

**Anleihen als Finanzierungsinstrument mittelständischer Unternehmen
- Verbesserter gesetzlicher Rahmen und offene Fragen -**

von Prof. Dr. Hans-Gert Vogel

ARBEITSPAPIER DER IUBH DUALES STUDIUM

Prof. Dr. Hans-Gert Vogel

**Anleihen als Finanzierungsinstrument
mittelständischer Unternehmen**

– Verbesserter gesetzlicher Rahmen und offene Fragen –

IUBH Duales Studium

Arbeitspapier Nr. 3

12/2010

Anleihen als Finanzierungsinstrument mittelständischer Unternehmen

– Verbessertes gesetzlicher Rahmen und offene Fragen –

A. Einführung – Bondemissionen für den Mittelstand?

Die Finanzkrise des Jahres 2009 hat die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe stark eingeschränkt. Immer strengere bankaufsichtsrechtliche Regeln („Basel III“) tragen ihren Teil dazu bei, dass die Zurückhaltung der Banken zu einem nachhaltigen Phänomen wird. Daher sind viele mittelständische Unternehmen zunehmend auf andere Finanzierungsquellen angewiesen. Verschärft wird der erhöhte Bedarf an Fremdkapital durch das derzeitige Auslaufen zahlreicher Mezzanine-Programme. Mezzanine-Finanzierungen, bei denen typischerweise nachrangiges Kapital gebündelt und nach Verbriefung von Banken am Kapitalmarkt platziert wird, sind in der jüngeren Vergangenheit insbesondere von mittelständischen Unternehmen als Alternative zum klassischen Bankkredit genutzt worden. Da der Verbriefungsmarkt in der Finanzkrise stark gelitten hat, dürfte eine Ersetzung durch neue Mezzanine-Programme häufig nicht möglich sein. Angesichts der aktuellen Kreditknappheit bietet sich zur Anschlussfinanzierung daher auch für mittelständische Unternehmen die Emission einer Anleihe an.

Anders als beim Börsengang, bei dem sich der Einfluss der bisherigen Unternehmenseigner verringert, ermöglicht eine Anleihe dem Unternehmen den unmittelbaren Zugang zum Kapitalmarkt, ohne dass dies zu einer Änderung der Eigner- und Kontrollstrukturen führt. Auch ist der Aufwand für das finanzsuchende Unternehmen deutlich geringer als bei einem Börsengang. Im Gegensatz zum Börsengang ist bei der Anleiheemission weder eine bestimmte Rechtsform noch eine Mindestkapitalausstattung des Emittenten vorgeschrieben. Auch kleineren Aktiengesellschaften oder als GmbH organisierten mittelständischen Unternehmen steht damit der Zugang zum Anleihemarkt offen. Anders als beim herkömmlichen Bankkredit müssen in der Regel keine Sicherheiten gestellt werden, so dass alle Vermögenswerte dem Unternehmen trotz der Aufnahme von Fremdkapital weiterhin unbelastet zur Verfügung stehen. Zwar fallen bei einer Anleiheemission Kosten für Vorbereitung, rechtliche Begleitung und Platzierung an, die die entsprechenden Begleitkosten einer herkömmlichen Kreditaufnahme übersteigen. Gleichwohl kann sich unter dem Strich eine Anleiheemission auch schon unterhalb eines Volumens von 100 Millionen Euro rechnen, da die Kapitalnutzungskosten regelmäßig geringer sind.

Für Zwecke der Platzierung wird üblicherweise eine Emissionsbank beauftragt, die über Kontakte zu potentiellen Investoren verfügt. Hat das kapitalnachfragende Unternehmen ei-

gene Kontakte zu potentiellen Investoren, kommt auch eine Eigenemission (Privatplatzierung) in Betracht, sofern der Anlegerkreis überschaubar bleibt. Die Beauftragung einer Emissionsbank hat aber den Vorteil, dass diese die Interessen der Anleger kennt und den Emittenten bei der wirtschaftlichen Ausgestaltung der Anleihe beraten kann, um eine erfolgreiche Platzierung in Höhe des gewünschten Finanzierungsvolumens herbeizuführen. So kommt eine Vielzahl möglicher Anleiheformen in Betracht, die jeweils unterschiedliche Anlegerkreise ansprechen und je nach Zuschnitt und Finanzbedarf des Unternehmens ausgestaltet werden können. Hierzu zählen neben der klassischen Festzinsanleihe (*straight bonds*) etwa Hybridanleihen oder Wandelschuldverschreibungen.

