

ROLAND SCHMIDTBLEICHER

Die Anleihegläubiger- mehrheit

Walter Eucken Institut

*Untersuchungen zur Ordnungstheorie
und Ordnungspolitik*

60

Mohr Siebeck

Untersuchungen zur Ordnungstheorie und Ordnungspolitik

60

Herausgegeben vom
Walter Eucken Institut



Roland Schmidtbleicher

Die Anleihegläubigermehrheit

Eine institutionenökonomische, rechtsvergleichende
und dogmatische Untersuchung

Mohr Siebeck

Roland Schmidbleicher, geboren 1979; Studium der Rechtswissenschaft mit wirtschaftswissenschaftlicher Zusatzausbildung in Bayreuth und Frankfurt am Main; wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Law and Finance der Goethe-Universität in Frankfurt; seit 2009 Rechtsreferendar in Frankfurt und Speyer; 2010 Promotion an der Goethe-Universität Frankfurt.

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

e-ISBN PDF 978-3-16-151485-2

ISBN 978-3-16-150643-7

ISSN 0083-7113 (Untersuchungen zur Ordnungstheorie und Ordnungspolitik)

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

D 30

© 2010 Mohr Siebeck Tübingen.

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 auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Nädle in Nehren gebunden.

Hominum causa omne ius constitutum est
Digesta 1,5,2 Hermogenian

Vorwort

1948 schrieb *Walter Eucken* im Vorwort für den ersten Band des Jahrbuchs ORDO: „Ob wenig oder mehr Staatstätigkeit – diese Frage geht am wesentlichen vorbei. Es handelt sich nicht um ein quantitatives, sondern um ein qualitatives Problem. Der Staat soll weder den Wirtschaftsprozess zu steuern versuchen, noch die Wirtschaft sich selbst überlassen: Staatliche Planung der Formen – ja; staatliche Planung und Lenkung des Wirtschaftsprozesses – nein. Den Unterschied von Form und Prozess erkennen und danach handeln, das ist wesentlich.“ Die Handlungsanleitung dieser Distinktion wird heute kaum mehr bezweifelt. Eine wichtige Folgefrage bleibt jedoch: Was hat der Staat bei der Planung der Formen zu berücksichtigen, wie also müssen adäquate formgebende Gesetze aussehen und wann sind sie notwendig? Diese Frage bezieht ihre Brisanz nicht bloß aus dem Umstand, dass eine übermäßige Regulierung der „Formen“ den Freiheitsgewinn der Unterscheidung zwischen „Form“ und „Prozess“ aufzuheben im Stande ist, sondern aus den resultierenden Ansprüchen an den Gesetzgeber. Die Frage nach dem Maß, Anlitz und der Legitimation adäquater Regulierung verlangt in ihrer Konsequenz, dass der besonnene Gesetzgeber neben der Dogmatik auch Erkenntnisse ökonomischer Theorie und funktioneller Rechtsvergleichung zumindest einzubeziehen hat und so die Realien der Ordnungsprobleme genauer erfassen und die Implikationen seines Handelns näherungsweise abschätzen kann. *Ronald Coase* trifft daher mit dem Satz: „It is my belief that economists, and policy-makers generally, have tended to over-estimate the advantages which come from governmental regulation“, eine unvermindert aktuelle Aussage.

Die Untersuchung zeigt am Beispiel der Anleihegläubigermehrheit, wie die geschilderten Ansprüche – zumindest im Ansatz – erfüllt werden können. Sie wurde am Fachbereich Rechtswissenschaften der Goethe Universität in Frankfurt am Main im Wintersemester 2010/2011 als Dissertation angenommen. *Prof. Dr. Dres. h.c. Theodor Baums* gab den Anstoß, als er mir das Ordnungsproblem Anleihegläubigermehrheit überließ. Sein offener, umsichtiger und vielschichtiger Zugang zu Recht und Regulierung hat mich nicht nur während der Zeit als Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl tief beeindruckt und geprägt. Und obgleich er jede Form des Dankes regelmäßig ablehnt, fände ich es grob vermessen, wenn ich ihm hier nicht für diese wichtige Erfahrung danke. Cui honorem, honorem.

Prof. Dr. Dr. h.c. Reinhardt H. Schmidt, der nicht bloß das Zweitgutachten verfasst hat, sondern als wahrhaft interdisziplinärer Ökonom stets bereit war, Thesen und Gedanken eines Juristen zu diskutieren, und mir hierbei in etlichen Bereichen die Augen geöffnet hat, bin ich ebenfalls sehr dankbar.

Mein ehemaliger Lehrstuhlkollege und Freund *Matthias Döll* hat sich geradezu vorbildlich und unermüdlich meinem ständigen Diskussionsbedarf gestellt und die unsägliche Lektüre eines ersten Manuskripts der Arbeit auf sich genommen. Nicht minder leidensfähig und einsatzfreudig war meine Mutter *Elisabeth Schmidtbleicher*, die das Manuskript auf formale Mängel durchgesehen hat. Ich danke beiden für ihren Einsatz, der zum Gelingen der Arbeit wesentlich beigetragen hat.

