

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

---

**Abteilung B: Rechtswissenschaft**

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

**Band 220**

# **Bondholder Governance nach dem Schuldverschreibungsgesetz**

**Eine Untersuchung der Reichweite der Rechte der Gläubiger  
bei einer außergerichtlichen Anleiherestrukturierung**

**Von**

**Galina Matjuschin**



**Duncker & Humblot · Berlin**

GALINA MATJUSCHKIN

Bondholder Governance nach dem Schuldverschreibungsgesetz

# Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

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

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

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

Band 220

# Bondholder Governance nach dem Schuldverschreibungsgesetz

Eine Untersuchung der Reichweite der Rechte der Gläubiger  
bei einer außergerichtlichen Anleiherestrukturierung

Von

Galina Matjuschkin



Duncker & Humblot · Berlin

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung des Vereins zur Förderung des Deutschen,  
Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V.

Die Juristische Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg  
hat diese Arbeit im Jahre 2020 als Dissertation angenommen  
und zum Druck freigegeben.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten  
© 2021 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde  
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 0720-7352  
ISBN 978-3-428-18202-2 (Print)  
ISBN 978-3-428-58202-0 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

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

*Meinen Eltern gewidmet*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2020 von der Juristischen Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg als Dissertation angenommen. Veröffentlichungen und gesetzgeberische Entwicklungen wurden bis April 2020 berücksichtigt.

Vor allem bin ich meinem Doktorvater Prof. Dr. Christoph A. Kern zu Dank verpflichtet, der die Arbeit hervorragend betreut und wertvolle Hinweise gegeben hat. Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Peter Hommelhoff danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Weiterhin danke ich Prof. Dr. Dirk A. Verse für die intensive Diskussion sowie die Möglichkeit, meine Arbeit in dieser gemeinsam mit Prof. Dr. Peter O. Mülbert und Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider herausgegebenen Schriftenreihe zu veröffentlichen.

Ich möchte mich auch bei Prof. Dr. Dres. h. c. Theodor Baums bedanken. Seine zahlreichen Arbeiten, kritisches Denken und Interesse am Schuldverschreibungsrecht haben mir den Anreiz für das Thema gegeben.

Mein Dank gilt zudem dem Verein zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V. für die Gewährung eines Druckkostenzuschusses.

Widmen möchte ich die Arbeit meinen Eltern, deren Unterstützung mein Studium und meine Promotion ermöglicht hat.

Hanau, im November 2020

*Galina Matjuschkin*





# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b>	17
I. Gegenstand der Untersuchung	19
II. Gang der Untersuchung	21
<i>Kapitel 1</i>	
<b>Mehrheitsprinzip</b>	23
§ 1 Anleiherestrukturierung bei der Wirkung individueller Rechtsmacht	23
A. Akkordstörer-Problem	23
B. Keine Bindung an Mehrheitsentscheidung ohne spezielle Grundlage	25
C. Das Akkordstörer-Problem im Schuldverschreibungsrecht	26
I. Der Begriff der Anleihe	26
II. Der Begriff der (Teil-)Schuldverschreibung	27
III. Rechtliche Unabhängigkeit der Anleihegläubiger im unkoordinierten Zustand	28
IV. Inter-partes-Wirkung der Mehrheitsentscheidung (RGZ 22, 61)	29
D. Gesetzgeberische Bestrebungen zur Lösung des Akkordstörer-Problems	30
I. Schuldverschreibungsgesetz 1899 als Instrument der Gläubigerkoordination	30
II. Die Entwicklung der Idee des kollektiven Handelns: vormundschaftliche Betreuung vs. Gläubigerautonomie	31
III. „Minor pars sequatur maiorem“-Prinzip	33
E. Koordinationsmechanismus des Mehrheitsprinzips	35
I. Auslöser für eine nachträgliche Anpassung der Anleihebedingungen	35
1. Vertragscharakter der Anleihebedingungen und der Begriff der Anleiherestrukturierung	35
2. Anleihevertragswerk als unvollständiger Vertrag	37
3. Typische Restrukturierungsszenarien	38
II. Motive für das opponierende Verhalten der Akkordstörer	40
1. Einstimmigkeitsprinzip	41
2. Free-rider-Problem	42
3. Side-payments-Problem	45
4. Diskrepanz zwischen individueller und kollektiver Rationalität	48