In der Vergangenheit war es vielfach ein Nachteil von Anleihen gegenüber Krediten, dass ihre Finanzierungsbedingungen zu einem späteren Zeitpunkt kaum noch zu ändern waren. Verschlechtert sich die finanzielle Situation des Unternehmens, kann es beim traditionellen Kredit Verhandlungen mit den Kreditgebern aufnehmen, um eine Anpassung oder u.U. eine Sanierung zu ermöglichen. Ähnlich wie bei einem sehr weitläufig syndizierten Kredit, gestaltet sich dies bei einer Anleihe angesichts der Vielzahl der Anleihegläubiger, die dem Unternehmen oft gar nicht bekannt sind, wesentlich schwieriger. Hier hat der Gesetzgeber aber im August 2009 Abhilfe geschaffen durch Erlass des neuen Schuldverschreibungsgesetzes (Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen – SchVG).¹ Dieses eröffnet jetzt die Möglichkeit, flexibler als bisher auf veränderte Rahmenbedingungen während der Laufzeit einer Anleihe zu reagieren und insbesondere Anleihegläubiger in eine Umstrukturierung oder Sanierung des Unternehmens einzubeziehen. So kann bereits in den Anleihebedingungen ein gemeinsamer Vertreter der Anleihegläubiger benannt werden, der dem Unternehmen als permanenter Ansprechpartner zur Verfügung steht. Sollten Änderungen der Konditionen oder andere inhaltliche Änderungen (etwa eine Zinsreduktion oder ein Umtausch in Aktien) erforderlich werden, kann ein für alle Anleger verbindlicher Mehrheitsbeschluss der Anleihegläubiger hierzu nach dem gesetzlich vorgesehenen Verfahren innerhalb relativ kurzer Zeit eingeholt werden.

Die neue Regelung hat das in der Vergangenheit weitgehend wirkungslose Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen vom 4. Dezember 1899 (SchVG 1899) abgelöst. Das fürsorglich restriktive Modell des SchVG 1899 wurde durch eine flexible Regelung ersetzt. Der nach altem Recht unverhältnismäßig stark ausgeprägte Minderheitenschutz, der eine Einbeziehung der Anleihegläubiger in Restrukturierungen des emittierenden Unternehmens regelmäßig verhinderte, wurde in Anlehnung an das Recht der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft neu geregelt. Damit ist auch ein Schritt in Richtung eines einheitlichen „Anlegerschutzrechts“ getan.

¹ BGBl. I, 2512.

Der nachstehende Beitrag stellt zunächst (sogleich unter B.) die dem Mehrheitsprinzip bei Anleihen zugrunde liegenden allgemeinen Erwägungen vor und untersucht daran anknüpfend die Rechtsnatur der Anleihegläubigergemeinschaft (D.). Es folgen eine kurze Darstellung der – unzureichenden – Regelung des SchVG 1899 und rechtsvergleichende Hinweise (E.). Den Schwerpunkt bildet (unter F.) das Regelungssystem des neuen SchVG mit seinen wesentlich erweiterten Möglichkeiten zur nachträglichen Abänderung der Anleihebedingungen und dem neuen System des Minderheitenschutzes. Dabei soll auch den Fragen nachgegangen werden, die nach der partiellen Übernahme des aktienrechtlichen Systems der Beschlusskontrolle offen geblieben sind. Genannt sei namentlich das nunmehr drohende Risiko „missbräuchlicher Obligationärsklagen“.