Jeder Doktorand kennt den Moment, an dem er sich zweifelnd die Frage nach dem Sinn seiner Arbeit stellt. Für mich war es in dieser Situation ein großes Glück, dass mein Vater, *Prof. Dr. Dr. h.c. Dietmar Schmidtbleicher* bei einer Diskussion zu anderer Gelegenheit einmal sinngemäß äußerte, der Wert einer wissenschaftlichen Arbeit sei nicht messbar, denn wer könne sich ernsthaft anmaßen, absehen zu wollen, ob nicht irgendwann die Aussagen eben dieser Arbeit der fehlende Brückenschlag in einem anderen, noch vollkommen unbekanntem Kontext sein werden. Das und der vielzitierte Vorschlag: „[...] kühne Hypothesen aufzustellen und sie der schärfsten Kritik auszusetzen, um herauszufinden, wo wir uns geirrt haben“, ersparten mir eine echte „Sinnkrise“.

Dem Walter Eucken Institut danke ich schließlich für die Aufnahme in die Schriftenreihe. Die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung hat hierbei die Drucklegung großzügig finanziell und *Till Wansleben* dieselbe praktisch unterstützt.

Meine Frau *Eva Schmidtbleicher* und unsere Tochter *Clara* bewundere ich zutiefst für ihre Geduld mit dem promovierenden Gatten und Vater. Ihrer fröhlichen, verständnis- und liebevollen Begleitung könnte ich mit bloßen Worten des Dankes niemals gerecht werden.

Langen, im Septmeber 2010

Roland Schmidtbleicher

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Einleitung	1
Kapitel 1: Die Anleihe und ihre Funktion	11
<i>§ 1 Der Begriff Anleihe und ihre Gestalt im deutschen Recht</i>	<i>12</i>
A. Der Begriff Anleihe.....	12
I. Aufteilung der Anleihe in Schuldverschreibungen und deren Rechte.....	12
II. Umlauffähigkeit der Schuldverschreibungen	17
B. Die Bandbreite der Instrumente im deutschen Recht	19
I. Grundformen der Schuldverschreibung.....	19
II. Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen nach § 221 Abs. 1 AktG	23
III. Genussscheine nach § 221 Abs. 3 AktG	25
IV. Strukturierte Produkte und Asset Backed Securities.....	26
V. Pfandbriefe	28
VI. Staatsanleihen.....	29
<i>§ 2 Finanzierungsfunktion der Anleihe</i>	<i>30</i>
Kapitel 2: Institutionenökonomische Theorie der Anleihegläubigermehrheit	33
<i>§ 3 Ursprung der Probleme einer Anleihegläubigermehrheit</i>	<i>35</i>
A. Die Idee vollständiger Schuldverhältnisse	36
B. Die Idee unvollständiger Schuldverhältnisse und begrenzter Rationalität	36

§ 4 <i>Transaktionskosten der Nachverhandlung</i>	39
A. Transaktionskosten einer Anpassung der Anleihebedingungen	40
I. Direkte Anpassungskosten.....	40
II. Kosten der Nachverhandlung einer Anpassung.....	41
B. Die Kollektivhandlungsprobleme	42
I. Das hold-out-Problem	43
II. Das hold-up-Problem	54
III. Die rationale Apathie	59
C. Das Kollektivrepräsentationsproblem	61
D. Folgen der analysierten Probleme bei der Anpassung von Anleihebedingungen	63
§ 5 <i>Grundlagen einer Lösung des Anpassungsproblems</i>	65
A. Der single owner als Leitbild zur Beseitigung situativer Defekte.....	67
I. Single owner und Kooperationspflichten	68
II. Single owner und Umtauschangebot.....	71
III. Single owner und Mehrheitsprinzip.....	73
IV. Single owner und Delegation der Rechte	95
V. Single owner und Integration	99
B. Zusammenfassung der gefundenen Kriterien für eine Lösung	102
§ 6 <i>Transaktionskosten der Information und Überwachung</i>	104
A. Rationale Apathie und hold-out bei der Informationsgewinnung und Überwachung	104
I. Die rationale Apathie.....	104
II. Das hold-out-Problem	105
III. Folgen der Kollektivhandlungsprobleme bei der Überwachung der Emittentin.....	108
B. Folgen des Informations- und Überwachungsdefizits.....	108
I. Die Finanzierungsbeziehung als unvollständiges Schuldverhältnis.....	109
II. „Market for lemons“ und „credit rationing“.....	113
C. Grundlagen einer Lösung des Informations- und Überwachungsdefizits	117
I. Single owner und Konzessionssystem.....	117
II. Single owner und Offenlegungsregime.....	119
III. Single owner und delegierte Überwachung	120
D. Zusammenfassung der Ergebnisse zum Informations- und Überwachungsdefizit.....	122

§ 7 Koordination der Anleihegläubiger als institutionelle Gefahr	126
A. Anpassung und Gefahr des ex post Opportunismus der Emittentin ...	127
B. Folgen des möglichen ex post Opportunismus der Emittentin für den Anleihemarkt	128
C. Institutionelle Maßnahmen gegen den möglichen ex post Opportunismus	130
I. Die einfache Mehrheitsentscheidung als Grenze der ex post Opportunismusgefahr	131
II. Überwachung des anpassungswürdigen Verhaltens der Emittentin	132
D. Zusammenfassung der Ergebnisse zur institutionellen Gefährdung...	134
§ 8 Zusammenfassung der institutionenökonomischen Analyse.....	137

Kapitel 3: Der funktionelle Rechtsvergleich staatlicher Lösungsvorschläge..... 145

