

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Herausgegeben von Peter O. Mülbert,
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

Band 219

**Regulierungsgetriebene hybride
Finanzierungsinstrumente**

Von

Dominik Mohr



Duncker & Humblot · Berlin

DOMINIK MOHR

Regulierungsgetriebene hybride Finanzierungsinstrumente

Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 219

Regulierungsgetriebene hybride Finanzierungsinstrumente

Von

Dominik Mohr



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg
hat diese Arbeit im Jahre 2019 als Dissertation angenommen
und zum Druck freigegeben.

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
© 2021 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpar
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0720-7352
ISBN 978-3-428-18179-7 (Print)
ISBN 978-3-428-58179-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

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

Vorwort

Das Gebiet der Unternehmensfinanzierung ist von zentraler Bedeutung für eine moderne Marktwirtschaft. Die Attraktivität des Themas folgt nicht alleine aus der Interdisziplinarität von Ökonomie und Recht, sondern beruht darauf, dass sich laufend Innovationen herausbilden, die neue Fragen aufwerfen und neue Bereiche erschließen. Insbesondere im Hinblick auf die optimale Finanzierung von Finanzinstituten unter den neuen europäischen Aufsichtsregelungen haben sich in den letzten Jahren viele Änderungen im Bereich der hybriden Finanzierungsinstrumente ergeben. Aber auch andere Unternehmen müssen sich in Zeiten knappen Kapitals Gedanken über ihre optimale Finanzierung machen. Zwischen dem früher in Deutschland verbreiteten Hausbankkredit und Anteilseigentum stehen ihnen heute eine große Zahl von Möglichkeiten zur Verfügung. Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, die verschiedenen hybriden Finanzierungsinstrumente für Unternehmen und insbesondere Finanzinstitute darzustellen und entsprechend ihrer Ausgestaltung einzuordnen. Darüber hinaus ist Ziel, die mit hybriden Finanzierungsinstrumenten einhergehenden systemischen Risiken zu erfassen und aufzuzeigen.

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2019/2020 von der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung fand am 27. Juli 2020 statt. Rechtsprechung und Schrifttum sind bis August 2020 berücksichtigt.

Ich danke von ganzem Herzen meinem verehrten Doktorvater Professor Dr. Christoph A. Kern, LL.M. (Harvard) für den Themenvorschlag und die überaus gute Betreuung. Die Zeit als studentische Hilfskraft sowie als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl am Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht in Heidelberg werde ich stets in sehr guter Erinnerung behalten. Für die außerordentliche Unterstützung während der gesamten Zeit bin ich überaus dankbar. Ferner danke ich Herrn Professor Dr. Dirk A. Verse, M.Jur. (Oxford) für die schnelle Erstellung des Zweitgutachtens mit seinen wertvollen Hinweisen. Für einzelne Hinweise zum Steuerrecht danke ich Herrn Professor Dr. Ekkehart Reimer. Für den Vorsitz der Disputation danke ich Herrn Professor Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff.

Herrn Prof. Dr. Peter O. Mülbert, Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Uwe H. Schneider und Herrn Prof. Dr. Dirk A. Verse, M.Jur. (Oxford) danke ich für die Aufnahme meiner Arbeit in die Schriftenreihe „Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen. Abteilung B: Rechtswissenschaft“.

Darüber hinaus danke ich allen, die durch Anregungen, Hinweise und Diskussionen zur Entstehung meiner Arbeit beigetragen haben, insbesondere Fabian und Christina Mohr, Andre Rock, Simon Heier und Marcus Friedemann für die wertvollen Hinweise aus der betriebswirtschaftlichen Praxis sowie meinen Eltern für die immerwährende Unterstützung.

Der Stiftung für die Wissenschaft des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands (DSGV) danke ich herzlich für den gewährten Druckkostenzuschuss.

Ganz besonderer Dank gebührt schließlich meinen Kollegen Simone Slawik, Johannes Kist, Dr. Andreas Duttig, Dorothea Lehmann, Dr. Valesca Profefsner, Dr. Christian Uhlmann und Alexander Urhahn, die die Zeit am Lehrstuhl haben unvergesslich werden lassen.

Heidelberg, im August 2020

Dominik Mohr

Inhaltsübersicht

Kapitel 1

Einführung 27

- A. Anlass der Arbeit 27
- B. Vorgehensweise und Gang der Untersuchung 29

Kapitel 2

Grundlagen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung 31

- A. Vorbemerkung zu Finanzierungsinstrumenten 31
- B. Grundlagen reiner Eigenkapitalfinanzierung 34
- C. Besonderheiten von Eigenkapital in der Finanzwirtschaft 45
- D. Grundlagen reiner Fremdkapitalfinanzierung 53
- E. Zur Abgrenzung von Eigenkapital und Fremdkapital 55

Kapitel 3

Entwicklung und Inhalt bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben 59

- A. Notwendigkeit der Regulierung und ökonomische Funktion der Banken 59
- B. Entstehung und Entwicklung bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben bis 1990 61
- C. Inhalt und Umsetzung der Eigenmittelstandards von Basel I bis Basel III 66
- D. Eigenkapital nach Basel III, CRR/CRD IV und KWG 73
- E. Modifikation von Basel III bzw. Basel IV sowie CRD V und CRR II 77

