

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 126

Bedingte Pflichtwandelanleihen

**Contingent Convertible Bonds (CoCo-Bonds) zwischen
Bankaufsichts-, Schuld- und Aktienrecht**

Von

Frederic Dreher



Duncker & Humblot · Berlin

FREDERIC DREHER

Bedingte Pflichtwandelanleihen

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 126

Bedingte Pflichtwandelanleihen

Contingent Convertible Bonds (CoCo-Bonds) zwischen
Bankaufsichts-, Schuld- und Aktienrecht

Von

Frederic Dreher



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2018 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+pp GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15548-4 (Print)
ISBN 978-3-428-55548-2 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85548-3 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2017/2018 von der Juristischen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Sie befindet sich auf dem Stand April 2018.

Mein Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M. (University of Chicago), der immer für Fragen und Diskussionen zur Verfügung stand. Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard), für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern dieser Schriftenreihe, Prof. Dr. Dr. h.c. Holger Fleischer, LL.M. (Michigan), Dipl. Kfm., Prof. Dr. Gerald Spindler, Dipl. Oec. sowie meinem Doktorvater, bin ich für die Aufnahme der Arbeit in diese Schriftenreihe sehr dankbar.

Danken möchte ich außerdem Frau Prof. Dr. Yuanshi Bu, LL.M. (Harvard), die mir in meiner Funktion als Akademischer Mitarbeiter an ihrem Institut allen erdenklichen Freiraum zur Erstellung dieser Arbeit gewährt hat.

Mein besonderer Dank gilt Caroline Janssen, Markus Oczko und Fabian Triesch, die alle die mühsame Arbeit des Korrekturlesens auf sich genommen und mir stets wertvolle Rückmeldungen gegeben haben.

Nicht entstanden wäre diese Arbeit ohne die stete und bedingungslose Unterstützung, Förderung und Hilfsbereitschaft meiner Eltern während meines Studiums und der Promotionszeit. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Chicago, Illinois, im Mai 2018

Frederic Dreher

Inhaltsübersicht

Einleitung	25
A. Problemaufriss und Ziel der Arbeit	25
B. Terminologie und Methodik	29
C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes und Gang der Untersuchung ..	31
<i>Erster Teil</i>	
Bankaufsichtsrecht	34
§ 1 Ursprünge von CoCo-Bonds und Überblick über die Bankenregulierung in der EU.	34
A. Historische Ursprünge von CoCo-Bonds	34
B. Bankenregulierung in der EU im Anschluss an die Finanzkrise	41
C. Zusammenfassung § 1	46
§ 2 Regulatorisches Umfeld von CoCo-Bonds im Speziellen	47
A. Das Eigenkapitalkonzept nach BASEL III	47
B. Regelung von CoCo-Bonds in der EU durch die CRR	49
C. Rechtsvergleichender Seitenblick	54
D. Vergleichende Betrachtung	59
E. Überblick über die bisherigen Emissionen systemrelevanter europäischer Banken	59
F. Zusammenfassung § 2	61
§ 3 Ausgestaltungsparameter von CoCo-Bonds	63
A. Anknüpfungspunkt des <i>trigger-events</i>	63
B. Auslösungsschwelle des <i>trigger-events</i>	80

C. Umwandlungsverhältnis	87
D. Zusammenfassung § 3	106
§ 4 Vergleich mit der derzeitigen Rechtslage nach CRR und Änderungsbedarf	108
A. Anknüpfungspunkt des <i>trigger-events</i>	108
B. Auslösungsschwelle des <i>trigger-events</i>	108
C. Umwandlungsverhältnis	112
D. Das Problem des „ <i>too-interconnected-to-fail</i> “	114
E. Zusammenfassung § 4	116
 <i>Zweiter Teil</i>	
Schuldrecht	118
§ 5 Konstruktion der bedingten Pflichtwandlung	118
A. „Normale“ Wandelanleihen	119
B. „Umgekehrte Wandelschuldverschreibung“	125
C. Pflichtwandelanleihe	127
D. Bedingte Pflichtwandelanleihen	137
E. Zusammenfassung § 5	142
§ 6 AGB-Kontrolle und Schuldverschreibungsgesetz	144
A. Anforderungen der AGB-Kontrolle	144
B. Transparenzpflicht nach § 3 SchVG	156
C. Zusammenfassung § 6	164
 <i>Dritter Teil</i>	
Aktienrecht	165
§ 7 Aktienrechtliche Einordnung von CoCo-Bonds	165
A. CoCo-Bonds als Wandelanleihen i.S.v. § 221 Abs. 1 S. 1 AktG	165

