 693–712.

- Griebel, Jörn: Internationales Investitionsrecht, Lehrbuch für Studium und Praxis; Beck, München (2008).
- Grundmann, Wolfgang; Luderer, Bernd: Finanzmathematik, Versicherungsmathematik, Wertpapieranalyse, Formeln und Begriffe; 3. Aufl; Vieweg + Teubner, Wiesbaden (2009).
- Gugiatti, Mark; Richards, Anthony: The use of collective action clauses in New York law bonds of sovereign borrowers; *Georgetown Journal of International Law* 35 (2004), S. 815.
- Gulati, Mitu G.: The Evolution of Euro Area Sovereign Debt Contract Terms: A Preliminary Examination; CESifo DICE Report 11/3 (2013), S. 3–9.
- Häde, Ulrich: Art. 136 AEUV – eine neue Generalklausel für die Wirtschafts- und Währungsunion?; *JZ* 2011, S. 333–340.
- Hägele, Susanne; Wessels, Wolfgang: Die Eurogruppe und der Wirtschafts- und Finanzausschuss, in: Weidenfeld/Wessels (Hrsg.), *Jahrbuch der Europäischen Integration* 2000/2001; S. 109–114.
- Haldane, Andrew: Private sector involvement in financial crisis: analytics and public policy approaches; *Financial Stability Review* 1999, S. 184–202.
- Haldane, Andrew; Penalver, Adrian; Saporta, Victoria; Shin, Hyun Song: Optimal collective action clause thresholds; *Bank of England Working Paper*, No. 249; 2004; <http://ssrn.com/abstract=724002>.
- Happe, Claus-Michael: Towards a Level Playing Field, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*; De Gruyter, Berlin (2013); S. 25–28.
- Haratsch, Andreas; König, Christian; Pechstein, Matthias: *Europarecht*; 8. Aufl; Mohr Siebeck, Tübingen (2012).
- Hartwig-Jacob, Mauricio: Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen; Beck, München (2001).
- Hartwig-Jacob, Mauricio: Neue rechtliche Mechanismen zur Lösung internationaler Schuldenkrisen, in: Berger/Borges/Herrmann/Schlüter (Hrsg.), *Zivil- und Wirtschaftsrecht im europäischen und globalen Kontext. Festschrift für Norbert Horn zum 70. Geburtstag*; De Gruyter Recht, Berlin (2006); S. 717–734.
- Häseler, Sönke: Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts - whence the opposition?; *Journal of Economic Surveys* 23 (2009), S. 882–923.
- Häseler, Sönke: Trustees versus fiscal agents and default risk in international sovereign bonds; *Eur J Law Econ* 34 (2012), S. 425–448.
- Hays, James M.: The Sovereign Debt Dilemma; *Brooklyn Law Review* 75 (2010), S. 905.
- Hefeker, Carsten: Ein Insolvenzrecht für souveräne Staaten?; *Wirtschaftsdienst* 2002, S. 684–688.

- Herdegen, Matthias: Der Staatsbankrott: Probleme eines Insolvenzverfahrens und der Umschuldung bei Staatsanleihen; WM 2011, S. 913–918.
- Herdegen, Matthias: Europarecht; 15. Aufl; Beck, München (2013).
- Herdegen, Matthias: Völkerrecht; 12. Aufl; Beck, München (2013).
- Herdegen, Matthias: Internationales Wirtschaftsrecht; 10. Aufl; Beck, München (2014).
- Herrmann, Christoph: Die Zukunft der mitgliedstaatlichen Investitionspolitik nach dem Vertrag von Lissabon; EuZW 2010, S. 207–212.
- Herrmann, Christoph: Die Bewältigung der Euro-Staatsschulden-Krise an den Grenzen des deutschen und europäischen Währungsverfassungsrechts; EuZW 2012, S. 805–812.
- Herrmann, Christoph: Die Folgen der Finanzkrise für die europäische Wirtschafts- und Währungsunion, in: Kadelbach (Hrsg.), Nach der Finanzkrise. Rechtliche Rahmenbedingungen einer neuen Ordnung; Nomos, Baden-Baden (2012); S. 79–104.
- Heselhaus, Sebastian; Nowak, Carsten (Hrsg.): Handbuch der Europäischen Grundrechte; Beck [u.a.], München (2006).
- Heß, Julian: Der Europäische Stabilitätsmechanismus: Eine Analyse der Regelungen und ihrer Vereinbarkeit mit Europarecht; ZJS 2011, S. 207–215.
- Heun, Werner: Das Mehrheitsprinzip in der Demokratie, Grundlagen - Struktur - Begrenzungen; Duncker & Humblot, Berlin (1983).
- Hey, Johanna: Finanzautonomie und Finanzverflechtung in gestuften Rechtsordnungen, in: VVDStRL 66 (2007); S. 277–334.
- Hilf, Meinhard: Die Auslegung mehrsprachiger Verträge - Eine Untersuchung zum Völkerrecht und zum Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland; Springer, Berlin [u.a.] (1973).
- Hobe, Stephan: Europarecht; 7. Aufl; Vahlen, München (2012).
- Hofmann, Christian; Keller, Christoph: Collective Action Clauses; ZHR 175 (2011), S. 684–723.
- Hofmann, Christian: Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt; De Gruyter, Berlin (2013); S. 45–69.
- Hofmann, Hans; Konow, Christian: Die neue Stabilitätsarchitektur der Europäischen Union, Verfassungs- und europarechtliche Fragestellungen zur grundlegenden Reform der Wirtschafts- und Währungsunion; ZG 2012, S. 138–163.
- Hölters, Wolfgang (Hrsg.): Aktiengesetz, Kommentar; Vahlen, München (2011).
- Honsell, Heinrich (Hrsg.): Basler Kommentar, Wertpapierrecht; Helbing Lichtenhahn, Basel (2012).

