

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 104

Das Schuldverschreibungsgesetz und die kollektive Bindung von Anleihebedingungen

Von

Cristina Freudenberger



Duncker & Humblot · Berlin

CRISTINA FREUDENBERGER

Das Schuldverschreibungsgesetz und die kollektive Bindung
von Anleihebedingungen

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

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

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

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 104

Das Schuldverschreibungsgesetz und die kollektive Bindung von Anleihebedingungen

Von

Cristina Freudenberger



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2014 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2017 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: Konrad Triltsch GmbH, Ochsenfurt
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15064-9 (Print)
ISBN 978-3-428-55064-7 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85064-8 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

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

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2014 von der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung fand am 22. und 23. Juli 2014 in Freiburg im Breisgau statt. Rechtsprechung und Literatur wurden bis August 2016 berücksichtigt.

Danken möchte ich zuvorderst meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Univ. of Chicago) für das Betreuen dieser Arbeit, die reibungslose Abwicklung des Promotionsverfahrens sowie die Aufnahme in diese Schriftenreihe. Ich bin dankbar für die Unterstützung und Förderung, die ich von ihm erfahren durfte. Herrn Professor Dr. Marc-Philippe Weller danke ich für das zügige Erstellen des Zweitgutachtens, Herrn Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M. (Univ. of Michigan) sowie Herrn Professor Dr. Gerald Spindler für die Aufnahme in diese Schriftenreihe.

Herrn Dr. Paul Hauser, LL.M., danke ich für wertvolle Anregungen und Diskussionen, Frau Dr. Sarah Nietner für das Lesen der Korrekturen.

Danken möchte ich schließlich meinen Eltern. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt am Main, im April 2017

Cristina Freudenberger

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	15
I. Gegenstand der Arbeit	15
II. Gang der Darstellung	16
B. Entstehungsgeschichte	17
I. Das Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen vom 4. Dezember 1899 und seine Grenzen	17
II. Das Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen vom 5. August 2009	19
C. Der Grundsatz der kollektiven Bindung	22
I. Regelungsgehalt und Regelungszweck	22
1. § 4 SchVG	22
2. Fungibilität als anerkannter Rechtsgrundsatz	25
II. Die Entwicklung der kollektiven Bindung	26
1. Das SchVG von 1899	26
2. Die Rechtslage vor dem Inkrafttreten des SchVG	28
D. Rechtsnatur des Kollektivs der Anleihegläubiger	31
I. Relevanz einer dogmatischen Analyse der Gemeinschaft der Anleihegläubiger	31
1. Kollektive Bindung als Rechtsgrundlage von Treuepflichten	31
2. Kollektive Bindung als Auslegungshilfe	32
II. Darstellung des Meinungsstandes und kritische Würdigung	32
1. Das Innenverhältnis der Gläubigergemeinschaft	33
a) Anleihegläubiger als faktische Risikogemeinschaft und die Lehre von der schlichten Interessengemeinschaft	33
aa) Konsequenz der Annahme einer faktischen Risikogemeinschaft	34
bb) Rechtliche Analyse der faktischen Risikogemeinschaft	35
(1) Faktische Risikogemeinschaft bei Nichtanwendbarkeit des Abschnitts 2	36
(2) Faktische Risikogemeinschaft bei Anwendbarkeit des Abschnitts 2	38
b) Gläubiger eigenkapitalähnlicher Anleihen als Quasi-Gesellschafter	38
aa) Rechtsfolgen einer gesellschafterähnlichen Stellung der Obligationäre	38
bb) Kritische Würdigung	39