B. Bezugsrechte aus CoCo-Bonds als verbotene Zusicherung auf Aktien gem. § 187 AktG?	174
C. Vereinbarkeit mit dem aktienrechtlichen Kapitalschutz	178
D. Wandlungsanordnung der Abwicklungsbehörde als Verstoß gegen die Leitungspflicht des Vorstands	180
E. Zusammenfassung § 7	180
§ 8 Sicherung der Wandlung (Kapitale)	182
A. Bedingte Kapitalerhöhung	182
B. Genehmigtes Kapital	193
C. Kapitalerhöhung gegen Einlagen	201
D. Bedienung durch eigene Aktien der Gesellschaft	202
E. Zusammenfassung § 8	209
§ 9 Die Problematik der Einbringung der Forderung zum Nennwert	211
A. Ausgangsproblematik	211
B. Wortlaut der Norm	212
C. Teleologie des § 194 Abs. 1 S. 2 AktG	213
D. Zusammenfassung § 9	226
§ 10 Ausschluss des Bezugsrechts	228
A. Bezugsrechtsausschluss gem. § 221 Abs. 4 S. 2 AktG i.V.m. § 186 Abs. 3 S. 1 AktG	228
B. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss gem. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG	238
C. Zusammenfassung § 10	253
§ 11 <i>Squeeze-out</i>	255
A. Verfahrensoption <i>Squeeze-out</i>	255
B. Problemstellung	256
C. Einfluss auf die Berechnung des notwendigen Grundkapitals	257

D. Rechtliches Schicksal von CoCo-Bonds	259
E. Zusammenfassung § 11	281
§ 12 Ergebnis und Ausblick	282
Anhang: Übersicht CoCo-Bonds-Emissionen	285
Literaturverzeichnis	291
Stichwortverzeichnis	311

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	25
A. Problemaufriss und Ziel der Arbeit	25
B. Terminologie und Methodik	29
C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes und Gang der Untersuchung	31
<i>Erster Teil</i>	
Bankaufsichtsrecht	34
§ 1 Ursprünge von CoCo-Bonds und Überblick über die Bankenregulierung in der EU	34
A. Historische Ursprünge von CoCo-Bonds	34
I. Alternativen zum Chapter 11-Verfahren in den USA	34
1. Bechuks Options-Modell	36
2. Die Ausarbeitung von Bradley & Rosenzweig	37
3. Adlers <i>Chameleon Equity</i> -Vorschlag	39
4. Distress-Contingent Convertible Bonds	39
II. Aufgreifen durch die Volkswirtschaftslehre	40
III. Implementierung im Regulierungskanon	41
B. Bankenregulierung in der EU im Anschluss an die Finanzkrise	41
I. CRD IV-Maßnahmenpaket	41
1. Capital Requirement Regulation (CRR)	41
2. Capital Requirement Directive IV (CRD IV)	42
3. Umsetzung der CRD IV im KWG	43
II. SSM/SRM-Maßnahmenpaket	43
1. Das europäische Sanierungs- und Abwicklungsregime	43
2. Umsetzung durch das SAG	45
C. Zusammenfassung § 1	46
§ 2 Regulatorisches Umfeld von CoCo-Bonds im Speziellen	47
A. Das Eigenkapitalkonzept nach BASEL III	47
B. Regelung von CoCo-Bonds in der EU durch die CRR	49
C. Rechtsvergleichender Seitenblick	54
I. Verwendung von CoCo-Bonds in der Schweiz	54
1. Vorarbeiten der Expertenkommission	54
2. Gesetzgeberische Umsetzung	55

3. Zwischenfazit	57
II. Verwendung von CoCo-Bonds in den USA	58
D. Vergleichende Betrachtung	59
E. Überblick über die bisherigen Emissionen systemrelevanter europäischer Banken	59
F. Zusammenfassung § 2	61
§ 3 Ausgestaltungsparameter von CoCo-Bonds	63
A. Anknüpfungspunkt des <i>trigger-events</i>	63
I. Regulatorische Zielsetzung des Parameters	63
II. In der Volkswirtschaftslehre diskutierte Ausgestaltungsoptionen	64
1. Institutsspezifisches <i>trigger-event</i>	64
a) Bilanzielle Betrachtungsweise	64
aa) Vorteile	65
bb) Einwände	65
b) Marktbasierte Betrachtungsweise	66
aa) Vorteile	67
bb) Einwände	68
2. Systemspezifisches <i>trigger-event</i>	70
a) Vorteile	70
b) Einwände	71
3. Regulatorisches <i>trigger-event</i>	72
a) Vorteile	72
b) Einwände	72
4. Kombinationsmöglichkeiten	73
a) Vorteile	73
b) Einwände	74
III. Ausgestaltung zur Zielerreichung	75
B. Auslösungsschwelle des <i>trigger-events</i>	80
I. Regulatorische Zielsetzung des Parameters	81
II. In der Volkswirtschaftslehre diskutierte Ausgestaltungsoptionen	81
1. Frühe Wandlung durch hohes <i>trigger-event</i>	82
a) Vorteile	82
b) Einwände	82
2. Späte Wandlung durch niedriges <i>trigger-event</i>	83
a) Vorteile	83
b) Einwände	83
III. Ausgestaltung zur Zielerreichung	84
C. Umwandlungsverhältnis	87
I. Regulatorische Zielsetzung des Parameters	87
II. In der Volkswirtschaftslehre diskutierte Ausgestaltungsoptionen	88
1. Wandlung in Abhängigkeit der ausgegebenen CoCo-Bonds	88
a) Wandlung zum Nennwert der Anleihe	88

