

PHILIP LIEBENOW

Das Schuldverschreibungsgesetz  
als Anleiheorganisationsrecht  
und Gesellschaftsrecht

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
24*

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

herausgegeben von den Direktoren  
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

24





Philip Liebenow

# Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht

Ein Beitrag zu einem Recht  
der Unternehmensfinanzierung und zum  
Verbandsrecht der Innengesellschaft

Mohr Siebeck

*Philip Liebenow*, geboren 1983; Studium der Rechtswissenschaft in Hamburg (Bucerius Law School) und Cambridge (Trinity College, University of Cambridge); wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Unternehmensrecht, Bucerius Law School; 2015 Promotion; seit 2015 in einer internationalen Unternehmensberatung in Berlin tätig.

Gedruckt mit Unterstützung der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg.

ISBN 978-3-16-154141-4 / eISBN 978-3-16-158824-2 unveränderte eBook-Ausgabe 2019  
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2015 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohr.de](http://www.mohr.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

*Meinen Eltern*



## Vorwort

Obwohl die Finanzierung von Unternehmen über Anleihen seit Jahrzehnten beständig an Bedeutung gewinnt, ist das Anleiherecht im Vergleich zu anderen wirtschaftsrechtlichen Gebieten bislang wenig erschlossen. Zentraler Baustein des deutschen Anleiherechts ist das Schuldverschreibungsgesetz. Seine grundlegende Reform im Jahr 2009 machte aus einem „gesetzgeberischen Fossil“ (*Vogel*) ein sanierungspraktisch hoch bedeutsames Regelwerk. Auch rechtswissenschaftlich ist das reformierte Schuldverschreibungsgesetz ein interessanter Untersuchungsgegenstand: Es befähigt Anleihegläubiger zu Mehrheitsbeschlüssen, indem es sie nach Regelungsmustern koordiniert, die dem Aktienrecht entlehnt sind. Die vorliegende Arbeit will nachweisen, dass dieser Regelungsansatz sachgerecht und zukunftsfähig ist und dass das Schuldverschreibungsgesetz als ein anleiheorganisations- und gesellschaftsrechtliches Gesetz zu begreifen, zu untersuchen und weiterzuentwickeln ist. Insofern tritt sie neben zwei weitere, in jüngerer Zeit im Verlag Mohr Siebeck erschienene Dissertationen, die zu (teilweise oder insgesamt) unterschiedlichen Ergebnissen kommen: ‚Die Anleihegläubigermehrheit‘ von *Roland Schmidtbleicher* sowie ‚Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen‘ von *Markus Reps*. Die weitere rechtswissenschaftliche und rechtspolitische Diskussion um das Schuldverschreibungsgesetz und um die Organisation und Verfassung der Obligationäre verspricht interessant zu werden.

Die Bucerius Law School hat diese Arbeit im Frühjahrstrimester 2015 als Dissertation angenommen. Tag der mündlichen Promotionsprüfung war der 28. April 2015. Meinem verehrten Doktorvater, Herrn Professor *Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt*, danke ich sehr herzlich für die interessanten und prägenden Jahre am Lehrstuhl für Unternehmensrecht, die mir als studentische Hilfskraft und als wissenschaftlicher Mitarbeiter einen Einblick in Wirken und Arbeitsweise eines großen Rechtswissenschaftlers ermöglichten, und für die Betreuung der Dissertation, insbesondere für den großen Freiraum in der Themenwahl und für das damit verbundene Vertrauen. Herrn Professor *Dr. Rüdiger Veil* danke ich für die zügige Zweitbegutachtung und für wertvolle Anmerkungen. Außerdem habe ich ihnen beiden sowie Herrn Professor *Dr. Jörn Axel Kämmerer* als den Herausgebern der ‚Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht‘ für die Aufnahme der Untersuchung in diese Reihe zu danken.

Verschiedene Personen haben durch ihre Gesprächs- und Diskussionsbereitschaft zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen. Besonderen Dank schulde ich Herrn *Dr.*



*Christian Bochmann* für eine Vielzahl konstruktiv-kritischer Anmerkungen zum Manuskript, für intensive Diskussionen, die für mich inhaltlich wie konzeptionell-methodisch wertvoll waren, und für freundschaftlichen Zuspruch zur rechten Zeit. Herrn *Dr. Roland Schmidtbleicher* danke ich für die frühzeitige Überlassung des Manuskripts seiner vielbeachteten Dissertation. Von der Auseinandersetzung mit seiner Arbeit habe ich sehr profitiert. Frau *Julia Tittel* habe ich für sachkundige und wertvolle Hilfe bei der Endredaktion der Arbeit zu danken.

Diese Arbeit wurde mit dem Förderpreis der Esche Schümann Commichau Stiftung, Hamburg, sowie dem Christian Wilde-Preis des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht der Bucerius Law School ausgezeichnet. Die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg, hat die Drucklegung mit einem Zuschuss unterstützt. Für all diese großzügigen finanziellen Förderungen bedanke ich mich sehr herzlich.

Ein ganz besonderer Dank gilt schließlich meinen Eltern, *Dr. Stephan* und *Christiane Liebenow*, die meine Ausbildung gefördert und mich jederzeit vorbehaltlos und liebevoll unterstützt haben. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Berlin, im August 2015

Philip Liebenow

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort . . . . .	VII
Zum Anliegen dieser Untersuchung . . . . .	1
Teil I: Das Schuldverschreibungsgesetz als Antwort auf das Regelungsproblem der Anleiherestrukturierung . . . . .	7
§ 1 Die Restrukturierung von Anleihen als Regelungsproblem . . . . .	8
<i>A. Anleihen als Instrumente der Unternehmensfinanzierung und Kapitalanlage . . . . .</i>	8
I. Die beständig zunehmende Bedeutung der Anleihefinanzierung . . . . .	8
II. Die finanzwirtschaftliche Funktionsweise der Anleihe als kapitalmarktbasierter „Publikumskredit“ . . . . .	10
III. Die rechtliche Struktur der Anleihe . . . . .	12
1. Gesamtemission von Teilschuldverschreibungen auf der Grundlage einheitlicher Anleihebedingungen . . . . .	12
2. Keine kollektiven Rechtsbeziehungen ohne besondere gesetzliche oder vertragliche Vergemeinschaftung . . . . .	13
<i>B. Anleiherestrukturierungen und die dabei auftretenden Probleme . . . . .</i>	15
I. Notwendigkeit einer Anleiherestrukturierung zur Bewältigung von Leistungsstörungen, insbesondere zur Insolvenzvermeidung . . . . .	15
II. Modalitäten und Techniken der Anleiherestrukturierung . . . . .	18
III. Kollektivhandlungsprobleme der Obligationäre . . . . .	19
1. Nicht-taktische Kollektivhandlungsprobleme: Koordinations- und Kommunikationsprobleme sowie rationale Apathie . . . . .	20
2. Das Akkordstörerproblem als taktisches Kollektivhandlungs- problem . . . . .	21
IV. Erschwernisse aus dem Kapitalmarktcontext und der Sanierungs- situation . . . . .	24
V. Konsequenz: Marktversagen bei anleihesekundärmarktbasierten Anleiherestrukturierungen . . . . .	25

§ 2 Die Bewältigung des Regelungsproblems der Anleiherestrukturierung in der Theorie und durch das Schuldverschreibungsgesetz . . . . .	27
A. <i>Theoretischer Lösungsansatz: Befähigung der Obligationäre zur Selbstverwaltung ihrer Anleihe („Empowerment of Bondholders“)</i> . . . . .	27
I. Vertragstheoretische Begründung des Empowerment of Bondholders: Als finanziell Selbstbetroffene treffen die Obligationäre „richtige“ Entscheidungen über Anleiherestrukturierungen . . . . .	27
II. Alternativlosigkeit eines Empowerment of Bondholders . . . . .	28
1. Ungeeignetheit alternativer Restrukturierungsmechanismen ohne Obligationärsbeteiligung: Notwendigkeit von ad hoc-Kollektiventscheidungen der Obligationäre . . . . .	29
2. Seitenblick auf die Diskussion um die Anlegerselbstverwaltung der Aktionäre in der Publikums-Aktiengesellschaft . . . . .	30
III. Institutionenökonomischer Zielmaßstab: Simulation eines virtuellen Einzelobligationärs (Single Owners) . . . . .	32
B. <i>Praktische Umsetzung: Notwendigkeit eines speziellen Bondholder Governance-Mechanismus</i> . . . . .	33
I. Erstes Regelungselement: Mehrheitsklausel zur Ermöglichung inter omnes wirkender Mehrheitsbeschlüsse . . . . .	34
II. Zweites Regelungselement: Einrichtung einer ausdifferenzierten Obligationärsorganisation . . . . .	35
C. <i>Das Schuldverschreibungsgesetz als spezialgesetzliche Antwort auf das Regelungsproblem der Anleiherestrukturierung</i> . . . . .	37
I. Umschreibungen des Regelungscharakters und ihre Zuspitzung: Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht . . . . .	37
II. Verwirklichung nur der Interessen der Obligationäre – Verfassung zu einem Obligationärskonsortium . . . . .	40
Teil 2: Das reformierte Schuldverschreibungsgesetz als Gegenstand rechtswissenschaftlicher Untersuchung . . . . .	43
§ 3 Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht im Wandel der Zeit . . . . .	44
A. <i>Das SchVG 1899 als bloße „Mindestorganisation“ der Obligationäre</i> . . . . .	44
I. Die Defizite des SchVG 1899: Anwendungsbereich, Verfahrensregelungen und Beschlussinstrumentarium . . . . .	44
II. Praktische Bedeutungslosigkeit ob zu geringer Leistungsfähigkeit . . . . .	47
III. Nationale und internationale Reformimpulse . . . . .	47

<i>B. Die Reform von 2009: Grundlegende Modernisierung des Schuldverschreibungsgesetzes unter umfassendem Rückgriff auf aktienrechtliche Regelungen</i> . . . . .	49
I. Erweiterung des Anwendungsbereichs . . . . .	49
II. Modernisierung durch umfassende Regelungsübernahmen aus dem Aktienrecht . . . . .	50
III. Ausweitung der Mehrheitsbefugnisse . . . . .	52
IV. Zwischenfazit: Das SchVG 2009 als modernes und leistungsfähiges Anleiheorganisationsrecht . . . . .	54
<i>C. Das reformierte deutsche Anleiheorganisationsrecht – die §§ 5 ff. SchVG 2009 („Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger“)</i> . . . . .	55
I. Die Regelungen der §§ 5 ff. SchVG 2009 im Überblick . . . . .	55
II. Ausgestaltung als optional-halbzwingendes Anleiheorganisationsrecht . . . . .	56
§ 4 Standortbestimmung nach der Reform von 2009: Das Schuldverschreibungsgesetz zwischen Insolvenz- und Aktienrecht . . . . .	60
<i>A. Die traditionelle Perspektive: Das Schuldverschreibungsgesetz als konkurs- und insolvenzrechtlich geprägtes Gesetz</i> . . . . .	61
I. Wahrnehmung des SchVG 1899 als stark konkursrechtlich geprägtes Gesetz . . . . .	61
II. Das SchVG 2009 als „Zwitterwesen“ zwischen Aktien- und Insolvenzrecht „auf insolvenzrechtsähnlicher Grundlage“? . . . . .	62
<i>B. Entgegnung: seit jeher aktienverbandsrechtlich inspirierte Konzeption des schuldverschreibungsgesetzlichen Bondholder Governance-Mechanismus</i> . . . . .	63
I. Beschlussfassung in – seit der Reform von 2009 maximaler – Obligationärsautonomie . . . . .	63
II. Die starke Stellung der Gläubigerversammlung im Schuldverschreibungsgesetz 1899 und 2009: Willensbildungsorgan eines privatrechtlichen „Verbandes“ . . . . .	65
III. Absicherung der Willensbildung durch Obligationärsklage . . . . .	66
<i>C. Befund: Das Schuldverschreibungsgesetz als Schwestergesetz des Aktiengesetzes</i> . . . . .	67
§ 5 Das modernisierte Schuldverschreibungsgesetz als Gegenstand der rechtswissenschaftlichen Diskussion und der weiteren Untersuchung . . . . .	68