B. Mehrheitsprinzip und Minderheitenschutz im Anleiherecht

I. Änderung der Anleihebedingungen

Nicht jedes denkbare Ereignis, das während der Laufzeit einer Anleihe eintreten und Einfluss auf die Gläubigerposition haben kann, kann vorab in zufriedenstellender Weise in den Anleihebedingungen berücksichtigt werden. Ein Bedürfnis zur Änderung der Anleihebedingungen kann vor allem in der Krise des Schuldnerunternehmens entstehen. Hier kann es im Interesse aller Beteiligten liegen, den Zinssatz zu ermäßigen, Fälligkeitstermine hinauszuschieben oder gar die Hauptforderung herabzusetzen. Daneben kann auch außerhalb der Krise eine Anpassung an veränderte wirtschaftliche oder rechtliche Verhältnisse erforderlich werden. Hier geht es weniger um eine Modifizierung der Hauptleistungs-, als vielmehr der Nebenverpflichtungen, Kündigungsrechte der Gläubiger und sonstiger Bestimmungen (Schuldnerersetzung, Optionen aus der Anleihe, Rechtswahl, Gerichtsstand etc.).² Typische Fallkonstellationen sind Änderungen des rechtlichen oder steuerlichen Umfeldes, Umstrukturierungen des Schuldners oder Konzernmaßnahmen.³ Hiervon zu unterscheiden sind Änderun-

² Vgl. *Hutter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Auflage, Köln 2008, § 15, Rn. 75 ff.; *Schneider*, Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluss der Gläubiger, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, Frankfurt a.M. 2004, 81 ff.

³ Nach § 11 Abs. 1 Satz 1 des SchVG 1899 war eine Änderung von Anleihebedingungen zur Anpassung an zwischenzeitlich veränderte Verhältnisse des Emittenten oder an veränderte rechtliche oder steuerliche Rahmenbedingungen nur zulässig, wenn damit kein Eingriff in die Rechte der Anleihegläubiger war. Da gleichzeitig gewährte Vorteile außer Betracht blieben, waren etwa ein Umtausch von Wertpapieren, ein Austausch von Sicherheiten oder eine Änderung der Nebenverpflichtungen gegen Gewährung zusätzlicher Sicherheiten ausgeschlossen. Änderungen der Anleihebedingungen außerhalb der Krise waren damit nach dem SchVG 1899 faktisch verboten.

gen eher technischer Natur, wie etwa die Änderung der vom Emittenten bestellten Zahlstelle, die ohne Zustimmung der Anleger vorgenommen werden können.⁴

1. Änderungsmechanismen im Überblick

Nach dem SchVG bestehen insgesamt vier Möglichkeiten zur nachträglichen Veränderung der Anleihebedingungen: Änderungen nach Laufzeitende oder individueller Kündigung sind unbeschränkt möglich. Denn § 4 Satz 1 SchVG beschränkt die Veränderung der Anleihebedingungen naturgemäß nur während der Laufzeit der betreffenden Schuldverschreibungen. Sofern die Anleihebedingungen keine Möglichkeit von Änderungen der Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss vorsehen, ist eine Änderung der Anleihebedingungen gemäß § 4 Satz 1 SchVG nur durch gleichlautenden Vertrag mit sämtlichen Gläubigern möglich. Anders als bei Privatplatzierungen, bei denen die Schuldverschreibungen lediglich bei einer kleinen Anzahl bekannter Gläubiger abgesetzt werden, ist dieses Verfahren bei öffentlich platzierten Emissionen allerdings kaum umsetzbar. Änderungsvereinbarungen wären zu ihrer Wirksamkeit mit jedem Gläubiger erforderlich, andernfalls drohte die Gefahr, dass an der Einigung nicht beteiligte Gläubiger ihre Teilschuldverschreibungen durch Kündigung fällig stellen. Dies schadet zum einen dem Ruf des Schuldners und führt zum anderen ggf. dazu, dass andere Verbindlichkeiten durch Eingreifen von *cross default clauses* notleidend werden. Soweit mit einer Änderung der Anleihebedingungen kein Verzicht auf Rechte der Gläubiger verbunden ist (§ 8 Abs. 2 Satz 2 SchVG), können die Anleihebedingungen vorsehen, dass mit Zustimmung eines in den Anleihebedingungen bestellten gemeinsamen Vertreters eine Änderung der Anleihebedingungen durchgeführt werden kann. Schließlich ist eine Abänderung der Anleihebedingungen im Rahmen der §§ 5 ff. SchVG möglich, wenn und soweit die Anleihebedingungen dies vorsehen.