b) Wandlung oberhalb des Nennwerts der Anleihe	90
aa) Vorteile	91
bb) Vorgriff: Vereinbarkeit mit dem deutschen Aktienrecht	91
c) Wandlung unterhalb des Nennwerts der Anleihe	93
d) Wandlung zum Zeitwert der Anleihe	94
2. Wandlung in eine bei Emission festgelegte Anzahl an Aktien	95
3. Wandlung nach Kapitalbedarf	96
4. Exkurs: Vorschläge von <i>Coffee</i> und <i>Kaal/Henkel</i>	97
a) Wandlung in Vorzugsaktien	97
b) Vereinbarkeit mit dem AktG	98
III. Ausgestaltung zur Zielerreichung	101
D. Zusammenfassung § 3	106
 § 4 Vergleich mit der derzeitigen Rechtslage nach CRR und Änderungsbedarf	108
A. Anknüpfungspunkt des <i>trigger-events</i>	108
B. Auslösungsschwelle des <i>trigger-events</i>	108
I. Reformvorschlag für AT-1 CoCo-Bonds	109
II. Reformvorschlag für T-2 CoCo-Bonds	111
C. Umwandlungsverhältnis	112
D. Das Problem des „ <i>too-interconnected-to-fail</i> “	114
E. Zusammenfassung § 4	116

*Zweiter Teil***Schuldrecht** 118

§ 5 Konstruktion der bedingten Pflichtwandlung	118
A. „Normale“ Wandelanleihen	119
I. Bezugsrecht	119
1. Festofferte	120
2. Optionsvertrag	120
3. Vorvertrag	121
II. „Umtauschrecht“	122
1. Tausch, Aufrechnung und Wahlgeschuld	122
2. Ersetzungsbefugnis des Gläubigers	123
B. „Umgekehrte Wandelschuldverschreibung“	125
I. Bezugspflicht	125
II. „Umtauschrecht“	126
C. Pflichtwandelanleihe	127
I. Bezugspflicht	127
II. „Umtauschrecht/-pflicht“	128
1. Ersetzungsbefugnis	128

2. Aufschiebend befristete Ausübung der Ersetzungsbefugnis	130
a) Die Bedingungs- und Befristungsfeindlichkeit von Gestaltungsrechten	130
b) Die Befristung der Ersetzungsbefugnis	132
c) Anwartschaftsrecht auf die Mitgliedschaft?	133
d) Bilanz- und steuerrechtliche Auswirkungen	134
3. Aufschiebend befristeter Änderungsvertrag	135
a) Zwingendes Erfordernis einer Ersetzungsbefugnis?	135
b) Die Konstruktionsmöglichkeit Änderungsvertrag	136
c) Anwartschaftsrecht, Bilanz- und Steuerrecht	136
D. Bedingte Pflichtwandelanleihen	137
I. Bezugspflicht	137
II. „Umtauschrechtl/-pflicht“	139
1. Wandlung durch Gestaltungsrecht	139
a) Umtauschrechtdes Schuldverschreibungsinhabers	139
b) Umtauschrechtder Emittentin	141
2. Wandlung durch Änderungsvertrag	142
E. Zusammenfassung § 5	142
 § 6 AGB-Kontrolle und Schuldverschreibungsgesetz	144
A. Anforderungen der AGB-Kontrolle	144
I. Anleihebedingungen als Allgemeine Geschäftsbedingungen	144
1. Anwendungsbereich	144
2. Anleihebedingungen als AGB	147
a) Selbstemission	147
b) Fremdemission	148
3. Einbeziehung	149
II. Inhaltskontrolle	150
1. Verbot überraschender Klauseln	150
2. Kontrollfähige Klauseln	152
a) Leistungsbeschreibende Klauseln	152
b) Rückschlüsse auf CoCo-Bonds	154
B. Transparenzpflicht nach § 3 SchVG	156
I. Dogmatischer Gehalt des § 3 SchVG	156
1. Die herrschende Meinung	156
2. Ansatz von Schroeter	157
3. Konkurrenzverhältnisse	162
II. Anforderungen an die Anleihebedingungen von CoCo-Bonds	163
C. Zusammenfassung § 6	164

