

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 309

Die Anleihe in der Insolvenz

Die Abwicklung von Insolvenzverfahren
im Spannungsverhältnis zwischen Schuldverschreibungsgesetz
und Insolvenzordnung

Von

Josepha Rüberg



Duncker & Humblot · Berlin

JOSEPHA RÜBERG

Die Anleihe in der Insolvenz

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 309

Die Anleihe in der Insolvenz

Die Abwicklung von Insolvenzverfahren
im Spannungsverhältnis zwischen Schuldverschreibungsgesetz
und Insolvenzordnung

Von

Josepha Rüberg



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
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
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-15683-2 (Print)
ISBN 978-3-428-55683-0 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85683-1 (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 August 2018 von der Juristischen und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten in dieser aktualisierten Fassung bis Dezember 2018 berücksichtigt werden.

Großer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Stephan Madaus, für die hervorragende Betreuung bei der Erstellung dieser Arbeit, die unkomplizierte und konstruktive Zusammenarbeit und nicht zuletzt für sein umfangreiches Erstgutachten. Ebenfalls bedanken möchte ich mich bei Herrn Professor Dr. Lucas Flöther für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

In besonderer Weise möchte ich mich bei Herrn Dr. Raik Kilper für seine Anregungen, Ratschläge und Kritik bedanken, ohne die diese Arbeit in der Form nicht entstanden wäre.

Von Herzen danken möchte ich meinem Freund Martin Biebl für seine endlose Geduld und Nachsicht mit mir, seine unermüdliche moralische Unterstützung und für seine Gabe, mich jeden Tag zum Lachen zu bringen.

Mein größter Dank gilt meinen Eltern für ihre bedingungslose Unterstützung nicht nur bei der Erstellung dieser Arbeit, sondern – viel wichtiger – während meines gesamten Lebenswegs. Alles Erreichte ist Ergebnis ihrer unendlichen Mühen und Fürsorge. Ihnen ist diese Arbeit in Liebe und Dankbarkeit gewidmet.

München, im April 2019

Josepha Rüberg

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	15
A. Einführung in die Thematik	17
I. Die Entwicklung der Mittelstandsanleihe	17
II. Der Mittelstandsanleihemarkt in der Krise	19
B. Die Anleihe in der Insolvenz	20
I. Ziel der Arbeit	20
II. Gang der Untersuchung	22

Kapitel 1

Grundlagen und rechtliche Rahmenbedingungen	24
A. Die Anleihe	24
I. Begriff der Anleihe	24
1. Definition und Erscheinungsformen der Anleihe	24
2. Verbriefung der Anleihe	25
II. Begründung der Gläubigerrechte einer Anleihe	26
1. Definition und Ablauf einer Emission	26
2. Wesentliche Rechtsbeziehungen bei einer Anleiheemission	28
B. Das SchVG als Organisationsrecht der Gläubiger	30
I. Allgemein	30
1. Entstehungsgeschichte und Ziele des SchVG	30
2. Anwendungsbereich des SchVG	32
a) Allgemein	32
b) Zwingender Charakter des § 19 SchVG	33
c) Opt-in-Beschluss gem. § 24 Abs. 2 SchVG nach Insolvenzeröffnung	35
II. Das Gläubigerorganisationsrecht außerhalb des Insolvenzverfahrens	37
1. Mehrheitsbeschlüsse der Anleihegläubiger	37
2. Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger	39
III. § 19 SchVG als zentrale Regelung im Insolvenzfall	40
1. Ausgangslage	40
2. Regelungszweck und -inhalt	41

C. Der Anleihegläubiger in der Insolvenz – die unterschiedlichen Leitbilder des SchVG und der InsO	43
I. Der anonyme Anleihegläubiger als Leitbild des SchVG	43
1. Handel mit Schuldverschreibungen	43
2. Leitbild des Schuldverschreibungsrechts	45
II. Der bekannte Insolvenzgläubiger als Leitbild der Insolvenzordnung	47
1. Bestmögliche Gläubigerbefriedigung/Gläubigerselbstverwaltung	47
2. Leitbild des Insolvenzrechts	48
III. Ergebnis	49
D. Zusammenfassung	49