2. Insbesondere: Änderung aufgrund Mehrheitsbeschluss

Will der Schuldner den Anleihevertrag abändern und hat er sich kein einseitiges Abänderungsrecht in den Anleihebedingungen vorbehalten, muss er grundsätzlich die Zustimmung aller Gläubiger zu einer Abänderung der Anleihebedingungen einholen (§ 4 Satz 1 SchVG). Dies dürfte bei breit gestreuten Papieren selten gelingen. Der Schuldner hat deshalb ein Interesse an einer Instanz, die verbindlich für alle Gläubiger handeln kann. Hinzukommen muss die entsprechende Beschränkung der individuellen Rechtsmacht der Einzelgläubiger. Soll die Abänderung der Anleiherechte verbindlich sein, darf sich der einzelne Gläubiger nicht gleichzeitig auf durch die Abänderung betroffene Leistungsrechte oder Rechte aus Leistungsstörungen berufen können.

⁴ Hutter (Fn. 2), § 15, Rn. 75 und 78.

Das Interesse der Gläubiger widerspricht dem nicht notwendig: Der Vorteil des einzelnen Gläubigers, von Umschuldungsverhandlungen nicht betroffen zu werden, ist nur von geringem Wert, wenn dem Schuldner eine Erfüllung der Verpflichtungen ohne Änderung der Anleihe überhaupt nicht mehr möglich ist. Die Zulassung verbindlicher Mehrheitsentscheidungen, einhergehend mit Beschränkungen der Individualrechte, liegt damit letztendlich auch im Gläubigerinteresse. Dem Einzelgläubiger können Einschränkungen seiner individuellen Rechtsmacht und Eingriffe in materielle Positionen jedenfalls dann zugemutet werden, wenn eine hinreichende Legitimation durch Mehrheitsbeschluss besteht und wenn für eine hinreichend informierte Stimmrechtsausübung sowie effektiven Minderheiten- und Rechtsschutz Sorge getragen ist.⁵

II. *Hold-out-* und Kollektivhandlungsproblem

Sind Anleihen auf eine große Zahl unkoordinierter Gläubiger verstreut, so dass das Verhalten des Einzelnen nur mit kleinster Wahrscheinlichkeit die Entscheidung der gesamten Gruppe bestimmt, kommt es bei Versuchen einer Restrukturierung der Anleihe zu Koordinationsproblemen. So wird etwa ein rationaler Gläubiger, der erwartet, dass alle anderen Gläubiger auf einen Teil der Rückzahlung verzichten und somit den Fortbestand des Schuldnerunternehmens sichern, selbst auf der vollen Rückzahlung seiner Forderung bestehen. Es entsteht ein *hold-out*-Problem.⁶ Gibt es genügend andere Gläubiger, die einem Teilverzicht zustimmen, ist es schlicht vorteilhaft, selbst abzulehnen, da die Restrukturierung auch ohne eigenes Zutun erfolgreich ist. Demgemäß sind Anleihegläubiger generell eher abgeneigt, einer Restrukturierung zuzustimmen.

Die Kontrolle des Schuldnerunternehmens im Hinblick auf die für die Anleihegläubiger bedeutsamen Umstände wird erschwert durch die Aufteilung der Kreditgeberfunktion auf zahlreiche Investoren. Für den Einzelnen entstehen erhebliche Kosten der Informationsbeschaffung und Interessenwahrnehmung. Namentlich Kleinanleger werden regelmäßig bereits davon absehen, hohe Aufwendungen zu tätigen, um sich die erforderlichen Informationen zu beschaffen. Die Kosten der Überprüfung der Grundlagen einer Maßnahme wären für den einzelnen Anleger regelmäßig weit höher als der erwartete Nutzen einer erfolgreichen Rechtsverfolgung.

⁵ Vgl. *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt a.M. 1972, 438; *Than*, Anleihegläubigerversammlung bei DM-Auslandsanleihen?, in: Festschrift für Coing, Band II, München 1982, 521, 528.

⁶ *Winkeljohann/Wohlschlegel/Dorenkamp*, Restrukturierung von Unternehmensanleihen mit dem Schuldverschreibungsgesetz: Kapitalmarkthemmnis oder effizienter Insolvenzschutz?, Die Wirtschaftsprüfung 2005, 562, 564.