<i>Dritter Teil</i>	
Aktienrecht	165
§ 7 Aktienrechtliche Einordnung von CoCo-Bonds	165
A. CoCo-Bonds als Wandelanleihen i.S.v. § 221 Abs. 1 S. 1 AktG	165
I. Anwendungsbereich	166
1. Tatbestand	166
2. Analoge Anwendung bei einer Wandlung mittels Änderungsvertrag	168
II. Anforderungen an den Ausgabebeschluss der Hauptversammlung	171
B. Bezugsrechte aus CoCo-Bonds als verbotene Zusicherung auf Aktien gem. § 187 AktG?	174
I. Rechtsfolgen des § 187 AktG	175
II. Auswirkungen auf CoCo-Bonds	176
C. Vereinbarkeit mit dem aktienrechtlichen Kapitalschutz	178
D. Wandlungsanordnung der Abwicklungsbehörde als Verstoß gegen die Leitungspflicht des Vorstands	180
E. Zusammenfassung § 7	180
§ 8 Sicherung der Wandlung (Kapitale)	182
A. Bedingte Kapitalerhöhung	182
I. CoCo-Bonds als zulässiger Zweck	183
II. Restriktionen durch den Hauptversammlungsbeschluss	185
1. Angabe des Gesamtnennbetrags der Emission	185
2. Angabe eines Ausgabebetrags	188
a) Wandlung zum Nennwert der Anleihe mit <i>cap</i>	189
b) Wandlung in eine feststehende Anzahl an Aktien	191
III. Kein Ausschluss durch die CRR	191
B. Genehmigtes Kapital	193
I. Bezugsrecht der Aktionäre	193
II. Zeitliche Begrenzung der Ermächtigung	194
III. Anwendbarkeit des § 194 Abs. 1 S. 2 AktG	196
IV. Sicherung des Hauptversammlungsbeschlusses	197
V. Volumenbegrenzung auf 50 % des Grundkapitals	199
VI. Zustimmungserfordernis der Verwaltung	200
C. Kapitalerhöhung gegen Einlagen	201
I. Vorratsaktien	201
II. Kapitalerhöhung nach Eintritt des <i>trigger-events</i>	202
D. Bedienung durch eigene Aktien der Gesellschaft	202
I. Anwendbarkeit des § 221 AktG	202
II. Beschränkungen durch § 71 AktG	207
III. Ausschluss durch die CRR	208
E. Zusammenfassung § 8	209

§ 9 Die Problematik der Einbringung der Forderung zum Nennwert	211
A. Ausgangsproblematik	211
B. Wortlaut der Norm	212
C. Teleologie des § 194 Abs. 1 S. 2 AktG	213
I. Systematische Gesichtspunkte	213
II. Gesetzgeberische Intention	214
1. Das Sanierungsinstrument <i>Debt-Equity-Swap</i>	215
2. Die allgemeine Dogmatik des <i>Debt-Equity-Swaps</i>	216
a) Der insolvenzrechtliche <i>Debt-Equity-Swap</i>	216
b) Der außerinsolvenzrechtliche <i>Debt-Equity-Swap</i>	218
aa) Forderungseinbringung zum Nennwert	218
bb) Der Standpunkt der herrschenden Ansicht	220
cc) Einordnung § 194 Abs. 1 S. 2 AktG	222
3. Sonderregelung für Sanierungsinstrumente	224
D. Zusammenfassung § 9	226
§ 10 Ausschluss des Bezugsrechts	228
A. Bezugsrechtsausschluss gem. § 221 Abs. 4 S. 2 AktG i.V.m. § 186 Abs. 3	
S. 1 AktG	228
I. Die Verweisnorm des § 221 Abs. 4 S. 2 AktG	228
II. Formelle und materielle Anforderungen des Bezugsrechtsausschlusses gem.	
§ 186 Abs. 3 AktG	229
1. Materielle Schranken durch das Urteil <i>Kali&Salz</i>	229
2. Aufweichung bzw. Abkehr durch das Urteil <i>Siemens/Nold?</i>	230
3. Schlussfolgerung für Wandelanleihen im Allgemeinen	234
III. Bezugsrechtsausschluss bei CoCo-Bonds	236
B. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss gem. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG	238
I. Notwendigkeit der Ausgabe am Börsenpreis	239
1. Wandlungspreis als Surrogat für den Ausgabebetrag der Wandelanleihe	240
2. Wert eines hypothetischen Bezugsrechts gegen Null	242
a) Finanzmathematische Bewertungsmodelle	243
b) Utauglichkeit dieser Modelle für CoCo-Bonds	245
c) Bookbuilding-Verfahren als Lösung	246
II. Nachkaufmöglichkeit	248
1. Notwendigkeit eines ungeschriebenen Tatbestandsmerkmals	249
2. Bezugspunkt der Nachkaufmöglichkeit	251
a) Wandelanleihen	251
b) Aktien	251
c) Alternative Anknüpfung	253
C. Zusammenfassung § 10	253
§ 11 <i>Squeeze-out</i>	255
A. Verfahrensoption <i>Squeeze-out</i>	255