a)	Gefangenendilemma .....	48
b)	Gefangenendilemma und Anleihegläubiger .....	50
c)	Die Bedeutung von institutionellen Investoren .....	52
F.	Zusammenfassung .....	56
§ 2	Gesetzliche Gestaltung des Mehrheitsprinzips .....	58
A.	Mehrheitsprinzip nach dem SchVG 1899: Formalisierung der Gläubigerautonomie und die Konsequenzen .....	59
I.	Mehrheitserfordernisse .....	59
II.	Regelungsdefizite .....	60
1.	Zweckbestimmung .....	60
2.	Zeitliche Befristung und Wiederaufleben der Rechte im Insolvenzverfahren .....	63
3.	Kein Verzicht auf Kapitalansprüche .....	63
4.	Nennwert .....	64
5.	Keine Einbeziehung von Auslandsanleihen .....	65
III.	Reformbedarf .....	66
IV.	Das Problem der Stärkung der internationalen Konkurrenz- fähigkeit des deutschen Rechts .....	68
B.	Mehrheitsprinzip im SchVG 2009: Stärkung der Anleihegläubiger- rechte .....	72
I.	Korrektur der Regelung hinsichtlich des Anwendungsbereichs des Gesetzes .....	73
1.	Geltung für Auslandsanleihen .....	73
2.	Keine Einschränkung hinsichtlich des Nennwerts .....	74
3.	Nachträgliche Einbeziehung der Altanleihen .....	74
4.	Neue Kriterien des sachlichen Anwendungsbereichs .....	76
a)	Gesamtemission .....	76
b)	Inhaltsgleichheit .....	77
c)	Begebung nach deutschem Recht .....	78
d)	Fazit: Erweiterung des Anwendungsbereichs des SchVG 2009 .....	79
II.	Restrukturierungsoptionen nach dem SchVG 2009 .....	80
1.	Aufhebung der Einschränkung hinsichtlich der Zweck- bestimmung des Mehrheitsbeschlusses .....	80
2.	Keine zeitliche Befristung für Mehrheitsbeschlüsse .....	80
3.	Stärkung der kollektiven Rechtsmacht der Anleihegläubiger ..	81
a)	Mehrheitserfordernisse .....	81
b)	Opt-in-Erfordernis .....	82
c)	Zulässige Gegenstände von Mehrheitsbeschlüssen .....	82
aa)	Zinssatz (§ 5 Abs. 3 Nr. 1 SchVG 2009) .....	83
bb)	Hauptforderung (§ 5 Abs. 3 Nr. 2, 3 SchVG 2009) ...	83
cc)	Debt-Equity-Swap (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 Alt. 1 SchVG 2009) .....	84

dd) Umtausch in andere Wertpapiere oder Leistungsversprechen (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 Alt. 2 und 3 SchVG 2009) .....	89
ee) Rang der Forderung (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 4 SchVG 2009) .....	89
ff) Sicherheiten (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 6 SchVG 2009) .....	91
gg) Kündigungsrechte (§ 5 Abs. 3 S. 1 N. 8 SchVG 2009) .....	92
hh) Schuldnerersetzung (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 9 SchVG 2009) .....	96
ii) Währung (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 7 SchVG 2009) .....	96
jj) Nebenbestimmungen (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 10 SchVG 2009) .....	97
d) Mitverpflichtete, § 22 SchVG 2009 .....	97
III. Perspektiven des neuen SchVG 2009 .....	99
C. Zusammenfassung .....	100