Streuung der Schuldverschreibungen und Organisationsmangel können aus Gläubigersicht auch vorteilhaft sein, wenn faktisch ausgeschlossen ist, dass der Schuldner bei drohender Krise an sie herantritt, um eine für sie nachteilige Änderung der Anleihebedingungen durchzusetzen. So war in verschiedenen internationalen Verschuldungskrisen eine schwache Gläubigerorganisation auch ein Schutz. Denn sie verhinderte, dass die Anleihegläubiger an Schuldherabsetzungen und sonstigen Umschuldungsmaßnahmen beteiligt wurden, während andere Kreditgeber Zinszugeständnisse hinnehmen oder gar auf einen Teil ihrer Rückzahlungsforderungen verzichten mussten.⁷ Das Einstimmigkeitserfordernis bewirkte damit letztendlich sogar eine Stabilisierung der Gläubigerrechte. Nicht verhindert wurden allerdings Zahlungsunterbrechungen und im Einzelfall das Erfordernis aufwändiger Rechtsverfolgung. Des Weiteren versagt der Stabilisierungsmechanismus vollständig bei Eintritt der Insolvenz des Schuldners. Anders als staatliche Schuldner können Schuldnerunternehmen in der Krise ihre Existenz verlieren, was zum gänzlichen Ausfall der Anleihegläubiger führt.

Es fehlt gemeinhin an einem Anreiz für den Einzelnen, zum Wohle der Gesamtheit tätig zu werden, wenn er auf die Initiative anderer vertraut.⁸ Für den Krisen- oder Sanierungsfall gesprochen: Anleger haben zwar in der Regel ein gemeinsames Interesse an der Restrukturierung der Anleihe, um nicht im schlimmsten Fall auf eine Insolvenzquote verwiesen zu werden. Dieses Interesse ist allerdings bis zu einem gewissen Grad idealisiert. Denn ein etwaiger Erfolg von Sanierungsbemühungen würde sich auf alle Gläubiger verteilen, auch auf diejenigen, die sich passiv verhalten. Passives Verhalten kann damit aus Sicht des Einzelnen sogar ökonomisch rational („rationale Apathie“). Konkret: Einzelne Anleihegläubiger können durchaus daran interessiert sein, sich (zunächst) nicht an einer Restrukturierung zu beteiligen, um gegenüber den übrigen Anleihegläubigern einen Vorteil zu erlangen, nämlich einen höheren (den ursprünglich gewährten) Zins- oder Rückzahlungsanspruch. Die Überwindung der *hold-out*- und Kollektivhandlungsproblematik und die Vermeidung negativer Auswirkungen einer flächendeckenden „rationalen Apathie“ sind die Aufgaben des Mehrheitsprinzips im Anleiherecht.

III. Gemeinschaftliches Interesse und Minderheitenschutz

Neben dem Schutz der Mehrheit vor einer blockierenden oder erpresserischen Minderheit muss schließlich der Schutz vor missbräuchlichen Mehrheitsbeschlüssen gewährleistet sein.

⁷ Vgl. die Nachweise bei *Horn*, Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht im Licht aktueller Marktentwicklungen, ZHR 173 (2009), 12, 29. So auch *Assmann*, Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, ZBB 1989, 49, 62.

⁸ Vgl. *Olson*, *The Logic of Collective Action*, 2. Auflage, Cambridge 1971, 57 ff., der dort die Annahme widerlegt, dass Gruppen von Individuen aufgrund ihrer gemeinschaftlichen Interessen handeln wie Einzelpersonen aufgrund ihrer individuellen Interessen.