§ 9 Deutschland	148
A. Länderbericht Deutschland.....	148
I. Das SchVG 1899	148
II. Das SchVG 2009.....	175
B. Der funktionelle Vergleich des SchVG 2009 mit dem SchVG 1899	198
I. Der Anwendungsbereich	199
II. Die Gläubigerversammlung.....	200
III. Der Vertreter	212
IV. Die Kosten.....	214
§ 10 Schweiz	215
A. Länderbericht Schweiz	215
I. Der Anwendungsbereich	215
II. Die Gläubigerversammlung.....	218
III. Die Gläubigervertreter	230
IV. Die Kosten.....	231
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	232
I. Der Anwendungsbereich	232
II. Die Gläubigerversammlung.....	233
III. Der Vertreter	237
IV. Die Kosten.....	238

§ 11 Frankreich	240
A. Länderbericht Frankreich	240
I. Der Anwendungsbereich	240
II. Die masse des obligataires	242
III. Die „mandataires“ oder „représentantes“	249
IV. Die Kosten.....	251
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	251
I. Der Anwendungsbereich	252
II. Die assemblée général des obligataires.....	252
III. Die mandataires	255
IV. Die Kosten.....	256
§ 12 Österreich	257
A. Länderbericht Österreich.....	257
I. Der Anwendungsbereich	258
II. Der Kurator.....	260
III. Die Versammlung der Anleihehaber	264
IV. Die Vertrauensleute	266
V. Die Kosten	267
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	268
I. Der Anwendungsbereich	268
II. Der Kurator.....	268
III. Die Versammlung der Anleihehaber	270
IV. Die Kosten.....	271
§ 13 USA.....	272
A. Länderbericht USA	272
I. Der Anwendungsbereich	277
II. Der Trustee	279
III. Die Gläubigerbeschlüsse.....	287
IV. Die Kosten.....	291
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	291
I. Der Anwendungsbereich	292
II. Die Gläubigerkoordination.....	292
III. Die Kosten.....	298
§ 14 England.....	300
A. Länderbericht England	300
I. Der Anwendungsbereich	301
II. Der Trustee	301
III. Die Gläubigerbeschlüsse.....	304

IV. Die Kosten.....	308
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	308
I. Der Anwendungsbereich	309
II. Die Gläubigerkoordination.....	309
III. Die Kosten.....	313
<i>§ 15 Zusammenfassung der Ergebnisse des funktionellen Rechtsvergleichs</i>	<i>315</i>
A. Die erzwungene Delegation in Österreich.....	315
B. Die Mehrheitsentscheidungsmechanismen der restlichen Rechtsordnungen.....	315
I. Ipso iure verfasste Gläubigermehrheiten und Klausellösung	316
II. Verfehlte Mehrheitserfordernisse	316
C. Das SchVG 2009 zwischen den Ansätzen.....	317
I. Die Gläubigerbeschlüsse	318
II. Der Vertreter.....	319
Kapitel 4: Dogmatik der Anleihegläubigermehrheit.....	321
<i>§ 16 Das Außenverhältnis – Die Anleihegläubigermehrheit als Teilgläubiger</i>	<i>323</i>
A. Die Anleihegläubigermehrheit als Teilgläubigerschaft	323
I. Emittentensicht.....	325
II. Anleihegläubigersicht	326
B. Folgen der Teilgläubigerschaft für die Anleihegläubigermehrheit.....	329
I. Der Grundsatz unteilbarer Gestaltungsrechte bei der Teilgläubigerschaft.....	330
II. Kündigung oder Rücktritt der Anleihegläubiger	336
III. Anpassung der Anleihebedingungen als Gestaltungsrechtsausübung.....	344
<i>§ 17 Das Innenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit.....</i>	<i>352</i>
A. Einstimmige Ausübung der Gestaltungsrechte?.....	353
B. Bruchteilsgemeinschaft an den unteilbaren Gestaltungsrechten.....	354
I. Ein bloß partielles Innenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit	354
II. Das partielle Innenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit.....	355
III. Wirkung des partiellen Innenverhältnisses der Anleihegläubigermehrheit.....	363

§ 18 <i>Informations- und Überwachungsdefizit im allgemeinen Recht</i>	384
A. Information über die Modalitäten der Anpassung	384
B. Informationen über den ordentlichen Vollzug der Anleihebedingungen	385
I. Publizitätspflichten der Emittentin.....	386
II. Ratingagenturen	390
C. Informationen über die Anpassungswürdigkeit	392
§ 19 <i>Zusammenfassung der Ergebnisse der dogmatischen Analyse</i>	394
A. Das Außenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit	394
B. Das Innenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit.....	395
C. Das Informations- und Überwachungsdefizit	397
Kapitel 5: Vergleich mit dem SchVG 2009 und dessen Ergebnisse	399
§ 20 <i>Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009</i>	400
A. Der Anwendungsbereich	400
B. Die Beschlussregeln	401
I. Beschlusskompetenz.....	401
II. Beschlussmechanismen	404
III. Beschlusskontrolle	409
C. Der Vertreter	412
I. Koordinationsfunktion.....	413
II. Informationsfunktion und Überwachungsfunktion.....	413
D. Die Kosten	415
§ 21 <i>Zusammenfassung des Vergleichs mit dem SchVG 2009</i>	417
Schlussbemerkung	421
Literaturverzeichnis	425
Register	441