*Kapitel 2*

**Das Problem der Vormachtstellung  
des angloamerikanischen Rechts**

103

§ 3 Anleiherestrukturierung nach US-amerikanischem Recht .....	104
A. § 316 (b) TIA und die absoluten Rechte der Anleihegläubiger .....	104
I. Ausgangspunkt: Mehrheitsklauseln auch ohne spezielle gesetzliche Grundlage .....	106
II. Zweck und Begründung der Beschränkung des § 316 (b) TIA ...	106
1. Schutz vor „backroom deals“ .....	107
2. Konvergenz mit der Praxis .....	109
3. Negotiable test .....	109
III. Geltungsbereich des § 316 (b) TIA .....	111
IV. Folge des Verbots des § 316 (b) TIA für eine Anleiherestrukturierung: Suche nach den Alternativen .....	113
B. Alternative Restrukturierungstechniken .....	114
I. (Early) redemption .....	114
II. Open market and privately negotiated repurchase (bond buyback) .....	116
III. Tender offer .....	116
IV. Exchange offer .....	117
V. Exit consents .....	118
1. Die Struktur von exit consents .....	119
2. Entscheidungsmatrix bei exit consents .....	121
3. Coercive offer .....	122
4. Rechtliche Zulässigkeit der Technik „exit consents“ nach der US-Rechtsprechung .....	123
a) Zulässigkeit der Zwangselemente .....	123
b) Zulässigkeit der Umgehung des § 316 (b) TIA .....	125

aa)	Weite Auslegung des § 316 (b) TIA	127
bb)	Enge Auslegung des § 316 (b) TIA	128
cc)	Der Marblegate-Fall	130
dd)	Nach dem Marblegate-Prozess	138
C.	Ergebnis	143
§ 4	Anleiherestrukturierung nach englischem Recht	144
A.	Zulässigkeit von Mehrheitsklauseln kraft Vertragsfreiheit	145
B.	Keine ausdrücklichen Ausnahmen	145
C.	Zulässige Restrukturierungsoptionen	146
D.	Die Rechtsprechung	147
I.	Der Azevedo-Fall	147
II.	Der Assénagon-Fall	148
E.	Ergebnis	153
§ 5	Vergleich mit dem deutschen Recht	154
A.	Überwindung grundsätzlicher Bedenken gegen Machtmissbrauch der Anleihegläubigermehrheit	154
B.	Zulässigkeit der Technik „exit consents“	155
I.	Grundsätzliche Zulässigkeit der Hauptelemente	156
II.	Freiwilliger Umtausch	157
III.	Mögliche Kollision mit gesetzlichen Vorschriften	158
1.	Positive Einflussmöglichkeiten	158
a)	Mögliche Kollision mit dem Gleichbehandlungsgebot nach dem SchVG	159
aa)	Gleichbehandlung als Konsequenz der kollektiven Bindung	159
bb)	Gleichbehandlung und Mehrheitsbeschluss	161
cc)	Gleichbehandlung und Sondervereinbarungen	162
b)	Verbot des Stimmenkaufs	164
aa)	Anlehnung an das aktienrechtliche Verbot des Stimmenkaufs	165
bb)	Unzulässiger (besonderer) Vorteil i. S. d. § 6 Abs. 2 SchVG	165
	Exkurs: Stimmbindungsverträge	169
c)	Kapitalmarktrechtliches Gebot der Gleichbehandlung (§ 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	170
2.	Negative Einflussmöglichkeiten	172
a)	Missbrauch von Stimmrechten seitens der Anleihegläubigermehrheit	172
aa)	Empty-Voting-Effekte im Anleiherecht: Auseinanderfallen von Einwirkungsmacht und wirtschaftlicher Risikotragung	173
bb)	Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Altanleihe und Aushöhlung der Rechte der Minderheit	175

(1) Gesellschaftsrechtliche Treuepflichten . . . . .	176
(2) Treuepflichten innerhalb der Rechtsgemeinschaft nach Bruchteilen . . . . .	180
(3) Insolvenzrechtliche Treuepflichten . . . . .	182
(4) Kein Obstruktionsverbot im Schuldverschrei- bungsrecht . . . . .	184
b) Möglicher Verstoß seitens des Emittenten . . . . .	186
3. Zwischenergebnis . . . . .	189
C. Zusammenfassung . . . . .	190