c) Exkurs: Der Ordnungsrahmen des Schuldverschreibungsgesetzes und die Analogie zum Aktiengesetz	40
aa) Abgrenzung anhand der ökonomischen Funktion	40
bb) Abgrenzung anhand des verbrieften Rechts	42
cc) Abgrenzung unter dem Aspekt des Kapitalanlegerschutzes	43
dd) Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	45
ee) Exkurs: Genussrechte und Treuepflichten	45
d) Personengesellschaft i.S.d. §§ 705 ff. BGB	47
aa) Praktische Gründe für die Qualifikation als Personengesellschaft	47
bb) Gesellschaftsgründung mit Erwerb der Schuldverschreibungen	48
cc) Gesellschaftsgründung mit Durchführung einer Gläubigerversammlung	49
e) Rechtsgemeinschaft i.S.v. § 741 BGB	51
2. Das Außenverhältnis der Gläubigergemeinschaft	52
a) Teilgläubigerschaft i.S.d. § 420 Alt. 2 BGB	52
b) Gesamtgläubiger- oder Mitgläubigerschaft i.S.d. §§ 428, 432 BGB	54
3. Die Anleihegläubigergemeinschaft als Kollektiv <i>sui generis</i>	55
III. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	55

E. Die Voraussetzungen der kollektiven Bindung im System des SchVG	57
I. Räumlicher, sachlicher und zeitlicher Anwendungsbereich des SchVG	57
1. Räumlicher Anwendungsbereich	58
2. Sachlicher Anwendungsbereich	61
a) Begriff der Schuldverschreibung i.S.d. § 1 Abs. 1 SchVG	61
aa) Verbriefung	62
bb) Inhaltsgleichheit und Austauschbarkeit	62
(1) Sonderfall: Namensschuldverschreibungen	63
(2) Schulscheindarlehen	65
cc) Sonstige Voraussetzungen des Schuldverschreibungsbegriffs	65
b) Begriff der Gesamtemission	66
c) Ausnahmen vom Anwendungsbereich – Pfandbriefe und Sovereign Bonds	67
3. Zeitlicher Anwendungsbereich des SchVG	68
II. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	69
III. Die Änderung von Anleihebedingungen als Grundlage der kollektiven Bindung	69
1. Änderung der Anleihebedingungen durch gleichlautenden Vertrag mit sämtlichen Gläubigern	70
2. Die Änderung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss – das Verfahren nach Abschnitt 2 SchVG	71
a) Ermächtigungslösung	72
b) Beschlussgegenstände	73
aa) Verbot der Begründung von Leistungspflichten	74

- bb) Exkurs: Die Grenzen der Wirksamkeit von Gläubigerbeschlüssen ... 76
 - (1) Nichtigerklärung eines Gläubigerbeschlusses durch Gestaltungs-
urteil als Ergebnis einer erfolgreichen Anfechtungsklage 76
 - (2) Abgrenzung nichtiger Gläubigerbeschlüsse von anfechtbaren
Gläubigerbeschlüssen 78
 - (3) Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse 81
- c) Mehrheitserfordernisse, Stimmrechtsausübung und Stimmrechtsbindung 81
- d) Beschlussverfahren 84
 - aa) Gläubigerversammlung 84
 - bb) Abstimmung ohne Versammlung 85
- e) Gemeinsamer Vertreter der Gläubiger 86
- f) Vollziehung der Beschlüsse 86
- 3. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse 87

F. Umfang und Reichweite der kollektiven Bindung 88

- I. Reichweite der kollektiven Bindung bei rechtsgeschäftlichen Änderungen von
Anleihebedingungen 88
 - 1. Begriff und Inhalt von Anleihebedingungen 88
 - a) Erscheinungsformen von Anleihen 90
 - b) Die Ausgestaltung von Anleihebedingungen 91
 - 2. Fungibilität als Ausgangspunkt und Schranke der kollektiven Bindung 93
 - 3. Kollektive Bindung bei verschiedenen Tranchen derselben Anleihe 95
 - a) Aufteilung einer Anleihe in verschiedene Tranchen 95
 - aa) Aufstockungen (Tap) 95
 - bb) Tranchen mit unterschiedlichen Bedingungen (Asset-Backed-Securi-
ties) 96
 - b) Asset-Backed-Securities Tranchen als Teile einer Gesamtemission 97
 - c) Änderung der Anleihebedingungen von Asset-Backed-Securities 98
 - 4. Vereinbarkeit von einseitigen Leistungsbestimmungsrechten mit § 4 SchVG 100
 - a) Zertifikate als Anlageprodukt 101
 - aa) Zertifikatebedingungen und Leistungsbestimmungsrechte 102
 - bb) Bestimmungsvorbehalte und Gleitklauseln 103
 - cc) Änderungs- und Berichtigungsvorbehalte 105
 - b) Änderungs- und Berichtigungsvorbehalte und die Auslegung des § 4
SchVG 106
 - c) Ausgestaltung einseitiger Änderungsvorbehalte 109
 - 5. Exkurs: AGB-rechtliche Inhaltskontrolle von Schuldverschreibungen und
Transparenzgebot 110
 - a) Anleihebedingungen als Allgemeine Geschäftsbedingungen 111
 - aa) Die AGB-Qualität von Anleihebedingungen bei Eigenemissionen ... 111
 - bb) Die AGB-Qualität von Anleihebedingungen bei Fremdemissionen ... 113