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Einleitung.....	1
Kapitel 1: Die Anleihe und ihre Funktion	11
§ 1 <i>Der Begriff Anleihe und ihre Gestalt im deutschen Recht</i>	12
A. Der Begriff Anleihe.....	12
I. Aufteilung der Anleihe in Schuldverschreibungen und deren Rechte.....	12
1. Aufteilung der Anleihe in Schuldverschreibungen	12
2. Gläubigerrechte aus den Schuldverschreibungen	13
a) Begebungsvertrag als Darlehensvertrag?.....	14
b) Anleiheemission als Darlehensvertrag?.....	14
c) Schuldverschreibung als Darlehensvertrag?	16
II. Umlauffähigkeit der Schuldverschreibungen	17
B. Die Bandbreite der Instrumente im deutschen Recht.....	19
I. Grundformen der Schuldverschreibung.....	19
1. Zins	20
2. Laufzeit	22
3. Auszahlungsbedingung.....	23
II. Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen nach § 221 Abs. 1 AktG	23
1. Wandelschuldverschreibungen nach § 221 Abs. 1 S. 1 AktG	24
a) Wandelanleihen	24
b) Optionsanleihen	24
2. Gewinnschuldverschreibungen nach § 221 Abs. 1 S. 1 AktG	25
III. Genussscheine nach § 221 Abs. 3 AktG	25
IV. Strukturierte Produkte und Asset Backed Securities.....	26
1. Strukturierte Produkte	26
2. Asset Backed Securities.....	27
V. Pfandbriefe	28
VI. Staatsanleihen.....	29
§ 2 <i>Finanzierungsfunktion der Anleihe</i>	30

Kapitel 2: Institutionenökonomische Theorie der Anleihegläubigermehrheit	33
§ 3 Ursprung der Probleme einer Anleihegläubigermehrheit	35
A. Die Idee vollständiger Schuldverhältnisse	36
B. Die Idee unvollständiger Schuldverhältnisse und begrenzter Rationalität	36
§ 4 Transaktionskosten der Nachverhandlung	39
A. Transaktionskosten einer Anpassung der Anleihebedingungen	40
I. Direkte Anpassungskosten.....	40
II. Kosten der Nachverhandlung einer Anpassung.....	41
B. Die Kollektivhandlungsprobleme	42
I. Das hold-out-Problem	43
1. Kollektivgut	43
2. Herstellungskosten des Kollektivguts	45
3. Individuelle und kollektive Rationalität	47
a) Das Gefangenendilemma	47
aa) Das „klassische“ Gefangenendilemma	47
bb) Das Dilemma der Anleihegläubigermehrheit	48
b) Trittbrettfahrer oder hold-out-Gläubiger	50
4. Ergebnisse der Untersuchung des hold-out-Problems.....	53
II. Das hold-up-Problem	54
1. Das „klassische“ hold-up-Problem.....	54
a) Beziehungsspezifische Investition.....	56
b) Quasi-Rente	56
2. Der hold-up als Kollektivhandlungsproblem.....	57
III. Die rationale Apathie	59
C. Das Kollektivrepräsentationsproblem	61
D. Folgen der analysierten Probleme bei der Anpassung von Anleihebedingungen	63
§ 5 Grundlagen einer Lösung des Anpassungsproblems	65
A. Der single owner als Leitbild zur Beseitigung situativer Defekte.....	67
I. Single owner und Kooperationspflichten	68
II. Single owner und Umtauschangebot.....	71
III. Single owner und Mehrheitsprinzip.....	73
1. Prämisse für das Mehrheitsprinzip.....	73
2. Optimale Entscheidungsregel	75
a) Einstimmigkeitsregel	75
b) Einfache Mehrheit als Entscheidungsregel	77

aa) Abgrenzung zu den Minderheitsregeln	78
bb) Abgrenzung zu allen qualifizierten Mehrheitsregeln	80
3. Funktionsvoraussetzungen für die echte Mehrheitsentscheidungsregel	82
a) Das Stimmrecht	82
aa) Das Stimmrecht im Verhältnis zum Gesamtnennbetrag ...	82
bb) Kein Stimmrecht für die Emittentin	83
b) Information der Anleihegläubiger	85
c) Schutz vor einer Majorisierung	85
aa) Grundsatz der Gleichbehandlung	86
bb) Schutz vor unredlichen Beschlüssen	87
4. Legitimation einer Mehrheitsentscheidung	89
a) Artificielle Unwissenheit	90
b) Ursprüngliche Gleich- oder Ungleichheit aller Individuen?...	91
c) Das Maximin-Prinzip wider die Steigerung des Durchschnittsnutzens	92
d) Zahl der Mehrheitsentscheidungen des Anleihegläubigers	94
IV. Single owner und Delegation der Rechte	95
1. Erzwangene Delegation der Rechte	97
2. Beseitigung „technischer“ Mängel und die freiwillige Delegation der Rechte	98
a) Beseitigung „technischer“ Mängel	98
b) Freiwillige Delegation	98
V. Single owner und Integration	99
1. Vertikale Integration	99
2. Horizontale Integration.....	101
B. Zusammenfassung der gefundenen Kriterien für eine Lösung	102
 § 6 <i>Transaktionskosten der Information und Überwachung</i>	104
A. Rationale Apathie und hold-out bei der Informationsgewinnung und Überwachung	104
I. Die rationale Apathie.....	104
II. Das hold-out-Problem	105
III. Folgen der Kollektivhandlungsprobleme bei der Überwachung der Emittentin	108
B. Folgen des Informations- und Überwachungsdefizits.....	108
I. Die Finanzierungsbeziehung als unvollständiges Schuldverhältnis.....	109
1. Ex ante Opportunismus der Emittentin	112
2. Ex post Opportunismus der Emittentin	112
II. „Market for lemons“ und „credit rationing“	113
1. „Unravelling“	115

