

Juli 2012

Vorschlag des DVFA/BVI von Best-Practice Standards für Unternehmensanleihen unter dem Schuldverschreibungsgesetz

Jüngst haben die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) und der Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) gemeinsame Standards für Unternehmensanleihen vorgelegt, die Empfehlungen für einen Best Practice Standard für Mehrheitsbeschlüsse von Anleihegläubigern und die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters zur Wahrnehmung der Rechte der Anleihegläubiger geben. Zugleich enthalten sie hierfür einen Vorschlag für deutsch- wie englischsprachige Musteranleihebedingungen.¹

Hintergrund: Reform des Rechts für Schuldverschreibungen in Deutschland

Mit der Neufassung des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG) im Jahr 2009 hat der Gesetzgeber das Recht von nach deutschem Recht begebenen Schuldverschreibungen nachhaltig reformiert und versucht, es an international übliche Standards anzupassen.²

Nach dem alten Recht bestand ein wesentlicher Nachteil von Anleihen gegenüber (syndizierten) Bankkrediten darin, dass die Finanzierungsbedingungen zu einem späteren Zeitpunkt durch Mehrheitsbeschluss mit wenigen Ausnahmen (wie etwa im Fall einer Insolvenz des Emittenten) kaum noch zu ändern waren. Verhandlungen über eine einstimmige Anpassung oder Änderung der Konditionen erwiesen sich angesichts der Vielzahl der Anleihegläubiger, die dem Emittenten oft gar nicht bekannt sind, als schwierig. Nach § 5 Abs. 1 SchVG können die Anleihebedingungen vorsehen, dass die Gläubiger derselben Anleihe durch Mehrheitsbeschluss Änderungen der Anleihebedingungen zustimmen und zur Wahrnehmung ihrer Rechte einen gemeinsamen Vertreter bestellen können. In Abkehr von der früheren Rechtslage werden die Gläubiger hierdurch in die Lage versetzt, flexibler auf Veränderungen während der Laufzeit der Anleihe zu reagieren. Die beiden Instrumente zur Flexibilisierung der Handlungsspielräume der Anleihegläubiger – also die Möglichkeit der Änderung von Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss und die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters – stehen im Zentrum der jüngst von DVFA und BVI gemeinsam vorgelegten Standards für Unternehmensanleihen.

Standards für Mehrheitsbeschlüsse der Gläubigerversammlung

Nach Maßgabe des SchVG von 2009 sind Anleihegläubiger – anders als nach § 11 Abs. 2 SchVG von 1899 – nicht mehr *ex lege* befugt, einer Änderung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss zuzustimmen. Ebenso verhält es sich mit dem Recht der Anleihegläubiger, einen gemeinsamen Vertreter zur Wahrnehmung ihrer Rechte zu bestellen. Nach

¹ Abrufbar unter www.dvfa.de/files/publikationen/application/pdf/dvfa_bvi_standards_schvg.pdf.

² Siehe dazu unsere Mandanteninformation "Neufassung des Schuldverschreibungsgesetzes", abrufbar unter http://www.shearman.com/de/capital_markets_050609/.

§ 5 Abs. 1 S. 1 SchVG hängt es heute allein von der Ausgestaltung der Anleihebedingungen ab, ob die Gläubiger durch Mehrheitsbeschluss Änderungen der Anleihebedingungen herbeiführen und zur Wahrnehmung ihrer Rechte einen gemeinsamen Vertreter für alle Gläubiger bestellen können.

In den Erläuterungen zu den DVFA/BVI-Standards wird in diesem Zusammenhang – zu Recht – davor gewarnt, dass Emittenten, die untätig bleiben, dadurch ihre Handlungsoptionen beschränken. Dabei sind viele Situationen denkbar, in denen ein dringendes Bedürfnis für eine Änderung der Anleihebedingungen besteht. Dies gilt nicht nur in der Krise des Unternehmens, wenn etwa eine umfassende Restrukturierung erforderlich wird. Änderungen der Anleihebedingungen sind bspw. auch dann notwendig, wenn für die Anleihe bestellte Sicherheiten ausgetauscht oder die Anleihe in Anteile des betreffenden Unternehmens getauscht werden soll. Möglicherweise müssen die Anleihebedingungen auch geändert werden, um etwa aus steuerlichen Gründen eine andere Gesellschaft als Schuldner einsetzen zu können. Eine solche Ersetzung des Emittenten wird freilich in vielen Fällen bereits von den Anleihebedingungen gestattet.