- Hopt, Klaus J.: Neues Schuldverschreibungsrecht - Bemerkungen und Anregungen aus Theorie und Praxis, in: Grundmann/Kirchner/Raiser (Hrsg.), Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts. Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag; Beck, München (2009); S. 441–458.
- Horn, Norbert: Das neue Schuldverschreibungsgesetz und der Anleihemarkt; BKR 2009, S. 446–453.
- Horn, Norbert: Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht im Licht aktueller Marktentwicklungen; ZHR 173 (2009), S. 12–66.
- Horn, Norbert: Erfüllungsverweigerung wegen Notstands bei internationalen Staatsanleihen, in: Habersack/Joeres/Krämer (Hrsg.), Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Gerd Nobbe; RWS-Verl. Kommunikationsforum, Köln (2009); S. 606–618.
- Hueck, Alfred; Canaris, Claus-Wilhelm: Recht der Wertpapiere; 12. Aufl; Vahlen, München (1986).
- Hüffer, Uwe: Aktiengesetz; 10. Aufl; Beck, München (2012).
- Hurlock, James: The way ahead for sovereign debt; Euromoney August 1995, S. 78–79.
- Hüther, Michael: Braucht Europa eine Insolvenzordnung für Staaten?; ifo Schnelldienst 23/2010, S. 3–7.
- Jacklin, Nancy P.: Adressing Collective-Action Problems in Securitized Credit; Law and Contemporary Problems 73 (2010), S. 175–191.
- Jarass, Hans D.; Pieroth, Bodo (Hrsg.): Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland, Kommentar; 12. Aufl; Beck, München (2012).
- Jarass, Hans D. (Hrsg.): Charta der Grundrechte der Europäischen Union, Unter Einbeziehung der vom EuGH entwickelten Grundrechte, der Grundrechtsregelungen der Verträge und der EMRK ; Kommentar; 2. Aufl; Beck, München (2013).
- Johannsen, Sven Leif Erik: Der Investitionsbegriff nach Art. 25 Abs. 1 der ICSID-Konvention; Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht 87, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg Institut für Wirtschaftsrecht, Halle (Saale) (2009).
- Kämmerer, Jörn Axel: Der Staatsbankrott aus völkerrechtlicher Sicht; ZaöRV 2005, S. 651–676.
- Kämmerer, Jörn Axel: Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem (ESFS) – Modell für eine europäisierte Verwaltungsarchitektur?; NVwZ 2011, S. 1281–1287.
- Kasolowsky, Boris; Miron, Smaranda: Can Collective Action Clauses in Sovereign Bonds Limit Litigation Risks for States?, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt; De Gruyter, Berlin (2013); S. 85–100.

- Keller, Christoph: Das Bundeswertpapierverwaltungsgesetz - Abschied vom Reichsschuldbuchrecht sowie den reichsrechtlichen Depotverordnungen der Jahre 1940-1942; BKR 2002, S. 49–50.
- Keller, Christoph: Neuere Entwicklungen im Bereich der emerging-markets-Staatsanleihen; BKR 2003, S. 313–315.
- Keller, Christoph: Umschuldung von Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts; De Gruyter Recht, Berlin (2004); S. 157–185.
- Keller, Christoph: Zur Nichtanwendung des Rechts der AGB-Kontrolle auf Emissionsbedingungen von Schuldverschreibungen, Anmerkung zu BGHZ 163, 311; ZBB 2005, S. 326–328.
- Keller, Christoph: Die Übergangsregelungen des neuen Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG 2009); BKR 2012, S. 15–18.
- Keller, Christoph; Kößler, Nils: Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht; De Gruyter, Berlin (2013); S. 73–91.
- Kenadjian, Patrick S.: The Aggregation Clause in Euro Area Government Securities: Game Changer or Flavor of the Month?, in: Bauer/Cahn/ders. (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt; De Gruyter, Berlin (2013); S. 113–148.
- Kerber, Markus C.: Souveränität und Konkurs, Zur Institutionenökonomie der Suspendierung staatlicher Schuld im internationalen Recht; Berliner Wiss.-Verl, Berlin (2005).
- Kirchhof, Paul: Stabilität von Recht und Geldwert in der Europäischen Union; NJW 2013, S. 1–6.
- Kleinlein, Thomas: Anmerkung zu BVerfG, Beschluss vom 8.5.2007 -2 BvM 1/03 u.a; RIW 2007, S. 695–696.
- Klepper, Marian: Vollzugskompetenzen der Europäischen Gemeinschaft aus abgeleitetem Recht, Zulässigkeit - Modalitäten - Rechtsfolgen; Nomos, Baden-Baden (2001).
- Knopp, Lothar: Eurozone in der Dauerkrise – Deutschlands Weg in den Staatsbankrott?; NVwZ 2011, S. 1480–1485.
- Koch, Elmar B.: Collective action clauses – the way forward; Georgetown Journal of International Law 35 (2004), S. 665–692.
- Kolling, Annabella: Aktuelle Entwicklungen in Sachen Argentinien-Anleihen, Klagen deutscher Gläubiger; BKR 2007, S. 481–488.



- Kopf, Christian: Sovereign Debt Restructuring: Lessons from History, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*; De Gruyter, Berlin (2013); S. 149–180.
- Krajewski, Markus: *Wirtschaftsvölkerrecht*; 3. Aufl.; C.F. Müller, Heidelberg (2012).
- Krueger, Anne O.: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, Rede beim National Economists' Club Annual Members' Dinner am 26.11.2001; <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.
- Krueger, Anne O.: A new approach to sovereign debt restructuring; Internationaler Währungsfonds, Washington, D.C. (2002).
- Krueger, Anne O.: New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking, Rede auf der Konferenz "Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards" des Institute for International Economics Washington DC am 1. April 2002; <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>.
- Kube, Hanno: Rechtsfragen der völkervertraglichen Euro-Rettung; WM 2012, S. 245–253.
- Kusserow, Berthold: Opt-in Beschlüsse nach dem neuen Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen; WM 2011, S. 1645–1651.
- Langenbucher, Katja; Bliesener, Dirk; Spindler, Gerald (Hrsg.): *Bankrechts-Kommentar*; Beck, München (2013).
- Leber, Florian: Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz; Nomos, Baden-Baden (2012).
- Lehmann, Matthias; Manger-Nestler, Cornelia: Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht; EuZW 2010, S. 87–92.
- Lenenbach, Markus: Aktienanleihen: Ihre Behandlung im Zivil- und Börsenterminrecht und nach dem AGBG, Zugleich Besprechung des Urteils des LG Frankfurt, NZG 2000, 793; NZG 2001, S. 481–493.
- Lenz, Carl Otto; Borchardt, Klaus-Dieter (Hrsg.): *EU-Verträge Kommentar*, EUV, AEUV, GRCh; 6. Aufl.; Bundesanzeiger Verl. [u.a.], Köln (2013).
- Lewinski, Kai von: Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott, Rechtliche Bewältigung finanzieller Krisen der öffentlichen Hand; Mohr Siebeck, Tübingen (2011).
- Lewinski, Kai von (Hrsg.): *Staatsbankrott als Rechtsfrage*; Nomos, Baden-Baden (2011).
- Li, Yanying: Playing Sovereign Debt Creditor's Orchestra, Inter-creditor Issues in Sovereign Debt Restructuring; IILR 2013, S. 243–255.
- Luca, Anna De: Collective Actions in ICSID Arbitration: The Argentine Bonds Case; Italian Yearbook of International Law 21 (2011), S. 211–239.