Kapitel 2

Einbeziehung der Anleihegläubiger in das Insolvenzverfahren	51
A. Insolvenzeröffnungsverfahren	51
I. Schuldnerantrag	51
1. Gläubigerverzeichnis nach § 13 Abs.1 Satz 3 InsO	51
2. Umsetzbarkeit bei Beteiligung nicht vertretener Anleihegläubiger	53
a) Problemstellung	53
b) Umsetzbarkeit bei Anleihegläubigern	53
c) Lösungsansätze	54
3. Umsetzbarkeit bei Beteiligung vertretener Anleihegläubiger	54
4. Ergebnis	55
II. Vorläufiger Gläubigerausschuss	56
1. Aufgaben und Zusammensetzung	56
2. Beteiligung von nicht vertretenen Anleihegläubigern	57
a) Problemstellung	57
b) Umsetzbarkeit bei Anleihegläubigern	58
c) Lösungsansätze	59
3. Beteiligung der Anleihegläubiger durch einen gemeinsamen Vertreter	61
a) Zulässigkeit der Mitgliedschaft	61
b) Mitgliedschaft einer schuldnernahen Person als Vertreter	63
4. Ergebnis	65
III. Vorläufige Eigenverwaltung/Schutzschirmverfahren	66
B. Eröffnetes Insolvenzverfahren	67
I. Der Eröffnungsbeschluss	67
1. Zustellung des Eröffnungsbeschlusses	67

2. Zustellung an nicht vertretene Anleihegläubiger	68
a) Problemstellung	68
b) Umsetzbarkeit bei Anleihegläubigern	68
aa) Erfüllung der Ermittlungspflicht	68
bb) Weiterleitung des Eröffnungsbeschlusses entlang der Verwahrkette	69
3. Zustellung an den gemeinsamen Vertreter	70
4. Ergebnis	71
II. Forderungsanmeldung	72
1. Verfahren	72
2. Anmeldung ohne gemeinsamen Vertreter	73
a) Individuelle Geltendmachung der Rechte	73
aa) Meinungsstand	73
bb) Stellungnahme	74
b) Zum Nachweis der Inhaberschaft vorzulegende Unterlagen	75
aa) Meinungsstand	75
bb) Stellungnahme	76
c) Problem der anonymen Übertragbarkeit der Anleihe über die Börse	77
aa) Problemstellung	77
bb) Lösungsansätze	78
cc) Stellungnahme	78
3. Anmeldung mit gemeinsamem Vertreter	79
a) Problemstellung	79
b) Umsetzbarkeit bei Anleihegläubigern	80
4. Sonderproblem: keine zeitliche Abstimmung zwischen InsO und SchVG	81
a) Problemstellung	81
b) Lösungsansatz	82
c) Stellungnahme	82
5. Ergebnis	83
III. Feststellung zur Tabelle	83
1. Verfahren	83
2. Feststellung ohne gemeinsamen Vertreter	84
a) Ausgangslage	84
b) Problem der anonymen Übertragbarkeit der Anleihe	84
aa) Problemstellung	84
bb) Unmöglichkeit der Änderung der Insolvenztabelle	84
cc) Gefahr der Doppelfeststellung	86
dd) Lösungsansätze	86
(1) Vorläufiges Bestreiten	86
(2) Bedingte Feststellung	87
(3) „Wertpapierrechtliche Verfahren“	87