B. Problemstellung	256
C. Einfluss auf die Berechnung des notwendigen Grundkapitals	257
D. Rechtliches Schicksal von CoCo-Bonds	259
I. Rechtslage bei einer Eingliederung gem. §§ 319 ff. AktG	259
II. Der aktien- und übernahmerechtliche <i>Squeeze-out</i>	261
1. Aktienrechtlicher <i>Squeeze-out</i> gem. §§ 327a ff. AktG	261
a) Standpunkt der herrschenden Ansicht	261
b) Abweichende Ansicht	263
c) Stellungnahme	264
2. Übernahmerechtliche <i>Squeeze-out</i> gem. §§ 39a ff. WpÜG	266
3. Übertragung auf CoCo-Bonds?	267
III. Verschmelzungsrechtliche <i>Squeeze-Out</i> gem. § 62 Abs. 5 UmwG	267
1. Anlehnung an die Regelung der §§ 327a ff. AktG	267
2. § 23 UmwG als Sondernorm für Wandelschuldverschreibung	268
3. Übertragung auf CoCo-Bonds?	270
a) Das Erlöschen des übertragenden Rechtsträgers	270
b) Das Problem der Überleitung der Rechte	271
aa) Fehlende Funktionserfüllung auf anderer Konzernebene	271
bb) Fehlende Durchsetzungsmöglichkeit der Rechte aus § 23 UmwG	272
4. Zwischenfazit	273
IV. Sonderregime für CoCo-Bonds	274
1. Im Falle eines aktienrechtlichen oder übernahmerechtlichen <i>Squeeze-outs</i>	274
a) Kollision mit dem Regelungsziel einer effektiven Unternehmens- führung?	275
b) Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot?	276
2. Im Falle einer Eingliederung	278
3. Im Falle eines verschmelzungsrechtlichen <i>Squeeze-outs</i>	278
E. Zusammenfassung § 11	281
§ 12 Ergebnis und Ausblick	282
Anhang: Übersicht CoCo-Bonds-Emissionen	285
Literaturverzeichnis	291
Stichwortverzeichnis	311

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Auffassung
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz (aktuelle Fassung)
AktG-1937	Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien vom 30. Januar 1937
AktG-1965	Aktiengesetz vom 06.09.1965
Alt.	Alternative
AQR	asset quality review
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
AT-1	additional tier 1 capital (zusätzliches Kernkapital)
Atl. Econ. J.	Atlantic Economic Journal
BAB/BCBS	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht/Basel Committee on Banking Supervision
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BEHG	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BGB	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Schweiz)
BGHZ	Bürgerliches Gesetzbuch
BKR	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BRRD	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
bspw.	Bank Recovery and Resolution Directive (Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie)
BT-Drs.	beispielsweise
BVerfGE	Drucksachen des Deutschen Bundestages
B. Y. U. Int'L. & Mgmt. Rev.	Entscheidungssammlung des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	Brigham Young University International Law & Management Review
CCC	Brigham Young University International Law & Management Review
CCS	beziehungsweise
CDO	Contingent Capital Certificates
CDS	Contingent Capital Securities
CF	Collateralized Debt Obligation
CFL	Credit Default Swap
COERC	Corporate Finance (Zeitschrift)
Colum. L. Rev.	Corporate Finance Law (Zeitschrift)
	Call Option Enhanced Reverse Convertible
	Columbia Law Review

CRR	Capital Requirements Regulation (Kapitaladäquanzverordnung)
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
ders./dies.	derselbe/dieselben
d.h.	das heißt
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DZWiR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EBA	European Banking Authority
Ebd.	Ebenda
ERV	Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler – „Eigenmittelverordnung“ (Schweiz)
EStG	Einkommensteuergesetz
ESUG	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
et al.	et alia
EU	Europäische Union
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgend
ff.	folgende
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
FMS	Finanzmarktstabilisierungsfond
FMSA	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FMStBG	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz
FMStFG	Finanzmarktstabilisierungsfondgesetz
Fn.	Fußnote
FSB	Financial Stability Board
FSOC	Financial Stability Oversight Council
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (USA)
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GHOS	Group of Governors and Heads of Supervision
GroßKo(AktG)	Aktiengesetz Großkommentar
G-SIB	Global Systemically Important Banks
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
HRE	Hypo-Real-Estate
HS	Halbsatz
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund
InsO	Insolvenzordnung
i.R.v.	im Rahmen von
i.S.e.	im Sinne einer/eines
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
J. Bankr. L. & Prac.	Journal of Bankruptcy Law and Practice