- Ludwigs, Markus: Rechtsangleichung nach Art. 94, 95 EG-Vertrag, Eine kompetenzrechtliche Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung des Europäischen Privatrechts; Nomos, Baden-Baden (2004).
- Ludwigs, Markus: Verwirklichung des Binnenmarkts durch ein „Gemeinsames Europäisches Kaufrecht“?, Das optionale Modell im Kreuzfeuer der Kompetenzkritik; EuZW 2012, S. 608–613.
- Luna Martinez, Jose de: Globalisierung und Finanzkrisen, Lehren aus Mexiko und Südkorea, Berlin (2002).
- Macmillan, Rory: Towards a Sovereign Debt Work-out System; Northwestern Journal of International Law & Business 16 (1995), S. 57–106.
- Maier-Reimer, Georg: Fehlerhafte Gläubigerbeschlüsse nach dem Schuldverschreibungsgesetz; NJW 2010, S. 1317–1322.
- Malagardis, Antonis N.: Ein "Konkursrecht" für Staaten?, Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart; Nomos, Baden-Baden (1990).
- Mangoldt, Hermann v.; Klein, Friedrich; Starck, Christian (Begr./Hrsg.): Kommentar zum Grundgesetz, Band 1 (Art. 1-19); 6. Aufl.; Vahlen, München (2010).
- Marauhn, Thilo: Restrukturierung ausländischer Staatsschulden, in: ders. (Hrsg.), Streitbeilegung in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen - Völkerrechtliche Einhegung ökonomischer Globalisierungsprozesse; Mohr Siebeck, Tübingen (2005); S. 77–108.
- Marburger, Peter (Hrsg.): Staudinger, Recht der Schuldverhältnisse ; §§ 779 - 811 (Vergleich, Schuldversprechen, Anweisung, Schuldverschreibung); Neubearb. 2009; Sellier [u.a.], Berlin.
- Martinek, Michael (Hrsg.): Staudinger, Recht der Schuldverhältnisse ; §§ 305 - 310; UKlaG (Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen); Neubearb. 2013; Sellier [u.a.], Berlin.
- Maunz, Theodor; Dürig, Günter (Begr.): Grundgesetz, Kommentar; Loseblatt, 69. Ergänzungslieferung 05/2013; Beck, München.
- Maurer, Hartmut: Kontinuitätsgewähr und Vertrauensschutz, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band IX; C.F. Müller, Heidelberg (2011); § 179.
- Mayer, Christian: Staatsinsolvenz nach dem Argentinien-Beschluss des Bundesverfassungsgerichts, Eine Chance für den Finanzplatz Deutschland?; WM 2008, S. 425–433.
- Meyer, Jürgen (Hrsg.): Charta der Grundrechte der Europäischen Union; 3. Aufl; Nomos [u.a.], Baden-Baden (2011).
- Michel, Katja: Die neue Europäische Bankenaufsichtsbehörde; DÖV 2011, S. 728–735.

- Miller, Marcus; Thomas, Dania: Eurozone Sovereign Debt Restructurings: promising legal prospects?; Cage Online Working Paper Series, 143; 02.08.2013; <http://econpapers.repec.org/RePEc:cge:warwgc:143>.
- Monteleone, Theresa A.: A vulture's gamble: high-stakes interpretation of sovereign debt contracts in NML Capital, Ltd v Republic of Argentina; Capital Markets Law Journal 8 (2013), S. 149–165.
- Münch, Ingo von; Kunig, Philip (Hrsg.): Grundgesetz, Kommentar; 6. Aufl; Beck, München (2012).
- Nettesheim, Martin: "Euro-Rettung" und Grundgesetz, Verfassungsgerichtliche Vorgaben für den Umbau der Währungsunion; EuR 2011, S. 765–783.
- Nettesheim, Martin: Europarechtskonformität des Europäischen Stabilitätsmechanismus; NJW 2013, S. 14–17.
- Nierlich, Roman; Schneider, Benjamin: Conference Report: A Debt Restructuring Mechanism for European Sovereigns - Do We Need a Legal Procedure?; IILR 2012, S. 392–431.
- Nodoushani, Manuel: Die Restrukturierung von Staatsanleihen im Euroraum; WM 2012, S. 1798–1807.
- Nordvig, Jens; Firoozye, Nick: Rethinking the European monetary union; Wolfson Economics Prize 2012 - Final submission; 2012; <http://www.policyexchange.org.uk/images/WolfsonPrize/nordvig%20-%20rethinking%20european%20monetary%20union.pdf>.
- Obwexer, Walter: Die Vertragsschlusskompetenzen und die vertragsschlussbefugten Organe der Europäischen Union; EuR-Beiheft 2/2012, S. 49–74.
- Ohler, Christoph: Der Staatsbankrott; JZ 2005, S. 590–599.
- Ohler, Christoph: Anmerkung zu EuGH, Urteil vom 2. 5. 2006 - C-217/04; EuZW 2006, S. 372–374.
- Ohler, Christoph: Die zweite Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes; ZG 2010, S. 330-345.
- Ohler, Christoph: The European Stability Mechanism, The Long Road to Financial Stability in the Euro Area; German Yearbook of International Law 54 (2011), S. 47–74.
- Ohler, Christoph: Gemeinschaftssolidarität und finanzpolitische Eigenverantwortung, in: Möllers/Zeitler (Hrsg.), Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise; Mohr Siebeck, Tübingen (2013); S. 277–297.
- Oppenländer, Frank; Trölitzsch, Thomas (Hrsg.): Praxishandbuch der GmbH-Geschäftsführung; 2. Aufl; Beck, München (2011).

