

**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 Matjuschkin



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 Matjuschkina

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	17
I. Gegenstand der Untersuchung	19
II. Gang der Untersuchung	21
 <i>Kapitel 1</i>	
Mehrheitsprinzip	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 Nr. 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 Anleihe- gläubigermehrheit	172
aa)	Empty-Voting-Effekte im Anleiherecht: Auseinander- fallen 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. Englisches 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 Weisungserteilung 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
Ergebnisse der Untersuchung	296
Literaturverzeichnis	304
Sachwortregister	325

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.¹ Auch in Europa zeichnet sich Deutschland als das Land mit den meisten Neuemissionen aus.² 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.³ Aufgrund höherer Eigenkapitalanforderungen sowie wegen strenger regulatorischer Vorschriften sind die Banken gezwungen, ihre Angebotsbedingungen für Kredite zu verschärfen und sich von neuen Engagements zurückzuhalten.⁴ 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.⁵

¹ 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>.

² *Frühauf*, a. a. O.

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

⁴ *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/PROD00000000044479/Unternehmensanleihen_in_Europa%3A_Wo_stehen_wir_und_.pdf; *Oulds*, in: *Hopt/Seibt*, Schuldverschreibungsrecht, Teil 4, Kap. 1 Rz. 1.3; *Frank/Siebel*, Cfb 2012, 218.

⁵ 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.⁶

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.“⁷ 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.“⁸ 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.⁹ 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

⁶ 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/PROD0000000000444479/Unternehmensanleihen_in_Europa%3A_Wo_stehen_wir_und_.pdf; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli 2017, S. 24 ff.

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

⁸ 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/>.

⁹ 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/PROD0000000000444479/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.¹⁰

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“).¹¹ 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, gruppenbezogen 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

¹⁰ 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/PROD0000000000444479/Unternehmensanleihen_in_Europa%3A_Wo_stehen_wir_und_.pdf.

¹¹ 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.