2. Ehrlichkeit als Kollektivhandlungsproblem	116
C. Grundlagen einer Lösung des Informations- und Überwachungsdefizits	117
I. Single owner und Konzessionssystem.....	117
II. Single owner und Offenlegungsregime.....	119
1. Publizität relevanter Wirtschaftsdaten	119
2. Gezielte Offenlegung von Verstößen	120
III. Single owner und delegierte Überwachung	120
D. Zusammenfassung der Ergebnisse zum Informations- und Überwachungsdefizit.....	122
§ 7 <i>Koordination der Anleihegläubiger als institutionelle Gefahr</i>	126
A. Anpassung und Gefahr des ex post Opportunismus der Emittentin	127
B. Folgen des möglichen ex post Opportunismus der Emittentin für den Anleihemarkt	128
C. Institutionelle Maßnahmen gegen den möglichen ex post Opportunismus.....	130
I. Die einfache Mehrheitsentscheidung als Grenze der ex post Opportunismusgefahr	131
1. Erhöhte Informationsanforderungen	131
2. Dispositionsbefugnis zur Anpassung der Anleihebedingungen	131
II. Überwachung des anpassungswürdigen Verhaltens der Emittentin.....	132
D. Zusammenfassung der Ergebnisse zur institutionellen Gefährdung...	134
§ 8 <i>Zusammenfassung der institutionenökonomischen Analyse</i>	137
Kapitel 3: Der funktionelle Rechtsvergleich staatlicher Lösungsvorschläge.....	145
§ 9 <i>Deutschland</i>	148
A. Länderbericht Deutschland.....	148
I. Das SchVG 1899.....	148
1. Der Anwendungsbereich.....	151
a) Der räumliche Anwendungsbereich.....	151
aa) Die Kollisionsnorm des SchVG 1899.....	151
(1) Wahl deutschen Sachrechts als ungeschriebenes Merkmal?.....	152

(2) Qualifikation als Kollisionsnorm.....	153
bb) Anwendbarkeit auf Auslandsanleihen.....	155
b) Der sachliche Anwendungsbereich.....	156
aa) Der Nennwert	156
bb) Weitere Anforderungen an die Ausgestaltung.....	157
(1) Der im Voraus bestimmte Nennwert	157
(2) Gleiche Rechte im Verhältnis zum Nennwert	158
2. Die Gläubigerversammlung	159
a) Kompetenzen der Gläubigerversammlung.....	159
aa) Bestellung und Abberufung eines gemeinsamen Vertreters.....	160
bb) Maßnahmen zur Wahrung des gemeinsamen Interesses.....	160
(1) Wahrung der gemeinsamen Interessen	161
(2) Unverbindlichkeit der Leistungspflicht	161
(3) Unverbindlichkeit des Kapitalverzichts.....	162
b) Organisation der Gläubigerversammlung	163
aa) Einberufung der Gläubigerversammlung	163
bb) Durchführung der Gläubigerversammlung.....	164
c) Beschlüsse der Gläubigerversammlung	165
aa) Grenzen des Mehrheitsbeschlusses zum Rechtsverzicht.....	165
(1) Gleichbehandlungsgebot und Verbot der Sonderabkommen	166
(2) Zweckbindung der Verzichtsbeschlüsse und ihre zeitliche Begrenzung	166
(3) Publikationspflicht für Verzichtsbeschlüsse	167
bb) Das Stimmrecht.....	168
cc) Der Stimmrechtsausschluss.....	169
dd) Mehrheiten und Quorum.....	170
(1) Grundsatz der einfachen Abstimmungsmehrheit.....	170
(2) Höhere Anforderungen für Verzichtsbeschlüsse und verdrängende Vollmacht	170
d) Beschlusskontrolle.....	171
3. Der Vertreter	172
a) Der gemeinsame Vertreter der Schuldverschreibungsgläubiger.....	172
aa) Bestellung und Abberufung	172
bb) Rechte des gemeinsamen Vertreters.....	173
b) Der Vertragsvertreter	174
4. Die Kosten	175
a) Kosten für den Gläubigervertreter	175
b) Kosten für die Gläubigerversammlung.....	175

II. Das SchVG 2009.....	175
1. Der Anwendungsbereich.....	177
a) Der räumliche Anwendungsbereich.....	177
b) Der sachliche Anwendungsbereich.....	177
2. Die Gläubigerversammlung	178
a) Kompetenz der Gläubigerversammlung.....	179
aa) Bestellung und Abberufung des gemeinsamen Vertreters.....	180
bb) Anpassung der Anleihebedingungen	180
cc) „Kündigung“	181
b) Organisation der Gläubigerversammlung	182
aa) Präsenzversammlung	182
(1) Einberufung	182
(2) Durchführung.....	183
bb) Abstimmung ohne Versammlung.....	185
c) Beschlüsse der Gläubigerversammlung	186
aa) Das Stimmrecht	187
bb) Der Stimmrechtsausschluss	187
cc) Mehrheiten und Quorum	188
d) Beschlusskontrolle.....	189
aa) Voraussetzungen der Anfechtungsklage	190
(1) Anfechtungsgrund.....	190
(2) Anfechtungsbefugnis	190
(3) Anfechtungsfrist	191
bb) Wirkung der Anfechtungsklage	191
(1) Die grundsätzliche Wirkung der Anfechtung.....	191
(2) Die Figur des Freigabeverfahrens.....	192
cc) Der nichtige Beschluss.....	194
3. Der Vertreter	195
a) Der gemeinsame Vertreter der Gläubiger	195
b) Der in den Anleihebedingungen bestellte Vertreter	197
4. Die Kosten	198
a) Kosten für den Vertreter.....	198
b) Kosten für die Gläubigerversammlung.....	198
B. Der funktionelle Vergleich des SchVG 2009 mit dem SchVG 1899.....	198
I. Der Anwendungsbereich	199
II. Die Gläubigerversammlung.....	200
1. Einberufung und Durchführung der Versammlung.....	201
2. Beschlüsse der Gläubigerversammlung.....	202
a) Kompetenzen der Gläubigerversammlung	202
b) Inhaltliche Kriterien des Beschlusses	205
3. Beschlussmehrheiten	207