Kapitel 4

Hybride Finanzierungsinstrumente zwischen Eigenkapital und Fremdkapital 79

- A. Anteilsähnliche Finanzierungsinstrumente und hybride Fremdkapitalinstrumente ... 79
- B. Relevanz der Verbriefung 84

Kapitel 5

Untersuchung einzelner hybrider Finanzierungsinstrumente	86
A. Einführung	86
B. Untersuchung einzelner Instrumente	87
C. Zusammenfassung	178

Kapitel 6

Ausgabe hybrider Finanzierungsinstrumente unter Einsatz eines SPV	180
A. Motivation	180
B. Rechtliche Ausgestaltung	180
C. Spezielle Instrumente unter SPV-Einsatz	181

Kapitel 7

Anerkennung aktueller hybrider Finanzierungsinstrumente	185
A. Verhältnis zu BRRD, SAG, MREL und TLAC	185
B. Einzelebene	187
C. Gruppenebene	191

Kapitel 8

Systemische Risiken durch hybride Finanzierungsinstrumente	194
A. Allgemeines	194
B. Risikokategorien von Finanzinstitutionen und Verwirklichung	195
C. Anfälligkeit des Finanzsektors für systemische Risiken	201
D. Systemische Risiken und hybride Finanzierungsinstrumente	208

Kapitel 9

Schlussbetrachtung und Fazit	227
A. Vielfalt	227
B. Systemisches Risiko	228
C. Ausgestaltung	228
D. Diversifikation und Standardisierung	229

Literaturverzeichnis	231
Sachwortverzeichnis	265

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Einführung 27

A. Anlass der Arbeit	27
B. Vorgehensweise und Gang der Untersuchung	29

Kapitel 2

Grundlagen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung 31

A. Vorbemerkung zu Finanzierungsinstrumenten	31
I. Begriff des Finanzierungsinstruments	32
II. Rechtliche Wirkung des Finanzierungsinstruments	32
III. Abgrenzung zu Finanzinstrumenten	33
B. Grundlagen reiner Eigenkapitalfinanzierung	34
I. Unternehmensfinanzierung und Eigenkapital aus ökonomischer Sicht	34
1. Eigenkapital als Ingangsetzungsinstrument	34
2. Zweck einer differenzierten Kapitalausstattung	35
a) Schaffung einer optimalen Kapitalstruktur	35
b) Kapitalstruktur und financial leverage	35
c) Weitere Finanzierungszwecke	37
II. Der Begriff des Eigenkapitals	38
1. Kapital und Vermögen der Unternehmung	38
2. Eigenkapital als Residualgröße	39
3. Formen bilanziellen Eigenkapitals	39
III. Merkmale des Eigenkapitals	41
IV. Funktionen des Eigenkapitals im haftungsrechtlichen Sinn	41
1. Überblick	41
2. Schuldentilgungsfunktion	42
3. Risikopuffer	44
4. Selbstbehalt	44
5. Weitere Funktionen	45

C. Besonderheiten von Eigenkapital in der Finanzwirtschaft	45
I. Der Begriff bankaufsichtsrechtlichen Eigenkapitals	45
II. Besondere Funktionen von Eigenkapital in der Finanzwirtschaft	45
1. Grundsatz	45
2. Ziele	46
3. Verlustausgleichsfunktion (going concern)	46
4. Garantie- und Haftungsfunktion (gone concern)	47
5. Vertrauensfunktion	47
6. Risikobegrenzungsfunktion	48
7. Finanzierungsfunktion und Errichtungsfunktion	49
III. Merkmale bankaufsichtsrechtlichen Eigenkapitals	49
1. Teilnahme am laufenden Verlust	50
2. Nachrangigkeit im Insolvenzfall	50
3. Erfolgsabhängige Vergütung	51
4. Dauerhaftigkeit der Bereitstellung	51
IV. Positives Reinvermögen oder bilanzielle Geldziffer	52
D. Grundlagen reiner Fremdkapitalfinanzierung	53
I. Unternehmensfinanzierung und Fremdkapital	53
II. Begriff des Fremdkapitals	53
III. Merkmale des Fremdkapitals	54
1. Ergebnisunabhängige Vergütung	54
2. Rückzahlungsanspruch	54
3. Befristete Überlassung	55
4. Geringe Informations- und Einwirkungsrechte	55
IV. Möglichkeiten inhaltlicher Gestaltungsfreiheit	55
E. Zur Abgrenzung von Eigenkapital und Fremdkapital	55
I. Abgrenzungsmöglichkeit anhand allgemeiner Bestimmungen	55
II. Zwischenergebnis	57

Kapitel 3

Entwicklung und Inhalt bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben	59
A. Notwendigkeit der Regulierung und ökonomische Funktion der Banken	59
I. Verteilung von Kapital und Risiko	59
II. Dem Geschäftsmodell inhärente Instituts- und Systeminstabilität	60
B. Entstehung und Entwicklung bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben bis 1990	61
I. Die Entwicklung vor der Wirtschaftskrise 1931	61
II. Die Wirtschaftskrise 1931 und die Folgen für die Bankenregulierung	62