b)	Die Einbeziehung von Anleihebedingungen gemäß § 305 Abs. 2 BGB . . .	114
c)	Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen	115
d)	Das Transparenzgebot im SchVG und die Weitergeltung des AGB-Rechts	118
aa)	Das Transparenzgebot des § 3 SchVG	118
bb)	Das Verhältnis des Transparenzgebots zum AGB-Recht	119
6.	Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	121
II.	Die Erstreckung der kollektiven Bindung auf Sicherungsabreden	122
1.	Die Besicherung von Schuldverschreibungen	123
a)	Realsicherheiten	124
b)	Personalsicherheiten	124
aa)	Patronatserklärungen	125
bb)	Garantie	126
2.	Garantie als Teil der Anleihebedingungen	128
a)	Änderung durch gleichlautenden Vertrag	128
b)	Änderung im Verfahren nach Abschnitt 2 SchVG	129
aa)	Das Erfordernis der Einwilligung durch den Mitverpflichteten	129
bb)	§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 6 SchVG als Grenze der Änderungsmöglichkeiten?	130
3.	Die Garantie als isolierte Sicherungsabrede	131
a)	Garantieerklärung unterliegt deutschem Recht	132
aa)	Erstreckung der kollektiven Bindung bei ausdrücklicher Inbezugnahme – Die Voraussetzungen des § 22 SchVG und das Verfahren nach Abschnitt 2 SchVG	133
bb)	Änderung durch gleichlautenden Vertrag	134
cc)	Kollektive Bindung ohne ausdrückliche In-Bezugnahme	134
b)	Garantieerklärung unterliegt ausländischem Recht	135
4.	Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	136
III.	Kollektive Bindung und gerichtlich herbeigeführte Änderungen	137
1.	Gesetzgeberischer Wille und RiLi 93/13/EWG und 98/27/EG	138
a)	Fortbestehen der Möglichkeit zur Erhebung von Einzelklagen	140
b)	Eingeschränkter Prüfungsmaßstab im Rahmen der Verbandsklage	141
c)	Unzulässigkeit der Erhebung der Verbandsklage zum Schutz von Unternehmen	142
2.	Technische Umsetzung der Änderung von Anleihebedingungen durch Individualklagen	143
a)	Umsetzung von Änderungen bei kollektiver Bindung der Gerichtsentscheidung	143
b)	Umsetzung von Gerichtsentscheidungen mit inter partes Wirkung	146
3.	Kollektive Bindung bei Individualklagen	147
a)	Zulässigkeit der Erhebung von Individualklagen	147