- Oppermann, Thomas; Classen, Claus Dieter; Nettesheim, Martin: Europarecht; 5. Aufl; Beck, München (2011).
- Oppermann, Thomas: "Euro-Rettung" und europäisches Recht; NJW 2013, S. 6–9.
- Orator, Andreas: Die unionsrechtliche Zulässigkeit von Eingriffsbefugnissen der ESMA im Bereich von Leerverkäufen; EuZW 2013, S. 852–855.
- Otto, Dirk: Gläubigerversammlungen nach dem SchVG – Ein neues Tätigkeitsgebiet für Notare; DNotZ 2012, S. 809–825.
- Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch - Mit Nebengesetzen; 73. Aufl; Beck, München (2014).
- Panizza, Ugo; Sturzenegger, Federico; Zettelmeyer, Jeromin: The Economics and Law of Sovereign Debt and Default; Journal of Economic Literature 47 (2009), S. 651–698.
- Partsch, René: Die Harmonisierung der Europäischen Finanzaufsicht; ZBB 2010, S. 72–76.
- Paulus, Andreas: Gesetzliche Regelungslücken nach Entscheidungen von BVerfG und EuGH; NJW 2011, S. 3686–3689.
- Paulus, Christoph G.: Rechtlich geordnetes Insolvenzverfahren für Staaten; ZRP 2002, S. 383–388.
- Paulus, Christoph G.: The Evolution of the „Concept of Odious Debts“; ZaöRV 2008, S. 391–429.
- Paulus, Christoph G.: Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten; RIW 2009, S. 11–17.
- Paulus, Christoph G.: Ein Regelungssystem zur Schaffung eines internationalen Insolvenzrechts für Staaten; ZG 2010, S. 313–330.
- Paulus, Christoph G.: Braucht Europa eine Insolvenzordnung für Staaten?; ifo Schnelldienst 23/2010, S. 7–11.
- Paulus, Christoph G.: A Standing Arbitral Tribunal as a Procedural Solution for Sovereign Debt Restructurings, in: Braga (Hrsg.), Sovereign debt and the financial crisis - will this time be different?; World Bank, Washington DC (2011); S. 317–329.
- Paulus, Christoph G.: Die Eurozone und das größere Thema eines Staateninsolvenzrechts, in: Kodek (Hrsg.), Staateninsolvenz; Springer, Wien (2011); S. 9–32.
- Paulus, Christoph G.: Lehren aus den vergangenen Krisen und neue Ansätze zur Staateninsolvenz, in: Giegerich/Heinz (Hrsg.), Internationales Wirtschafts- und Finanzrecht in der Krise; Duncker & Humblot, Berlin (2011); S. 135–154.
- Paulus, Christoph G.: Geordnete Staateninsolvenz - eine Lösung mit Hilfe des Vertragsrechts; ZIP 2011, S. 2433–2443.

- Paulus, Christoph G.: Der Staat als Schuldner - Überlegungen anlässlich einer Entscheidung des BGH, in: Geimer/Schütze/Garber (Hrsg.), Europäische und internationale Dimension des Rechts. Festschrift für Daphne-Ariane Simotta; LexisNexis, Wien (2012); S. 427–436.
- Paulus, Christoph G.: Prolegomena für die Schaffung eines Insolvenzrechts für Staaten, in: Kadelbach (Hrsg.), Nach der Finanzkrise. Rechtliche Rahmenbedingungen einer neuen Ordnung; Nomos, Baden-Baden (2012); S. 105–129.
- Paulus, Christoph G.: A Resolvency Proceeding for Defaulting Sovereigns; ILLR 2012, S. 1–20.
- Paulus, Christoph G.: Staatsinsolvenzen: Gläubiger oder neutrale Instanz – wer soll das schlingende Schiff steuern?; ZSE 2012, S. 30–52.
- Paulus, Christoph G.: Berufskläger als Sanierungshemmnis; BB 2012, S. 1556–1558.
- Paulus, Christoph G.: Schuldverschreibungen, Restrukturierungen, Gefährdungen; WM 2012, S. 1109–1113.
- Paulus, Christoph G.: Sovereign Defaults to be Solved by Politicians or by a Legal Proceeding?; Law and Economics Yearly Review 2012, S. 203–233.
- Paulus, Christoph G.: A Resolvency Proceeding for Defaulting Sovereigns, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt; De Gruyter, Berlin (2013); S. 181–205.
- Paulus, Christoph G.: Wie könnte ein geordnetes Staateninsolvenzverfahren aussehen?, in: Möllers/Zeitler (Hrsg.), Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise; Mohr Siebeck, Tübingen (2013); S. 201–225.
- Paulus, Christoph G.: Jüngste Entwicklungen im Insolvenzrecht; WM 2013, S. 489–496.
- Paulus, Christoph G.: Insolvenzrecht im Werden – NML Capital Ltd. et al. vs. Argentinien, 2. Runde; ZIP 2013, S. 2190–2194.
- Pechstein, Matthias: EU-Prozessrecht, Mit Aufbaumustern und Prüfungsübersichten; 4. Aufl.; Mohr Siebeck, Tübingen (2011).
- Perkams, Markus: Internationale Investitionsschutzabkommen im Spannungsfeld zwischen effektivem Investitionsschutz und staatlichem Gemeinwohl, Eine rechtsvergleichende Untersuchung am Beispiel der Dichotomie von indirekten Enteignungen und nationalen Regulierungen in Investitionsschutzabkommen; Nomos, Baden-Baden (2011).
- Pfeiffer, Thomas: Zahlungskrisen ausländischer Staaten im deutschen und internationalen Rechtsverkehr; ZVglRWiss 102 (2003), S. 141–194.
- Philipp, Wolfgang: Der ESM: Gesellschaft mit unbeschränkter Haftung (GmuNh), Neues von der Hinrichtungsstätte europäischer Rechtskultur; AG 2013, S. 81–85.

- Philipp, Wolfgang: Pacta non sunt servanda, Keine Vertragstreue mehr für Bundeswertpapiere; NVwZ - Extra 2013, S. 1–5.
- Pieckenbrock, Andreas: Vorlagen nach Art. 267 AEUV im Privatrecht; EuR 2011, S. 317–357.
- Pieroth, Bodo; Schlink, Bernhard; Kingreen, Thorsten; Poscher, Ralf: Grundrechte, Staatsrecht II; 29. Aufl; C. F. Müller, Heidelberg (2013).
- Podewils, Felix: Neuerungen im Schuldverschreibungs- und Anlegerschutzrecht, Das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung; DStR 2009, S. 1914–1920.
- PONS Kompaktwörterbuch Englisch-Deutsch, Deutsch-Englisch; Neubearb. 2006, 1. Aufl; Klett, Stuttgart (2006).
- Porzecanski, Arturo C.: When Bad Things Happen To Good Sovereign Debt Contracts: The Case Of Ecuador; Law and Contemporary Problems 73 (2010), S. 251–272.
- Pötzsch, Thorsten: Reform der Europäischen Finanzaufsichtsstrukturen, in: Grundmann (Hrsg.), Unternehmen, Markt und Verantwortung. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag; De Gruyter, Berlin (2010); S. 2367–2383.
- Preuße, Thomas (Hrsg.): SchVG, Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen; Kommentar; Erich Schmidt, Berlin (2011).
- Pröhl, Hans: Gesetz über die Kreditanstalt für Wiederaufbau; Gehlen, Bad Homburg [u.a.] (1949).
- Quarles, Randal: Herding Cats: Collective-Action Clauses in Sovereign Debt — The genesis of the project to change market practice in 2001 through 2003; Law and Contemporary Problems 73 (2010), S. 29.
- Rieffel, Alexis: Restructuring sovereign debt, The case for ad hoc machinery; Brookings Institution Press, Washington, D.C. (2003).
- Rixecker, Roland; Säcker, Franz J. (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch; 6. Aufl; Beck, München (2012/2013).
- Rogoff, Kenneth; Zettelmeyer, Jeromin: Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001; IMF Staff Papers 49 (2002), S. 470–507.
- Rösler, Philipp: Gastkommentar vom 11.09.2011: Europa braucht ein Insolvenzverfahren für Staaten; <http://www.welt.de/debatte/kommentare/article13598095/Europa-braucht-ein-Insolvenzverfahren-fuer-Staaten.html>.
- Roth, Günter; Altmeppen, Holger (Hrsg.): Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung: GmbHG; 7. Aufl; Beck (2012).
- Ruffert, Matthias: Mehr Europa - eine rechtswissenschaftliche Perspektive; ZG 2013, S. 1–20.