(4) Einschränkung der Handelbarkeit	88
ee) Stellungnahme	89
(1) Problem der rechtlichen Zulässigkeit des vorläufigen Bestreitens	89
(2) Problem der rechtlichen Zulässigkeit der bedingten Feststellung ...	90
(3) Unvereinbarkeit des „wertpapierrechtlichen Verfahrens“ mit Insolvenzrecht	90
(4) Einschränkung der Handelbarkeit	91
3. Feststellung mit gemeinsamem Vertreter	93
a) Ausgangslage	93
b) Problem der Feststellung nachrangiger Forderungen	94
c) Sonderproblem: Beendigung des Mandats des gemeinsamen Vertreters nach Feststellung der Anleiheforderungen	96
4. Ergebnis	96
IV. Insolvenzgläubigerversammlung als Entscheidungsorgan	97
1. Aufgaben und Zusammensetzung	97
2. Teilnahme an Insolvenzgläubigerversammlung ohne gemeinsamen Vertreter	98
3. Teilnahme an Insolvenzgläubigerversammlung mit gemeinsamem Vertreter ..	99
a) Problemstellung	99
b) Meinungsstand	100
c) Stellungnahme	100
4. Sonderproblem: Mehrheitsbeschlüsse der Anleihegläubiger außerhalb der Insolvenzgläubigerversammlung	102
a) Problemstellung	102
b) Meinungsstand	103
aa) Herrschende Literaturansicht: Keine Mehrheitsbeschlüsse gem. § 5 Abs. 3 SchVG nach Insolvenzeröffnung	103
bb) Gegenansicht: Zulässigkeit von Mehrheitsbeschlüssen gem. § 5 Abs. 3 SchVG nach Insolvenzeröffnung	104
c) Stellungnahme	105
5. Ergebnis	107
V. Ausschüttung der Quote	108
1. Verfahren	108
2. Ausschüttung ohne gemeinsamen Vertreter	108
a) Problem des rechtmäßigen Empfängers der Quote	108
aa) Problemstellung	108
bb) Meinungsstand	109
cc) Stellungnahme	109
b) Problem der Doppelausschüttung	110
c) Abwicklung der Ausschüttung	111
d) Sonderproblem: Aufhebung des Insolvenzverfahrens	112
aa) Problemstellung	112

bb) Lösungsansätze	113
3. Ausschüttung mit gemeinsamem Vertreter	114
4. Ergebnis	114
C. Insolvenzplanverfahren	115
I. Verfahren	115
II. Zulässige Planregelungen	116
III. Gruppenbildung	118
1. Ausgangslage und Meinungsstand	118
2. Stellungnahme	118
IV. Teilnahme am Debt-Equity-Swap	121
1. Ausgangslage	121
2. Verfassungsrechtliche Zulässigkeit eines Mehrheitsbeschlusses der Anleihegläubiger	122
a) Problemstellung	122
b) Rechtsprechung des BVerfG	122
c) Stellungnahme	123
3. Anwendbarkeit des § 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 5 SchVG in der Insolvenz	125
a) Ausgangslage und Meinungsstand	125
b) Stellungnahme	126
V. Ergebnis	127
D. Zusammenfassung	128

Kapitel 3

Der gemeinsame Vertreter im Insolvenzverfahren	129
A. Bestellung in der ersten Anleihegläubigerversammlung	129
I. Eignung für das Amt des gemeinsamen Vertreters	129
1. Schuldnernahe Personen gem. § 7 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1–4 SchVG	129
a) Ausgangslage und Meinungsstand	129
b) Stellungnahme	130
2. Der gemeinsame Vertreter als Berater anderer Beteiligter	132
a) Problemstellung	132
b) Stellungnahme	133
3. Ergebnis	134

II. Ablauf der ersten Anleihegläubigerversammlung	135
1. Einberufung	135
a) Einberufungspflicht des Insolvenzgerichts	135
aa) Im eröffneten Insolvenzverfahren	135
(1) Bei vor Insolvenzeröffnung gefasstem, nicht vollziehbarem Bestellungsbeschluss	135
(2) Bei nach altem Recht bestelltem gemeinsamen Vertreter	137
(3) Bei fehlendem Opt-in in den Anleihebedingungen	138
bb) Im Eröffnungsverfahren	139
cc) Entfallen der Einberufungspflicht	141
(1) Nachrangige Schuldverschreibungen gem. § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO	141
(2) Vielzahl von Anleiheserien	142
b) Modalitäten der Einberufung	144
aa) Ausgangslage	144
bb) Frist und Ort	144
cc) Tagesordnung	145
(1) Beschlussfassung über Vertreterbestellung	145
(2) Weitere Beschlussgegenstände	146
dd) Sonderproblem: „Einberufung“ einer Abstimmung ohne Versammlung	148
2. Durchführung der Versammlung	149
a) Anwendbare Vorschriften	149
b) Entsprechende Anwendung der §§ 76, 77 InsO	151
c) Auskunfts- und Fragerecht	151
aa) Ausgangslage	151
bb) Keine entsprechende Anwendbarkeit des § 79 InsO	152
cc) Anwendbarkeit des § 16 Abs. 1 SchVG	152
3. Beschlüsse	154
a) Beschlussfähigkeit und -mehrheiten	154
aa) Beschlussfähigkeit	154
bb) Beschlussmehrheit	154
b) Stimmberechtigung und -gewicht	155
aa) Stimmberechtigung	155
bb) Stimmgewicht	156
c) Sofortige Vollziehbarkeit – Beschlusskontrolle	157
aa) Ausgangslage	157
bb) Meinungsstand	159
cc) Stellungnahme	159
III. Ergebnis	161