III. Das Kreditwesengesetz von 1961	64
C. Inhalt und Umsetzung der Eigenmittelstandards von Basel I bis Basel III	66
I. Entstehung, Funktion und Zielsetzung des Baseler Ausschusses	66
II. Basel I 1988 und europäische sowie nationale Umsetzung	67
III. Sydney Press Release 1998	69
IV. Basel II 2004 und europäische sowie nationale Umsetzung	69
V. Basel 2.5	71
VI. Basel III und CRR/CRD IV sowie CRD IV-UG	72
D. Eigenkapital nach Basel III, CRR/CRD IV und KWG	73
I. Grundsätzliche Neuerungen	73
II. Hartes Kernkapital (CET1)	74
III. Zusätzliches Kernkapital (AT1)	75
IV. Ergänzungskapital (T2)	75
V. Zusammensetzung der Eigenmittel	76
E. Modifikation von Basel III bzw. Basel IV sowie CRD V und CRR II	77

Kapitel 4

Hybride Finanzierungsinstrumente zwischen Eigenkapital und Fremdkapital	79
A. Anteilsähnliche Finanzierungsinstrumente und hybride Fremdkapitalinstrumente ...	79
I. Überblick	79
II. Begriffsbestimmung „mezzanine“ und „hybrid“	79
III. Klassifizierung mezzaniner Finanzierungsinstrumente	81
1. Equity-Mezzanine und Debt-Mezzanine	81
2. Privatplatzierungsinstrumente und Kapitalmarktinstrumente	82
3. Individuelles und standardisiertes Mezzanine-Kapital	82
IV. Typische Ausgestaltungsmerkmale von Mezzanine-Kapital	82
V. Mitwirkungsrechte der Fremdkapitalgeber	83
VI. Gründe für die Aufnahme hybriden Kapitals	83
B. Relevanz der Verbriefung	84

Kapitel 5

Untersuchung einzelner hybrider Finanzierungsinstrumente	86
A. Einführung	86

B. Untersuchung einzelner Instrumente	87
I. Anteilsbezogene Finanzierungsinstrumente	87
1. Wandelanleihe	88
a) Allgemeines	88
b) Regulierungszusammenhang	89
c) Rechtliche Ausgestaltung	90
d) Motive	92
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	92
f) Wandelanleihe auf von Dritten zur Verfügung gestellte Aktien	93
g) Drittemission	94
h) Nachträgliche Wandelanleihe	94
i) Wandelschuldverschreibung gegen Sacheinlage	95
j) Mischform convertible bonds with enhanced interest	95
2. Umgekehrte Wandelanleihe	95
a) Begriff	95
b) Regulierungszusammenhang	95
c) Rechtliche Konstruktion	96
d) Motive	96
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	97
f) Finanzinnovationen in der Praxis	97
3. Bedingte Pflichtwandelanleihe	98
a) Allgemeines	98
b) Regulierungszusammenhang	98
c) Begrifflichkeiten der bedingten Pflichtwandelanleihe	99
d) Qualifikation der (bedingten) Pflichtwandelanleihe	100
e) Rechtliche Konstruktion	102
f) Ausgestaltung der Wandlungspflicht	102
g) Auslöseereignisse	103
h) Motive	105
i) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	106
j) Finanzinnovationen in der Praxis und Literatur	107
4. Anleihe mit Tilgungswahlrecht des Emittenten	108
a) Allgemeines	108
b) Anleihe mit Tilgungswahlrecht des Emittenten und umgekehrte Wandelanleihe	108
c) Regulierungszusammenhang	109
d) Rechtliche Ausgestaltung	109
e) Motive	109
f) Gesellschaftsrechtliche Erfordernisse	110

5. Aktienanleihe	110
a) Allgemeines	110
b) Unterscheidung zu Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten	111
c) Rechtliche Ausgestaltung	111
d) Motive	111
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	111
6. Pflichtwandelanleihe	112
a) Allgemeines	112
b) Pflichtwandelanleihe und umgekehrte Wandelanleihe	112
c) Regulierungszusammenhang	113
d) Rechtliche Konstruktion	113
e) Motive	114
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	114
g) Synthetische Pflichtwandelanleihe und CoMEN-Transaktion	115
7. Umtauschanleihe	116
a) Begriff	116
b) Unterscheidung zu Wandel-/Optionsanleihen auf von Dritten zur Verfügung gestellte Aktien	117
c) Unterscheidung zur Aktienanleihe	117
d) Rechtliche Ausgestaltung	117
e) Motive	118
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	118
8. Optionsanleihe	118
a) Allgemeines	118
b) Regulierungszusammenhang	119
c) Rechtliche Ausgestaltung	119
d) Optionsanleihe mit net cash settlement	120
e) Motive	120
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	121
9. Umgekehrte Optionsanleihe	121
10. Selbstständiger Optionsschein	122
a) Begriff	122
b) Zulässigkeit von selbstständigen Optionsscheinen	122
c) Ausgestaltung	123
d) Sonderform covered warrants	123
e) Motive	124
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	125
11. Wandel-Optionsanleihe und umgekehrte Wandel-Optionsanleihe	125
12. Going-public-Anleihe	125
a) Begriff	125