- Rüßmann, Helmut (Hrsg.): Juris Praxiskommentar BGB; 6. Aufl; Juris, Saarbrücken (2012).
- Sabel, David G.: An Introduction to the Euro Area's Model Collective Action Clause, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt; De Gruyter, Berlin (2013); S. 29–43.
- Sachs, Jeffrey: Theoretical Issues in International Borrowing; NBER Working Paper Series, No. 1189; 1983; <http://www.nber.org/papers/w1189.pdf>.
- Sachs, Michael (Hrsg.): Grundgesetz, Kommentar; 6. Aufl; Beck, München (2011).
- Sáinz de Vicuña y Barroso, Antonio: Identical Collective Action Clauses for different Legal Systems: A European Model, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt; De Gruyter, Berlin (2013); S. 15–24.
- Salmon, Felix: The IMF revisits sovereign bankruptcy; Capital Markets Law Journal 9 (2014), S. 10–17.
- Sandrock, Otto: Ersatzansprüche geschädigter deutscher Inhaber von griechischen Staatsanleihen; RIW 2012, S. 429–456.
- Sandrock, Otto: Drei Ergänzungen zu möglichen Ersatzansprüchen geschädigter deutscher privater Inhaber von griechischen Staatsanleihen; RIW 2013, S. 12–24.
- Sandrock, Otto: Nationaler und internationaler Schutz von privaten Inhabern von Staatsanleihen gegenüber Schuldenschnitten; WM 2013, S. 393–405.
- Schier, Holger: Towards a reorganisation system for sovereign debt, An international law perspective; Martinus Nijhoff Publishers, Leiden, Boston (2007).
- Schimansky, Herbert; Bunte, Hermann-Josef; Lwowski, Hans-Jürgen; Bernett, Axel (Hrsg.): Bankrechts-Handbuch; 4. Aufl; Beck, München (2011).
- Schlitt, Michael; Schäfer, Susanne: Die Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz; AG 2009, S. 477–487.
- Schmidt, Karsten; Basedow, Jürgen (Hrsg.): Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 1 (§§ 1- 104a); 3. Aufl; Beck, München (2010).
- Schmidt, Karsten; Lutter, Marcus (Hrsg.): Aktiengesetz, Kommentar, Band 1 (§§ 1-149); 2. Aufl.; O. Schmidt, Köln (2010).
- Schmidtbleicher, Roland: Die Anleihegläubigermehrheit, Eine institutionenökonomische, rechtsvergleichende und dogmatische Untersuchung; Mohr Siebeck, Tübingen (2010).
- Schneider, Hannes: Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts; De Gruyter Recht, Berlin (2004); S. 69–93.
- Schneider, Hannes: Ist das SchVG noch zu retten?, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht; De Gruyter, Berlin (2013); S. 1–24.

- Schönhaar, Tobias: Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz; Kovač, Hamburg (2011).
- Schorkopf, Frank: Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, in: VVDStRL 71 (2012); S. 183–225.
- Schreiber, Stefanie: Verwaltungskompetenzen der Europäischen Gemeinschaft; Nomos, Baden-Baden (1997).
- Schulze, Reiner; Zuleeg, Manfred; Kadelbach, Stefan (Hrsg.): Europarecht - Handbuch für die deutsche Rechtspraxis; 2. Aufl; Nomos, Baden-Baden (2010).
- Schumacher, Julian; Trebesch, Christoph; Enderlein, Henrik: Sovereign Defaults in Court, The Rise of Creditor Litigation 1976-2010; 15.04.2013; <http://ssrn.com/abstract=2189997>.
- Schwarz, Kyrill-A.: Neue Mechanismen zur Bewältigung der Finanzkrise überschuldeter Staaten, Erwiderung zu Paulus (ZRP 2002, 383); ZRP 2003, S. 170–172.
- Schwarze, Jürgen (Hrsg.): EU-Kommentar; 3. Aufl; Nomos [u.a.], Baden-Baden (2012).
- Sester, Peter: Argentinische Staatsanleihen: Schicksal der „Hold Outs“ nach Wegfall des Staatsnotstands; NJW 2006, S. 2891–2892.
- Sester, Peter: Transparenzkontrolle von Anleihebedingungen nach Einführung des neuen Schuldverschreibungsrechts; AcP 209 (2009), S. 628–667.
- Sester, Peter: Beteiligung von privaten Investoren an der Umschuldung von Staatsanleihen im Rahmen des European Stability Mechanism (ESM); WM 2011, S. 1057–1065.
- Sharma, Shalendra D.: Resolving Sovereign Debt: Collective Action Clauses or the Sovereign Debt Restructuring Mechanism; Journal of World Trade 38 (2004), S. 627–646.
- Simon, Stefan: Restrukturierung von Schuldverschreibungen nach neuem SchuldVG; Corporate Finance law 2010, S. 159–164.
- Simon, Ulrich: Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens; Nomos, Baden-Baden (2012).
- Skeel, David A., Jr.: Can majority voting provisions do it all?; Emory Law Journal 52 (2003), S. 417.
- Skeel, David A., Jr.: Rules-Based Restructuring and the Eurozone Crisis, in: Allen/Alphandéry (Hrsg.), Life in the eurozone with or without sovereign default?; European University Institute, Florenz (2011).
- Sonder, Nicolas: Rechtsschutz gegen Maßnahmen der neuen europäischen Finanzaufsichtsagenturen; BKR 2012, S. 8–12.