B. Rechtsstellung des gemeinsamen Vertreters	162
I. Im Außenverhältnis	162
1. Rechtsmacht des § 19 Abs.3 SchVG	162
a) Rechtsnatur und Umfang	162
b) Sonderproblem: Bindungswirkung des Bestellungsbeschlusses bei vorheriger Kündigung der Schuldverschreibung	163
2. Aufgaben des gemeinsamen Vertreters	164
a) Forderungsanmeldung	164
b) Teilnahme an Insolvenzgläubigerversammlungen	165
aa) Problem der Reichweite der Rechtsmacht des gemeinsamen Vertreters	165
bb) Stellungnahme	166
(1) Umfassende Rechtsmacht des gemeinsamen Vertreters im Außenverhältnis	166
(2) Zustimmung zu Sanierungsbeiträgen im Insolvenzplan	166
(3) Zustimmung zu besonders bedeutsamen Rechtshandlungen	167
c) Sonderproblem: Zustimmung zum Debt-Equity-Swap im Insolvenzplan	167
3. Informationsrechte des gemeinsamen Vertreters	168
II. Im Innenverhältnis	169
1. Rechtsverhältnis zwischen Anleihegläubigern und gemeinsamem Vertreter	169
2. Pflichten des gemeinsamen Vertreters im Innenverhältnis	171
a) Interessenwahrnehmungspflicht	171
b) Berichtspflicht	171
3. Weisungsrecht der Anleihegläubiger	172
a) Ausgangslage	172
b) Pflicht zur Einholung eines Weisungsbeschlusses	172
c) Zulässige Beschlussgegenstände	173
d) Weisungsabweichung	174
aa) Kein Weisungsabweichungsrecht	174
bb) Antrag auf Aufhebung des Weisungsbeschlusses gem. § 78 Abs. 1 InsO analog	175
cc) Haftung gem. § 7 Abs. 3 SchVG	176
4. Willensbildung in weiteren Anleihegläubigerversammlungen	177
a) Zulässigkeit weiterer Anleihegläubigerversammlungen	177
b) Verfahrensrecht	177
aa) Ausgangslage	177
bb) Meinungsstand	178
cc) Stellungnahme	179
(1) Gesetzeshistorische Auslegung	179
(2) Teleologische Auslegung	180
(3) Entscheidung des OLG Stuttgart	180

(4) Ergebnis	181
c) Einberufung und Durchführung	181
aa) Entsprechende Anwendung der §§ 74 ff. InsO analog	181
bb) Antragsrecht	182
cc) Ablehnung der Einberufung	183
d) Beschlussfassung	184
aa) Meinungsstand	184
bb) Stellungnahme	185
(1) Widersprüchlichkeit der herrschenden Meinung	185
(2) Beschlusskontrolle	186
(3) Praktische Erwägungen	186
cc) Ergebnis	187
e) Sonderproblem: Beschlussfassung über die Zustimmung zu einem im In-	
solvenzplan vorgesehenen Debt-Equity-Swap	187
aa) Ausgangslage und Meinungsstand	187
bb) Stellungnahme	188
III. Abstimmung in der Insolvenzgläubigerversammlung	189
1. Stimmrecht des gemeinsamen Vertreters	189
a) Ausgangslage	189
b) Ausübung des Stimmrechts	189
2. Kopfmehrheit	190
a) Ausgangslage und Meinungsstand	190
b) Stellungnahme	192
aa) Ausgangslage	192
bb) Keine Anwendung der bei Individualermächtigung geltenden Grund-	
sätze	193
(1) Sinn und Zweck der Kopfmehrheit	193
(2) Kopfstimmzahl bei kollektiver Geltendmachung von Rechten ...	194
c) Ergebnis	195
IV. Ergebnis	196
C. Kosten der gemeinschaftlichen Vertretung der Anleihegläubiger	196
I. Vergütung des gemeinsamen Vertreters	196
1. Gesetzliche Ausgangslage: § 7 Abs. 6 SchVG	196
a) Meinungsstand	196
b) Stellungnahme	197
2. Insolvenzzrechtliche Einordnung des Vergütungs- und Erstattungsanspruchs ...	198
a) Streitstand – Einführung	198
b) Entscheidung des BGH vom 12. Januar 2017	200
aa) Entscheidungsgründe	200