Eine Änderung der Anleihebedingungen während der Laufzeit wird regelmäßig nicht realisierbar sein, sofern in den Anleihebedingungen nicht die Möglichkeit zur Änderung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss vorgesehen ist. Denn dies erfordert nach § 4 S. 1 SchVG einen gleichlautenden Änderungsvertrag zwischen dem Emittenten und jedem einzelnen Anleihegläubiger (sog. kollektive Bindung). Da Unternehmensanleihen zumeist bei einem großen Anlegerkreis platziert werden, dürfte die Mitwirkung aller Anleihegläubiger praktisch ausgeschlossen sein. Erst durch das Mehrheitsprinzip werden die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass alle Anleihegläubiger an eine Änderung der Anleihebedingungen gebunden werden.

Vor diesem Hintergrund empfehlen die DVFA/BVI-Standards, die Anleihebedingungen so zu gestalten, dass mit der gesetzlich vorgeschriebenen oder einer größeren Mehrheit wenigstens über die folgenden Gegenstände ein für alle Anleihegläubiger verbindlicher Beschluss gefasst werden kann:

- Veränderung der Fälligkeit, Verringerung oder Ausschluss von Zinsen (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 SchVG);
- Veränderung der Fälligkeit der Hauptforderung (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 SchVG);
- Verringerung der Hauptforderung (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 SchVG);
- Nachrang der Forderungen aus den Schuldverschreibungen im Insolvenzverfahren (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 4 SchVG);
- Umwandlung oder Umtausch der Schuldverschreibungen in Gesellschaftsanteile, andere Wertpapiere oder andere Leistungsversprechen (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 SchVG);
- Austausch und Freigabe von Sicherheiten (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 6 SchVG);
- Änderung der Währung der Schuldverschreibungen (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 7 SchVG);
- Verzicht auf das Kündigungsrecht der Gläubiger oder dessen Beschränkung (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 8 SchVG);
- Ersetzung des Emittenten (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 9 SchVG), sofern dieses Recht dem Emittenten nicht bereits ohne Zustimmungserfordernis in den Anleihebedingungen eingeräumt werden soll;
- Änderung und Aufhebung von Nebenbestimmungen der Schuldverschreibungen (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 10 SchVG) und
- Bestellung und jederzeitige Abberufung eines gemeinsamen Vertreters zur Wahrnehmung der Rechte der Anleihegläubiger (vgl. § 7 Abs. 4 SchVG).

Dieser Katalog ist nicht abschließend, sondern je nach den Besonderheiten des Einzelfalles erweiterbar. Im Hinblick auf mögliche Beschlussgegenstände gewährt das Schuldverschreibungsgesetz den Parteien maximale Flexibilität, abgesehen davon, dass Beschlüsse nur für dieselbe Anleihe gelten (§ 5 Abs. 1 S. 1 SchVG), keine Leistungspflichten begründen können (§ 5 Abs. 1 S. 3 SchVG) und Beschlüsse grundsätzlich für alle Gläubiger gleichermaßen verbindlich sein müssen (§ 5 Abs. 2 S. 1 SchVG).

Beschlussgegenstände, durch die der wesentliche Inhalt der Anleihebedingungen geändert wird, bedürfen zu ihrer Wirksamkeit einer qualifizierten Mehrheit von mindestens 75 % der an der Abstimmung teilnehmenden Stimmrechte (§ 5 Abs. 4 S. 2 SchVG). Sofern die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters vorgesehen ist und dieser dazu ermächtigt wird, die Anleihegläubiger bei der Änderung wesentlicher Anleihebedingungen zu vertreten, erfordert die Abberufung des gemeinsamen Vertreters ebenfalls einen Beschluss mit qualifizierter Mehrheit. Andernfalls genügt die einfache Mehrheit (vgl. § 5 Abs. 4 S. 1 SchVG).

