

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

<b>A. Einführung</b> .....	15
I. Gegenstand der Arbeit .....	15
II. Gang der Darstellung .....	16
<b>B. Entstehungsgeschichte</b> .....	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
<b>C. Der Grundsatz der kollektiven Bindung</b> .....	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
<b>D. Rechtsnatur des Kollektivs der Anleihegläubiger</b> .....	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

<b>E. Die Voraussetzungen der kollektiven Bindung im System des SchVG . . . . .</b>	<b>57</b>
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
<b>G. Zusammenfassung und abschließende Würdigung .....</b>	<b>185</b>
I. Zusammenfassung in Thesen .....	185
II. Abschließende Würdigung und Ausblick .....	187
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>189</b>
<b>Materialienverzeichnis .....</b>	<b>202</b>
<b>Sachwortregister .....</b>	<b>204</b>

# 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“<sup>1</sup> (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 1899<sup>2</sup> (nachfolgend: SchVG von 1899) ab.

Die praktische Bedeutung des SchVG von 1899 war infolge seines ausgesprochen engen Anwendungsbereichs sehr gering geblieben.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> BGBl. I 2009, S. 2152 ff.

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

<sup>3</sup> *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.

<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup> Die hierfür notwendige Änderung der Anleihebedingungen bedarf eines Änderungsvertrags zwischen dem Emittenten und den Anleihegläubigern, für dessen Wirksamkeit die Zustimmung aller Gläubiger erforderlich ist.<sup>6</sup> In der Praxis führt dies zu dem Problem, dass bei Anleihen mit einem großen Investorenkreis eine Zustimmung aller Gläubiger kaum zu erreichen ist.<sup>7</sup> 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*<sup>8</sup>: 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.<sup>9</sup> Mehrheitsklauseln entziehen diesem Trittbrettfahrerverhalten die Grundlage.<sup>10</sup> Dies wäre ohne eine gesetzliche Grundlage nicht möglich.<sup>11</sup> Beweggrund für den Erlass des SchVG von 1899 war dem-

---

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

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

<sup>7</sup> *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.

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> *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.

<sup>10</sup> *Sester*, WM 2011, S. 1057, 1058.

<sup>11</sup> *Schneider*, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 69, 73.