bb) Rechtliche Würdigung der Entscheidungsgründe	201
(1) Keine Verfahrenskosten	201
(2) Keine Masseverbindlichkeit gem. § 55 InsO	201
(3) Keine Vergleichbarkeit mit anderen als Masseverbindlichkeit einge- ordneten Kostenerstattungsansprüchen	202
(4) Keine Vergleichbarkeit mit der Pflicht aus § 24 WpHG	204
(5) Stellungnahme	204
3. Kritik am Begründungsansatz des BGH – Anwendbarkeit des § 7 Abs. 6 SchVG im Insolvenzverfahren	205
a) Ausgangslage und Meinungsstand	205
b) Stellungnahme	206
aa) Wertung des § 39 Abs. 1 Nr. 2 InsO	206
bb) Anwendungsvorrang der Insolvenzordnung gem. § 19 Abs. 1 SchVG	207
cc) Anleihegläubiger als Kostenschuldner	207
c) Praktische Umsetzung	208
aa) Erfüllung des Vergütungs- und Kostenerstattungsanspruchs	208
bb) Beschlussfassung über die Höhe der Vergütung	209
cc) Sonderproblem: Keine Insolvenzquote	210
4. Sonderproblem: Voraussetzungen einer zulässigen Vergütungsvereinbarung mit dem Insolvenzverwalter	210
a) Problemstellung	210
b) Stellungnahme	211
II. Kosten der Anleihegläubigerversammlungen	213
1. Ausgangslage	213
2. Meinungsstand	213
a) Kosten der ersten Anleihegläubigerversammlung	213
b) Kosten weiterer Anleihegläubigerversammlungen	214
3. Stellungnahme	214
III. Ergebnis	215
D. Zusammenfassung	216
Zusammenfassung der Ergebnisse und Lösungsvorschläge	217
A. Zusammenfassung der Ergebnisse de lege lata	217
B. Lösungsvorschläge de lege ferenda	220
I. Die Einbeziehung der Anleihegläubiger in das Insolvenzverfahren	220
1. Interessenvertretung im vorläufigen Insolvenzverfahren	220
2. Forderungsanmeldungs-, Feststellungs- und Verteilungsverfahren	220
3. Zulässige Beschlussgegenstände der Anleihegläubigerversammlung	221

II. Der gemeinsame Vertreter im Insolvenzverfahren	222
1. Anforderungen an die Person des gemeinsamen Vertreters	222
2. Reichweite des Anwendungsvorrangs der Insolvenzordnung	222
3. Rechtsstellung des gemeinsamen Vertreters	222
C. Änderungsvorschläge für eine mögliche Neufassung des § 19 SchVG	223
I. Aufzunehmende Punkte	223
II. Regelungsvorschlag	224
Literaturverzeichnis	226
Stichwortverzeichnis	235

Einleitung

Die Anleihe ist wie der Bankkredit ein klassisches Mittel der Fremdfinanzierung.¹ Wirtschaftlich betrachtet nimmt der Anleiheemittent als „Kreditnehmer“ auf dem Kapitalmarkt eine Vielzahl von Darlehen auf mit der Besonderheit, dass Rückzahlungs- und Zinsanspruch der Anleger als „Kreditgeber“ durch ein Wertpapier verbriefte werden.² Dabei gilt: je höher das Ausfallrisiko, umso höher die Verzinsung. Kapitalmarktfähige Großunternehmen haben sich als Alternative zur klassischen Kreditfinanzierung bereits seit Beginn der neunziger Jahre vermehrt über die Anleihemärkte Fremdkapital beschafft.³ Es sorgten aber zunächst nicht Unternehmensanleihen, sondern insbesondere Staatsanleihen für Aufsehen an den Kapitalmärkten. Argentinische Staatsanleihen waren Anfang der 2000er Jahre – nachdem Argentinien seine Zahlungsunfähigkeit erklärte – Auslöser umfangreicher rechtspolitischer Diskussionen auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.⁴