Die Gläubiger können Beschlüsse entweder in der Gläubigerversammlung oder im Wege der Abstimmung ohne Versammlung fassen. Die Anleihebedingungen können aber auch ausschließlich eine der beiden Möglichkeiten vorsehen (§ 5 Abs. 6 SchVG). Demgemäß entschieden sich Emittenten in der jüngeren Vergangenheit vielfach dafür, Beschlussfassungen der Gläubiger allein im Rahmen einer Abstimmung ohne Versammlung zuzulassen, um das Risiko von Anfechtungsklagen gegen Beschlüsse der Gläubigerversammlung (vgl. § 20 SchVG) zu reduzieren. In den Erläuterungen zu den DVFA/BVI-Standards wird dieser Praxis jedoch entgegengehalten, dass eine Abstimmung ohne Versammlung im Widerspruch zu einem möglichst ungehinderten Informationszugang aller Investoren sowie einem für alle Investoren transparenten Verfahren stehe. Sofern die Abstimmung ohne Versammlung erfolge, sei zu befürchten, dass die notwendige Diskussion über bestehende Handlungsalternativen im Vorfeld einer Beschlussfassung ausschließlich zwischen Emittent und institutionellen Großinvestoren geführt werde. Um den Interessen mittlerer und kleinerer Investoren Rechnung zu tragen, sehen die DVFA/BVI-Standards daher vor, dass in den Anleihebedingungen Beschlüsse sowohl im Rahmen einer Gläubigerversammlung als auch im Verfahren der Abstimmung ohne Versammlung zuzulassen sind.

Standards für den gemeinsamen Vertreter der Anleihegläubiger

Der andere Schwerpunkt der DVFA/BVI-Standards liegt auf der Person des gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger und dessen Rechten. Die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters kann zum einen zweckmäßig sein, um die Anleihegläubiger besser mit Informationen zu versorgen, insgesamt die Kommunikation zwischen Emittent und Kapitalmarkt zu verbessern, Gläubigerversammlungen vorzubereiten und einzuberufen sowie Abstimmungen der Anleihegläubiger durchzuführen. Ferner kann der gemeinsame Vertreter in Restrukturierungsfällen die Verhandlungen der Gläubiger mit dem Emittenten führen oder zumindest koordinieren und sichert so die Handlungsfähigkeit der Gruppe der Anleihegläubiger. In einem Insolvenzverfahren ist er allein berechtigt und verpflichtet, die Rechte der Gläubiger geltend zu machen (§ 19 Abs. 4 SchVG).

Die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters erfolgt entweder schon durch den Emittenten bei Begebung der Anleihe in den Anleihebedingungen (Vertragsvertreter) oder später durch Mehrheitsbeschluss der Anleihegläubiger (Wahlvertreter). Im letzteren Fall muss der Emittent den Anleihegläubigern das Recht zur Bestellung eines gemeinsamen Vertreters in den Anleihebedingungen einräumen. Die DVFA/BVI-Standards empfehlen Emittenten, bereits in ihren Anleihebedingungen den gemeinsamen Vertreter zu bestellen und ihn mit speziellen Informationsrechten auszustatten, damit auch mittlere, kleinere und Retail-Investoren sowie im Ausland ansässige Anleger leichteren Zugang zu den für die fortlaufende Analyse ihrer Kapitalanlage erforderlichen Informationen haben. Dies würde wiederum zu einer Verbesserung des Dialogs zwischen Emittent und Investoren beitragen und dem Emittenten den Zugang zum Kapitalmarkt erleichtern.

Sachkunde/Vermeidung von Interessenkonflikten

Gemeinsamer Vertreter kann nach § 7 Abs. 1 S. 1 SchVG jede geschäftsfähige Person oder eine sachkundige juristische Person (etwa eine Rechtsanwalts- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) sein. Nach den DVFA/BVI-Standards soll der gemeinsame Vertreter über juristische und betriebswirtschaftliche Expertise, Erfahrung im Umgang mit internationalen Investoren sowie Erfahrung bei der Verhandlungsführung verfügen. Diese Qualifikation soll durch langjährige Tätigkeit in den Bereichen der internationalen Kapitalmärkte, Unternehmensfinanzierungen und Restrukturierung nachgewiesen werden.

Nach § 7 Abs. 1 S. 2 SchVG können grundsätzlich auch Personen, die der Interessensphäre des Emittenten zuzurechnen sind – namentlich Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder und leitende Angestellte oder sonstige Mitarbeiter, Aktionäre mit einer Beteiligung von auch über 20 % oder Finanzgläubiger des Emittenten – als gemeinsame Vertreter bestellt werden. Eine Bestellung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern und leitenden Angestellten oder sonstigen Mitarbeitern des Emittenten bereits in den Anlagebedingungen ist nichtig (§ 8 Abs. 1 S. 3 SchVG). Um Interessenkonflikte zu verhindern, müssen die vorgenannten Personen den Anleihegläubigern vor ihrer Bestellung allerdings die maßgeblichen Umstände offenlegen. Nach den DVFA/BVI-Standards soll daher eine Person, die der Interessensphäre des Emittenten oder eines seiner Drittgläubiger (bspw. der kreditgebenden Hausbank) zurechenbar ist, nicht zum gemeinsamen Vertreter bestellt werden.