4. Beschlusskontrolle	210
III. Der Vertreter	212
IV. Die Kosten.....	214
§ 10 Schweiz	215
A. Länderbericht Schweiz	215
I. Der Anwendungsbereich	215
1. Der räumliche Anwendungsbereich	216
2. Anwendbarkeit auf Auslandsanleihen.....	217
3. Der sachliche Anwendungsbereich	217
II. Die Gläubigerversammlung.....	218
1. Kompetenz der Gläubigerversammlung	218
a) Bestellung und Abberufung des Vertreters	218
b) Maßnahmen zur Wahrung des gemeinsamen Interesses.....	219
aa) Eingriff in Gläubigerrechte	219
bb) Aktuelle Zahlen als Verzichtsvoraussetzung.....	220
cc) Genehmigungsvorbehalt	221
2. Organisation der Gläubigerversammlung.....	221
a) Einberufung der Gläubigerversammlung	221
b) Durchführung der Gläubigerversammlung	222
3. Beschlüsse der Gläubigerversammlung.....	223
a) Das Stimmrecht	225
b) Der Stimmrechtsausschluss.....	226
c) Mehrheiten.....	226
aa) Beschlüsse zum Eingriff in Gläubigerrechte.....	227
bb) Schlichte Beschlüsse	227
cc) Aggregationsbeschlüsse	227
4. Beschlusskontrolle	228
a) Genehmigungsverfahren	228
b) Anfechtung.....	229
III. Die Gläubigervertreter	230
IV. Die Kosten.....	231
1. Kosten für den Gläubigervertreter	232
2. Kosten der Gläubigerversammlung.....	232
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	232
I. Der Anwendungsbereich	232
II. Die Gläubigerversammlung.....	233
1. Einberufung und Durchführung der Versammlung.....	234
2. Beschlüsse der Versammlung	234
3. Beschlussmehrheiten	235
4. Beschlusskontrolle	236
III. Der Vertreter	237

IV. Die Kosten.....	238
§ 11 Frankreich	240
A. Länderbericht Frankreich	240
I. Der Anwendungsbereich	240
1. Der räumliche Anwendungsbereich	241
2. Anwendbarkeit auf Auslandsanleihen.....	241
3. Der sachliche Anwendungsbereich	241
II. Die masse des obligataires	242
1. Kompetenz der assemblée général des obligataires.....	242
a) Bestellung und Entlassung der mandataires.....	242
b) Mitwirkung bei wichtigen Änderungen.....	243
2. Organisation der assemblée général des obligataires.....	244
a) Einberufung	244
b) Durchführung der Versammlung.....	245
3. Beschlüsse der assemblée général des obligataires.....	246
a) Das Stimmrecht	247
b) Der Stimmrechtsausschluss.....	247
c) Mehrheiten und Quorum	248
4. Beschlusskontrolle	248
a) Verstoß gegen die Einberufungsvorschriften.....	248
b) Verstoß gegen materielle Bestimmungen	249
c) Beschlusskontrolle durch Strafrecht.....	249
III. Die „mandataires“ oder „représentantes“	249
IV. Die Kosten.....	251
1. Kosten für die mandataires	251
2. Kosten der assemblée général des obligataires.....	251
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	251
I. Der Anwendungsbereich	252
II. Die assemblée général des obligataires.....	252
1. Einberufung und Durchführung	252
2. Beschlüsse der assemblée général des obligataires.....	253
3. Beschlussmehrheiten	254
4. Beschlusskontrolle	255
III. Die mandataires	255
IV. Die Kosten.....	256
§ 12 Österreich	257
A. Länderbericht Österreich.....	257
I. Der Anwendungsbereich	258
1. Der räumliche Anwendungsbereich	258
2. Anwendbarkeit auf Auslandsanleihen.....	259