Erst mit Öffnung der Kapitalmärkte im Jahr 2010 durch Einführung spezieller Handelsssegmente für den Mittelstand rückte die Unternehmensanleihe in die Aufmerksamkeit einer breiteren Öffentlichkeit. Das relativ junge Finanzierungsinstru-

¹ *Hartwig-Jacob*, Internationale Anleiheemission, S. 1; nicht nur Unternehmen finanzieren sich über die Emission von Anleihen, sondern auch Staaten und ihre Körperschaften sowie völkerrechtliche Organisationen wie etwa die Weltbank oder die Europäische Investitionsbank, *Ekkenga/Schröer/Hartwig-Jacob*, Handbuch der AG-Finanzierung, Kap. 9 Rn. 1.

² *FK/Lawall*, Anh. zu § 1 Rn. 6; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Rühlmann*, Unternehmensfinanzierung, § 14 Rn. 1; *Hartwig-Jacob*, Internationale Anleiheemission, S. 1.

³ *Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 429; dem vorausgegangen war die Abschaffung der Emissionsgenehmigung und des langwierigen Genehmigungsverfahrens durch das 1. Finanzförderungsgesetz.

⁴ Die Schuldenkrise Argentinien war Anstoß für die internationalen Bestrebungen Umschuldungsklauseln (sog. Collective Action Clauses) in die jeweiligen Bedingungen von Staatsanleihen aufzunehmen, um eine Umschuldung der Anleihe im Wege der Änderung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss zu ermöglichen, vgl. Bericht der Arbeitsgruppe der Group of Ten (G-10) sowie die Erklärung der Finanzminister der Mitgliedstaaten der EU vom September 2002; diese waren wiederum für den deutschen Gesetzgeber der entscheidende Anstoß, das Schuldverschreibungsrecht zu novellieren, siehe ausführlich hierzu *Langenbucher/Bliesener/Spindler/Bliesener/Schneider*, Bankrechts-Kommentar, Kap. 17 Einleitung Rn. 14 ff.; außerdem fachte die Staatspleite Argentinien die Diskussion über die Einführung eines Staateninsolvenzrechts an, nachdem sog. Geierfonds Staatsanleihen zu einem gegenüber dem Nominalwert erheblich reduzierten Kaufpreis im großen Stil aufkauften, um deren vollständige Erfüllung wider aller Sanierungsbemühungen des jeweiligen Staates einzufordern bzw. einzuklagen, siehe ausführlich hierzu *Paulus*, ZInsO 2014, 2315 ff.; *ders.*, ZRP 2016, S. 146 ff.

ment der Mittelstandsanleihe durchlief innerhalb kürzester Zeit eine dynamische Entwicklung:

„Mittelständler drängen auf den Anleihemarkt.“

Die Welt vom 12. November 2010⁵

„Der Anleihemarkt – eine begehrte Geldquelle.“

Handelsblatt vom 28. Dezember 2010⁶

„Der Hype der Firmenanleihen.“

Handelsblatt vom 23. März 2011⁷

„Erste Mittelstandsanleihe vor dem Aus.“

Handelsblatt vom 19. März 2012⁸

„Trotz ersten Pleiten: Mittelstandsanleihen bleiben gefragt.“

Handelsblatt vom 3. April 2012⁹

„Mittelstandsanleihen im Sinkflug.“

Handelsblatt vom 3. Juni 2013¹⁰

„Etikettenschwindel mit Mittelstand.“

FAZ vom 28. November 2013¹¹

⁵ Die Welt vom 12. 11. 2010, abrufbar unter <https://www.welt.de/finanzen/article10885014/Mittelstaendler-draengen-auf-den-Anleihenmarkt.html>, zuletzt aufgerufen am 15. 06. 2017.