Jb. für Dogmatik	Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts
J. Finan. Intermediation	Journal of Financial Intermediation
J. L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics, & Organization
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
JURA	Juristische Ausbildung
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristen Zeitung
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KöKo	Kölner Kommentar
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KredReorgG	Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KTS	Konkurs-, Treuhand- und Schiedsgerichtswesen – Zeitschrift für Insolvenzrecht (ehemals Konkurs Treuhand Sanierung)
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
Law & Contemp. Probs.	Law & Contemporary Problems
Lewis & Clark L. Rev.	Lewis & Clark Law Review
lit.	Buchstabe
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
m.M.	minder Meinung
MüKo	Münchener Kommentar
MünchHdb GesR	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
Nw. J. Int'l L. & Bus.	Northwestern Journal of International Law and Business
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
PONV	Point-of-non-viability
PRA	Prudential Regulation Authority
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RCD	Reverse Convertible Debentures
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
resp.	respektive
RGZ	Entscheidungssammlung des Reichsgerichts in Zivilsachen
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S.	Seite/Satz
SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
San Diego L. Rev.	San Diego Law Review
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz (n.F. vom 31.07.2009)
Schweizer Treuhänder	Der Schweizer Treuhänder (Zeitschrift)
sec.	section
sog.	sogenannte/sogenannter/sogenanntes

SRM	Single Resolution Mechanism
SSM	Single Supervisory Mechanism
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
s. u.	siehe unten
T-2	tier 2 capital (Ergänzungskapital)
TIA	Trust Indenture Act
u. a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
u. U.	unter Umständen
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Wake Forest J. Bus. &Intell. Prop. L	Wake Forest Journal of Business and Intellectual Property Law
WM	Wertpapier Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Yale L. J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozeßordnung

Einleitung

A. Problemaufriss und Ziel der Arbeit

Die weltweite Finanzkrise, die im Jahr 2007 ihren Ausgangspunkt nahm und im Jahre 2008 ihren Höhepunkt erreichte¹, hat die Fragilität des globalen Finanzsystems vor Augen geführt. Deutlich wurde insbesondere wie sehr die Schieflage und die Insolvenz eines – stark vernetzten – Instituts, *Lehman Brothers*, sich auf andere Institute, Marktteilnehmer, Investoren und die Realwirtschaft auswirken kann. Auf politischer Ebene setzte sich die Erkenntnis durch, dass Banken krisenfester werden müssen und dass auch für Kreditinstitute die Möglichkeit einer geordneten Abwicklung geschaffen werden muss². Im Besonderen sollen weitere Rettungsmaßnahmen (sog. *bail-out*), wie sie im Verlauf der Finanzkrise notwendig waren, in Zukunft vermieden werden³.

Die immer noch andauernde Ursachenforschung zur Finanzkrise zeigt, die eine singuläre Erscheinung, die es in Zukunft zu vermeiden gilt, gibt es nicht. Ausgelöst wurde die Finanzkrise vielmehr durch ein ganzes Bündel an verschiedenen Umständen⁴. Als einer dieser Gründe wurde die mangelhafte Eigenkapitalausstattung vieler Banken, im bankspezifischen Sinn insbesondere an hartem, vollständig haftendem Kernkapital, identifiziert⁵. Gepaart war dies mit einer doppelten Funktionszuweisung an das Eigenkapital. Diesem kommt (1) eine Risikobegrenzungsfunktion, durch die Unterlegung risikanter Geschäfte mit Eigenkapital, und (2) eine Pufferfunktion, als Verlustauffangmechanismus, zu⁶. Diese doppelte Funktionszuweisung kann zu kontraproduktiven Wechselwirkungen führen. Die Pufferfunktion fordert, dass das Institut jederzeit in ausreichendem Maße Eigenkapital vorhält, um eintretende Verluste auffangen zu können, damit diese nicht auf die Gläubiger

¹ Im weiteren Verlauf der Untersuchung bezeichnet der Begriff „Finanzkrise 2008“ die weltweite Banken- und Finanzkrise, die in den Jahren 2007 durch die Probleme auf dem US-amerikanischen *subprime* Hypothekenmarkt begann und 2008 durch die und nach der Insolvenz der Investmentbank *Lehman Brothers* ihren Höhepunkt erreichte.