*Kapitel 3*

**Das Rechtsinstitut des gemeinsamen Vertreters** 193

§ 6 Vorüberlegung zu der Funktion des gemeinsamen Vertreters . . . . .	194
A. Koordination von Gläubigerwillen und -rechten . . . . .	194
B. Neutralisierung von „grab and run“-Instinkten . . . . .	195
C. Informationsintermediär . . . . .	196
D. Transaktionskostensenkung . . . . .	196
§ 7 Gestaltung des Instituts des gemeinsamen Vertreters nach dem SchVG . .	197
A. Bestellung des gemeinsamen Vertreters . . . . .	198
I. Wahlvertreter-Modell . . . . .	198
II. Vertragsvertreter-Modell . . . . .	201
B. Aufgaben des gemeinsamen Vertreters . . . . .	203
I. Aufgaben nach dem Gesetz . . . . .	203
1. Einberufung und Leitung der Gläubigerversammlung . . . . .	203
2. Informationsrechte gegen den Emittenten . . . . .	204
3. Berichtspflicht gegenüber den Anleihegläubigern . . . . .	205
II. Übertragene Aufgaben . . . . .	205
III. Weisungsgebundenheit . . . . .	207
C. Haftung des gemeinsamen Vertreters . . . . .	207
D. Kostentragung . . . . .	210
E. Rechtsgeschäftliche Bestellung des gemeinsamen Vertreters . . . . .	210
I. Konstruktion bei dem Vertragsvertreter-Modell . . . . .	211
II. Konstruktion bei dem Wahlvertreter-Modell . . . . .	212
III. Stellungnahme zu der Vertragspartei-Eigenschaft der Anleihe- gläubiger . . . . .	213
§ 8 Anleihegläubigervertreter in der internationalen Anleihepraxis . . . . .	216
A. US-amerikanisches Recht . . . . .	216
B. Englischsches Recht . . . . .	220
§ 9 Gesamtbewertung der Regelungen des SchVG zum gemeinsamen Vertreter	222
A. Zum Vertrags- und Wahlvertretermodell des SchVG . . . . .	223

B. Zum Umfang des verdrängenden Mandats .....	224
C. Zum einheitlichen Haftungsmaßstab .....	225
D. Zu Interessenkonflikten .....	226
I. Ausschlusskriterien .....	226
II. Schutzmechanismen de lege lata .....	228
III. Schutzmechanismen de lege ferenda .....	230
1. Gemeinsamer Vertreter als Finanzgläubiger .....	230
2. Gemeinsamer Vertreter aus der Sphäre des Emittenten .....	232
3. Weitere Schutzmechanismen .....	233
4. Vorschlag zu einer Änderung des SchVG .....	233
E. Das (Schein-)Dilemma des gemeinsamen Vertreters .....	234
I. Kritikpunkte .....	235
II. Auseinandersetzung mit der Kritik .....	237
1. Zu der Rolle des gemeinsamen Vertreters als Informations- agenten .....	237
2. Zum Vergütungssystem des gemeinsamen Vertreters .....	238
3. Zur Weisungerteilung durch Anleihegläubiger .....	239
III. Zwischenergebnis: Keine Notwendigkeit der Aktivierung der Rolle des gemeinsamen Vertreters .....	239
F. Zusammenfassung der Ergebnisse .....	241

#### *Kapitel 4*

### **Gerichtliche Kontrolle von Mehrheitsbeschlüssen** 244

§ 10 Beschlusskontrolle de lege lata .....	245
A. Das Verhältnis zu anderen Rechtsschutzmöglichkeiten gegen rechts- widrige Beschlüsse .....	247
B. Gegenstand der Anfechtung .....	247
C. Anfechtungsgrund .....	249
I. Verletzung des Gesetzes .....	249
II. Verletzung der Anleihebedingungen .....	249
III. Beschlussmängel .....	250
1. Verfahrensmängel .....	250
a) Fehlerhafte Einberufung und Durchführung der Gläubiger- versammlung .....	250
b) Informationsmängel .....	252
c) Technische Störungen .....	253
2. Inhaltsfehler .....	253
a) Gleichbehandlungsgrundsatz, Leistungs- und Hauptforde- rungsausschlussverbot .....	253
b) Materielle Beschlusskontrolle .....	254
c) Verfolgung von Sondervorteilen .....	257