b) Rechtliche Ausgestaltung	126
c) Motive	126
d) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	127
13. Wandelaktie und umgekehrte Wandelaktie	127
a) Allgemeines und Begriff	127
b) Zulässigkeit der Wandelaktie	128
c) Zulässigkeit der umgekehrten Wandelaktie	129
d) Regulierungszusammenhang	129
e) Rechtliche Ausgestaltung	129
f) Motive	130
g) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	130
h) Wandlung von Stamm- in Vorzugsaktie	130
14. Optionsaktie und umgekehrte Optionsaktie	131
a) Allgemeines	131
b) Aktienrechtliche Zulässigkeit von Optionsaktien	131
c) Zulässigkeit der umgekehrten Optionsaktie	132
d) Rechtliche Ausgestaltung	132
e) Motive	132
15. (Umgekehrte) Wandel- und Optionsgewinnschuldverschreibung	132
16. (Umgekehrtes) Wandel- und Optionsgenussrecht bzw. (umgekehrter) Wandel- und Optionsgenussschein	133
17. (Umgekehrtes) Wandeldarlehen	134
18. Standalone contingent capital facilities	134
19. Debt equity swap	134
20. Debt mezzanine swap	135
21. Vorzugsaktie (ohne Stimmrecht)	136
a) Allgemeines	136
b) Regulierungszusammenhang	136
c) Rechtliche Ausgestaltung	137
d) Motive	138
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	138
22. Weitere Aktienarten mit hybridem Charakter	138
a) Vorzugsaktie mit Stimmrecht	138
b) Mehrstimmrechts-Vorzugsaktie nach dem HGB 1897	139
c) Quotenaktie, Freiaktie	139
d) Spartenaktie	140
23. Depository receipts (DRs)	140
a) Allgemeines	140
b) Rechtliche Ausgestaltung	141
c) Kollisionsrechtliche Erwägungen	142

d) Motive	143
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	143
24. Reversed equity kicker (upstream conversion)	143
25. Wandelanleihe mit Wandlungsrecht auf andere schuldrechtliche Titel	144
26. Finanzinnovationen in der Praxis	145
II. Echte Hybridanleihen – Teil 1 – hybride Instrumente mit anteilsähnlichem Charakter	145
1. Finanzierungsgenusrecht mit Verlustbeteiligung	146
a) Allgemeines	146
b) Regulierungszusammenhang	146
c) Abgrenzung zum partiarischen Darlehen und zur Gewinnschuldverschreibung	147
d) Rechtliche Ausgestaltung	147
e) Motive	148
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	148
g) Problem der Unzulässigkeit aktiengleicher Genussrechte	149
2. Stille Gesellschaft mit Verlustbeteiligung (atypische stille Beteiligung)	149
a) Allgemeines	149
b) Regulierungszusammenhang	150
c) Abgrenzung zum partiarischen Darlehen und zum Genussrecht	151
d) Abgrenzung typische – atypische stille Gesellschaft	152
e) Rechtliche Ausgestaltung, insbesondere Form der Innengesellschaft	153
f) Motive	153
g) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	154
h) Handelbarkeit stiller Einlagen	155
3. Unterbeteiligung	155
III. Echte Hybridanleihen – Teil 2 – hybride Fremdkapitalinstrumente	156
1. Finanzierungsinstrumente mit non-equity kicker	156
a) Allgemeines	156
b) Rechtliche Ausgestaltung als phantom stock/warrant	156
c) Ausgestaltung als virtuelle Option	157
d) Vereinbarung einer von der Unternehmenswertsteigerung abhängigen Rendite	157
e) Motive	157
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	158
2. Gewinnschuldverschreibung/partiarisches Darlehen	158
a) Allgemeines	158
b) Unterscheidung vom Genussrecht	159
c) Rechtliche Ausgestaltung	159
d) Motive	160

e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	160
3. Nachranganleihe und Nachrangdarlehen	161
a) Allgemeines	161
b) Regulierungszusammenhang	161
c) Rechtliche Ausgestaltung	162
d) Struktureller Nachrang	162
e) Relativer vertraglicher Nachrang	163
f) Absoluter vertraglicher Nachrang	163
g) Qualifizierter Nachrang	164
h) Motive	165
4. Ewige Anleihe und Darlehen mit ewiger Laufzeit	165
a) Allgemeines	165
b) Regulierungszusammenhang	166
c) Rechtliche Ausgestaltung	166
d) Motive	166
e) Gesellschaftsrechtliche und zivilrechtliche Zulässigkeit	166
5. Floating rate notes und zero coupon bonds	167
a) Allgemeines	167
b) Rechtliche Ausgestaltung	167
c) Motive	168
6. High-Yield-Anleihe	168
7. Herabschreibungsanleihe	169
a) Allgemeines, insb. Begrifflichkeit	169
b) Regulierungszusammenhang	170
c) Rechtliche Ausgestaltung	170
d) Motive	171
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	171
8. Genussobligation	172
9. Gewinnanleihe	173
IV. Hybride Darlehen	173
1. Darlehensähnliche stille Gesellschaft	173
a) Allgemeines	173
b) Rechtliche Ausgestaltung, insb. Ergebnisbeteiligung	173
2. Gesellschafterdarlehen	174
a) Allgemeines	174
b) Rechtliche Ausgestaltung	174
c) Motive	175
3. Finanzplankredit	175
V. Sonstige hybride Finanzierungsinstrumente	175
1. Nicht eingezahltes Quasieigenkapital	175