² Zu den Besonderheiten einer Banksolvenz siehe bereits aus der Zeit vor der Finanzkrise Binder, Bankeninsolvenzen, *passim*.

³ Kaufhold, Die Verwaltung 49, 339, 351; Zimmer/Fuchs, ZGR 2010, 597, 598.

⁴ Siehe zum Verlauf der Finanzkrise French et al., Squam Lake Report, S. 1 ff.; Rudolph, ZGR 2010, 1, 4 ff.; Scott, 22/3 Journal of Applied Corporate Finance, 22 ff.

⁵ Koziol/Lawrenz, 36 Journal of Banking & Finance, 90; Rudolph, ZGR 2010, 1, 38 f.; Scott, 22/3 Journal of Applied Corporate Finance, 22, 28.

⁶ Rudolph, ZGR 2010, 1, 37; ders., ZHR 175, 284, 292 f.; allgemein zum Eigenkapital Th. Baums, ZHR 175, 160 ff., 180 ff. (Risikopufferfunktion), 185 (Risikolimit).

„durchschlagen“. Muss das Institut auf dieses Pufferkapital zurückgreifen, so ändert sich die Bezugsgröße für die Risikobegrenzungsfunktion, da nunmehr weniger Eigenkapital zur Unterlegung riskanter Geschäfte zur Verfügung steht. Dies hat zur Folge, dass die Risikopositionen des Instituts durch den Verkauf von Vermögenswerten abgebaut werden müssen (sog. *deleveraging*)⁷. In Krisensituationen verstärken diese Notverkäufe an Vermögenswerten den schon vorhandenen Preisverfall. Dies zieht eine bilanzielle Neubewertung der Vermögenspositionen des Instituts nach sich, wodurch das Eigenkapital weiter absinkt. Hierauf muss das Institut mit dem weiteren Abbau von Risikopositionen reagieren. Auf diese Weise entstehen sich selbst verstärkende Abwärtsspiralen⁸. Martin Hellwig hat dies besonders deutlich herausgestellt:

„Unfortunately, there is a paradox involved: Equity capital that a bank needs to meet regulatory requirements is not available as a buffer against losses, which would be the usual function of (unregulated) equity capital. Through this paradox, capital regulation itself has also contributed to this crisis⁹.“

Neben der mangelnden Ausstattung an Eigenkapital und der negativen Wechselwirkung zwischen Puffer- und Risikobegrenzungsfunktion trat zweitens eine falsche Anreizwirkung für die Verwaltung und die Aktionäre. Durch eine implizite Staatsgarantie für Forderungen gegen systemrelevante Institute kam es zu einem Auseinanderfall von Gewinnchancen und Verlustrisiken (*moral hazard*)¹⁰. Drittens trat ein gewisses Maß an Regulierungsversagen der Bankaufsichtsbehörden hinzu durch eine zu großzügige Praxis bei der Kontrolle der Banken in Bezug auf die eingegangenen Risiken und ein zu zögerliches Einschreiten im Krisenfall¹¹.

An diesen drei Punkten setzen bedingte Pflichtwandelanleihen, auch bekannt als *contingent convertible bonds*, oder kurz CoCo-Bonds, an. Bei CoCo-Bonds handelt es sich um eine besondere Form einer Wandelschuldverschreibung¹². Der Grund-

⁷ Die Aufnahme neuen Eigenkapitals scheidet in einem solchen Stadium faktisch aus aufgrund des sog. *debt-overhang problems*, näher hierzu unter § 3 C. III.

⁸ Siehe hierzu Rudolph, ZGR 2010, 1, 36; ders., ZHR 175, 284, 293 f. und Kaufhold, Die Verwaltung 49, 339, 350 f.

⁹ Hellwig, Risk-Taking, Limited Liability, and the Banking Crisis, Preface, S. 2. Ein weiterer vielzitierter anschaulicher Vergleich stammt von Goodhart, 11 Financial Stability Review, 39, 41: „*The most salient metaphor and fable in prudential regulation is of the weary traveler who arrives at the railway station late at night, and, to his delight, sees a taxi there who could take him to his distant destination. He hails the taxi, but the taxi driver replies that he cannot take him, since the local bylaws require that there must always be one taxi standing ready at the station. Required liquidity is not true, usable liquidity. Nor might I add, is required minimum capital fully usable capital from the point of view of a bank.*“

¹⁰ Müllert, ZHR 173, 1, 3; Scott, 22/3 Journal of Applied Corporate Finance, 22, 27; Zimmer/Fuchs, ZGR 2010, 597, 603. Siehe bezüglich der falschen Anreizwirkungen bereits Binder, Bankeninsolvenzen, S. 112.