- b) Wirkung individuell erhobener Leistungs- und Gestaltungsklagen 148
 - aa) Lösungsansatz 1 und kritische Würdigung: Änderung der Anleihebedingungen in Prozessstandschaft 149
 - bb) Lösungsansatz 2 und kritische Würdigung: Kollektive Wirkung der gerichtlichen Entscheidung durch Anwendung seitens des Emittenten 150
 - (1) Gleichbehandlungspflicht des Emittenten aus § 4 S. 2 SchVG ... 151
 - (2) Gleichbehandlungspflicht des Emittenten gemäß § 30a WpHG .. 151
 - (3) Gleichbehandlungspflicht des Emittenten als Ausfluss von Treuepflichten 152
 - (a) Gleichbehandlungsgebot der Gesellschaft als Ausfluss verbandsrechtlicher Treuepflichten 153
 - (b) Gleichbehandlungspflicht des Emittenten gemäß § 242 BGB 155
 - (aa) Anwendbarkeit des allgemeinen Schuldrechts auf Schuldverschreibungen 155
 - (bb) Regelungsgehalt des § 242 BGB und Subsumtion 155
 - cc) Lösungsansatz 3: Anwendung des Urteils kraft materiell-rechtlichen Vertrags 158
 - dd) Lösungsansatz 4: Durchbrechungen der Wirkung *inter partes* (Rechtskrafterstreckung auf Dritte) 159
 - (1) Zumutbarkeit der Rechtskrafterstreckung für den Dritten 160
 - (2) Prozessuale Begründung der Rechtskrafterstreckung 163
 - (3) Rechtskrafterstreckung infolge Abhängigkeit 163
- 4. Kollektive Bindung gerichtlicher Entscheidungen *de lege ferenda* 164
- 5. Rechtsfolgen und kollektive Rechtsverfolgung 165
- 6. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse 165
- IV. Grenzen der kollektiven Bindung 166
 - 1. Die Grenze der kollektiven Bindung im Referentenentwurf zum SchVG ... 167
 - 2. Die Grenzen der kollektiven Bindung unter dem SchVG 168
 - a) Das Gleichbehandlungsgebot und seine Durchbrechungen 168
 - aa) Gleichbehandlungsgebot und kollektive Bindung 169
 - bb) Exkurs: Abgrenzung zur *pari-passu* Klausel 171
 - cc) Durchbrechungen des Gleichbehandlungsgebots 172
 - (1) Benachteiligung einzelner Gläubiger im Rahmen der Änderung von Anleihebedingungen 172
 - (a) Benachteiligung einzelner Gläubiger kraft Zustimmung der benachteiligten Gläubiger 172
 - (b) Benachteiligung einzelner Gläubiger durch gleichlautenden Vertrag mit sämtlichen Gläubigern 174
 - (2) Bilateraler Handlungsspielraum 174
 - (a) Quasi-Änderung von Anleihebedingungen 175
 - (b) Rückkauf von Schuldverschreibungen 177
 - b) AGB-Recht und kollektive Bindung 180

3. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	183
G. Zusammenfassung und abschließende Würdigung	185
I. Zusammenfassung in Thesen	185
II. Abschließende Würdigung und Ausblick	187
Literaturverzeichnis	189
Materialienverzeichnis	202
Sachwortregister	204

A. Einführung

I. Gegenstand der Arbeit

Das „Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung“¹ (nachfolgend: SchVG) ist am 5. August 2009 in Kraft getreten und löste damit das „Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen“ vom 4. Dezember 1899² (nachfolgend: SchVG von 1899) ab.

Die praktische Bedeutung des SchVG von 1899 war infolge seines ausgesprochen engen Anwendungsbereichs sehr gering geblieben.³ Vor diesem Hintergrund verfolgt das SchVG in erster Linie das Ziel, das deutsche Recht der Schuldverschreibungen durch die Erleichterung von Restrukturierungen international wettbewerbsfähig zu machen. Zu den grundlegenden Neuerungen in diesem Zusammenhang gehört die Möglichkeit der Änderung von Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss mit bindender Kraft für alle Gläubiger einer Anleihe.

Ebenfalls in diesem Kontext wurde in § 4 SchVG der Grundsatz verankert, dass Bestimmungen in Anleihebedingungen während der Laufzeit der Anleihe rechtsgeschäftlich nur durch gleichlautenden Vertrag mit sämtlichen Gläubigern oder durch Mehrheitsbeschluss gemäß dem in den §§ 5 ff. SchVG vorgesehenen Verfahren geändert werden können.