2. Zertifikate 176
 3. Verkäuferdarlehen 176
 4. Schuldscheindarlehen 177
 C. Zusammenfassung 178

Kapitel 6

Ausgabe hybrider Finanzierungsinstrumente unter Einsatz eines SPV 180
 A. Motivation 180
 B. Rechtliche Ausgestaltung 180
 C. Spezielle Instrumente unter SPV-Einsatz 181
 I. Trust preferred securities (TRUPS/TPS) 181
 1. Allgemeines 181
 2. Rechtliche Ausgestaltung 182
 3. Begrifflichkeit 183
 4. Motive 183
 II. Sonstige Instrumente 184

Kapitel 7

Anerkennung aktueller hybrider Finanzierungsinstrumente 185
 A. Verhältnis zu BRRD, SAG, MREL und TLAC 185
 B. Einzelebene 187
 I. Allgemeines 187
 II. Hartes Kernkapital (CET1) 187
 1. Stammaktien 187
 2. Vorzugsaktien ohne nachzahlbaren Vorzug 188
 III. Zusätzliches Kernkapital (AT1) 188
 1. Entwicklungen 188
 2. CoCos und Herabschreibungsanleihen 189
 a) Allgemeines und Verbreitung 189
 b) Automatisierung der Wandlung nach Art. 52 Abs. 1 Satz 1 lit. n) CRR ... 190
 IV. Ergänzungskapital (T2) 190
 C. Gruppenebene 191
 I. Zusätzliche Eigenmittelanforderungen auf Gruppenebene 191
 II. Begebung durch Zweckgesellschaften 192

Kapitel 8

Systemische Risiken durch hybride Finanzierungsinstrumente	194
A. Allgemeines	194
B. Risikokategorien von Finanzinstitutionen und Verwirklichung	195
I. Übersicht Risikokategorien	195
II. Definition des systemischen Risikos?	195
III. Makroschocks	196
IV. Mikroschocks	196
1. Ausgangspunkt	196
2. Ansteckung	197
a) Vermögenskorrelation	198
b) Direkte Ansteckung	198
c) Liquidity contagion, market illiquidity und asset fire sale	199
d) Informationsbasierte Ansteckung	200
C. Anfälligkeit des Finanzsektors für systemische Risiken	201
I. Strukturelle mikroprudentielle Fragilität	201
1. Risikoaffinität als Geschäftsmodell und Marktpreisrisiko des Aktivvermögens	201
2. Finanzintermediation	202
3. Banken als Vertrauensinstitutionen	203
4. Moral hazard	203
5. Gefahr hoher leverage	204
II. Makroprudentielle Fragilität	205
1. Zur Notwendigkeit makroprudentieller Aufsicht	205
2. Systemrelevante Finanzinstitute	205
3. Strukturelle Gleichartigkeit der Geschäftsausrichtung	206
4. Interbankenbeziehung und Internationalität der Finanzmärkte	206
5. Komplexität der Vorhersehbarkeit systemischer Risiken	207
III. Schattenbanken als Finanzintermediäre	207
D. Systemische Risiken und hybride Finanzierungsinstrumente	208
I. Krisenbegünstigende regulatorische Eigenschaften	209
1. Schärfere Regulierung und höheres Risiko	209
2. (Internationale) Vereinheitlichung	210
3. Prozyklizität	210
a) Künstliche Erhöhung des Angebots	210
b) Widersprüchlichkeit der Doppelfunktion aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals	210

II. Systemische Risiken aktueller hybrider Finanzierungsinstrumente 211

- 1. Systemisches Risiko durch Fehlanreize 212
 - a) Einordnung als systemisches Risiko 212
 - b) Ökonomische Bedeutung des debt overhang problem 212
 - c) Grundlegende Auswirkungen von Wandlung bzw. Herabschreibung 213
 - d) Situation bei Herabschreibungsanleihen 213
 - e) Situation bei Wandelanleihen 213
 - f) Bedeutung für das systemische Risiko 215
- 2. Systemisches Risiko durch sensible Handelspreise 216
- 3. Systemisches Risiko durch trigger event 217
 - a) Bisherige Wandlungen und Herabschreibungen 217
 - b) Gefahr durch Klumpenrisiken 219
 - c) Ansteckung über Vermögenspreise 219
 - d) Dafür notwendig: Banken als Halter von Wandel- und Herabschreibungs-
anleihen 221
 - e) Indirect contagion 222
- 4. Systemisches Risiko durch Auswirkungen auf andere Kennzahlen 223
- 5. Systemisches Risiko durch mangelnde Diversifikation bei individueller Ver-
schiedenheit 224
- 6. Systemisches Risiko durch unzureichende Übersicht bezüglich risk exposure 225

Kapitel 9

Schlussbetrachtung und Fazit

227

- A. Vielfalt 227
- B. Systemisches Risiko 228
- C. Ausgestaltung 228
- D. Diversifikation und Standardisierung 229