Über den in § 7 Abs. 1 S. 2 SchVG genannten Personenkreis hinaus soll nach den DVFA/BVI-Standards auch eine Person mit anderweitigen persönlichen und geschäftlichen Verbindungen zum Emittenten (bspw. die Emissionsbank, der rechtliche Berater oder der Abschlussprüfer des Emittenten) als der Interessenssphäre des Emittenten zugehörig gelten. Dieses weite Verständnis steht allerdings im Widerspruch zur Gesetzesbegründung, wonach die in § 7 Abs. 1 S. 2 SchVG geregelten Fallgruppen aus Gründen der Bestimmtheit abschließend sind.

Grundsätzlich kann der gemeinsame Vertreter auch mehrere Anleihegläubigergruppen desselben Emittenten vertreten. Da jedoch – namentlich im Krisenfall – die Entstehung von Interessenskonflikten infolge der Vertretung mehrerer Anleihegläubigergruppen nicht auszuschließen ist, sehen die DVFA/BVI-Standards vor, dass dem gemeinsamen Vertreter im Rahmen der Bestellung aufzugeben ist, einen etwaig entstehenden Interessenskonflikt innerhalb von neunzig Tagen zu lösen.

Regelungen betreffend Interessenskonflikte, die mit den in den DVFA/BVI-Standards vorgesehenen Bestimmungen vergleichbar sind, finden sich etwa auch im U.S. Trust Indenture Act von 1939, der auf in den USA öffentlich begebene Schuldverschreibungen anwendbar ist. Anders als in den DVFA/BVI-Standards ist das Vorliegen von Interessenskonflikten nach dem Trust Indenture Act allerdings erst dann von Relevanz, wenn sich die Emittentin unter den Schuldverschreibungen im Verzug (*default*) befindet. Dies deshalb, da dem Trustee (der mit dem gemeinsamen Vertreter vergleichbar ist) außerhalb eines Verzugs-Szenarios letztlich nur administrative Aufgaben zukommen und vom Bestehen eines tatsächlichen Konfliktpotentials daher nicht auszugehen ist. Eine ähnliche Einschränkung erscheint aus gleichem Grund auch für die Umsetzung der DVFA/BVI-Standards betreffend Interessenskonflikte sinnvoll.

Rechte des gemeinsamen Vertreters

Der gemeinsame Vertreter hat die Aufgaben und Befugnisse, welche ihm durch Gesetz oder von den Gläubigern durch Mehrheitsbeschluss eingeräumt wurden (§ 7 Abs. 2 S. 1 SchVG). Der Emittent hat aber die Möglichkeit, dem gemeinsamen Vertreter über die gesetzlichen Aufgaben und Befugnisse hinaus weitere Informationsbefugnisse zugunsten

der Anleihegläubiger einzuräumen. Die DVFA/BVI-Standards sehen insoweit die Aufnahme der folgenden weitergehenden Informationsrechte des gemeinsamen Vertreters vor:

- Teilnahme an sämtlichen Kapitalmarktgesprächen und Unternehmensveranstaltungen des Emittenten, insbesondere Analystencalls und -präsentationen, unterjährige Gespräche mit Investoren, Roundtables, Investoren Site Visits, Managementbesuchen bei Investmenthäusern und Haupt-/Gesellschafterversammlungen;
- Erhalt aller in den DVFA-Standards für Bondkommunikation³ aufgeführten bondspezifischen Kennzahlen des Emittenten und zwar bezogen auf das Ende der ersten Hälfte eines Geschäftsjahres (bei börsennotierten Unternehmen auch bezogen auf die ersten drei und die ersten neun Monate eines Geschäftsjahres) spätestens 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums und bezogen auf ein Geschäftsjahr spätestens 4 Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres;
- Führen von Einzelgesprächen mit den Mitgliedern der Geschäftsführung des Emittenten, sofern dies nach freier Einschätzung des gemeinsamen Vertreters erforderlich ist, um die ihm übertragenen Aufgaben ordnungsgemäß zu erfüllen.
- Die dem gemeinsamen Vertreter vom Emittenten im Rahmen der Investor Relation übersandte oder bei Kapitalmarktgesprächen und Unternehmensveranstaltungen ausgehändigten schriftlichen Informationen, insbesondere die bondspezifischen Kennzahlen, soll der gemeinsame Vertreter den Bondinvestoren unverzüglich im Internet zugänglich machen.