D. Anfechtungsbefugnis . . . . .	259
I. Bei Teilnahme an der Abstimmung . . . . .	259
II. Bei Nichtteilnahme an der Abstimmung . . . . .	262
E. Klagefrist . . . . .	263
F. Beklagter . . . . .	263
G. Zuständiges Gericht . . . . .	263
H. Wirkung der Anfechtungsklage . . . . .	264
I. Freigabeverfahren . . . . .	266
J. Wirkung des Urteils . . . . .	270
K. Nichtigkeitsklage . . . . .	272
§ 11 Beschlusskontrolle de lege ferenda . . . . .	276
A. Schwächen des Anfechtungsrechts . . . . .	276
I. Unvollständige Regelungen . . . . .	276
II. Gefahr des Klagerechtsmissbrauchs . . . . .	277
III. Das kollektivrechtliche Schutzsystem ist konzeptionell verfehlt . . . . .	278
B. Vorschlag des Arbeitskreises Reform des Schuldverschreibungsrechts: Wertersatz statt Kassation . . . . .	280
C. Vorteile des Vorschlags . . . . .	281
D. Eigener Vorschlag: Schutz des status quo statt Wertersatz . . . . .	282
E. Überlegungen zur Klagefrist . . . . .	285
F. Einwand des individuellen „Freikaufens“ . . . . .	285
G. Einwand der Ungleichbehandlung . . . . .	287
H. Zwischenresümee . . . . .	288
I. Nichtigkeitsklage . . . . .	289
I. Vorschlag des Arbeitskreises Reform des SchVG . . . . .	289
II. Stellungnahme . . . . .	291
J. Hauptthesen des eigenen Vorschlags . . . . .	292
K. Zusammenfassung der Ergebnisse . . . . .	293
<b>Ergebnisse der Untersuchung</b> . . . . .	<b>296</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .	<b>304</b>
<b>Sachwortregister</b> . . . . .	<b>325</b>





## Einleitung

Seit der letzten Finanzkrise aus den Jahren 2007 bis 2009 lässt sich in Deutschland eine starke Nutzung des Anleihemarktes feststellen. Deutsche Unternehmen finanzieren sich zunehmend direkt über die Kapitalmärkte. Im Jahr 2018 war für Unternehmensanleihen erstmals die Schwelle von 100 Milliarden Euro überschritten.<sup>1</sup> Auch in Europa zeichnet sich Deutschland als das Land mit den meisten Neuemissionen aus.<sup>2</sup> Dieser positive Trend kann sich in der Zukunft forsetzen.

Angesichts dieses Wachstums könnte man sogar bereits über strukturelle Verschiebungen in der Unternehmensfinanzierung sprechen.

Der Bankkredit als klassische Form der Fremdfinanzierung büßt langsam an Bedeutung ein.<sup>3</sup> Aufgrund höherer Eigenkapitalanforderungen sowie wegen strenger regulatorischer Vorschriften sind die Banken gezwungen, ihre Angebotsbedingungen für Kredite zu verschärfen und sich von neuen Engagements zurückzuhalten.<sup>4</sup> Es besteht zwar für Unternehmen die Möglichkeit, auf ein Schuldscheindarlehen auszuweichen, das rechtlich auch ein Darlehen i. S. d. § 488 BGB darstellt. Der Markt der Schuldscheine weist allerdings mangels Börsenzulassung der Darlehen sowie wegen der Ausrichtung auf einen relativ kleinen Kreis der Investoren (Banken und Versicherungen) noch ziemlich geringe Liquidität auf. Als alternative Fremdfinanzierungsquelle können Schuldscheindarlehen weder Bankkredite noch Anleihen ersetzen.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Siehe Statistiken zu Emissionsvolumina für Unternehmensanleihen unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/512554/umfrage/emissionsvolumen-von-unternehmensanleihen-in-deutschland/> (Stand: 17.01.2019); vgl. auch (für Investment-Grade Bonds) *Kögler*, Starker Jahresauftakt für Corporate Bonds, abrufbar unter: <https://www.dertreasurer.de/news/finanzen-bilanzen/starker-jahresauftakt-fuer-corporate-bonds-2008681/>; *Frühauf*, Unternehmen vor Rekordjahr bei Anleihen, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/finanzierung-deutscher-unternehmen-ueber-anleihen-14866148.html>.

<sup>2</sup> *Frühauf*, a. a. O.

<sup>3</sup> Siehe dazu auch *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Juli 2018, S. 63 f., 69.