Literaturverzeichnis 231

Sachwortverzeichnis 265

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
a. F.	alter Fassung
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
ABS	Asset-Backed Securities
Abs.	Absatz
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
Afme	Association for Financial Markets in Europe
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AktR	Aktienrecht
allg.	allgemein
allg.M.	allgemeine Meinung
Am. Econ. Rev	American Economic Review
Ann. Rev. Fin. Econ.	Annual Review of Financial Economics
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
Bank. L.J.	Banking Law Journal
BAnz	Bundesanzeiger
BB	Betriebs-Berater
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BeckOGK	beck-online.GROSSKOMMENTAR
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Begr.	Begründer
Beschl. v.	Beschluss vom
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch vom 1.1.1900
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BIS	Bank for International Settlements
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Brown J. World Aff.	Brown Journal of World Affairs
BRRD	Bank and Resolution Directive
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus. Law.	Business Lawyer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
Cato J.	Cato Journal
CDS	credit default swap

CFB	Corporate Finance biz
CFL	Corporate Finance Law
Chi. J. Int'l L.	Chicago Journal of International Law
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
CP	commercial paper
CRD	Capital Requirement Directive
CRR	Capital Requirement Regulation
d.	des/der
d. h.	das heißt
dass.	dasselbe
DB	Der Betrieb
DepotG	Depotgesetz
Dick. J. Int'l L.	Dickinson Journal of International Law
DJT	Deutscher Juristentag
DStR	Deutsches Steuerrecht
EBA	European Banking Authority
EBIT	Earnings before interest and taxes
ECB	European Central Bank
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMI	European Capital Markets Institute
Econ. J.	Economic Journal
Econ. Notes	Economic Notes
EG	Europäische Gemeinschaft
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
EK	Eigenkapital
EKR	Eigenkapitalrendite
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
ESTG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FB	Finanz-Betrieb
ff.	folgende (Pl.)
Fin. Markets, Institutions & Instruments	Financial Markets, Institutions & Instruments
Fin. Rsrch. Letters	Financial Research Letters
Fin. Times	Financial Times
FK	Fremdkapital
FKZ	Fremdkapitalzins
Fla. St. U. L. Rev.	Florida State University Law Review
FLF	Finanzierung Leasing Factoring
FMSstBG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz

Fn.	Fußnote
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate and Financial Law
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSB	Financial Stability Board
G-SIBs	Global systemically important banks
Ga. L. Rev.	Georgia Law Review
gem.	gemäß
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
GesR	Gesellschaftsrecht
ggf.	gegebenenfalls
GKR	Gesamtkapitalrendite
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GS	Gedächtnisschrift
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
h.L.	herrschende Lehre
h.M.	herrschende Meinung
Harv. Int'l L.J.	Harvard International Law Journal
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HBG	Hypothekendarlehenbankgesetz
HdB	Handbuch
HdJ	Handbuch des Jahresabschlusses
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HS.	Halbsatz
i. E.	im Ergebnis
i. H. v.	in Höhe von
i. R. d.	im Rahmen der/des
i. S. d.	im Sinne der/des
i. S. e.	im Sinne eines/einer
i. v. F.	im vorliegenden Fall
i. V.m.	in Verbindung mit
ILF	Institute for Law and Finance
Indep. Rev.	The Independent Review
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
Int'l Fin. L. Rev.	International Financial Law Review
Int'l L. & Mgmt. Rev.	International Law & Management Review
IRBA	Internal ratings based approach
J. Appl. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Bank. & Fin.	Journal of Banking & Finance
J. Bankr. L.P.	Journal of Bankruptcy Law and Practice
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Intermediation	Journal of Financial Intermediation

J. Fin. Reg. & Compl.	Journal of Financial Regulation & Compliance
J. Fin. Stab.	Journal of Financial Stability
J. Int'l L. & Bus.	Journal of International Law & Business
J. Mon. Econ.	Journal of Monetary Economics
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JZ	Juristenzeitung
KredReorgG	Kreditinstitutereorganisationsgesetz
KSA	Kreditrisikostandardansatz
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
Law & Fin. Mkt. Rev.	Law and Financial Markets Review
lit.	litera
Lit.	Literatur
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MBS	Mortgage-Backed Securities
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MüKo	Münchener Kommentar
N.C. Bank. Inst.	North Carolina Banking Institute
N.Y.U. J.L. & Bus.	New York University Journal of Law & Business
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report
Notre Dame J.L. Ethics & Pub. Pol'y	Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
Nr.	Nummer(n)
Nw. J. Int'l L. & Bus.	Northwestern Journal of International Law & Business
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OTC	over the counter
PfandBG	Pfandbriefgesetz
Pratt's J. Bankr. L.	Pratt's Journal of Bankruptcy Law
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RefE	Referententwurf
RegE	Regierungsentwurf
RGBL.	Reichsgesetzblatt
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
ROE	Return on Equity
S.	Seite
s. o.	siehe oben
SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
sog.	sogenannte(r/n/m/s)