<i>A. Die rechtswissenschaftliche Rezeption des Regelungsansatzes des SchVG 2009</i> . . . . .	68
I. Zivilrechtlich-dogmatische Kritik mit Blick auf die Gläubigerstellung der Obligationäre . . . . .	68
II. Finanziell-funktionale Kritik mit Blick auf die Vermögenspositionen und Mehrheitsentscheidungen der Aktionäre und Obligationäre . . . . .	69
III. Kritik am Verzicht auf insolvenzrechtlichen Minderheitenschutz in der vorinsolvenzlichen Anleiherestrukturierung . . . . .	71
IV. Vereinzelt positive Bewertungen . . . . .	72
V. Zwischenfazit: Offene Grundsatzfragen in Bezug auf die Konzeption des SchVG 2009 als deutsches Anleiheorganisationsrecht . . . . .	74
<i>B. Zur rechtswissenschaftlichen Perspektive</i> . . . . .	74
I. Die herkömmliche dichotomische rechtswissenschaftliche Perspektive auf Aktionäre und Obligationäre . . . . .	75
II. Zunehmende Relativierung der herkömmlichen Perspektive . . . . .	77
III. Die rechtswissenschaftliche Perspektive eines ‚Rechts der Unternehmensfinanzierung‘ . . . . .	80
IV. Das Schuldverschreibungsrecht als Teilelement eines Rechts der Unternehmensfinanzierung . . . . .	82
 Teil 3: Theoretische Begründung des Regelungsansatzes des SchVG 2009 . . . . .	 85
 § 6 Zur Ermöglichung von Kollektiventscheidungen in maximaler Obligationärsautonomie . . . . .	 86
<i>A. Erkenntnisse zur Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsbeschlüssen im (Kapital-)Gesellschaftsrecht</i> . . . . .	86
<i>B. Richtigkeitsgewähr anleiheorganisationsrechtlicher Mehrheitsbeschlüsse aufgrund der Interessenhomogenität der Obligationäre</i> . . . . .	87
<i>C. Keine Notwendigkeit hoheitlicher Verfahrensbegleitung oder insolvenzrechtsähnlichen Minderheitenschutzes im Bondholder Governance-Mechanismus des SchVG 2009</i> . . . . .	89
<i>D. Keine Ausdehnung des Regelungsmodells des SchVG 2009 auf ein vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren</i> . . . . .	90
<i>E. Resümee</i> . . . . .	91

§ 7	Zivilrechtliche Unbedenklichkeit der Obligationärsorganisation unter Rückgriff auf aktiengesellschaftsrechtliche Regelungen . . . . .	93
A.	<i>Unterscheidung zwischen vielen parallelen Anleiheschuldverhältnissen und einem übergreifenden anleiheorganisationsrechtlichen Rechtsverhältnis . . . . .</i>	94
B.	<i>Konsequenzen für die Beurteilung des schuldverschreibungsgesetzlichen Anleiheorganisationsrechts . . . . .</i>	95
C.	<i>Gläubigerkoordination durch (aktien)gesellschaftsrechtliche Regelungen in anderen Rechtsgebieten . . . . .</i>	96
D.	<i>Wahrung der Grenzen zwischen gesellschaftsrechtlicher und schuldrechtlicher Beteiligung . . . . .</i>	97
E.	<i>Resümee: Kein Bruch mit den Prinzipien deutschen Zivilrechts . . . . .</i>	98
§ 8	Funktionale Sachgerechtigkeit der Obligationärsorganisation nach aktiengesellschaftsrechtlichen Regelungsmustern . . . . .	100
A.	<i>Phänomenologische Parallelen als Indizien für eine ähnliche Anlegerorganisation im Aktien- und Anleiherecht . . . . .</i>	100
B.	<i>Vergleichbarkeit der Kollektiventscheidungen der Aktionäre und Obligationäre . . . . .</i>	104
I.	<i>Prinzipielle Vergleichbarkeit der Kollektiventscheidungen der Aktionäre und Obligationäre: Entscheidungen zur (Mit-)Verwaltung des kollektiven Investments . . . . .</i>	104
II.	<i>Enge Verwandtschaft der Mehrheitsbeschlüsse in der Krise der Gesellschaft: „Kapitalmaßnahmen“ mit „unternehmerischem“ Charakter . . . . .</i>	105
C.	<i>Parallele Herausforderungen der Anlegerorganisation im Aktien- und im Anleiherecht . . . . .</i>	108
I.	<i>Ähnliche äußere Rahmenbedingungen der Anlegerorganisation . . . . .</i>	109
II.	<i>Parallele Regelungsaufgaben des Aktien- und des Anleiheorganisationsrechts . . . . .</i>	110
III.	<i>Vergleichbare Zielkonflikte aufgrund des Publikumskontexts der Beschlussfassung . . . . .</i>	112
IV.	<i>Schlussfolgerung: Nutzbarmachung aktienrechtlicher Regelungen zur Obligationärsorganisation! . . . . .</i>	113
D.	<i>Ähnlichkeiten zwischen den Vermögenspositionen der Aktionäre und Obligationäre . . . . .</i>	114
I.	<i>Jeweils unternehmensbezogene, cash flow-abhängige Anspruchspositionen . . . . .</i>	115

II. Jeweils „unternehmerische“ Risikopositionen . . . . .	117
III. Starke Annäherung der Vermögenspositionen in der Krise der Gesellschaft . . . . .	118
E. <i>Resümee: Ähnliche organisationsrechtliche Lösung der     „Entscheidungsprobleme“ von Aktionären und Obligationären . . . . .</i>	121
Teil 4: Die wichtigsten anleiheorganisationsrechtlichen Regelungen des SchVG 2009 . . . . .	123
§ 9 Die kollektive Bindung des § 4 SchVG 2009: eine anleihefunktionstechnische Regelung . . . . .	124
A. <i>Die Regelungswirkung der kollektiven Bindung . . . . .</i>	125
I. Zwingendes Verbot bilateraler rechtsgeschäftlicher Einzeländerungen der Anleihebedingungen . . . . .	125
II. Ein neuartiges, dem deutschen Anleiherecht bislang unbekanntes Prinzip! . . . . .	126
B. <i>Der Regelungszweck der kollektiven Bindung . . . . .</i>	127
I. Rechtfertigung der kollektiven Bindung in Anknüpfung an die Problematik der AGB-Kontrolle von Anleihebedingungen . . . . .	128
II. Verhinderung einer generellen Unsicherheit über die Fungibilität der Teilschuldverschreibungen einer Emission? . . . . .	129
III. Verhinderung anleihefunktionstechnisch nachteiliger Aufspaltungen des Sekundärmarktes einer Anleiheemission . . . . .	131
C. <i>Der begrenzte anleihefunktionstechnische Mehrwert     der kollektiven Bindung als Verbot bilateraler Einzeländerungen     der Anleihebedingungen . . . . .</i>	131
I. Begrenzte Schädlichkeit bilateraler Einzeländerungen der Anleihebedingungen . . . . .	132
II. Minimale praktische Relevanz von Einzeländerungen der Anleihebedingungen . . . . .	132
III. Lückenhaftigkeit der kollektiven Bindung „an die Anleihebedingungen“ . . . . .	133
D. <i>Anleiheorganisationsrechtliche Regelungsdimension     der kollektiven Bindung? . . . . .</i>	134
I. Zum gesetzessystematischen Verhältnis der kollektiven Bindung und des Anleiheorganisationsrechts der §§ 5 ff. SchVG 2009 . . . . .	134
II. Funktionale Bedeutung der kollektiven Bindung für die §§ 5 ff. SchVG 2009? . . . . .	137

E. *Resümee zur kollektiven Bindung* . . . . . 138

§ 10 Das Beschlussverfahren des SchVG 2009: Beschlussfassung nach dem System der Abstimmungsmehrheiten in realer oder „virtueller“ Gläubigerversammlung . . . . . 141

A. *Der Beschlussmodus des SchVG 2009: Abstimmungsmehrheiten in Kombination mit einem Beschlussfähigkeitsquorum und qualifizierten Mehrheitserfordernissen* . . . . . 141

I. Zur Beschlussfassung in einem System der Abstimmungsmehrheiten . . . . . 142

1. Grundsatzkritik aus „schuldrechtlicher“ Perspektive . . . . . 142

2. Bezugnahme auf Abstimmungsmehrheiten in der Organisation rational apathischer Publikumsgläubiger sachgerecht . . . . . 143

II. Zum qualifizierten Mehrheitserfordernis für Änderungen des „wesentlichen Inhalts“ der Anleihebedingungen . . . . . 145

1. Gesetzesfunktionale Kritik . . . . . 146

2. Zum Nutzen qualifizierter Mehrheitserfordernisse im Anleiheorganisationsrecht . . . . . 146

3. Keine Übertragung der Holzmüller-Problematik auf das Anleiheorganisationsrecht . . . . . 148

III. Zum abgestuften Beschlussfähigkeitsquorum . . . . . 149

IV. Schlussfolgerung: Anleihe-tauglichkeit des auf Abstimmungsmehrheiten basierenden Beschlussmodus . . . . . 149

B. *Anleiheorganisationsrechtliche Erleichterungen der Beschlussfassung* . . . . . 150

I. Erleichterte Abstimmungsbeteiligung durch Online-Teilnahme und Briefwahl (§ 16 Abs. 2 SchVG 2009, § 118 Abs. 1, 2 AktG) . . . . . 151

II. Die ‚Abstimmung ohne Versammlung‘ nach § 18 SchVG 2009 . . . . . 153

1. Nicht nur bloßer Abstimmungsmechanismus beziehungsweise „virtueller Urnengang“, sondern „virtuelle“ Gläubigerversammlung . . . . . 153

2. Bestehen eines Fragerechts nach §§ 18 Abs. 1, 16 Abs. 1 SchVG 2009 . . . . . 156

3. Praktische Umsetzung von Fragerecht und Diskussionsmöglichkeit: Orientierung an Überlegungen zur virtuellen Hauptversammlung . . . . . 159