Durch die Aufnahme der vorgenannten DVFA/BVI-Standards in die Anleihebedingungen soll der gleichberechtigte Zugriff der Investoren auf die für eine laufende Analyse des Investments erforderlichen Finanzinformationen und die einheitliche Ausübung von Gläubigerrechten sichergestellt werden.

Wird ein gemeinsamer Vertreter bestellt, ist dieser grundsätzlich ausschließlich zuständig; die einzelnen Gläubiger sind nur dann zur selbstständigen Geltendmachung ihrer Rechte befugt, wenn der Mehrheitsbeschluss dies ausdrücklich vorsieht (vgl. § 7 Abs. 2 S. 3 SchVG). Zu beachten ist, dass die Befugnisse eines bereits in den Anleihebedingungen bestellten gemeinsamen Vertreters dahingehend beschränkt sind, dass dieser zu einem Verzicht auf Rechte der Gläubiger, insbesondere zu den in § 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 bis 9 SchVG genannten Entscheidungen, nur aufgrund eines Beschlusses der Gläubigerversammlung im Einzelfall ermächtigt werden kann (vgl. § 8 Abs. 2 S. 2 SchVG).

Nach § 7 Abs. 3 SchVG hat der gemeinsame Vertreter bei seiner Tätigkeit die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden. Nach der Gesetzesbegründung kann sich der gemeinsame Vertreter im Einzelfall unter Hinweis auf die in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG verankerte *Business Judgement Rule* exkulpieren. Die vom DVFA/BVI formulierten Musteranleihebedingungen sehen darüber hinaus vor, dass der gemeinsame Vertreter nicht die Beweislast dafür trägt, dass er die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters angewandt hat. Wird der gemeinsame Vertreter – wie nach den DVFA/BVI-Standards vorgesehen – bereits in den Anleihebedingungen bestellt, kann seine Haftung in den Anleihebedingungen auf das Zehnfache seiner jährlichen Vergütung begrenzt werden, sofern ihm nicht Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit zur Last fällt (vgl. § 8 Abs. 3 SchVG). Die Anleihegläubiger können die Haftung des Vertragsvertreters durch Mehrheitsbeschluss auch über diese Grenze hinaus beschränken oder (außer für Vorsatz) ganz ausschließen. Gleiches gilt für den Wahlvertreter.

³ Abruflbar unter [dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/bondkommunikation/application/pdf/standards_bondkommunikation.pdf](https://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/bondkommunikation/application/pdf/standards_bondkommunikation.pdf).

Bewertung der DVFA/BVI-Standards

Das Schuldverschreibungsgesetz bietet nach seiner Neufassung eine große Flexibilität für die Emittenten bei der Ausgestaltung von Anleihebedingungen. Die Veröffentlichung der DVFA/BVI-Standards ist zu begrüßen, da sie einen wichtigen Beitrag zur Schaffung von Marktstandards leisten und aus praktischer Sicht Anregungen für die Ausgestaltung von Anleihebedingungen bieten. Nicht ganz unproblematisch sind die DVFA/BVI-Standards in Bezug auf den Kreis der Personen, die als gemeinsamer Vertreter in Betracht kommen. Die Empfehlung, Personen, die der Interessensphäre des Emittenten zurechenbar sind, nicht zum gemeinsamen Vertreter zu bestellen, ist zwar unter dem Aspekt des Anlegerschutzes nachvollziehbar, geht aber über die gesetzliche Regelung hinaus.

Diese Publikation dient lediglich der allgemeinen Information und ersetzt keine rechtliche oder steuerliche Beratung. Gerne stellen wir Ihnen weitere Informationen zur Verfügung oder beraten Sie in konkreten Situationen.

Als Ansprechpartner stehen Ihnen zur Verfügung:

Dr. Hans Diekmann
Düsseldorf
+49.211.17888.814
hdiekmann@shearman.com

Marc Plepelits
Frankfurt am Main
+49.69.9711.1623
mplepelits@shearman.com

Dr. Esther Jansen
Frankfurt am Main
+49.69.9711.1621
ejansen@shearman.com

Winfried M. Carli
München
+49.89.23888.2607
wcarli@shearman.com

WWW.SHEARMAN.COM

Copyright © 2012 Shearman & Sterling LLP. Shearman & Sterling LLP ist eine in den Vereinigten Staaten von Amerika nach dem Recht des Staates Delaware gegründete Limited Liability Partnership. Nach dem Recht des Staates Delaware ist die persönliche Haftung der einzelnen Partner beschränkt.