<sup>4</sup> *Kaya/Meyer*, Unternehmensanleihen in Europa, Wo stehen wir und wohin geht die Reise?, S. 1, 3, abrufbar unter: [https://www.dbresearch.de/PROD/RPS\\_DE-PROD/PROD000000000444479/Unternehmensanleihen\\_in\\_Europa%3A\\_Wo\\_stehen\\_wir\\_.pdf](https://www.dbresearch.de/PROD/RPS_DE-PROD/PROD000000000444479/Unternehmensanleihen_in_Europa%3A_Wo_stehen_wir_.pdf); *Oulds*, in: *Hopt/Seibt*, Schuldverschreibungsrecht, Teil 4, Kap. 1 Rz. 1.3; *Frank/Siebel*, CFB 2012, 218.

<sup>5</sup> Vgl. *Oulds*, in: *Hopt/Seibt*, Schuldverschreibungsrecht, Teil 4, Kap. 1 Rz. 1.3; *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Juli 2017, S. 19.

Schließlich darf die noch andauernde Niedrigzinsphase nicht außer Acht gelassen werden. Sie zwingt Investoren, nach alternativen Anlagen mit höheren Renditen zu suchen. Starke Nachfrage seitens der Anleger treibt das Emissionsvolumen bei Unternehmensanleihen nach oben. Der sog. *search for yield* in einem Niedrigzinsumfeld scheint heutzutage einer der wichtigsten Gründe zu sein für die Stärkung der Fremdfinanzierung über Anleiheemissionen und insbesondere für den Trend deutscher Unternehmen, Bankkredite durch Anleihen zu substituieren.<sup>6</sup>

Im derzeitigen Marktumfeld erhöht sich nicht nur die Attraktivität des Anleihemarktes. Es erhöht sich auch das Interesse der Anleger, im Streben nach hohen Renditen riskante Produkte zu erwerben, bzw. das Interesse der Emittenten, solche Produkte am Kapitalmarkt anzubieten. „[I]nvestors have an insatiable demand for higher yields, a collective hunger that Wall Street has been only too happy to feed.“<sup>7</sup> Man sieht den heutigen Markt der Anleihen als „fueled by excessive optimism among investors“ an, die denken, dass „the good times will never end“, „[and as a result who] take on more risk than they can reasonably expect to handle.“<sup>8</sup> Die Veränderung des Risikoappetits der Anleger und der Aufwärtstrend der Anleihekurse deuten einige Marktforscher in letzter Zeit als Anzeichen – wenn nicht bereits für die Überhitzung des Marktes, dann zumindest – für eine deutliche Blasenbildung.<sup>9</sup> Ändert sich in der Zukunft die Nachfrage z.B. aufgrund einer Rezession, können insbesondere Unternehmen mit überbewerteten Anleiheprodukten mit einem dann wieder begrenzten Zugang zu Finanzmitteln zu

---

<sup>6</sup> *Oulds*, in: Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, Teil 4, Kap. 1 Rz. 1.4; *Kaya/Meyer*, Unternehmensanleihen in Europa, Wo stehen wir und wohin geht die Reise?, S. 1, abrufbar unter: [https://www.dbresearch.de/PROD/RPS\\_DE-PROD/PROD000000000444479/Unternehmensanleihen\\_in\\_Europa%3A\\_Wo\\_stehen\\_wir\\_und\\_.pdf](https://www.dbresearch.de/PROD/RPS_DE-PROD/PROD000000000444479/Unternehmensanleihen_in_Europa%3A_Wo_stehen_wir_und_.pdf); *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Juli 2017, S. 24 ff.

<sup>7</sup> *Cohan*, The Big, Dangerous Bubble in Corporate Debt, abrufbar unter: <https://www.nytimes.com/2018/08/09/opinion/corporate-debt-bubble-next-recession.html>.

<sup>8</sup> *Kirty*, Chart of the Week: When High Yield Goes Boom, IMFBlog, abrufbar unter: <https://blogs.imf.org/2018/06/26/chart-of-the-week-when-high-yield-goes-boom/>.