C. *Resümee* . . . . . 160

§ 11 Obligationärsvertretung und Obligationärsinformation . . . . . 163

A. *Der gemeinsame Vertreter im Anleiheorganisationsrecht der §§ 5ff. SchVG 2009* . . . . . 163

I. Bestellung als Wahl- oder Vertragsvertreter (§§ 7, 8 SchVG 2009) . . . . . 163



II. Die hohe funktionale Bedeutung des gemeinsamen Vertreters im Bondholder Governance-Mechanismus . . . . .	164
III. Die Rolle des gemeinsamen Vertreters im SchVG 2009: Handlungsorgan der Obligationärsgemeinschaft . . . . .	166
IV. Der gemeinsame Vertreter als anleiheorganisationsrechtliches Pendant zum Vorstand der Aktiengesellschaft . . . . .	167
V. Die unzureichende Regelung möglicher Interessenkonflikte des gemeinsamen Vertreters . . . . .	168
B. <i>Das Regime der Obligationärsinformation im SchVG 2009: Die anleiheorganisationsrechtlichen Auskunftsrechte der §§ 7 Abs. 5, 16 Abs. 1 SchVG 2009 . . . . .</i>	172
I. Zum Nutzen anfechtungsbewehrter anleiheorganisationsrechtlicher Auskunftsrechte gegen den Anleiheschuldner . . . . .	173
II. Zur Gewährung aktionärsähnlicher Auskunftsrechte an Anleihegläubiger und an ihren gemeinsamen Vertreter . . . . .	175
1. Kontroverse Beurteilung der Auskunftsrechte aus §§ 7 Abs. 5, 16 Abs. 1 SchVG 2009 . . . . .	175
2. Zivilrechtliche Unbedenklichkeit aktionärsähnlicher Auskunftsrechte im Anleiheorganisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG 2009 . . . . .	176
3. Funktionale Sachgerechtigkeit aktionärsähnlicher Auskunftsrechte der Obligationäre . . . . .	177
III. Gesetzessystematische und anwendungspraktische Einzelfragen . . . . .	178
1. §§ 7 Abs. 5, 16 Abs. 1 SchVG 2009 als funktional komplementäre Auskunftsrechte . . . . .	178
2. Das Auskunftsrecht des gemeinsamen Vertreters aus § 7 Abs. 5 SchVG 2009 erfasst nur im Sinne von § 16 Abs. 1 SchVG 2009 erforderliche Auskünfte . . . . .	180
3. Die Reichweite des Auskunftsrechts aus § 16 Abs. 1 SchVG 2009: Auskunftspflicht auch über „Angelegenheiten der anleiheschuldnerischen Gesellschaft“ . . . . .	181
4. Auskunftsverweigerungsrecht des Anleiheschuldners (§ 131 Abs. 3 Nr. 1, 5 AktG analog) . . . . .	182
§ 12 Das anleiheorganisationsrechtliche Rechtsschutzsystem des § 20 SchVG 2009 . . . . .	186
A. <i>Radikaler Systemwechsel im Rechtsschutzsystem des Schuldverschreibungsgesetzes . . . . .</i>	186
I. Das ungeschriebene individuelle Rechtsschutzsystem des SchVG 1899: Leistungs- und Feststellungsklagen inter partes . . . . .	186
II. Das kollektive Rechtsschutzsystem des SchVG 2009 aus Anfechtungsklage und Freigabeverfahren . . . . .	188

III. Kontroverse Beurteilung in Literatur und Anleihepraxis . . . . .	190
<i>B. Die Anfechtungsklage als anleiheorganisationsrechtliches Rechtsschutzinstrument im SchVG 2009 . . . . .</i>	<i>193</i>
I. Zivilrechtliche Unbedenklichkeit der Übernahme der Anfechtungsklage in das Schuldverschreibungsgesetz . . . . .	193
II. Konzeptionelle Stimmigkeit einer kassatorischen Beschlussmangelklage im Schuldverschreibungsgesetz . . . . .	194
III. Anleiheorganisationsrechtlicher Mehrwert der Anfechtungsklage . . .	197
1. Gewährleistung organisationsrechtlichen Anlegerschutzes: Kontroll- und Präventionsfunktion der schuldverschreibungsgesetzlichen Anfechtungsklage . . . . .	197
2. Schutz der (Mit-)Obligationäre als rational apathische Publikumsgläubiger . . . . .	199
IV. Anleihfunktionstechnischer Mehrwert der Anfechtungsklage: Absicherung der Funktionsbedingungen der Anleihefinanzierung durch Beschlussunwirksamkeit inter omnes . . . . .	201
V. Nachteilige Effekte der Anfechtungsklage als kassatorische Beschlussmangelklage in einem Anleiheorganisationsrecht . . . . .	204
1. Missbrauchsmöglichkeit der Anfechtungsklage durch „räuberische Obligationäre“ . . . . .	205
2. Oftmals überschießende Wirkung bei Klageerfolg . . . . .	206
<i>C. Das schuldverschreibungsgesetzliche Freigabeverfahren . . . . .</i>	<i>207</i>
I. Die „entsprechende“ Anwendung der Freigabegründe im SchVG 2009, insbesondere der Interessenabwägungsklausel des § 246a Abs. 2 Nr. 3 AktG . . . . .	209
1. Die abwägungsrelevanten Interessen: Keine Berücksichtigung der Interessen des Anleiheschuldners . . . . .	209
2. Anwendungsgrundsätze der Interessenabwägung: Übertragung der Vorgaben des § 246a Abs. 2 Nr. 3 AktG auf das SchVG 2009 . . .	213
3. Keine Freigabe bei besonderer Schwere des Rechtsverstoßes . . . . .	216
II. Zur Antragsbefugnis im schuldverschreibungsgesetzlichen Freigabeverfahren . . . . .	218
III. Die Schadensersatzverpflichtung als Rechtsfolge des Freigabeverfahrens . . . . .	218
1. Schadensersatzansprüche gegen Mehrheitsbeschlüsse als taugliche „Ersatzrechtsfolge“ der begründeten Anfechtungsklage . . . . .	219
2. Schadensersatzpflicht des Anleiheschuldners . . . . .	220
3. Der im schuldverschreibungsgesetzlichen Freigabeverfahren ersatzfähige Schaden . . . . .	221
IV. Grundsätzliche Anleiheorganisationsrechtstauglichkeit auch des schuldverschreibungsgesetzlichen Freigabeverfahrens . . . . .	223

§ 13 Überlegungen zur Weiterentwicklung des schuldverschreibungsgesetzlichen Rechtsschutzsystems – Optimierungspotential de lege ferenda . . . . .	225
<i>A. Modifikationen und Optimierungen des Rechtsschutzsystems aus Anfechtungsklage und Freigabeverfahren . . . . .</i>	<i>225</i>
I. Ausweitung der freigabeverfahrensrechtlichen Schadensersatz- verpflichtung: Ersatzansprüche aller beschlussunterworfenen Obligationäre . . . . .	226
1. Schadensersatzberechtigung nur der Anfechtungskläger konzeptionell unstimmig und in der Organisation rational apathischer Publikumsanleger funktional unangemessen . . . . .	226
2. Entschädigung aller beschlussunterworfenen Obligationäre! . . . . .	227
3. Kontrollüberlegung: Vergleich der Schadensersatzverpflichtung inter omnes mit der Kassation eines Zustimmungsbeschlusses . . . . .	228
4. Durchsetzung der Schadensersatzansprüche über eine actio pro creditores . . . . .	229
II. Maßnahmen zur Bekämpfung des Anfechtungsmisbrauchs . . . . .	230
1. Spezifisch gegen einen Anfechtungsmisbrauch gerichtete Maßnahmen . . . . .	230
2. Abschaffung der schuldverschreibungsgesetzlichen Vollzugssperre . . . . .	232
III. Maßnahmen zur Beschleunigung des schuldverschreibungsgesetzlichen Rechtsschutzverfahrens . . . . .	233
1. Beschleunigung der Beschlussanfechtung? . . . . .	234
2. Weitere Beschleunigung des Freigabeverfahrens (?) . . . . .	235
<i>B. Grundlegende Reform des schuldverschreibungsgesetzlichen Rechtsschutzsystems . . . . .</i>	<i>238</i>
I. Ersetzung der Anfechtungsklage durch Wertersatzansprüche? . . . . .	238
1. Vorschläge zur Einführung eines rein wertersatzbasierten Rechtsschutzsystems . . . . .	238
2. Vorbedingung: Kompensation aller beschlussunterworfenen Obligationäre . . . . .	240
3. Totalverzicht auf eine kassatorische Beschlussmangelklage im SchVG 2009 konzeptionell inkonsequent und funktional nicht sinnvoll . . . . .	241
4. Schlussfolgerung: Beibehaltung einer kassatorischen Beschlussmangelklage . . . . .	244
II. Eigener Reformvorschlag . . . . .	245
1. Ausgangsüberlegung: offene Einschränkung der Rechtsfolge der Beschlusskassation . . . . .	245
2. Skizze eines optimierten Rechtsschutzmodells in Orientierung am Konzept des ‚Arbeitskreises Beschlussmängelrecht‘ . . . . .	246
3. Konzeptionelle, sanierungspraktische und dogmatische Vorteile . . . . .	248

<i>C. Erkenntnisse für die weitere Reformdiskussion um das schuldverschreibungsgesetzliche Rechtsschutzsystem</i> . . . . .	250
Teil 5: Zivilrechtliche Ausdeutung des reformierten Schuldverschreibungsgesetzes . . . . .	255
§ 14 Die zivilrechtliche Einordnung der Obligationärgemeinschaft des SchVG 2009 als Anleihegesellschaft . . . . .	256
<i>A. Grundlegung für eine zivilrechtliche Einordnung der Obligationärgemeinschaft</i> . . . . .	257
I. Vorgaben aus Gesetzestext, Gesetzssystematik und Gesetzesbegründung . . . . .	257
II. Stand der Diskussion um die Rechtsnatur der Obligationärgemeinschaft des SchVG 2009 . . . . .	259
1. Netzvertragliches Kollektiv „zwischen Vertrags- und Gesellschaftsrecht“? . . . . .	260
2. Gesellschaftsähnliche oder korporative Bruchteilsgemeinschaft? . . . . .	261
3. Ansätze zu einer gesellschaftsrechtlichen Einordnung der Obligationärgemeinschaft . . . . .	263
4. Zwischenfazit: Einordnung als Kollektiv sui generis als Verlegenheitslösung? . . . . .	266
<i>B. Die Obligationärgemeinschaft des SchVG 2009 als „Anleihegesellschaft“</i> . . . . .	266
I. Vorüberlegung: Genese und besondere Struktur der Obligationärgemeinschaft als eine zum Zeitpunkt der Anleiheemission verfasste Obligationärsorganisation . . . . .	267
II. Erfüllung des gesellschaftsrechtlichen Grundtatbestands als gesellschaftsrechtlicher Verband im engeren Sinne . . . . .	268
1. Die in die Anleihebedingungen inkorporierten §§ 5 ff. SchVG 2009 als Verbandsverfassung der Obligationärgemeinschaft . . . . .	269
2. Die Zeichnung einer Teilschuldverschreibung als Verbandsbeitritt . . . . .	270
3. Der Verbandszweck der Obligationärgemeinschaft . . . . .	271
III. Auseinandersetzung mit und Widerlegung von Argumenten gegen eine gesellschaftsrechtliche Einordnung der Obligationärgemeinschaft . . . . .	276
1. Gesellschaftsrechtliche Bindungsintensität vom Gesetzgeber nicht erwünscht? . . . . .	276
2. Fehlendes „Organisationsbewusstsein“ der Obligationäre? . . . . .	278
3. Obligationärsrechte nach §§ 5 ff. SchVG 2009 nicht (nur) Gläubigerrechte, sondern Mitgliedschaftsrechte innerhalb der Obligationärgemeinschaft! . . . . .	279