SolvV	Solvabilitätsverordnung
ST	Schweizer Treuhänder
Tex. Int'l L.J.	Texas International Law Journal
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
u. a.	und andere(s); unter anderem
u. Ä.	und Ähnliches
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U.S.A.	United States of America
UAbs.	Unterabsatz
UmwG	Umwandlungsgesetz
usw.	und so weiter
v.	versus; vom
v. a.	vor allem
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Verf.	Verfasser
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
vgl.	vergleiche
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WM	Wertpapier-Mitteilungen
Yale L.J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht- und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfPK	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschafts-recht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung

Kapitel 1

Einführung

A. Anlass der Arbeit

Die Finanzierung von Unternehmen bewegt sich in einem Bereich, der sowohl in ökonomischer als auch in rechtlicher Hinsicht breit gefächert ist. Hinter dem durch das Allgemeinverständnis geprägten Begriff der Finanzierung als die Hingabe von Kapital befindet sich eine Vielfalt nahezu grenzenloser Gestaltungsmöglichkeiten zwischen den klassisch definierten Polen „Eigenkapital“ und „Fremdkapital“. Daraus hervorgegangene Finanzierungsinstrumente liegen auf dem Kontinuum zwischen diesen Polen und vereinen Elemente beider Seiten. Sie können, je nach Ausgestaltung der Parteien, an die unterschiedlichsten Umstände angepasst werden und bieten den Beteiligten dadurch Vorteile, die ihnen im Rahmen von klassischen Finanzierungen verwehrt blieben.

Angesichts des Wandels des deutschen Finanzsystems, das historisch von einem starken Hausbankensystem geprägt ist, stellt sich für jeden Unternehmer bzw. dessen Management die Frage, wie künftig erforderliches Kapital eingeworben werden soll. Waren früher nur wenige Wege möglich, der Unternehmung frisches Kapital zuzuführen, bestehen heute spezialisierte Abteilungen, deren Aufgabe allein darin besteht, die für die individuelle Situation beste Finanzierung zu ermöglichen und die Entwicklung des Marktes zu überwachen. Hinzu kommen unzählige Berater, die ihre Expertise zu inhaltlichen Fragen der Produkte sowie deren technischer Abwicklung auf verschiedenen Märkten anpreisen.

Banken sind aufgrund vorangegangener Krisen vorsichtiger bei der Ausgabe großvolumiger Kredite an einzelne Unternehmen geworden und aktuelle Regulierungsvorschriften, die darin einen Grund für die Fragilität des Finanzsystems ausmachen, verstärken diesen Trend. Deswegen verlagert ein wesentlicher Teil der Institute seinen Geschäftsbereich von der Ausgabe von Krediten hin zu einer Begleitung von Unternehmen auf dem direkten Zugang zum Kapitalmarkt. Schon allein aufgrund dieser Entwicklung ist es notwendig, sich die nahezu unzähligen wirkenden Formen an hybriden Finanzierungsinstrumenten zu vergegenwärtigen. Nimmt man die spätestens seit der Finanz- und Staatsschuldenkrise 2007/08 forcierten bankaufsichtsrechtlichen Regulierungen im Hinblick auf die erforderlichen Eigenmittel hinzu, kommen auch Banken nicht mehr umhin, sich von der strikten Aufteilung in Eigen- und Fremdkapital abzuwenden und sich in den Bereich der hybriden Finanzierungsinstrumente zu begeben, wollen sie ihre Wirtschaftlichkeit und Unab-

hängigkeit bewahren. Eine immer größere Rolle spielt dabei – für Finanzinstitute wie sonstige Unternehmen zugleich – der Kapitalmarkt. Zwar bestehen auch und gerade bei hybriden Finanzierungsinstrumenten nach wie vor individuell gestaltete Einzelfinanzierungen wie stille Einlagen, das Gros des Volumens wird allerdings schon heute über weitgehend standardisierte Finanzierungsinstrumente am Kapitalmarkt eingeworben. Dieser bietet im Hinblick auf Angebot, Nachfrage, Information und Standardisierung entscheidende Vorteile. Hybride Finanzierungsinstrumente begleiten die Unternehmensfinanzierung nahezu von Anfang an. Im Lauf der Zeit wurden neue Instrumente oder Kategorien an Instrumenten geschaffen, wenn der Markt danach verlangte, sie gesetzlich begünstigt oder schlicht aufsichtsrechtlich vorgeschrieben wurden. Andere Instrumente und Kategorien fielen mangels Nachfrage, oder weil eine gesetzliche Begünstigung bzw. Anerkennung in aufsichtsrechtlicher Hinsicht endete, weg. Wiederum andere wurden mit Eigenschaften unterschiedlicher Instrumente zusammengeführt und bestehen als neue Finanzierungsinstrumente fort. So führte dieses Zusammenspiel aus Markt, Gesetzen und insbesondere aufsichtsrechtlichen Vorschriften zu einer Weite an hybriden Finanzierungsinstrumenten, die sich nur grob kategorisieren lassen. Dennoch ergeben sich innerhalb der einzelnen Kategorien die unterschiedlichsten Ausgestaltungen, die schon in ihren Grundformen ausreichend ökonomische wie rechtliche Fragestellungen bieten. Auf diese interessante Entwicklung möchte die vorliegende Untersuchung eingehen.