3. Der sachliche Anwendungsbereich	259
II. Der Kurator	260
1. Bestellung	260
2. Aufgabe des Kurators und die gemeinsamen Angelegenheiten.....	261
a) Gerichtliche und außergerichtliche Vertretung	261
b) „Gemeinsame Angelegenheiten“ der Anleihegläubiger	262
3. Kuratelgerichtliche Genehmigung	263
III. Die Versammlung der Anleiheinhaber	264
1. Kompetenz der Versammlung.....	264
a) Wahl der Vertrauensleute.....	264
b) Forum der Schuldverschreibungsgläubiger	264
2. Organisation der Versammlung	265
a) Einberufung der Versammlung.....	265
b) Durchführung der Versammlung.....	265
3. Beschlüsse der Versammlung	266
4. Beschlusskontrolle	266
IV. Die Vertrauensleute	266
V. Die Kosten	267
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	268
I. Der Anwendungsbereich	268
II. Der Kurator.....	268
III. Die Versammlung der Anleiheinhaber	270
IV. Die Kosten.....	271
 § 13 USA.....	 272
A. Länderbericht USA	272
I. Der Anwendungsbereich	277
1. Der räumliche Anwendungsbereich	277
2. Der sachliche Anwendungsbereich	278
II. Der Trustee	279
1. Bestellung und Abbestellung	279
a) Bestellung des Trustee	279
b) Abbestellung und Interessenkonflikt	280
aa) Default der Emittentin.....	280
bb) Interessenkonflikt des Trustee	281
2. Aufgaben.....	283
a) Aufgaben ohne einen default.....	284
b) Aufgaben bei einem default	285
III. Die Gläubigerbeschlüsse.....	287
1. Kompetenzen der Anleihegläubiger	287
a) Änderung der Kernbedingungen der Anleihe.....	288

b) Stundung von Zins-, Tilgungs- und Nennbetrag	288
c) Waiver	288
d) Zahlungs- oder Zahlungsklageverzicht.....	288
e) Tätigkeit des Trustee und Rechtsbehelfe gegen die Emittentin	289
f) Die restlichen Beschlussgegenstände.....	289
2. Beschlüsse.....	289
a) Beschlussverfahren	290
b) Mehrheiten	290
3. Beschlusskontrolle	291
IV. Die Kosten.....	291
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	291
I. Der Anwendungsbereich	292
II. Die Gläubigerkoordination	292
1. Trustee	293
2. Gläubigerbeschlüsse	294
a) Einberufung und Durchführung einer Versammlung	295
b) Beschlussmehrheiten	295
c) Beschlusskontrolle	298
III. Die Kosten.....	298
 § 14 England.....	300
A. Länderbericht England	300
I. Der Anwendungsbereich	301
II. Der Trustee	301
1. Bestellung	301
2. Aufgaben.....	302
a) Aufgaben mit Einspruchsrecht	303
b) Aufgaben ohne Einspruchsrecht.....	303
c) Rechtsverfolgung.....	304
d) Informationsfunktion	304
III. Die Gläubigerbeschlüsse.....	304
1. Kompetenz der Anleihegläubiger.....	305
2. Beschlüsse.....	306
a) Beschlussverfahren	306
b) Mehrheiten und Quoren	306
3. Beschlusskontrolle	307
IV. Die Kosten.....	308
B. Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	308
I. Der Anwendungsbereich	309
II. Die Gläubigerkoordination	309
1. Trustee	309

2. Majority action clauses.....	311
a) Einberufung und Durchführung.....	311
b) Beschlussmehrheiten	312
c) Beschlusskontrolle	312
III. Die Kosten.....	313
§ 15 Zusammenfassung der Ergebnisse des funktionellen Rechtsvergleichs	315
A. Die erzwungene Delegation in Österreich.....	315
B. Die Mehrheitsentscheidungsmechanismen der restlichen Rechtsordnungen.....	315
I. Ipso iure verfasste Gläubigermehrheiten und Klausellösung	316
II. Verfehlte Mehrheitserfordernisse	316
C. Das SchVG 2009 zwischen den Ansätzen	317
I. Die Gläubigerbeschlüsse	318
II. Der Vertreter.....	319
1. Informationsfunktion.....	319
2. Überwachungsfunktion und Schutz vor einem ex post Opportunismus	320
Kapitel 4: Dogmatik der Anleihegläubigermehrheit.....	321
§ 16 Das Außenverhältnis – Die Anleihegläubigermehrheit als Teilgläubiger	323
A. Die Anleihegläubigermehrheit als Teilgläubigerschaft	323
I. Emittentensicht.....	325
II. Anleihegläubigersicht	326
B. Folgen der Teilgläubigerschaft für die Anleihegläubigermehrheit.....	329
I. Der Grundsatz unteilbarer Gestaltungsrechte bei der Teilgläubigerschaft.....	330
1. Gesetzlich normierte Unteilbarkeit der Gestaltungsrechte.....	330
2. Grundlagen des Grundsatzes unteilbarer Gestaltungsrechte	331
a) Rechtsprechung des Reichsgerichts zur Anfechtung und Kündigung.....	331
b) Behandlung des Schadensersatzes statt der ganzen Leistung.....	332
c) Unteilbarkeit der Gestaltungsrechte bei der Gesamtschuld ..	333
d) Grundsatz unteilbarer Gestaltungsrechte bei der Teilgläubigerschaft	335
II. Kündigung oder Rücktritt der Anleihegläubiger	336