4. Nicht-regelhafte Beschlussfassung für eine gesellschaftsrechtliche Qualifikation unerheblich: Die Obligationärgemeinschaft als „schlafender Verband“ . . . . .	279
IV. Abgrenzung: Die durch phasing in nach § 24 SchVG 2009 entstehenden Obligationärgemeinschaften von ‚Altanleihen‘ als gesellschaftsähnliche Personenverbände . . . . .	281
C. Nähere verbandsrechtliche Charakterisierung der ‚Anleihegesellschaft‘ des SchVG 2009 . . . . .	282
I. Die Obligationärgemeinschaft des SchVG 2009 als Innenverband . . . . .	283
1. Zur Anerkennung des Innenverbandes als gesellschaftsrechtliche Rechtsfigur . . . . .	283
2. Die Rechtsfigur des Innenverbandes wird der Struktur der Obligationärgemeinschaft des SchVG 2009 in besonderem Maße gerecht . . . . .	286
II. Die Organe der Obligationärgemeinschaft des SchVG 2009 als Innenverband . . . . .	288
1. Der verbandsrechtliche Organbegriff und seine Übertragbarkeit auf Innenverbände . . . . .	288
2. Die Gläubigerversammlung nach §§ 9 ff., 18 SchVG 2009 als Willensbildungsorgan des Obligationärsverbandes . . . . .	289
a) Nicht ‚schlichte Mehrheitsentscheidung‘, sondern verbandsrechtliche Beschlussfassung eines Willensbildungsorgans . . . . .	289
b) Die Gläubigerversammlung als oberstes Verbandsorgan und einzige Beschlussinstanz des Obligationärsverbandes . . . . .	291
3. Der gemeinsame Vertreter nach §§ 7, 8 SchVG 2009 als Handlungsorgan des Obligationärsverbandes . . . . .	292
a) Erfüllung des verbandsrechtlichen Organbegriffs: Handlungsorgan eines Innenverbandes . . . . .	292
b) Rechtsdogmatische und rechtspraktische Konsequenzen der Qualifikation als Handlungsorgan im verbandsrechtlichen Sinne . . . . .	297
III. Spezifische verbandsrechtliche Charakterisierung der Anleihegesellschaft des SchVG 2009: körperschaftlich strukturierter Publikums-Innenverband und „Innen-AG“ . . . . .	298
D. Fazit und Resümee . . . . .	300
§ 15 Die Grenzen der Mehrheitsmacht im SchVG 2009: Abrundung des Minderheitenschutzregimes in Anknüpfung an aktienrechtliche Rechtsinstitute . . . . .	304
A. Zur Existenz ungeschriebener inhaltlicher Schranken der Mehrheitsmacht im Anleiheorganisationsrecht des SchVG 2009 . . . . .	305
I. Gelegenheit zu massiven Rechtsverzichten zwecks Verwirklichung anleiheexterner Sonderinteressen . . . . .	305

II. Die anleiheorganisationsrechtlichen Verfahrensvorschriften der §§ 5 ff. SchVG 2009 verhindern nur besonders grobe Vorteilsnahmen der beschlusstragenden Mehrheit . . . . .	306
III. Die These inhaltlich völlig schrankenloser Mehrheitsbefugnisse – und ihre Unhaltbarkeit . . . . .	307
<i>B. Nutzbarmachung aktienrechtlicher Rechtsinstitute zur Begrenzung der Mehrheitsmacht im SchVG 2009 . . . . .</i>	310
I. Anknüpfung an aktienrechtliche Rechtsinstitute konzeptionell naheliegend . . . . .	311
II. Das abgestufte aktienrechtliche System zur Begrenzung der Mehrheitsmacht: Treupflichtbindung und materielle Inhaltskontrolle . .	311
III. Zum Stand der Diskussion in der schuldverschreibungsrechtlichen Literatur . . . . .	313
IV. Vorbehalte gegen die Nutzung aktienrechtlicher Rechtsinstitute sind unbegründet . . . . .	316
V. Zwischenfazit . . . . .	317
<i>C. Treupflichtbindung der Obligationäre im Anleiheorganisationsrecht des SchVG 2009 . . . . .</i>	318
I. Der funktionale Geltungsgrund der Treupflichtbindung nach dem im „klassischen“ Gesellschaftsrecht vollzogenen Erkenntnisprozess . .	318
II. Übertragung dieser Erkenntnisse auf das Anleiheorganisationsrecht des SchVG 2009 . . . . .	321
III. Die Obligationärstreupflicht aus Perspektive der institutionenökono- mischen Vertragstheorie: ein ex post-Lückenfüllungsmechanismus . .	322
IV. Wirkungen der Obligationärstreupflicht im Anleiheorganisationsrecht des SchVG 2009 . . . . .	323
<i>D. Materielle Inhaltskontrolle der Obligationärsbeschlüsse? . . . . .</i>	328
I. Der funktionale Geltungsgrund der materiellen Inhaltskontrolle: strukturell bedingte Störungen der Interessenhomogenität von Mehrheit und Minderheit . . . . .	328
II. Nutzbarmachung im SchVG 2009: keine in den Beschlussgegenständen angelegten Störungen der Interessenhomogenität . . . . .	329
<i>E. Resümee . . . . .</i>	332
Wichtigste Ergebnisse der Untersuchung . . . . .	334
Summe und Ausblick . . . . .	339
Literaturverzeichnis . . . . .	345
Sachregister . . . . .	367



„Shareholder law is regarded as an important area of law because of the importance of equity securities to the capital markets and because of the potential for abuse when capital is owned by one person but managed by another. Although it shares these features, bondholder law is less well studied.“<sup>1</sup>

„Stockholders are owners; bondholders are creditors. Corporate law is for stockholders; contract law is for bondholders ... Those are tidy concepts, but they no longer serve modern corporate finance.“<sup>2</sup>

„Debt behaves more and more like equity, the greater the likelihood the firm will default.“<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> *Allen*, *Capital Markets Law Journal* (2012) 7, (1) S. 55, 56.

<sup>2</sup> *McDaniel*, 41 *Business Lawyer*, 413 (1986).

<sup>3</sup> *Bookstaber/Jacob*, 43 *Financial Analysts Journal* 25, 27 (1986) (zit. n. *McDaniel*, 13 *Journal of Corporation Law* 205, 218 (1988) (Fn. 117)).





## Zum Anliegen dieser Untersuchung

Trotz seiner immensen wirtschaftlichen Bedeutung ist das Anleiherecht rechtswissenschaftlich noch vergleichsweise wenig erschlossen.<sup>1</sup> Dass sich dies in den letzten Jahren mit großer Dynamik ändert, ist auf die kontinuierlich zunehmende Bedeutung von Anleihen als Finanzierungsinstrumente, vor allem aber auf die grundlegende Reform des Schuldverschreibungsgesetzes im Jahr 2009 zurückzuführen.

Das Schuldverschreibungsgesetz schafft einen Rechtsrahmen für Anleihen und ermöglicht Anleiherestrukturierungen durch Änderungen der Anleihebedingungen. Nachdem es Ende des 19. Jahrhunderts als „Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen“ (SchVG 1899) verabschiedet worden war, blieb das Schuldverschreibungsgesetz aufgrund verschiedener Defizite weitestgehend bedeutungslos und geriet im Laufe des 20. Jahrhunderts als „gesetzgeberisches Fossil“<sup>2</sup> fast völlig in Vergessenheit. Seit der Reform im Jahr 2009 ist das grundlegend reformierte „Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen“ (SchVG 2009)<sup>3</sup> nun ein wichtiger Bestandteil des modernen deutschen Restrukturierungsrechts<sup>4</sup> und beschäftigt Restrukturierungspraxis und Rechtswissenschaft.

Bereits das SchVG 1899 wurde als ungewöhnliches Gesetz wahrgenommen, da es Änderungen der Anleihebedingungen durch eine „bei Fremdkapitalgebern atypi-

---

<sup>1</sup> Insbesondere im Vergleich zum Aktienrecht, vgl. – auch mit Blick auf Deutschland – *Allen*, *Capital Markets Law Journal* (2012) 7, (1) S. 55, 56 (“Shareholder law is regarded as an important area of law because of the importance of equity securities to the capital markets and because of the potential for abuse when capital is owned by one person but managed by another. Although it shares these features, bondholder law is less well studied.”). Zuvor bereits *Kanda*, 21 *Journal of Legal Studies* (1991) 431 („While the economic and the legal status of equityholders has been much studied in the past, that status of debtholders has been poorly understood in the literature.”).

<sup>2</sup> *Vogel*, *ZBB* 1996, 312.

<sup>3</sup> Art. 8 des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung v. 31.7.2009 (BGBl. I S. 2512) hob das SchVG 1899 auf und ersetzte es durch das in seinem Art. 1 enthaltene „Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG)“ vom 31.7.2009 (BGBl. I S. 2512).