<sup>9</sup> Vgl. *Kaya/Meyer*, Unternehmensanleihen in Europa, Wo stehen wir und wohin geht die Reise?, S. 11, 16, abrufbar unter: [https://www.dbresearch.de/PROD/RPS\\_DE-PROD/PROD000000000444479/Unternehmensanleihen\\_in\\_Europa%3A\\_Wo\\_stehen\\_wir\\_und\\_.pdf](https://www.dbresearch.de/PROD/RPS_DE-PROD/PROD000000000444479/Unternehmensanleihen_in_Europa%3A_Wo_stehen_wir_und_.pdf); *Spreadbury*, Der Anleihemarkt steckt in einer Blase, Börsen-Zeitung, abrufbar unter: <https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2017227812>; *Blume*, Warum die Rally am Anleihemarkt ein Grund zur Sorge ist, Handelsblatt, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/bond-maerkte-warum-die-rally-am-anleihemarkt-ein-grund-zur-sorge-ist/24573506.html?ticket=ST-9009170-VW7zBFbuSQMcxuiT0CxH-ap6>; vgl. auch für den US-Anleihemarkt *Cohan*, The Big, Dangerous Bubble in Corporate Debt, abrufbar unter: <https://www.nytimes.com/2018/08/09/opinion/corporate-debt-bubble-next-recession.html>.

kämpfen haben und die Ausfallquoten und Ausfallwahrscheinlichkeiten steigen.<sup>10</sup>

## I. Gegenstand der Untersuchung

Unter diesen Umständen, also angesichts des deutlichen Anstiegs des Anleihemarktes sowie der zugenommenen Risikoaversion der Anleger, gewinnt stark an Bedeutung insbesondere das am 5. August 2009 in Kraft getretene Schuldverschreibungsgesetz (im Folgenden „SchVG“).<sup>11</sup> Die Aufgabe dieses Gesetzes besteht in der Ermöglichung einer Koordination der Anleihegläubiger, damit sie wie eine Gruppe, ein rechtlicher Verband, auftreten und dem Emittenten gegenüber einen einheitlichen Willen bilden können, wenn die Möglichkeit entsteht, die Anleihe außergerichtlich zu restrukturieren.

Die Anleihebedingungen als Vertragswerk sind nicht in der Lage, diese Koordinationsfunktion zu erfüllen. Aufgrund ihres unvollständigen Charakters können sie die Rechtsbeziehungen zwischen dem Emittenten und den Gläubigern für alle in der Zukunft entstehenden Szenarien, sei es die unmittelbare Abwendung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Emittenten oder z. B. auch die Anpassung der Bedingungen an neue rechtliche und insbesondere steuerliche Gegebenheiten, nicht regeln. Auch die Anleihegläubiger selbst demonstrieren keine Fähigkeit, freiwillig zu kooperieren, selbst wenn eine solche Kooperation im Interesse der ganzen Gruppe vorteilhaft ist. In ihrem Naturzustand fehlt ihnen der Anreiz, mit Zustimmung des Emittenten die Anleihe zur „Rettung“ ihrer Zahlungsansprüche zu restrukturieren. Aus diesem Grund bedarf es eines Koordinationsmechanismus, also einer speziellen *Bondholder Governance*, die zulässt, die Rechtsbeziehung zwischen den Gläubigern und dem Emittenten sowie in erster Linie unter den Gläubigern selbst einem bestimmten Rahmen zu unterwerfen und den unorganisierten Zustand, der die Grundlage für destruktives, gruppenbezogenes irrationales Verhalten bereiten kann, zu überwinden. Gerade diese Funktion übernimmt das Schuldverschreibungsgesetz. Es schafft den erforderlichen Regelungsrahmen für *Bondholder Governance* und hilft so, auf gesetzlicher Grundlage die *holdouts* „auszuschließen“ bzw. ihre Einwirkungsmacht zu

---

<sup>10</sup> *Kaya/Meyer*, Unternehmensanleihen in Europa, Wo stehen wir und wohin geht die Reise?, S. 1, abrufbar unter: [https://www.dbresearch.de/PROD/RPS\\_DE-PROD/PROD000000000444479/Unternehmensanleihen\\_in\\_Europa%3A\\_Wo\\_stehen\\_wir\\_und\\_.pdf](https://www.dbresearch.de/PROD/RPS_DE-PROD/PROD000000000444479/Unternehmensanleihen_in_Europa%3A_Wo_stehen_wir_und_.pdf).

<sup>11</sup> Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung v. 31.07.2009 (BGBl. I S. 2512), Art. 1, zuletzt geändert durch Art. 24 Abs. 21 des Gesetzes v. 23.06.2017 (BGBl. I S. 1693), in Kraft getreten am 05.08.2009.