Dem Mehrheitsprinzip wohnt die Gefahr inne, dass Stimmrechtsmacht zur Verfolgung sachfremder Interessen genutzt wird. Je niedriger die für das Zustandekommen eines positiven Beschlusses notwendige Quote ist, desto größer ist die Gefahr sachfremder Entscheidungen.⁹ Die Initiative zur Einberufung von Gläubigerversammlungen wird regelmäßig vom Schuldner ausgehen. Denkbar ist, dass Schuldnerunternehmen unabhängig von der Notwendigkeit der Abwendung einer Insolvenz diese nutzen, um in missbräuchlicher Weise Vermögen von den Anleihegläubigern zu den Aktionären zu transferieren.¹⁰ Sollen für alle Gläubiger verbindliche Entscheidungen durch Mehrheitsbeschluss getroffen werden, so muss der Mehrheit zugleich eine Loyalitätsverpflichtung auferlegt werden, die Ausmaß und Inhalt der mehrheitsfähigen Beschlussgegenstände eingrenzt.¹¹

Aufgabe des Gesetzgebers ist es, einerseits die Aktionsfähigkeit der Gemeinschaft zu gewährleisten und andererseits die „Richtigkeit“ ihrer Entscheidungen sicherzustellen. Um der Gefahr des Missbrauchs der Mehrheitsmacht in einer Anleihegläubigerversammlung entgegenzuwirken, bieten sich verschiedene Mechanismen an. So lassen sich inhaltliche Schranken für Mehrheitsbeschlüsse aufstellen (etwa Verbot der Verpflichtung zu Leistungen, § 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG) oder materielle Anforderungen an Mehrheitsbeschlüsse.¹² Sachlichem Minderheitenschutz dienen qualifizierte Stimm- und Mehrheitserfordernisse (Abs. 4 Satz 2 und 3 SchVG). Daneben spielen Informations- und Klagerechte des Einzelnen eine Rolle (§§ 16 Abs. 1, 20 SchVG). Die Parallele zum Minderheitenschutz im Aktienrecht durch Beschlusskontrolle liegt auf der Hand.

Nicht zuletzt aus diesem Grund ist die Gläubigerversammlung nach dem neuen SchVG der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft nachgebildet. Verfahrensmäßig lehnt sich das neue SchVG bewusst an das „moderne und bewährte Recht der Hauptversammlung bei der Aktiengesellschaft“¹³ an. Im Schrifttum wird u.a. hierin eine Tendenz gesehen, dass die herkömmliche strikte Trennung zwischen Aktionären und Gläubigern im Hinblick auf ihre ge-

⁹ Aus diesem Gesichtspunkt, der Gefahr einer „Vergewaltigung von Minoritäten“ stieß eine Gläubigerversammlung mit Mehrheitsbefugnissen, wie sie erstmals mit dem SchVG 1899 eingeführt wurde, seinerzeit im Reichstag auf erheblichen Widerstand. Vgl. dazu etwa die Ausführungen des Abgeordneten *von Strombeck* in der 1. Lesung dieses Gesetzes, Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstages, 10. Legislaturperiode, I. Session 1898-1900, Band 2, 1383.

¹⁰ Ähnlich *Winkeljohann/Wohlschlegel/Dorenkamp* (Fn. 6), 564.

¹¹ *Baltzer*, Der Beschluss als rechtstechnisches Mittel organschaftlicher Funktion im Privatrecht, Berlin 1965, 217; *Wüst*, Die Interessengemeinschaft – Ein Ordnungsprinzip des Privatrechts, Frankfurt a.M., Berlin 1958, 60 ff. Zum Minderheitenschutz im Gesellschaftsrecht grundlegend *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, München 1980, § 8.

¹² Nach § 1 Abs. 1 des SchVG 1899 waren Mehrheitsbeschlüsse nur dann für alle Gläubiger verbindlich, wenn sie materiell „zur Wahrung ihrer gemeinsamen Interessen“, gefasst wurden.

¹³ Regierungsbegründung zum SchVG, BT-Drucks. 16/12814, 1.

meinsame Eigenschaft als Anleger und ihre ähnlichen Bedürfnisse nach Anlegerschutz relativiert wird (und werden müsse).¹⁴