<sup>4</sup> Vgl. *Paulus*, *RIW* 2013, 577, der diesem neben dem Schuldverschreibungsrecht das Insolvenz-, Wettbewerbs- und Kapitalmarktrecht, den Sekundärmarkt für *non-performing-loans* und Fragen der Corporate Governance zurechnet. *Seibt/Aleth*, *Börsenzeitung* vom 19.1.2013, S. 13 („Trendthema Sanierungsgesellschaftsrecht“) sehen das Schuldverschreibungsgesetz gemeinsam mit dem durch das ESUG reformierten Insolvenzplanverfahren als Teil eines „Neuen Sanierungsgesellschaftsrechts“.

sche Vergemeinschaftung und Ausstattung mit Stimmrechten auch außerhalb der Insolvenz“ ermöglichte.<sup>5</sup> Seit der Reform von 2009 hat die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger (Obligationäre) nun eine ganz neue Qualität. Das reformierte Schuldverschreibungsgesetz sieht extrem weitreichende Mehrheitsbefugnisse vor: Es ermöglicht beispielsweise einen (fast) vollständigen Forderungsverzicht<sup>6</sup> sowie einen *Debt-Equity-Swap*, der alle Obligationäre der betreffenden Anleihe – inklusive der dissentierenden Minderheit! – zu Gesellschaftern macht.<sup>7</sup>

Die grundlegende Modernisierung des Schuldverschreibungsgesetzes wurde in der Fachöffentlichkeit ganz überwiegend begrüßt.<sup>8</sup> Anleiheschuldner haben das neue Gesetz angenommen.<sup>9</sup> In mehreren Einzelpunkten wurden in der Anleihepraxis jedoch Anwendungsprobleme bemerkt; insofern wird eine „Reform der Reform“ gefordert.<sup>10</sup> Aber auch ganz grundsätzliche Fragen zur Regelungskonzeption des SchVG 2009 werden aufgeworfen: Angezweifelt wird etwa, ob in der Anleiherestrukturierung zur vorinsolvenzlichen Sanierung des Anleiheschuldners vollständig auf Schutzmechanismen des Insolvenzrechts verzichtet werden kann.<sup>11</sup> Vor allem wird – zumeist kritisch – vermerkt, dass das reformierte Schuldverschreibungsgesetz die Gemeinschaft von Obligationären einer Anleihe im SchVG 2009 „weithin wie eine Gemeinschaft von Aktionären behandelt“<sup>12</sup>, indem es breitflächig auf aktienrechtliche Regelungen zurückgreift.<sup>13</sup> Besonders auffällig sind die Regelungsübernahmen aus dem aktienrechtlichen Beschlussverfahren und aus den Regelungen zur Beschlusskontrolle durch Anfechtungsklage und Freigabeverfahren. Dieses Regelungskonzept ist im deutschen Zivilrecht mindestens unkonventionell, wenn nicht systemfremd: Nach dem hergebrachten (Vor-)Verständnis bestehen zwischen Aktionären und Obligationären und ihren Beteiligungs- und Rechtspositionen kate-

<sup>5</sup> Vogel, Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger, S. 25.

<sup>6</sup> Vgl. Horn, ZHR 173 (2009) 12, 32 f.; Vogel, ZBB 2010, 211, 212 (Reduktion „nahe Null“).

<sup>7</sup> Demgegenüber schließt § 225a Abs. 2 S. 2 InsO eine Umwandlung von Gläubigerforderungen in Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte gegen den Willen der betroffenen Gläubiger im Insolvenzplanverfahren aus.

<sup>8</sup> Vgl. etwa Friedl, in: FraKommSchVG, Vorwort, S. V („... das SchVG [wurde] im Allgemeinen positiv und als dringend notwendige Maßnahme aufgenommen ...“); vgl. auch den Arbeitskreis ‚Reform des Schuldverschreibungsrechts‘, ZIP 2014, 845.

<sup>9</sup> Friedl ebda.

<sup>10</sup> Siehe Baums, ZHR 177 (2013), 807 ff. („Weitere Reform des Schuldverschreibungsrechts!“) und jetzt den Arbeitskreis ‚Reform des Schuldverschreibungsrechts‘, ZIP 2014, 845 („Der Reformbedarf betrifft eine Reihe von Punkten, die die Kapitalmarkttauglichkeit und die Wettbewerbsfähigkeit und damit die Akzeptanz des Gesetzes bedrohen.“) Der Arbeitskreis nennt insofern Fragen zum Anwendungsbereich des Gesetzes, die Problematik der AGB-Kontrolle, den Rechtsschutz gegen Mehrheitsbeschlüsse und anleiheübergreifende Umstrukturierungen. Vgl. auch die Ergebnisse der Umfrage von Seibt/Westpfahl, ZIP 2013, 2333, 2337.

<sup>11</sup> Florstedt, RIW 2013, 583, 589 ff.; vgl. auch dens., ZIP 2014, 1513, 1518.

<sup>12</sup> Florstedt, a. a. O., S. 584; vgl. auch Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 404 (das SchVG 2009 sei „größtenteils an den praktischen Bedürfnissen einer Kapitalgesellschaft und ihrer Mitglieder ausgerichtet“).

<sup>13</sup> Ausführlich § 3 B.II.

gorische finanzwirtschaftliche und zivilrechtliche Unterschiede: Aktionäre sind Verbandsmitglieder, die nach verbandsrechtlichen Regelungsmustern organisiert sind. Obligationäre dagegen haben im Ausgangspunkt lediglich schuldrechtliche Forderungsrechte gegen den Verband.<sup>14</sup>

Die Gesetzesverfasser haben diesen Regelungsansatz nicht begründet<sup>15</sup> und die theoretisch-konzeptionelle Ausdeutung des reformierten Schuldverschreibungsgesetzes der Rechtswissenschaft überlassen.<sup>16</sup> In der bisherigen Diskussion um die rechtspolitische Beurteilung des reformierten SchVG 2009 werden vereinzelte positive Beurteilungen<sup>17</sup> von scharfer Grundsatzkritik deutlich in den Schatten gestellt. Grundtenor dieser Kritik<sup>18</sup> ist, dass es aus verschiedenen zivilrechtlich-dogmatisch und finanziell-funktionalen Gründen verfehlt sei, Anleihegläubiger wie Aktionäre zu behandeln und sie nach aktienrechtlichen Regelungsmustern zu vergemeinschaften. Unterschiede zwischen der Rechtsstellung der Aktionäre (Mitglieder) und der Obligationäre (Gläubiger) würden nivelliert; ihren unterschiedlichen Rechts- und Risikopositionen als Eigenkapitalgeber/Gesellschafter und Fremdkapitalgeber/Anleihegläubiger werde nicht hinreichend Rechnung getragen. Ob der grundlegend unterschiedlichen Regelungssachverhalte im Aktienrecht („Verbandsrecht“) und im Anleiherecht („Schuldrecht“) schaffe die Übertragung aktienrechtlicher Regelungen

---

<sup>14</sup> Symptomatisch aus der jüngsten schuldverschreibungsrechtlichen Literatur insofern *U. Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz, S. 123 f. („Die Übertragung aktiengesetzlicher Regelungen dürfte zunächst überraschen. Schließlich nehmen die Anleihegläubiger nicht die Position von an einer Gesellschaft beteiligten Aktionären ein. ... Aktionäre sind anders als Anleihegläubiger keine externen Gläubiger der Gesellschaft. Sie stellen der Aktiengesellschaft Eigenkapital zur Verfügung, während die Anleihegläubiger Fremdkapital bereitstellen.“); *Cagalj*, Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 106 („Anleihegläubiger und Aktionäre sind ... im deutschen Recht grundsätzlich getrennt[], zwischen ihnen bestehen fundamentale Unterschiede, die nicht negiert werden dürfen. Die einen sind Fremdkapitalgeber mit schuldrechtlichen Ansprüchen gegen den Emittenten, die anderen sind Gesellschafter, also Eigenkapitalgläubiger mit Mitgliedschaftsrechten und Pflichten.“).

<sup>15</sup> Zum Rückgriff auf aktienrechtliche Regelungsstrukturen findet sich in der Gesetzesbegründung lediglich der – letztendlich deklaratorische – Satz, im SchVG 2009 werde „[d]as Verfahren der Gläubigerabstimmung ... grundlegend neu geregelt und an das moderne und bewährte Recht der Hauptversammlung bei der Aktiengesellschaft angelehnt.“ (RegE SchVG 2009, BT-Drs. 16/12814, S. 1, in Bezug genommen auf S. 25 zur Anfechtungsklage). Und (a. a. O., S. 14). Zur massiven Ausweitung der Mehrheitsbefugnisse hält die Regierungsbegründung lediglich fest, die Obligationäre bedürften bei Entscheidungen über die Restrukturierung der Anleihe in der Krise des Schuldners „keines übertriebenen Schutzes durch die gesetzliche Einschränkung ihrer Entscheidungsbefugnisse.“ Inhaltlich seien sie in ihrer Entscheidung nach dem neuen Recht deshalb „weitgehend [!] frei“.

<sup>16</sup> Vgl. zur kollektiven Bindung RegE SchVG 2009, a. a. O., S. 17.

<sup>17</sup> Siehe vor allem *Hopt*, in: FS Schwark, S. 441, 455 f.; zu seiner Position unten § 5 A.IV.

<sup>18</sup> Vgl. *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, *passim*; *Vogel*, ZBB 2011, 235, 237 f.; *ders.*, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 39, 40; *Schneider*, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 18 ff.; *Bliesener/ders.*, in: Langenbacher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, Kapitel 17, § 20 Rn. 47 und *passim*; *Friedl/Schmidtbleicher* in: FraKommSchVG, §§ 4 f.; *Florstedt*, ZIP 2012, 2286, 2287 (Fn. 20); *ders.*, RIW 2013, 583, 584; *ders.*, ZIP 2014, 1513 ff. – Ausführlich zur Kritik unten § 5 A.

in das Anleiherecht einen unpassenden Regelungsrahmen der Obligationärskoordination. In der Anwendung auf schuldrechtliche Forderungspositionen führe sie zu inadäquaten Ergebnissen und verursache Friktionen in der Auslegung, Anwendung und Weiterentwicklung des SchVG 2009.

Vor dem Hintergrund dieser Grundsatzkritik stellen sich zahlreiche Fragen, welche die rechtspolitische Beurteilung des SchVG 2009, seine Auslegung und Anwendung *de lege lata* und seine Weiterentwicklung *de lege ferenda* betreffen.

*Erstens.* Wo positioniert sich das Schuldverschreibungsgesetz nach der Reform von 2009 als Teil der „schönen neuen Sanierungswelt“<sup>19</sup> zwischen dem Aktiengesetz und der – jüngst ebenfalls reformierten – Insolvenzordnung?

*Zweitens.* Ist „korporatives Denken“ im Schuldverschreibungsrecht ein „Holzweg“?<sup>20</sup> Ist es konzeptionell stimmig, im Recht der Anleiherestrukturierung auf Mechanismen des insolvenzrechtlichen Minderheitenschutzes zu verzichten?<sup>21</sup> Ist es zivilrechtsdogmatisch zulässig und funktional sinnvoll, die Obligationäre als (Anleihe-)Gläubiger und Inhaber von Zins- und Kapitalforderungen weitreichend wie Aktionäre zu behandeln?<sup>22</sup> Sind Schuldverschreibungs- und Aktiengesetz perspektivisch parallel weiterzuentwickeln? Oder sollte das Schuldverschreibungsgesetz – wie Kritiker meinen – *de lege lata* so weit wie möglich schuldrechtlich ausgelegt werden und *de lege ferenda* „von kapitalgesellschaftsrechtlichen Denkmustern und Regeln befreit“ werden?<sup>23</sup> Sollte das Schuldverschreibungsgesetz vielleicht sogar abgeschafft und in das Insolvenzrecht integriert werden?<sup>24</sup>

*Drittens.* Wie sind die einzelnen Regelungskomplexe des reformierten Schuldverschreibungsgesetzes, das nach Auffassung mancher nur aus „Verweisungen, Generalklauseln und Fragmenten“ besteht<sup>25</sup>, konzeptionell zu beurteilen und rechtspraktisch zu handhaben – insbesondere, soweit sie sich explizit oder implizit am Aktienrecht orientieren?<sup>26</sup>

<sup>19</sup> Vgl. – kritisch – *Florstedt*, WiVerw 2014, 155 unter Bezugnahme auf *Karsten Schmidt*, ZIP 2012, 2085.