1. Die unteilbaren gesetzlich normierten Gestaltungsrechte der Anleihegläubiger	336
a) Kündigung der Anleihegläubiger	336
b) Rücktritt der Anleihegläubiger.....	341
2. Das unteilbare Kündigungsrecht.....	342
a) Das unteilbare Kündigungsrecht der Anleihegläubiger.....	342
b) Das unteilbare Kündigungsrecht der Emittentin	343
III. Anpassung der Anleihebedingungen als Gestaltungsrechtsausübung	344
1. Anpassung der Anleihebedingungen als mehrseitiges Gestaltungsrecht.....	345
2. Unteilbarkeit der Anpassung der Anleihebedingungen.....	346
3. Grenze der Unteilbarkeit der Anpassung der Anleihebedingungen	349
 § 17 Das Innenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit.....	352
A. Einstimmige Ausübung der Gestaltungsrechte?	353
B. Bruchteilsgemeinschaft an den unteilbaren Gestaltungsrechten.....	354
I. Ein bloß partielles Innenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit	354
II. Das partielle Innenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit.....	355
1. Gestaltungsrechte als gemeinsame Rechte der Anleihegläubiger.....	356
a) Keine individuellen Gestaltungsrechte des Anleihegläubigers.....	356
b) Gestaltungsrechte sind gemeinsame Rechte der Anleihegläubiger	357
2. Zur schlichten Interessengemeinschaft und dem Kooperationspflichtenkonzept.....	358
a) Die Theorie der schlichten Interessengemeinschaft	358
aa) Gefahr unzureichender Solvenz der Emittentin	359
bb) Gefahr der uneinheitlichen Anleihebedingungen.....	360
b) Die gesellschaftsähnliche Sonderverbindung in der Sanierungssituation	361
III. Wirkung des partiellen Innenverhältnisses der Anleihegläubigermehrheit.....	363
1. Beschlüsse über die Ausübung der unteilbaren Gestaltungsrechte	364
a) Ordnungsgemäße Benutzung der gemeinsamen Gestaltungsrechte.....	365
aa) Gleichbehandlungsgebot	365
bb) Unzweckmäßige Benutzung	366

(1) Keine Nachschusspflicht.....	366
(2) Der notwendige Mehrwert.....	367
b) Wirkung des § 745 Abs. 3 BGB.....	367
aa) Wesentliche Veränderung des gemeinsamen Gestaltungsrechts	368
bb) Beeinträchtigung des Bruchteils	369
(1) Keine Delegation auf eine Institution	369
(2) Vollmacht zum Vollzug des Beschlusses	369
2. Der Beschlussmechanismus des § 745 Abs. 1 BGB	370
a) Abstimmungsverfahren	370
aa) Mehrheitserfordernis.....	370
(1) Das Stimmrecht der Anleihegläubiger.....	371
(2) Der Stimmrechtsausschluss.....	371
(a) Der Stimmrechtsausschluss für die Emittentin	371
(b) Umgehungsschutz des Stimmrechtsausschlusses für die Emittentin	372
(3) Berechnung der Mehrheit.....	373
bb) Abstimmungsvorgang.....	375
(1) Die formale Organisation der Abstimmung.....	375
(2) Kommunikation zwischen Emittentin und Anleihegläubiger.....	377
b) Folgen der gefassten Beschlüsse	378
aa) Beschlusswirkung zwischen den Anleihegläubigern.....	378
bb) Außenwirkung der Beschlüsse.....	379
c) Beschlusskontrolle.....	380
aa) Das allgemeine System der Beschlusskontrolle.....	380
bb) Keine Klage auf Wiederherstellung der Anleihebedingungen.....	381
 § 18 Informations- und Überwachungsdefizit im allgemeinen Recht.....	384
A. Information über die Modalitäten der Anpassung	384
B. Informationen über den ordentlichen Vollzug der Anleihebedingungen.....	385
I. Publizitätspflichten der Emittentin.....	386
1. Bilanzrechtliche Publizität.....	387
2. Kapitalmarktrechtliche Publizität	388
a) Zulassungsfolgepflichten	388
b) Ad hoc Veröffentlichungspflicht.....	389
II. Ratingagenturen	390
1. Umfassende Bewertung und Folgebewertung der Anleihe	391
2. Teilnehmer des Ratings und seiner Überprüfungswirkung	392
C. Informationen über die Anpassungswürdigkeit	392

§ 19 Zusammenfassung der Ergebnisse der dogmatischen Analyse.....	394
A. Das Außenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit.....	394
B. Das Innenverhältnis der Anleihegläubigermehrheit.....	395
C. Das Informations- und Überwachungsdefizit.....	397
Kapitel 5: Vergleich mit dem SchVG 2009 und dessen Ergebnisse.....	399
§ 20 Der funktionelle Vergleich mit dem SchVG 2009.....	400
A. Der Anwendungsbereich.....	400
B. Die Beschlussregeln.....	401
I. Beschlusskompetenz.....	401
1. Ineffizienz der Klausellösung.....	402
2. Koordination ipso iure im allgemeinen System.....	403
3. Der debt-equity-swap.....	403
4. Kündigungsrecht der Anleihegläubiger.....	404
II. Beschlussmechanismen.....	404
1. Berechnung der Mehrheit.....	405
a) Abstimmungsmehrheit des SchVG 2009.....	405
b) „Echte Mehrheit“ des allgemeinen Systems und deren Vorteile.....	406
aa) Entbehrlichkeit des formalen Beschlussverfahrens.....	407
bb) Positiver Handlungsdruck für die Emittentin.....	407
cc) Prävention gegen die rationale Apathie der Anleihegläubiger.....	408
2. Mehrheitserfordernisse.....	408
III. Beschlusskontrolle.....	409
1. Anfechtbare Beschlüsse.....	409
2. Freigabeverfahren.....	411
3. Mehr Rechtssicherheit auch ohne Anfechtungsrechts.....	412
C. Der Vertreter.....	412
I. Koordinationsfunktion.....	413
II. Informationsfunktion und Überwachungsfunktion.....	413
D. Die Kosten.....	415
§ 21 Zusammenfassung des Vergleichs mit dem SchVG 2009.....	417

Schlussbemerkung.....	421
Literaturverzeichnis	425
Register	441