¹¹ Herring, 38 Atl. Econ. J., 265 ff.; Rudolph, ZGR 2010, 1, 29.

¹² Der Terminus „Wandelschuldverschreibung“ wird im weiteren Verlauf als Oberbegriff für alle Finanzierungsinstrumente verwendet, die in den Anwendungsbereich von § 221 Abs. 1

typus einer Wandelschuldverschreibung, wie er auch § 221 Abs. 1 AktG a.F. zu grunde lag, zeichnet sich dadurch aus, dass zunächst eine Schuldverschreibung begeben wird. Diese Schuldverschreibung ist mit einem Recht für den Inhaber ausgestattet, welches ihm ermöglicht, eine „Wandlung“ vorzunehmen. Übt er dieses Recht aus, so erhält er als Rückzahlung für seinen eingesetzten Kapitalbetrag nicht Bar- oder Girogeld, sondern Aktien des emittierenden Instituts. An diesen Grundtypus knüpfen CoCo-Bonds an. Im Ausgangspunkt handelt es sich ebenfalls um eine Schuldverschreibung der Emittentin und auch CoCo-Bonds enthalten wie Wandelschuldverschreibungen einen Wandlungsmechanismus. Der zentrale Unterschied besteht darin, dass die Wandlung nicht dem Willen des Schuldverschreibungs inhabers obliegt, sondern die Wandlung erfolgt bedingt und mithin *automatisch* ohne Zutun der Vertragsparteien. Die Bedingung, wann eine Wandlung eintritt, wird in den Anleihebedingungen näher spezifiziert. Tritt diese Bedingung (Auslösungsereignis oder auch *trigger-event*) ein, so wandelt sich die Schuldverschreibung und der Inhaber wird Aktionär der emittierenden Gesellschaft. Bei CoCo-Bonds handelt es sich mithin um ein hybrides Finanzierungsinstrument, da es weder dem Eigen- noch dem reinen Fremdkapital zugeordnet werden kann¹³. Die Besonderheit liegt in der *automatischen*, bedingten Wandlung der Anleihe.

Damit wird zugleich deutlich, dass CoCo-Bonds nicht mit der durch die Aktienrechtsnovelle 2016 eingeführten „umgekehrten Wandelschuldverschreibung“ gem. § 221 Abs. 1, S. 1 AktG n.F. gleichgesetzt werden können¹⁴. Bei der „umgekehrten Wandelschuldverschreibung“ erfolgt die Wandlung durch die Ausübung eines „Umtauschrechts“ der Gesellschaft. Die Wandlung erfolgt nur aus der Sicht des Schuldverschreibungs inhabers bedingt, nicht aber aus der Sicht der Gesellschaft und somit im Ausgangspunkt gerade nicht automatisch; die Wandlung hängt vielmehr von einer Willenserklärung der Emittentin ab. Zwar sind schuldrechtliche Konstruktionsmöglichkeiten für eine „automatische“ Wandlung auch bei Verwendung dieser Form der Wandelschuldverschreibung denkbar¹⁵; eine pauschale Gleichsetzung dieser beiden Anleiheformen ist jedoch nicht möglich¹⁶.

AktG fallen. „Wandelanleihe“ bezieht sich in dieser Arbeit auf Schuldverschreibungen, die mit einem Umtauschrechtfest ausgestattet sind gem. § 221 Abs. 1, S. 1, Alt. 1 AktG; „Optionsanleihe“ bezieht sich auf Schuldverschreibungen, die mit einem Bezugsrecht ausgestattet sind gem. § 221 Abs. 1 S. 1 Alt. 2 AktG, so auch MüKo(AktG)-Habersack, § 221, Rn. 24; Schmidt/Lutter-Merk, AktG, § 221, Rn. 15; Spindler/Stilz-Seiler, AktG, § 221, Rn. 2.

¹³ Schmidt/Lutter-Merk, AktG, § 221, Rn. 19; Spindler/Stilz-Seiler, AktG, § 221, Rn. 3.

¹⁴ So aber Möhlenkamp/Harder, ZIP 2016, 1093 ff.; Nodoushani, ZBB 2011, 143 ff.; ders., ZBB 2016, 589 ff.; undeutlich Marsch-Barner/Schäfer-Groß, Börsennotierte AG, § 51, Rn. 8a und die Begründung zum Gesetzesentwurf, BT-Drs. 18/4349, S. 27 ff., der im Zusammenhang mit „umgekehrten Wandelschuldverschreibung“ von einem „debt-to-equity-swap auf Vorrat“ spricht, was allerdings nur bedeutet, dass die Schuldverschreibungs inhaber aufgrund einer Willenserklärung der Gesellschaft zu Aktionären werden.

¹⁵ Siehe hierzu § 5 D.