<sup>20</sup> Vgl. *Florstedt*, ZIP 2012, 2286 ff.; vgl. auch *dens.*, ZHR 175 (2011), S. 149, 151.

<sup>21</sup> Siehe unten § 6.

<sup>22</sup> Siehe unten § 7 und § 8.

<sup>23</sup> Vgl. *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 421 f. (Schlussbemerkung 3), der ebda. und S. 9 f. eine Neufassung des Schuldverschreibungsgesetzes auf Basis schuldrechtlicher Regelungsprinzipien fordert; sympathisierend *Vogel*, ZBB 2011, 235, 238.

<sup>24</sup> *Florstedt*, RIW 2013, 538, 591 f.; sympathisierend *Thole*, ZIP 2014, 293, 302 (mit Fn. 84). In ZIP 2014, 1513 ff. spricht *Florstedt* vom SchVG 2009 als „fragmentarische[m] Vorinsolvenzrecht[]“ (a. a. O., S. 1517) und erklärt das „freigaberechtliche[]“ Restrukturierungsrecht (AktG 2009, SchVG 2009)“ zu einem bloßen „Zwischenschritt“ für ein „Vorinsolvenzrecht gleichsam für die ganze Passivseite der Bilanz“ (ebda.).

<sup>25</sup> So *Florstedt*, ZIP 2012, 2286, 2287; vgl. auch *dens.*, WiVerw 2014, 155, 157 („zahllose[] Zweifels- und Auslegungsfragen[]“), 158 f. Vgl. ferner *Otto*, DNotZ 2012, 809, 825 („Das SchVG ist keine gesetzgeberische Meisterleistung. Es enthält zahlreiche unklare Regelungen, Regelungslücken und missglückte Verweisungen und schafft damit an vielen Stellen Rechtsunsicherheit.“).

<sup>26</sup> Siehe unten § 3 B.II.

*Viertens.* Was ist die „organisationsrechtliche Einheit“<sup>27</sup> der durch das SchVG 2009 geschaffenen Obligationärsgemeinschaft?<sup>28</sup> Lässt sie sich überhaupt einer zivilrechtlichen Kategorie zuordnen? Ist sie, wie es der Regelungsansatz des SchVG 2009 nahelegt, als Gesellschaft zu begreifen? Seit der Reform von 2009 stellt sich die bereits seit Ende des 19. Jahrhunderts diskutierte Frage nach der Rechtsnatur der Obligationärsgemeinschaft mit ganz neuer Aktualität und Dringlichkeit.

*Fünftens.* Wie ist es um das Niveau des schuldverschreibungsgesetzlichen Minderheitenschutzes bestellt? Sind die Obligationäre in der Beschlussfassung bei Beachtung der schuldverschreibungsgesetzlichen Verfahrensvorschriften vollständig frei, oder sind der Mehrheitsmacht im Schuldverschreibungsgesetz 2009 inhaltliche Grenzen gesetzt? Müssen Mehrheitsbeschlüsse gar einer gerichtlichen Verhältnismäßigkeitskontrolle standhalten?<sup>29</sup>

Diese Fragen werden in der schuldverschreibungsgesetzlichen Literatur kontrovers diskutiert und – mangels gesicherter theoretischer Begründung des im SchVG 2009 verfolgten Regelungsansatzes – im Einzelnen ganz unterschiedlich beurteilt. Um sie zu beantworten, macht diese Untersuchung das SchVG 2009 als spezialgesetzliche Antwort auf das Regelungsproblem der Anleiherstrukturierung (Teil 1) und *Anleiheorganisationsrecht* zum Gegenstand rechtswissenschaftlicher Untersuchung (Teil 2). In Auseinandersetzung mit der in der Literatur geäußerten Grundsatzkritik wird der Regelungsansatz des SchVG 2009 auf eine bislang fehlende theoretisch-konzeptionelle Grundlage gestellt (Teil 3). Auf dieser theoretischen Basis werden die wichtigsten Regelungen des SchVG 2009 untersucht, ihre grundsätzliche „Anleihetauglichkeit“ nachgewiesen und Hilfestellungen für ihre Auslegung und rechtspraktische Handhabung gegeben (Teil 4). Abschließend wird das SchVG 2009 zivilrechtlich ausgedeutet (Teil 5), konkret: die durch das SchVG 2009 geschaffene Obligationärsgemeinschaft zivilrechtlich präzise eingeordnet und die Grenzen der extrem weitreichenden Mehrheitsmacht bestimmt. Auf diese Weise soll diese Untersuchung zu einem besseren funktionalen, gesetzsystematischen und rechtsdogmatischen Verständnis des reformierten Schuldverschreibungsgesetzes *de lege lata* beitragen und im Kontext verschiedener bereits vorliegender Reformvorschläge einen Beitrag zur Diskussion über die Weiterentwicklung des deutschen Schuldverschreibungsrechts *de lege ferenda* leisten.

Die zentralen Thesen dieser Untersuchung lauten:

- Das SchVG 2009 ist als Teilelement eines Rechts der Unternehmensfinanzierung zu begreifen. Es ist aus einer entsprechenden rechtsgebiets- und finanzierungsformübergreifenden rechtswissenschaftlichen Perspektive zu untersuchen.
- Die im Mittelpunkt des SchVG 2009 und der Diskussion stehenden Vorschriften über „Mehrheitsbeschlüsse der Obligationäre“ (§§ 5 ff.) sind als *Anleiheorganisa-*

---

<sup>27</sup> Begriff nach *Madaus*, Der Insolvenzplan, S. 206.

<sup>28</sup> Siehe unten § 1.

<sup>29</sup> Siehe unten § 15.

tionsrecht zu begreifen. Das SchVG 2009 ist dementsprechend nicht als schuldrechtliches, sondern als (anleihe-)organisationsrechtliches Gesetz auszulegen und anzuwenden.

- Das reformierte Schuldverschreibungsgesetz lehnt sich nicht nur in zahlreichen Einzelregelungen „äußerlich“ an das Aktienrecht an, sondern folgt in seinem *Bondholder Governance* Mechanismus insgesamt (aktien-)verbandsrechtlichen Regelungsprinzipien.
- Das SchVG 2009 ermöglicht eine Beschlussfassung in maximaler Obligationärsautonomie und erlaubt – ganz ähnlich wie das Kapitalgesellschaftsrecht – Entscheidungen nach dem „partizipatorischen Prinzip“. Es verzichtet zu Recht auf eine hoheitliche Verfahrensbegleitung und auf insolvenzrechtliche Mechanismen des Minderheitenschutzes.
- Die Übernahme aktienverbandsrechtlicher Regelungen in das Anleiheorganisationsrecht des SchVG 2009 verletzt keine zivilrechtlichen Prinzipien. Sie ist auch funktional sachgerecht: Aktionäre und Obligationäre sind nach ganz ähnlichen organisationsrechtlichen Regelungsmustern zu kollektiven Entscheidungen zu befähigen.
- Die einzelnen Regelungen der §§ 5 ff. SchVG 2009 sind insgesamt „anleiheorganisationsrechtstauglich“, gerade insofern, als sie sich an aktienrechtlichen Regelungsvorbildern orientieren.
- Die nach §§ 5 ff. SchVG 2009 verfasste Obligationärsgemeinschaft ist eine gesellschaftsrechtliche Personenvereinigung, ein Innenverband, der so weit körperchaftlich strukturiert und der Aktiengesellschaft angenähert ist, dass er als „Innen-AG“ charakterisiert werden kann.
- Die Grenzen der Mehrheitsmacht im SchVG 2009 lassen sich unter Rückgriff auf Erkenntnisse aus dem Aktienrecht präzise und rechtssicher konkretisieren. Sie liegen in einer Treupflichtbindung der Obligationäre; eine (materielle) Inhaltskontrolle der Mehrheitsbeschlüsse nach §§ 5 ff. SchVG 2009 erfolgt nicht.

## Teil I

# Das Schuldverschreibungsgesetz als Antwort auf das Regelungsproblem der Anleiherestrukturierung

Das Schuldverschreibungsgesetz will das Regelungsproblem der Restrukturierung von (Unternehmens-)Anleihen bewältigen.<sup>1</sup> Dieses Regelungsproblem wird im Folgenden in seinen Ursachen und Auswirkungen analysiert und einer theoretischen Lösung zugeführt, damit auf dieser Grundlage<sup>2</sup> das SchVG 2009 untersucht und sein Regelungsansatz bewertet werden kann.

---

<sup>1</sup> Da das SchVG 2009 nur auf Unternehmensanleihen Anwendung findet (vgl. § 1 Abs. 2 SchVG 2009; siehe noch unten § 3 B.I), stellen die folgenden Überlegungen Unternehmensanleihen in den Mittelpunkt. Für die Restrukturierung von Staatsanleihen gelten sie *mutatis mutandis* (vgl. unten B.I a. E.).

<sup>2</sup> Vgl. *Jackson*, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 1986, S. 3 (“In fields as disparate and complex as antitrust, oil and gas, intellectual property, and *corporate finance*, analysis of discrete legal problems usually begins with a look at the theoretical framework that the law is built upon.” (Hervorhebung vom *Verf.*)).



## § 1 Die Restrukturierung von Anleihen als Regelungsproblem

### A. Anleihen als Instrumente der Unternehmensfinanzierung und Kapitalanlage

#### I. Die beständig zunehmende Bedeutung der Anleihefinanzierung

Nachdem die Anleihefinanzierung in der durch Banken und Bankkredite dominierten deutschen Finanzierungspraxis<sup>1</sup> im 20. Jahrhundert lange ein Schattendasein fristete<sup>2</sup>, ist in den letzten Jahrzehnten<sup>3</sup> ein Umbruch zu verzeichnen, von der traditionellen (haus-)bankgestützten Fremdfinanzierung durch Kredite hin zur kapitalmarktgestützten Emission von Fremdkapitaltiteln.<sup>4</sup> Die weltweite Finanzkrise und die ihr folgende europäische Staatsfinanzkrise haben diesen Trend noch verstärkt.<sup>5</sup> Die Unternehmensfinanzierung durch Unternehmensanleihen – Industrieobligationen oder *Corporate Bonds* – gewinnt beständig an Bedeutung.

Die Gründe für kapitalsuchende Unternehmen, sich über die Emission von Anleihen mit Fremdkapital zu versorgen, sind vielfältig. Immer mehr Unternehmen nut-

---

<sup>1</sup> Siehe nur *Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 400 f.

<sup>2</sup> *Braunberger*, FAZ vom 29.02.2012, S. 11 („Der Reiz der Unternehmensanleihe“).

<sup>3</sup> Insbesondere seit den neunziger Jahren steigt das Nominalvolumen der umlaufenden Teilschuldverschreibungen aus Anleihen kontinuierlich an (*Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 429, der als Gründe die Abschaffung der Emissionsgenehmigung nach §§ 795, 808a BGB a. F. sowie die Einführung des Euro nennt).