- Spindler, Gerald; Stilz, Eberhard (Hrsg.): Kommentar zum Aktiengesetz, 2 Bände; 2. Aufl.; Beck, München (2010).
- Stelkens, Ulrich: Art. 291 AEUV, das Unionsverwaltungsrecht und die Verwaltungsautonomie der Mitgliedstaaten, – zugleich zur Abgrenzung der Anwendungsbereiche von Art. 290 und Art. 291 AEUV; EuR 2012, S. 511–545.
- Steneri, Carlos: Uruguay Debt Reprofiting: Lessons from Experience; Georgetown Journal of International Law 35 (2004), S. 731–754.
- Stöbener, Patricia Sarah: Wirtschafts- und Währungsunion: Zypern-Hilfe nimmt Hürden im Bundestag und beim BVerfG; EuZW 2013, S. 365.
- Streinz, Rudolf: Die Europäische Union als Rechtsgemeinschaft, in: Kirchhof/Papier/Schäffer (Hrsg.), Rechtsstaat und Grundrechte. Festschrift für Detlef Merten; C.F. Müller, Heidelberg [u.a.] (2007); S. 395–414.
- Streinz, Rudolf: Europarecht; 9. Aufl.; C.F. Müller, Heidelberg (2012).
- Streinz, Rudolf (Hrsg.): EUV/AEUV, Kommentar; 2. Aufl.; Beck, München (2012).
- Streinz, Rudolf: Vollzug des europäischen Rechts durch deutsche Staatsorgane, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band X; C.F. Müller, Heidelberg (2012); § 218.
- Sydow, Gernot: Europäische exekutive Rechtsetzung zwischen Kommission, Komitologieausschüssen, Parlament und Rat; JZ 2012, S. 157–165.
- Szodruch, Alexander: Staateninsolvenz und private Gläubiger, Rechtsprobleme des Private Sector Involvement bei staatlichen Finanzkrisen im 21. Jahrhundert; Berliner Wiss.-Verl., Berlin (2008).
- Taylor, John B.: Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective, Rede beim Institute for International Economics, Washington, D.C., am 2. April 2002; <http://www.stanford.edu/~johntayl/Essential%20Reform%20of%20the%20International%20Financial%20System,%20CACs.htm>.
- Taylor, John B.: Global financial warriors, The untold story of international finance in the post-9/11 world; W.W. Norton, New York (2007).
- Terhechte, Jörg Philipp (Hrsg.): Verwaltungsrecht der Europäischen Union; Nomos, Baden-Baden (2011).
- Than, Jürgen: Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts; De Gruyter Recht, Berlin (2004); S. 3–24.
- Thole, Christoph: Klagen geschädigter Privatanleger gegen Griechenland vor deutschen Gerichten?; WM 2012, S. 1793–1797.

- Tietje, Christian: Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht, Staatsanleihen und Staateninsolvenz; Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht 37, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg Institut für Wirtschaftsrecht, Halle (Saale) (2005).
- Tietje, Christian; Szodrach, Alexander: Staatsnotstand bei Staateninsolvenz, Individualrechte und Gemeinwohlbelange im transnationalen Wirtschaftsrecht; ZBB 2007, S. 498–503.
- Tietje, Christian: Die Außenwirtschaftsverfassung der EU nach dem Vertrag von Lissabon; Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht 83, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg Institut für Wirtschaftsrecht, Halle (Saale) (2009).
- Tietje, Christian: Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenensystem des Rechts; Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht 104, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg Institut für Wirtschaftsrecht, Halle (Saale) (2011).
- Tietze, Jürgen: Einführung in die Finanzmathematik, Klassische Verfahren und neuere Entwicklungen ; Effektivzins- und Renditeberechnung, Investitionsrechnung, derivative Finanzinstrumente; 10. Aufl; Vieweg + Teubner, Wiesbaden (2010).
- Tirado, Ignacio: Sovereign Insolvency in the Euro Zone, Public and Private Law Remedies; 2012; <http://ssrn.com/abstract=2186730>.
- Trautrim, Christoph: Anmerkung zu LG Köln, BB 2012, 1821; BB 2012, S. 1823–1824.
- Trübe, Christiane: Das System der Rechtsetzungskompetenzen der Europäischen Gemeinschaft und der Europäischen Union; Nomos, Baden-Baden (2002).
- Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Recht, Kommentar zu den §§ 305 - 310 BGB und zum UKlaG; 11. Aufl; Schmidt, Köln (2011).
- Unger-Hellmich, Dagmar; Stephan, Juliane: Kündigung von Girokonten durch Sparkassen wegen drohender Imageschäden; BKR 2009, S. 441–446.
- Veranneman, Peter (Hrsg.): Schuldverschreibungsgesetz einschließlich U.S.A. und England, Kommentar; Beck, München (2010).
- Vitzthum, Wolfgang; Proelß, Alexander (Hrsg.): Völkerrecht; 6. Aufl; De Gruyter, Berlin (2013).
- Vogel, Hans-Gert: Die Stellung des Anleihtreuhänders nach deutschem Recht, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts; De Gruyter Recht, Berlin (2004); S. 94–128.
- Vogel, Hans-Gert: Restrukturierung von Anleihen nach dem SchVG - Neues Minderheitenschutzkonzept und offene Fragen; ZBB 2010, S. 211–222.
- Vogel, Hans-Gert: Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht; De Gruyter, Berlin (2013); S. 39–61.
- Völk, Philipp: Zur Gläubigerrangfolge bei souveränen Schuldner; WiKu-Verl., Duisburg, Köln (2008).

- Waibel, Michael: Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration; American Journal of International Law 2007, S. 711–759.
- Waibel, Michael: Sovereign defaults before international courts and tribunals; Cambridge Univ. Press, Cambridge [u.a.] (2011).
- Waibel, Michael: Steering Sovereign Debt Restructurings Through the CDS Quicksand; 14.07.2012; <http://ssrn.com/abstract=2017772>.
- Waldhoff, Christian: Grundzüge des Finanzrechts des Grundgesetzes, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band V; C.F. Müller, Heidelberg (2007); § 116.
- Walla, Fabian: Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Akteur bei der Regulierung der Kapitalmärkte Europas – Grundlagen, erste Erfahrungen und Ausblick; BKR 2012, S. 265–270.
- Walter, Christian: Debt Crisis, in: Wolfrum (Hrsg.), The Max Planck encyclopedia of public international law; Oxford Univ. Press, Oxford [u.a.] .
- Weber, Albrecht: Die Europäische Union auf dem Wege zur Fiskalunion?; DVBI 2012, S. 801–806.
- Weber, Axel A; Ulbrich, Jens; Wendorff, Karsten: Finanzmarktstabilität sichern, Investorenverantwortung stärken, Steuerzahler schonen - Ein Vorschlag zur Stärkung des Europäischen Stabilitätsmechanismus durch die geeignete Ausgestaltung künftiger Anleihekonditionen; Beitrag auch veröffentlicht in Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 03.03.2011; [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Fokusthemen/finanzmarktstabilitaet\\_sichern\\_investorenverantwortun\\_staerken\\_steuerzahler\\_schonен.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Fokusthemen/finanzmarktstabilitaet_sichern_investorenverantwortun_staerken_steuerzahler_schonен.pdf?__blob=publicationFile).
- Weckler, Birgit: Anmerkung zu OLG Frankfurt a. M., Beschl. v. 27. 3. 2012 – 5 AktG 3/11 (Änderung der Anleihebedingungen einer vor dem 5.8. 2009 im Ausland ausgegebenen Schuldverschreibung); NZI 2012, S. 480.
- Weder di Mauro, Beatrice; Zettelmeyer, Jeromin: A European Debt Restructuring Mechanism as a tool for Crisis Prevention; 26.11.2010; [http://www.international-macro.economics.uni-mainz.de/Dateien/EU\\_Crisis\\_Resolution\\_Mechanism\\_long\\_nov262.pdf](http://www.international-macro.economics.uni-mainz.de/Dateien/EU_Crisis_Resolution_Mechanism_long_nov262.pdf).
- Wehland, Hanno: Schiedsverfahren auf der Grundlage bilateraler Investitionsschutzabkommen zwischen EU-Mitgliedstaaten und die Einwendung des entgegenstehenden Gemeinschaftsrechts; SchiedsVZ 2008, S. 222–234.
- Weidemaier, Mark C; Gulati, G. Mitu: How Markets Work: The Lawyer's Version; UNC Legal Studies Research Paper, No. 1886435; 19.07.2011; <http://ssrn.com/abstract=1886435>.
- Weidemaier, Mark C; Gulati, G. Mitu: A People's History of Collective Action Clauses; UNC Legal Studies Research Paper, No. 2172302; 2012; <http://ssrn.com/abstract=2172302>.