Für die darin zum Ausdruck kommende zwingend identische Ausgestaltung der Anleihebedingungen für alle Gläubiger derselben Anleihe verwendet das SchVG den Begriff der kollektiven Bindung. Ausweislich der Gesetzesbegründung will der Gesetzgeber mit diesem Begriff die Beschränkung der individuellen Rechtsmacht unterstreichen, die darin besteht, dass zweiseitige Vereinbarungen zwischen Schuldner und Gläubiger ausgeschlossen sind.⁴

¹ BGBl. I 2009, S. 2152 ff.

² Gesetz vom 14. 12. 1899, RGBl., S. 691, Abdruck unter BGBl. III 4134-1.

³ *Podewils*, DStR 2009, S. 1914, 1914; *Leuering*, NZI 2009, S. 638, 639. Zu den wenigen – erfolgreichen sowie weniger erfolgreichen – Anwendungsfällen des SchVG von 1899 in der Praxis zählen u. a. die Sanierung der Südmilch AG im Jahr 1993 und der Rinol AG im Jahr 2003 sowie die versuchte Umstrukturierung einer Anleihe der EM.TV Merchandising AG im Jahr 2004; *Bredow/Vogel*, ZBB 2008, S. 221 ff.

⁴ Begründung Regierungsentwurf zu § 4 (Kollektive Bindung), BT-Drs. 16/12814 vom 29.4.2009.

Ihre Rechtfertigung findet die kollektive Bindung in der zwecktauglichen Ausgestaltung der Schuldverschreibungen als fungible Wertpapiere. Ohne die Sicherheit über die inhaltliche Austauschbarkeit aller Wertpapiere wäre die Funktionsfähigkeit des auf schnelle und anonyme Abwicklung des Massengeschäfts ausgerichteten Kapitalmarkts gefährdet. Mit der Einführung des Konzepts der kollektiven Bindung fasst § 4 SchVG erstmals in Gesetzesform, was ohnehin Voraussetzung kapitalmarktfähiger Schuldverschreibungen ist.

Die Umsetzung dieses Novums des deutschen Schuldverschreibungsrechts sowie die Auseinandersetzung mit Umfang und Reichweite dieses Grundsatzes ist Gegenstand der vorliegenden Arbeit.

II. Gang der Darstellung

In einem ersten Schritt sollen die Entstehungsgeschichte des Gesetzes sowie die Entwicklung und der Bedeutungsgehalt des Grundsatzes der kollektiven Bindung skizziert werden (Abschnitt B. und C.).

Um die Frage nach den Voraussetzungen, Umfang, Reichweite und Grenzen der kollektiven Bindung nachzugehen, wird untersucht, ob infolge des Umstandes, dass die Anleihegläubiger über die kollektive Bindung der Anleihebedingungen miteinander verbunden sind, dem Kollektiv der Anleihegläubiger eine bestimmte Rechtsnatur zugesprochen werden kann oder sogar muss (Abschnitt D.). Wäre dies der Fall, so könnte dies eine Einschränkung oder Erweiterung der kollektiven Bindung zur Folge haben und es könnten sich zudem wertvolle Erkenntnisse für die Beantwortung von Folgefragen ergeben.

Zum besseren Verständnis der Norm sind im Folgenden die Voraussetzungen der kollektiven Bindung zu erörtern (Abschnitt E.). Vor dem Hintergrund, dass es sich bei § 4 SchVG – in den Fällen, in denen der Anwendungsbereich des SchVG eröffnet ist – um zwingendes Recht handelt, soll erstens der Anwendungsbereich des SchVG in zeitlicher, örtlicher und insbesondere sachlicher Hinsicht definiert werden. An zweiter Stelle wird das Änderungsregime des SchVG dargestellt, auf das sich die kollektive Bindung bezieht.