<sup>4</sup> Siehe nur *Landgraf*, Handelsblatt, 11.04.2012, S. 9 („Firmenbonds gehört die Zukunft“); *Köhler/Bastian/Osman*, Handelsblatt vom 06.09. 2012, S. 30 f. („Neue Zeiten für die Firmenfinanzierung“). Teilweise wird schon das Ende der traditionellen Hausbankfinanzierung gesehen, vgl. *Degenhart/Schiereck*, SIRN-Studie „Fremdkapital Investor Relations – Erweiterte Kommunikationsanforderungen nach der Krise“ (abrufbar unter <http://dirk.org/studien/>), S. 6. Zum Umbruch der Finanzierungspraxis aus rechtswissenschaftlicher Perspektive *Assmann*, in: FS Kümpel, 1, 3 ff.; *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 453 m. w. N.; *Haar*, JZ 2008, 964, 971 m. w. N.; *Baums*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Bd. II, S. 955, 967 (Rn. 19); *Schmidbleicher*, a. a. O., S. 32 m. w. N.; *Sievers/Bizenberger*, in: Buth/Herrmanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 19 Rn. 1.

<sup>5</sup> Siehe nur *Landgraf*, ebda.; *Frühauf*, FAZ vom 08.03.2012, S. 19 („Begehrte Unternehmensanleihen“) („Es gibt wohl keine Anlageklasse, die von der Finanzkrise so profitiert hat wie die Unternehmensanleihe.“). Siehe auch *Degenhart/Schiereck*, a. a. O., S. 8 li. Sp. (Die Struktur der Fremdkapitalaufnahme habe sich „dramatisch und wohl auch nachhaltig geändert. Traditionelle Bankprodukte scheinen durch verschiedene, meist einfach strukturierte, kapitalmarktorientierte Finanzierungsinstrumente, insbesondere Anleihen und Schuldscheindarlehen ersetzbar zu sein.“).

zen die Anleihe als Alternative oder Ergänzung zum klassischen Bankkredit, um sich angesichts zurückhaltenderer Kreditvergabe der Banken<sup>6</sup> ohne Veränderung der Gesellschafterstruktur<sup>7</sup> direkt am Kapitalmarkt mit Kapital zu versorgen, um *Leveraged Buy-Out*- und *Mezzanin*-Finanzierungen zu refinanzieren<sup>8</sup>, um ein niedriges Zinsniveau auszunutzen, um ihre Finanzierungsquellen zu diversifizieren<sup>9</sup> und zugleich der Unternehmensführung Freiheit im Tagesgeschäft zu erhalten<sup>10</sup>, oder um sich mit Blick auf Sanierungssituationen insgesamt von Banken unabhängiger zu machen.<sup>11</sup> Eine Anleiheemission kann sogar eine Finanzierungsalternative zu einem Börsengang sein.<sup>12</sup> Mittlerweile finanzieren sich nicht mehr nur große Industrieunternehmen über Anleihen<sup>13</sup>, sondern immer häufiger auch Mittelständler.<sup>14</sup> Auch auf Investorensseite steigt das Interesse an Unternehmensanleihen beständig an<sup>15</sup>: Unternehmensanleihen verheißern höhere Zinseinkünfte als Bankeinlagen<sup>16</sup> und werden im Kontext der europäischen Staatsfinanzkrise im Vergleich zu Staatsanleihen immer attraktiver.<sup>17</sup> Zudem gewinnen festverzinsliche Wertpapiere

<sup>6</sup> Das traditionelle Kreditgeschäft ist für Banken unattraktiver geworden, da sie Kreditrisiken seit der Finanzkrise deutlich schwerer über strukturierte Produkte an den Kapitalmarkt weitergeben können und erhöhten Eigenkapitalanforderungen (Basel III) genügen müssen. Dies hat zur Folge, dass sie verschärfte Anforderungen an die Bonität ihrer Kreditnehmer stellen und sich Unternehmenskredite verteuert haben. Zu dieser Entwicklung siehe *Kalss*, ZVglRWiss 110 (2011), 229; *Vogel*, ZBB 2011, 235; *Osman*, Handelsblatt v. 14.03.2012, S. 42 f. („Unternehmenskredite werden teurer“); *Meller*, CFL 2013, 92 ff.

<sup>7</sup> *Vogel*, ZBB 2011, 235.

<sup>8</sup> Vgl. *Lürken*, in: Theiselmann (Hrsg.), Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 5 Rn. 3.

<sup>9</sup> *Frühau*, FAZ v. 08.03.2012, S. 19 („Begehrte Unternehmensanleihen“); *Brühl*, Handelsblatt v. 19.06.2012, S. 10 („Kapitalmarktfähigkeit ist gefragt“).

<sup>10</sup> *Nuri*, Wirtschaftswoche vom 07.04.2012 („Wackelige Aussichten“), S. 68 (Anleihekäufer könnten „sich weniger einmischen als etwa kreditgebende Banken oder Investoren, die Unternehmensanteile übernommen haben.“).

<sup>11</sup> Vgl. *Buchenau*, Handelsblatt vom 16.03.2011, S. 28 („Uniwheels zapft Kapitalmarkt mit Anleihe an“).

<sup>12</sup> Vgl. *Vogel*, ZBB 2011, 235.

<sup>13</sup> Herkömmlich galt es als ausgemacht, dass eine Fremdfinanzierung über Anleiheemissionen nur für größere Unternehmen in Frage kommt, da für kleinere oder mittelgroße die fixen Transaktionskosten der Anleihefinanzierung zu hoch seien (vgl. *Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 399).

<sup>14</sup> Zur Entwicklung und zur aktuellen Marktsituation *Schlitt/Kasten*, CFL 2011, 97; *Kinateder*, CFB 2013, 190 ff.; *Cezanne/Schiereck/Streuer*, CFB 2013, 241 ff.; *Waldecker*, in: Hasler/Launer/Wilhelm (Hrsg.), Praxishandbuch Debt Relations, S. 477, 479 ff.

<sup>15</sup> Siehe *Landgraf*, Handelsblatt vom 11.04.2012, S. 9 („Firmenbonds gehört die Zukunft“); *Alexander*, Manager Magazin vom 03.04.2012 „Mittelstandsanleihen – Interesse trotz Siag-Pleite ungebrochen“ (online abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/0,2828,825436,00.html>).

<sup>16</sup> Siehe *Vogel*, ZBB 2011, 235; *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte nach dem neuen SchVG, S. 203, 284.

<sup>17</sup> Vgl. Handelsblatt vom 03.09.2012, S. 32 („Investoren stürzen sich auf Firmenanleihen“); *Cünnen*, Handelsblatt vom 16./17.12.2011, S. 48 („Unternehmen statt Staaten: Anleger denken bei Anleihen um“); vgl. auch das Interview mit *Andrew Wells* in der FAS vom 26.02.2012, S. 47 („Lieber Siemens als Deutschland“).

als Anlageklasse insgesamt an Bedeutung.<sup>18</sup> Hinzu kommt, dass Unternehmensanleihen immer häufiger auf Privatanleger abzielen (*Retail Bonds*).<sup>19</sup> Zur gegenwärtigen und zukünftigen Bedeutung der Unternehmensanleihe ist festzuhalten: „Selbst wenn die Euphorie für Bonds wieder etwas abklingt und Kredite trotz allem nicht wegzudenken sind: *Anleihen gehört die Zukunft bei der Unternehmensfinanzierung*.“<sup>20</sup>

## II. Die finanzwirtschaftliche Funktionsweise der Anleihe als kapitalmarktbasierter „Publikumskredit“

Unternehmensanleihen konventioneller Ausgestaltung (sogenannte *plain vanilla*-Anleihen<sup>21</sup>), auf die sich die Untersuchung konzentriert<sup>22</sup>, verpflichten den Anleiheschuldner<sup>23</sup> zu festgelegten periodischen Zinszahlungen und am Ende ihrer fixen Laufzeit zur Rückzahlung des ihm von den Anlegern zur Verfügung gestellten Kapitals.<sup>24</sup> Als „Publikumskredite“<sup>25</sup> verteilen sie die Kreditgeberfunktion auf eine große Zahl von Kapitalgebern.<sup>26</sup> Von anderen Instrumenten der Fremdkapitalfinanzierung wie etwa Bank- beziehungsweise Konsortialkrediten oder Schuldscheindar-

<sup>18</sup> Vgl. das Interview mit *Andrew Wells*, Anleihestrategie der Fondsgesellschaft *Fidelity* in der FAS vom 26.02.2012, S. 47 („Lieber Siemens als Deutschland“).

<sup>19</sup> Übertrieben erscheint die Einschätzung von *Zahn/Lemke*, BKR 2002, 527, 531, Anleihen dienten primär als Instrument der Kapitalaufnahme von Privatanlegern.

<sup>20</sup> *Landgraf*, Handelsblatt vom 11.04.2012, S. 9 („Firmenbonds gehört die Zukunft“) (Hervorhebung im Text durch den Verf.).

<sup>21</sup> Vgl. etwa *Gullifer/Payne*, Corporate Finance Law, S. 33 (“Bonds in particular, as opposed to money market instruments such as commercial paper, come in all sorts of varieties, like ice cream. This similarity is reflected in the name given to a typical unadorned bond: plain vanilla.”).

<sup>22</sup> Die Beschlussvorschriften der §§ 5 ff. SchVG 2009 finden hauptsächlich bei „kreditnahen“ Anleihetypen und weniger bei strukturierten Finanzprodukten Anwendung, vgl. *Horn*, BKR 2009, 446, 449 und 453; *Waltz/Scholl*, Bondbook 2009, 25; *Preuße*, in: Preuße, SchVG, § 1 Rn. 17, 22; *Vogel*, in: Preuße, SchVG, § 5 Rn. 10; *Friedl*, in: FraKommSchVG, Einleitung Rn. 27; s. auch *Hartwig-Jacob* a. a. O., § 1 Rn. 23.

<sup>23</sup> Nicht selten werden aus steuerrechtlichen Gründen ausländische Finanzierungsgesellschaften als Anleiheschuldner eingesetzt, siehe etwa *U. Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz, S. 33 m. w. N. Um eine unnötige Verkomplizierung der Darstellung zu vermeiden, wird in der gesamten Untersuchung davon ausgegangen, dass der Anleiheschuldner auch der Emittent der Anleihe ist.

<sup>24</sup> Siehe zu derartigen Anleihen „klassischer“ Ausgestaltung ohne Besonderheiten hinsichtlich Zins, Laufzeit, Auszahlungsbedingungen etc. etwa *Spremann/Gantenbein*, Kapitalmärkte, S. 113 f.; *Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 429 ff.; *Klein/Coffee*, Business Organization & Finance, S. 251 ff.; *Baums*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Bd. II, S. 955, 957 ff. (Rn. 2 ff.); *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 19 ff.

<sup>25</sup> Vgl. *von Randow*, in: Baums/Cahn, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 25, 26 („publikumsfinanziertes Fremdkapital“); *Weiland/Schlitt/Behrends*, in: GS Bosch, S. 239, 254 („verbriefter Kredit“); *Vogel*, Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger, S. 139 („Anleihekredit[e]“).