- Weidemaier, Mark C: Sovereign debt after NML v Argentina; *Capital Markets Law Journal* 8 (2013), S. 123–131.
- Weiß, Daniel: Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz, in: Baums (Hrsg.), *Das neue Schuldverschreibungsrecht*; De Gruyter, Berlin (2013); S. 25–37.
- Weller, Marc-Philippe: Die Grenze der Vertragstreue von (Krisen-)Staaten, zur Einrede des Staatsnotstands gegenüber privaten Anleihegläubigern; Mohr Siebeck, Tübingen (2013).
- Wiesmann, Martin: CACs and the Restructuring of Sovereign Debt - How Would Markets React?, in: Bauer/Cahn/Kenadjian (Hrsg.), *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*; De Gruyter, Berlin (2013); S. 103–112.
- Wilske, Stephan; Markert, Lars: Entwicklungen in der internationalen Schiedsgerichtsbarkeit im Jahr 2011 und Ausblick auf 2012; *SchiedsVZ* 2012, S. 58–66.
- Wolf, Manfred; Neuner, Jörg: *Allgemeiner Teil des bürgerlichen Rechts*; 10. Aufl; Beck, München (2012).
- Zandstra, Deborah: The European sovereign debt crisis and its evolving resolution; *Capital Markets Law Journal* 6 (2011), S. 285–316.
- Zeitler, Franz-Christoph: "Die Rückkehr zum Recht" - Weiterentwicklung des institutionellen Rahmens der Währungsunion - ökonomische und rechtliche Überlegungen, in: Möllers/ders. (Hrsg.), *Europa als Rechtsgemeinschaft - Währungsunion und Schuldenkrise*; Mohr Siebeck, Tübingen (2013); S. 161–174.
- Zerey, Jean-Claude (Hrsg.): *Finanzderivate, Rechtshandbuch*; 3. Aufl; Nomos [u.a.], Baden-Baden (2013).
- Zettelmeyer, Jeromin; Trebesch, Christoph; Gulati, G. Mitu: *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*; Peterson Institute for International Economics Working Paper, No. 2013-13-8; <http://ssrn.com/abstract=2144932>.
- Zimmermann, Walter: Die Vorsorgevollmacht im Bankgeschäft; *BKR* 2007, S. 226–232.
- Zöllner, Wolfgang: *Wertpapierrecht, Ein Studienbuch*; 14. Aufl; Beck, München (1987).

## **Internetseiten, Pressemitteilungen, Nachrichtenmedien:**

Agence France Trésor: Indicative State medium- and long-term borrowing programme for 2013, Pressemitteilung vom 20.12.2012; [http://www.aft.gouv.fr/articles/indicative-state-medium-and-long-term-borrowing-programme-for-2013\\_10722.html](http://www.aft.gouv.fr/articles/indicative-state-medium-and-long-term-borrowing-programme-for-2013_10722.html).

Börse Düsseldorf: Börsen-Unwort 2012 – „Freiwilliger Schuldenschnitt“, Pressemitteilung vom 15.01.2013; <http://boerse-duesseldorf.de/presse/pressemitteilungen?id=689>.

Bundesministerium der Finanzen: Intelligentes Schuldenmanagement – gemeinsame Anleiheemission von Bund und Ländern in 2013, Pressemitteilung vom 25.06.2012; <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2012/06/2012-06-25-PM28.html>.

Deutsche Bundesbank: Bundeswertpapiere - Emissionsbedingungen; <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Bundeswertpapiere/Emissionsbedingungen/emissionsbedingungen.html>.

Deutsche Bundesbank: Bundeswertpapiere - Tenderverfahren; <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Bundeswertpapiere/Tenderverfahren/tenderverfahren.html>.

Deutsche Finanzagentur: Bundeswertpapiere; <http://www.deutsche-finanzagentur.de/institutionelle-investoren/bundeswertpapiere/>.

Deutsche Finanzagentur: Bund-Länder-Anleihe, Auf einen Blick; <http://www.deutsche-finanzagentur.de/private-anleger/bund-laender-anleihe/>.

Deutsche Finanzagentur: Emissionsplanung des Bundes 2013; [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/PDF/Institutionelle\\_Investoren/Emissionsplanung\\_2013\\_dt.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Institutionelle_Investoren/Emissionsplanung_2013_dt.pdf).

Deutsche Finanzagentur: Sekundärmarkt; <http://www.deutsche-finanzagentur.de/institutionelle-investoren/sekundaermarkt/>.

Deutsche Finanzagentur: Sonstige Bundeswertpapiere; <http://www.deutsche-finanzagentur.de/institutionelle-investoren/bundeswertpapiere/sonstige-bundeswertpapiere/>.

Deutsche Finanzagentur: Anpassungen im Vertrieb und in der Verwahrung von Bundeswertpapieren, Pressemitteilung 22/12; [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/PDF/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen\\_2012/pm\\_22\\_221112\\_dt.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen_2012/pm_22_221112_dt.pdf).

Deutsche Finanzagentur: Emissionsplanung des Bundes Jahresvorausschau und erstes Quartal 2013, Pressemitteilung Nr. 25/12; [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/PDF/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen\\_2012/pm\\_25\\_201212\\_dt\\_Emissionskalender.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen_2012/pm_25_201212_dt_Emissionskalender.pdf).