Werden hybride Finanzierungsinstrumente nun schon eine ganze Weile begeben, liefert eine besondere Aktualität vor dem Hintergrund der Ende 2021 auslaufenden Übergangsbestimmungen für „altes“ Hybridkapital die gerade stattfindende massenhafte Emission von Wandel- und Herabschreibungsanleihen durch die Finanzinstitute als eine der wenigen verbliebenen Möglichkeiten, bankaufsichtsrechtliche Eigenmittel zu generieren. Anfangs waren die Bestimmungen über die Anerkennung von hybriden Finanzierungsinstrumenten als bankaufsichtsrechtliche Eigenmittel noch recht vage. Später wurden selbst festgeschriebene Bestimmungen durch die Praxis nicht befolgt, ohne dass dies Konsequenzen für die Finanzinstitute gehabt hätte. Es brauchte erst eine weltweite Finanz- und Staatsschuldenkrise, um Politik und Regulierungsbehörden in Tatendrang zu versetzen. Dieser führte in den vergangenen Jahren zu unzähligen Regelungen und Vorgaben allein hinsichtlich der Eigenmittel für die Finanzinstitute. Als bankaufsichtsrechtliche Eigenmittel zählendes Kapital durfte nur noch aus einem eng begrenzten Bereich von Finanzierungsinstrumenten stammen, was, gepaart mit einer sukzessiv verlaufenden Umgestaltung und Erhöhung der Eigenkapitalquote, dazu führte, dass Finanzinstitute fast nur noch äußerlich gleich erscheinende Wandel- oder Herabschreibungsanleihen begeben.

Die begriffliche Homogenität darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass inhaltliche Ausgestaltungen voneinander abweichen können. Insbesondere können Klauseln, die eventuelle Vermögensverschiebungen zwischen Anleiheschuldner und Anleihegläubiger bestimmen, anreizträchtige Auswirkungen auf das Verhalten von

Management und Aktionären haben. Indem sich Aufsichtsbehörden auf nur noch wenige hybride Finanzierungsinstrumente konzentrieren, die als Eigenmittelsurrogat angerechnet werden können, gleichzeitig die Eigenkapitalquote für das Kernkapital aber erhöht wurde, kam und kommt es zwangsläufig zur Emission entsprechender Finanzierungsinstrumente im Volumen von mehreren hundert Milliarden Euro im europäischen Raum. Dass eine solche Situation durch veränderliche Marktpreise zu Problemen am Kapitalmarkt führen kann, die auf die Investoren durchschlagend, liegt auf der Hand. Nimmt man die Komplexität der nach außen hin gleich wirkenden hybriden Finanzierungsinstrumente hinzu, kann man eine Ähnlichkeit mit der Situation vor der Finanz- und Staatsschuldenkrise 2007/08 nicht leugnen. Finanzierungsinstrumente sind wegen ihrer Uneinheitlichkeit in den einzelnen Bestimmungen zu komplex für das unternehmensinterne Risikomanagement geworden. Es verlässt sich infolge dessen auf externe Ratings, obwohl die Risikobepreisung sich äußerst schwierig gestaltet. Diese Situation erinnert sehr an asset-backed-securities (ABS) im Vorfeld der Krise 2007/08. Auf dem bisher unbestellten Feld der Frage nach den systemischen Risiken einer solchen regulierungsgetriebenen Ausgabe weniger Instrumente in großem Volumen im europäischen Raum stellt diese Arbeit die notwendigen Untersuchungen an.

B. Vorgehensweise und Gang der Untersuchung

Ausgehend von den beiden Grundformen der Fremdfinanzierung, Eigenkapital und Fremdkapital, werden zunächst die Eigenschaften und Funktionen der jeweiligen Kapitalklasse dargestellt. Daran schließt sich ein Blick auf die Entwicklung und den Inhalt bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben an, bevor in einem weiteren Schritt die hybriden Finanzierungsinstrumente grundlegend betrachtet werden.

Der erste Hauptteil der Arbeit widmet sich dann der speziellen Untersuchung einzelner hybrider Finanzierungsinstrumente und nimmt eine grobe Kategorisierung anhand der Verortung der Instrumente auf dem Kontinuum zwischen Eigenkapital und Fremdkapital vor. Anhand dieser Untersuchung sollen die Unterschiede der Instrumente untereinander sowie im Vergleich zu klassischem Eigen- und Fremdkapital aufgezeigt werden. Dazu gehört auch die Einbeziehung einer Ausgabe von hybriden Finanzierungsinstrumenten über Zweckgesellschaften. Der Teil schließt mit der Einordnung der aktuell unter den europäischen und nationalen Regelungen anerkannten Finanzierungsinstrumenten als Eigenkapitalersatz.

Im zweiten Teil der Untersuchung wird der Frage nachgegangen, welche Auswirkungen in Form von systemischen Risiken die Emission hybrider Finanzierungsinstrumente hat. Dazu werden der typische Verlauf von Mikro- und Makroschocks sowie die Anfälligkeit speziell des Finanzsektors für solche Risiken grundlegend herausgearbeitet. Der Hauptteil des zweiten Teils widmet sich zunächst den Gefahren regulatorischer Anforderungen für das Finanzsystem, bevor eingehend