Im Anschluss hieran wird der Versuch unternommen, Umfang, Reichweite und Grenzen der kollektiven Bindung zu bestimmen (Abschnitt F.). Dies geschieht zuvörderst mit Blick auf rechtsgeschäftliche Änderungen von Anleihebedingungen. Hierfür wird auch der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 4 S. 2 SchVG als flankierende Regelung berücksichtigt. Erst dann soll die Ausstrahlungswirkung der kollektiven Bindung, über die rechtsgeschäftliche Änderung der Anleihebedingungen hinaus, in die übrigen Bereiche des SchVG betrachtet werden. Hierzu zählt insbesondere die kollektive Bindung im Hinblick auf Sicherungsrechte sowie im Zusammenhang mit gerichtlich herbeigeführten Änderungen von Anleihebedingungen.

B. Entstehungsgeschichte

I. Das Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen vom 4. Dezember 1899 und seine Grenzen

Gerät ein Unternehmen, welches Schuldverschreibungen ausgegeben hat, in eine wirtschaftliche Schieflage, so ist zu seiner erfolgreichen Sanierung häufig auch die Restrukturierung dieser Schuldverschreibungen erforderlich.⁵ Die hierfür notwendige Änderung der Anleihebedingungen bedarf eines Änderungsvertrags zwischen dem Emittenten und den Anleihegläubigern, für dessen Wirksamkeit die Zustimmung aller Gläubiger erforderlich ist.⁶ In der Praxis führt dies zu dem Problem, dass bei Anleihen mit einem großen Investorenkreis eine Zustimmung aller Gläubiger kaum zu erreichen ist.⁷ In solchen Fällen ist häufig nur eine gemeinsame und für alle bindende Beschlussfassung der Gläubiger zielführend. Sind Beschlüsse nämlich nur für die zustimmenden Gläubiger bindend, führt dies in der Praxis regelmäßig zum sog. *Hold-out Problem*⁸: Gläubiger, die die Restrukturierung der Verbindlichkeiten des Schuldners blockieren, profitieren davon, dass durch den Verzicht der zustimmenden Gläubiger die Unternehmung saniert wird und die nicht-zustimmenden Gläubiger als sog. *Free-Rider* den vollen Forderungsbetrag ihrer ausstehenden Schuldverschreibungen zurückerhalten.⁹ Mehrheitsklauseln entziehen diesem Trittbrettfahrerverhalten die Grundlage.¹⁰ Dies wäre ohne eine gesetzliche Grundlage nicht möglich.¹¹ Beweggrund für den Erlass des SchVG von 1899 war dem-

⁵ *Leuring*, NZI 2009, S. 639, 639; *Klerx/Penzlin*, BB 2004, S. 791, 792; *Schwenk*, jurisPR-BKR 1/2009 Anm. 4.

⁶ *BGH*, Urteil vom 12. Dezember 1991 – IX ZR 178/91, BGHZ 116, 319, 321.

⁷ *Bliesener*, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, S. 355, 362; *Hopt*, FS Schwark, S. 441, 442. Anders ist dies insbesondere bei Anleihen zu beurteilen, die im Rahmen einer Privatplatzierung begeben werden. Siehe zum Konzept der Privatplatzierung *Schimansky/Bunte/Lwowski/Köndgen/Schmies*, Bankrechts-Handbuch, § 113, Rn. 75.

⁸ Zur *Hold-out* Problematik und der damit verbundenen „Rationalen Apathie“ vgl. eingehend *Eidenmüller*, ZHR 160 (1996), S. 343, 350 ff.; *Simon*, Treuepflichten im Anleiherecht, S. 143; *Theiselmann/Plank/Lürken*, Restrukturierungsrecht, Kap. 5, Rn. 12 ff.

⁹ *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), S. 684, 694. Diese Problematik zeigte sich auch am Beispiel der Restrukturierung griechischer Staatsanleihen. Da die Anleihen keine Mehrheitsklauseln (sog. *Collective Action Clauses*) enthielten, konnten strategische Investoren, die die Anleihen vorher zu niedrigen Preisen erworben hatten, die Rückzahlung der Anleihen zum Nennbetrag erzielen *Nodoushani*, WM 2012, S. 1798, 1798.

¹⁰ *Sester*, WM 2011, S. 1057, 1058.

¹¹ *Schneider*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 69, 73.