<sup>26</sup> Siehe *Amihud/Garbade/Kahan*, 51 Stanford Law Review, 447, 456 ff. (1999); *Vogel*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 62; *Gullifer/Payne*, Corporate Finance Law, S. 31 f.

## Sachregister

- Abstimmung
  - Abstimmungsmehrheit 70, 141 ff., 146, 149 f., 215, 228, 336
  - Online-Teilnahme 151 f., 160
  - Briefwahl 151 f.
- Actio pro creditoribus 229 f.
- AGB-Kontrolle 103, 128 f.
- Akkordstörer 21 ff., 34, 145, 201, 206, 267, 325, 327
- Anfechtung von Mehrheitsbeschlüssen
  - Anfechtungsbewehrung von Rechten 173 f.
  - Anfechtungsklage 2, 51, 56, 6, 73, 108, 137, 144, 154, 186 ff., 225 ff., 286, 326, 336 f., 340, 344
  - Anfechtungsmissbrauch 192, 205 f., 208, 223, 225, 230 ff., 249
  - Kontroll-/Präventionsfunktion der Anfechtungsklage 197 ff., 230, 241, 244, 336
  - überschießende Wirkung der Anfechtungsklage 206 f.
- Anlegerschutz 40, 73, 81, 112, 190, 197, 226, 250, 343
- Anleihe
  - Altanleihen 281 f.
  - finanzwirtschaftliche Funktionsweise 10 ff., 202
  - Gesamtemission 12 f., 18, 90, 126 f., 131 f., 134, 138, 202 ff., 240, 281
  - Publikumskredit 10 ff., 19, 21, 35, 144, 150, 196, 199, 227, 251 f.
  - rechtliche Struktur 12 ff.
- Anleihefinanzierung
  - Bedeutung 8 ff., 47
  - Funktionsbedingungen 201 ff., 335
- Anleihegesellschaft 256, 266 ff., 282 ff., 298 f., 301 f., 304, 317
- Anleiheinsolvenzrecht 57, 280 f., 339
- Anleiheorganisationsrecht 36 ff., 44, 53 f., 55 ff., 95 ff., 108 ff., 121, 339 ff.
- Anleiheschuldverhältnis *siehe Rechtsverhältnis, anleiheschuldrechtliches*
- Anwendungsbereich
  - des SchVG 1899 45, 48
  - des SchVG 2009 2, 49 f., 57, 91, 124, 257, 274, 314, 317, 343
- Auskunftsrecht
  - des gemeinsamen Vertreters 163, 172 ff., 295, 336
  - der Obligationäre 52, 156 ff., 172 ff., 181 ff., 325
- Auskunftsverweigerungsrecht des Anleiheschuldners 182 ff., 336
- Beschlussfähigkeitsquorum 141 ff., 149 f.
- Beschlusskassation 192, 194 ff., 206 f., 218, 220 f., 223, 226, 228 f., 232 ff., 239 ff., 243 ff., 245 ff., 252, 336 f.
- Beschlussmangelklage 189 f., 194 ff., 226, 236, 238 ff., 245, 247, 249, 336 f., 340
- Bondholder Governance Mechanismus 33 ff., 60, 63, 66 f., 68, 87, 89, 138, 146, 155, 164, 166 f., 217, 254, 273, 292, 300, 309, 311, 334
- Bruchteilsgemeinschaft 14, 113 f., 120, 261 ff., 266, 299
- Collective Action Clause 14, 259, 278
- Debt-Equity-Swap 2, 47, 53, 66, 79, 106, 120, 155, 157, 217, 220, 259, 280 f., 302 f., 306, 330
- Debtor Opportunism *siehe Opportunismus des Anleiheschuldners*
- Einzeländerung der Anleihebedingungen 125 ff., 131 ff., 135 f., 138 f., 203

- Empowerment of Bondholders 27 ff., 38, 87, 108, 113, 121, 242, 244, 252, 334, 339, 342
- Feststellungsklage 187, 199
- Fragerecht *siehe Auskunftsrecht*
- Freigabeverfahren
- Antragsbefugnis 41, 218, 223
  - Freigabegründe 209 ff., 225, 243
  - insolvenzrechtliches Freigabeverfahren 96, 221, 237, 245
  - Interessenabwägung 208, 210 ff., 213 ff., 223
  - Rechtsverstoß besonderer Schwere 208 f., 214, 216 f., 247 ff.
  - Schadensersatz als Ersatzrechtsfolge der Anfechtungsklage 208, 218 ff., 221, 226 ff., 240
- Gefangenendilemma 24
- Gemeinsamer Vertreter 41, 51, 63, 107 f., 150, 163 ff., 178 ff., 189, 288, 292 ff., 336 f.
- Gesellschaftsrecht der Obligationäre 338
- Gläubigerstellung der Obligationäre 68, 77, 98
- Gläubigerversammlung 41, 50 ff., 54, 56, 61 f., 65 f., 88, 107 f., 110, 113, 120 f., 136, 141 ff., 149 f., 152 ff., 161 f., 164, 171, 179, 189, 211, 218, 227 f., 240, 258, 275, 281, 289 ff., 331, 336
- Gleichbehandlungsgrundsatz 133, 307 f., 330
- Haircut 17, 212, 342
- Halbzwingendes Recht 56 ff.
- Handlungsorgan 166 ff., 170, 292 ff., 336 f.
- Holz Müller 148
- Innen-AG 6, 298 f., 302, 337
- Insolvenzrecht 2, 4, 17, 46, 50, 60 ff., 71 ff., 79, 96 f., 167, 221, 245, 273 f.
- Interessengemeinschaft 15, 258
- gesellschaftsähnliche 277, 291, 298, 314, 327
  - schlichte 15, 136, 139, 316
- Interessenhomogenität 87 ff., 138, 328 f., 334
- Interessenkonflikte
- des gemeinsamen Vertreters 168 ff., 336
  - unter Gläubigern 90
  - unter Obligationären 274, 319
  - zwischen Anleiheschuldner und Obligationären 111
- Investment 21, 88, 103, 104 f., 110, 115, 117, 177, 199, 227, 234, 327
- Kapitalmarktkontext *siehe Publikums-kontext*
- Kollektiv sui generis 266, 315, 341
- kollektive Bindung 39, 124 ff., 198, 203, 258, 262, 335
- Kollektiventscheidung 27, 29 f., 32, 37 f., 41 f., 63, 67, 85, 87 ff., 104 ff., 108 f., 113 f., 121, 144 f., 150, 229, 242 ff., 247, 252, 321, 334 f., 337, 339
- Kollektivhandlungsprobleme 19 ff., 30, 32, 35 f., 109, 137, 168, 200, 260, 267, 336
- Kommunikationsprobleme 20
  - Koordinationsprobleme 20, 39, 65
  - rationale Apathie 21, 109 f., 113, 143 ff., 149 f., 199 ff., 206, 217, 226 ff., 231, 240, 252, 306, 336
- Kündigung 55, 134, 200, 325
- Leistungsklage 187, 199, 204, 234, 240
- Leistungsstörung 15 f., 21, 42, 105, 149, 177, 267, 271 f., 276, 278, 280, 326
- Marktversagen 25 f.
- Mehrheitsbefugnisse 5 f., 52 ff., 58, 198, 200, 205, 251, 255, 304
- Schrankenlosigkeit 307 ff.
  - Grenzen 304 ff.
- Mehrheitsklausel 34 ff., 71
- Minderheitenschutz
- aktienrechtlicher 207, 311
  - insolvenzrechtlicher 4, 6, 71 f., 89 ff.
  - schuldverschreibungsgesetzlicher 5, 46, 56, 88, 112 f., 223, 252, 304 ff., 329
- „Mindestorganisation“ der Obligationäre 44
- Mitgliedschaft 69, 75 ff., 93, 97, 102, 175, 195, 260, 264 ff., 268, 283, 285, 316
- Mitgliedschaftsrechte 2 f., 76, 79, 191, 279

- Netzvertrag 260 f., 270
- Obligationäre
- Konsortium der Obligationäre 40 ff., 83, 251, 291
  - Obligationärsautonomie 6, 86 ff., 302, 334
  - räuberische 205 f., 231, 233
- Opportunismus des Anleiheschuldners 111, 147, 174, 198, 241, 243, 310
- Phasing-in 281 f.
- Publikums-Aktiengesellschaft 30, 102
- Publikumskontext 112 f.
- Rationale Apathie *siehe Kollektivhandlungsprobleme*
- Recht der Unternehmensfinanzierung 5, 74, 81 ff., 94, 115, 146, 192, 334, 341, 343
- Rechtsinstitute, aktienrechtliche 123, 304, 310 ff.
- Rechtsverhältnis
- anleiheorganisationsrechtliches 94 ff., 193
  - anleiheschuldrechtliches 94 ff., 139, 193, 335
- Rechtsverzicht *siehe Haircut*
- Richtigkeitsgewähr
- von Verträgen 27
  - von Mehrheitsbeschlüssen 87 ff., 329, 334
- Sanierung, vorinsolvenzliche 2, 16 f., 18, 22, 32, 40 f., 42, 72, 91, 106, 147, 170, 184, 228 f., 233 f., 240, 251 f., 342
- Schuldrecht 3 f., 14, 38 f., 68 ff., 74 ff., 77, 93 ff., 96 ff.
- Schwestergesetz des Aktiengesetzes 67, 334, 342
- Selbstbetroffenheit 27 f., 87 f., 90
- Selbstverwaltung 27 ff., 33, 79, 83, 108 f., 111, 113, 121, 335, 341
- Single owner 32 ff., 35 f., 137, 301
- Sonderinteressen von Obligationären 267, 275, 305 ff., 310, 324, 330 f., 332
- Staatsanleihe 7, 9, 17, 23, 48, 314
- Transaktionskosten 9, 25 f., 32, 37, 165
- Trittbrettfahrer *siehe Akkordstörer*
- Trust Indenture Act 18, 28
- Umtauschangebot 18 f., 47, 131 f., 134
- Verband
- gesellschaftsähnliche Personenvereinigung
  - Innenverband 6, 280 f., 283 ff., 298 f., 301 ff., 337, 341
  - Verbandsbeitritt 270 ff.
  - Verbandsorgan 288 ff., 291
  - verbandsrechtliche Beschlussfassung 289 f.
  - Verbandsverfassung 269 ff., 280, 284 f., 288, 299
  - Verbandszweck 268, 271 ff., 280, 317, 326, 337
- Vergemeinschaftung 2, 13, 15, 40, 59, 110 f., 135 f., 138, 181, 200 f., 228, 230, 250, 261, 267, 275, 277, 281 f., 305, 309, 325, 336, 339
- Vertragstheorie 30, 322 f.
- Virtueller Einzelobligationär *siehe Single owner*
- Vollzugssperre 188, 192, 207 f., 223, 232 f.
- Vorstand der Aktiengesellschaft 167 ff., 170 f., 292, 297, 336
- Willensbildungsorgan 65, 180, 289 ff., 294, 337