Deutsche Finanzagentur: Privatkundengeschäft der Finanzagentur, Meldung vom 03.01.2013; <http://www.deutsche-finanzagentur.de/private-anleger/publikationen/akt>

uelle-meldungen/einzelnews/?tx\_ttnews%5Btt\_news%5D=20&cHash=803ed70fc6b7b3934ca5b47e6f0db9d3.

EFSF: Lending operations; <http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm>.

Europa.eu: EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets; [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/index\\_en.htm](http://europa.eu/efc/sub_committee/index_en.htm).

Europa.eu: Links to national institutions; [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/links/index\\_en.htm](http://europa.eu/efc/sub_committee/links/index_en.htm).

Europäische Kommission: Die "Twopack"-Verordnungen treten in Kraft: Vervollständigung der Haushaltsüberwachung und weitere Verbesserung der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsraum, MEMO/13/457; [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-457\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_de.htm).

Europäischer Stabilitätsmechanismus: Frequently Asked Questions on the European Stability Mechanism (ESM); <http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20ESM%2008102012.pdf>.

Euroweek: Seychelles clinches novel debt restructuring; Euroweek 2010, S. 14.

FAZ.net: Enttäuschendes Debüt: Teure Bund-Länder-Anleihe, Artikel vom 26.06.2013; <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/enttaeuschendes-debuet-teure-bund-laender-anleihe-12245398.html>.

FAZ.net: Was geschah beim Dinner?: Die Nacht, die alles veränderte, Artikel vom 08.05.2013; <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/was-geschah-beim-dinner-die-nacht-die-alles-veraenderte-12172625.html>.

Finanzministerium der Republik Zypern: Cyprus Government Bonds Exchange, Pressemitteilung vom 01.07.2013; [http://www.mof.gov.cy/mof/mof.nsf/All/61DE0488E2664B97C2257B9B003C0A99/\\$file/Bonds%20exchange.pdf](http://www.mof.gov.cy/mof/mof.nsf/All/61DE0488E2664B97C2257B9B003C0A99/$file/Bonds%20exchange.pdf).

G7 Finance Ministers and Central Bank Governors: Statement on the Action Plan, 20.04.2002; <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm022004.htm>.

Group of Seven: Halifax Summit Communiqué ,16.06.1995; <http://www.g8.utoronto.ca/summit/1995halifax/communique/index.html>.

Group of Seven: Statement at the Cologne Summit, 18.06.1999; [http://www.g8.utoronto.ca/summit/1999koln/g7statement\\_june18.htm](http://www.g8.utoronto.ca/summit/1999koln/g7statement_june18.htm).

Goetker, Uwe; Keinath, Felix: OLG Frankfurt zu Altanleihen ausländischer Emittenten: Viel mehr als nur die Pfeleiderer- und Q-Cells-Sanierung verhindert, Beitrag vom 10.05.2012; <http://www.lto.de/recht/hintergruende/h/olg-frankfurt-zu-altanleihen-auslaendischer-emittenten-sanierungskonzept-pfleiderer-q-cells-gescheitert-schuldverschreibungsgesetz-insolvenzantrag-mehrheitsklausel/>.

Handelsblatt.com: Leiser Abschied: Bund beerdigt Bundesschatzbriefe, Artikel vom 28.12.2012; <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/leiser-abschied-bund-beerdigt-bundesschatzbriefe/7567564.html>.

IMF Survey online: IMF Launches Discussion of Sovereign Debt Restructuring, Interview mit Hugh Bredenkamp vom 23.05.2013; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/POL052313A.htm>.

International Swaps and Derivatives Association: Greek Sovereign Debt FAQ; [http://www2.isda.org/attachment/NDEyNQ==/Greek\\_Sov\\_Debt\\_FAQ\\_Update\\_03-19-2012\\_FINAL.pdf](http://www2.isda.org/attachment/NDEyNQ==/Greek_Sov_Debt_FAQ_Update_03-19-2012_FINAL.pdf).

Internationaler Währungsfonds: A Guide to Committees, Groups, and Clubs; <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/groups.htm>.

Internationaler Währungsfonds: IMF Executive Board Discusses Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework, Public Information Notice No. 13/61; <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2013/pn1361.htm>.

Internationaler Währungsfonds: SDDS Subscribing Countries (DSBB); <http://dsbb.imf.org/pages/sdds/countrylist.aspx>.

Internationaler Währungsfonds: Sovereign Debt Restructuring and the IMF; <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=26>.

Spiegel Online: Griechenland: IWF und EU-Kommission streiten über Fehler, Artikel vom 06.06.2013; <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/griechenland-iwf-und-eu-kommission-streiten-ueber-fehler-a-904163.html>.

U.S. Department of the Treasury: History of Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities (STRIPS); [http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/history/histmkt/histmkt\\_strips.htm](http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/history/histmkt/histmkt_strips.htm).

Welt.de: Staatsanleihen: Euro-Staaten beschließen Enteignungsklausel, Artikel vom 08.01.2013; <http://www.welt.de/finanzen/article112468144/Euro-Staaten-beschliessen-Enteignungsklausel.html>.

Wirtschaftsblatt.at: "Wir müssen noch nichts zahlen", Artikel vom 14.12.2012; [http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa\\_cee/1323690/Wir-mussen-noch-nichts-zahlen](http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa_cee/1323690/Wir-mussen-noch-nichts-zahlen).

Wirtschaftsblatt.at: "Die Slowakei wagt, was noch kein Land gewagt hat", Interview mit Andrej Leontiev vom 11.02.2013; [http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa\\_cee/1343168/Die-Slowakei-wagt-was-noch-kein-Land-gewagt-hat](http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa_cee/1343168/Die-Slowakei-wagt-was-noch-kein-Land-gewagt-hat).

Wirtschaftsblatt.at: Streit zwischen Versicherung Achmea und Slowakei eskaliert, Meldung vom 27.05.2013 (auch Druckausgabe); <http://wirtschaftsblatt.at/archiv/printimport/1411154/Streit-zwischen-Versicherung-Achmea-und-Slowakei-eskaliert>.

Wirtschaftswoche.de: Schuldenschnitt: DSW erwartet Klagewelle gegen Griechenland, Meldung vom 26.09.2013; <http://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/schuldenschnitt-dsw-erwartet-klagewelle-gegen-griechenland/8851632.html>.

Zeit online: Sprache: Unwort des Jahres ist "alternativlos", Meldung vom 18.01.2011; <http://www.zeit.de/gesellschaft/zeitgeschehen/2011-01/unwort-2010-alternativlos>.

Zeit online: Euro-Krise: Vorsicht – Buchheit kommt!; Artikel vom 05.07.2012 (gedruckt: Die Zeit Ausgabe 28/2012); <http://www.zeit.de/2012/28/Europa-Buchheit>