⁶ Handelsblatt vom 28. 12. 2010, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/renditechancen-der-anleihemarkt-eine-begehrte-geldquelle/3749608.html>, zuletzt aufgerufen am 15. 06. 2017.

⁷ Handelsblatt vom 23. 03. 2011, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/mittelstand/bond-als-fangeschenk-der-hype-der-firmenanleihen/3931514.html>, zuletzt aufgerufen am 15. 06. 2017.

⁸ Handelsblatt vom 19. 03. 2012, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/siag-pleite-erste-mittelstandsanleihe-vor-dem-aus/6344596.html>, zuletzt aufgerufen am 15. 06. 2017.

⁹ Handelsblatt vom 03. 04. 2012, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/marktberichte/trotz-erster-pleiten-mittelstandsanleihen-bleiben-gefragt/6470658.html>, zuletzt aufgerufen am 15. 06. 2017.

¹⁰ Handelsblatt vom 03. 06. 2013, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/mini-bonds-mittelstandsanleihen-sind-im-sinkflug/8295622.html>, zuletzt aufgerufen am 15. 06. 2017.

¹¹ FAZ vom 28. 11. 2011, abrufbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/mittelstandsanleihen/unternehmensanleihen-etikettenschwindel-mit-mittelstand-12684619.html>, zuletzt aufgerufen am 15. 06. 2017.

„Viele Anleger verlieren mit Mittelstandsanleihen.“

Süddeutsche Zeitung vom 2. Mai 2014¹²

„Mittelstand und seine Anleihen: Die große Pleitewelle rollt an.“

Handelsblatt vom 10. Oktober 2014¹³

„Der Markt für Mittelstandsanleihen ist tot.“

FAZ vom 10. Dezember 2014¹⁴

„Mittelstandsanleihe: Albtraum statt Traumrendite“

Süddeutsche Zeitung vom 21. August 2016¹⁵

„Mittelstandsanleihen sterben aus.“

FAZ vom 4. Februar 2017¹⁶

Der Zusammenbruch des Mittelstandsanleihemarkts durch zahlreiche Ausfälle von Emittenten hatte nicht nur wirtschaftliche Folgen. Er brachte erstmals auch die rechtlichen Probleme, die bei der verfahrensrechtlichen Abwicklung insolventer Emittenten entstehen, zu Tage. Diesen widmet sich die folgende Arbeit.

A. Einführung in die Thematik

I. Die Entwicklung der Mittelstandsanleihe

Obwohl sich der Mittelstand bei Kreditfinanzierungen traditionell an seine Hausbank wandte,¹⁷ ging die Bedeutung dieser Finanzierungsform zurück.¹⁸ Die

¹² Süddeutsche Zeitung vom 02.05.2014, abrufbar unter <http://www.sueddeutsche.de/news/wirtschaft/verbraucher-viele-anleger-verlieren-mit-mittelstandsanleihen-dpa.urn-newsml-dpa-com-20090101-140502-99-02143>, zuletzt aufgerufen am 15.06.2017.

¹³ Handelsblatt vom 10.10.2014, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/mittelstand-und-seine-anleihen-die-grosse-pleitewelle-rollt-heran/10815990.html>, zuletzt aufgerufen am 15.06.2017.

¹⁴ FAZ vom 10.12.2014, abrufbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/boersen-steigen-aus-handel-mit-mittelstandsanleihen-aus-13314141.html>, zuletzt aufgerufen am 15.06.2017.

¹⁵ Süddeutsche Zeitung vom 18.02.2016, abrufbar unter <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/mittelstandsanleihen-albtraum-statt-traumrendite-1.3130451>, zuletzt aufgerufen am 15.06.2017.

¹⁶ FAZ vom 04.02.2017, abrufbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/nach-aerger-um-woehrl-sanders-die-mittelstandsanleihen-sterben-aus-14835028.html>, zuletzt aufgerufen am 15.06.2017.

¹⁷ Habersack/Mülbert/Schlitt/Rudolf, Unternehmensfinanzierung, § 1 Rn. 32.

¹⁸ Eilers/Rödling/Schmalenbach/Jetter, Unternehmensfinanzierung, Kap. C Rn. 1.