IV. Kollektive Ausübung von Leistungsstörungsrechten

Aus Schuldnersicht besteht ein Bedarf nach Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger ferner, wenn Störungen bei der Erfüllung des verbrieften Leistungsversprechens auftreten und die Kündigung und ggf. die Verwertung von Sicherheiten im Raume steht. Der Schuldner ist daran interessiert, die individuelle Rechtsausübung durch einzelne oder eine bestimmte Anzahl von Gläubigern zu vermeiden. Dies gilt insbesondere, wenn sie sich zu Unrecht auf Leistungsstörungsrechte berufen und so das Vertrauen in die Anleihe untergraben.¹⁵ Hieran können auch die übrigen Gläubiger kein Interesse haben. Die Geltendmachung von Leistungsstörungsrechten setzt im Übrigen eine informierte Entscheidung voraus. Die Einbeziehung der Gläubigerversammlung bzw. der Gläubigermehrheit in den Prozess der Geltendmachung von Leistungsstörungsrechten liegt demgemäß nahe. In der Anleihepraxis sind Regelungen üblich, wonach die Kündigung ausstehender Schuldverschreibungen vom Erreichen einer Mindestquote abhängig gemacht wird. Diese Praxis erkennt § 5 Abs. 5 SchVG ausdrücklich an.

C. Die Rechtsnatur der Gläubigergemeinschaft

I. Insolvenzrechtlicher Zusammenhang

Die Institution der Gläubigerversammlung ist vor allem aus dem Insolvenzrecht bekannt. Die Insolvenzsituation bildet einen Hauptfall der gesetzlichen Erhebung „schlichter Interessengemeinschaften“ zu einer rechtlichen Organisation. Das SchVG 1899 stand insofern in einem engen insolvenzrechtlichen Zusammenhang als das Recht zur Fassung von Verzichtsbeschlüssen eine Notlage des Schuldners voraussetzte.¹⁶ Während in der Gläubigerversammlung nach § 74 InsO jedoch grundsätzlich alle angemeldeten Insolvenzgläubiger des Schuldnerunternehmens stimmberechtigt sind, umfasst eine Gläubigerversammlung nach dem SchVG nur die Gläubiger aus der Anleihe, die restrukturiert werden soll. Damit einher gehen unterschiedliche Kompetenzen, beruhend auf unterschiedlichen Zielsetzungen. Die Anleihegläubiger dürfen im Rahmen des SchVG nur über bestimmte Fragen abstimmen, die die jeweilige Anleihe betreffen. Die Gläubigerversammlung des Insolvenzrechts kann dagegen we-

¹⁴ So insbesondere *Hopt*, Neues Schuldverschreibungsrecht – Bemerkungen und Anregungen aus Theorie und Praxis, in: Festschrift für Schwark, München 2009, 441, 455. Vgl. hierzu auch *Vogel*, Das Schuldverschreibungsgesetz – Gesetzgeberisches Fossil oder lebendes Kapitalmarktrecht?, ZBB 1996, 321, 322 f., mit Nachweisen aus dem historischen Schrifttum.

¹⁵ *Stucke*, Die Rechte der Gläubiger bei DM-Auslandsanleihen, Frankfurt a.M. 1988, 25 ff.

¹⁶ § 11 Abs. 1 SchVG 1899.

sentlich weitreichendere Entscheidungen treffen.¹⁷ Versammlungen von Anleihegläubigern sollen vor allem als einheitlicher Verhandlungspartner des Managements des Schuldnerunternehmens fungieren. Die Gläubiger im Insolvenzverfahren übernehmen dagegen weitgehend dessen Funktion. Vor diesem Hintergrund ist die Parallele zur insolvenzrechtlichen Gläubigerversammlung allenfalls technischer Natur. In diesem Zusammenhang sei insbesondere auf die Gläubigergruppe im Insolvenzplanverfahren nach §§ 217 ff. InsO verwiesen. Auch diese kann bei grundsätzlicher Gleichbehandlung der Gruppenmitglieder durch Mehrheitsbeschluss mit verbindlicher Wirkung auch für die opponierende Minderheit auf Rechte der Gläubiger verzichten (§§ 226, 244 Abs. 1, 254 InsO). Die materiellen Grundlagen der Anleihegläubigerversammlung finden sich jedoch nicht im Insolvenzrecht, sondern ausschließlich im SchVG.

II. Rechtsgemeinschaft

Zu fragen ist weiter, ob das Prinzip der kollektiven Bindung nach § 4 darüber hinaus zur Bildung einer gesetzlichen oder vertraglichen Rechtsgemeinschaft der Gläubiger führt. In diesem Fall könnte gerade dann, wenn die Anleihebedingungen keine Mehrheitsbeschlüsse vorsehen und es somit an einem Mittel zur Durchsetzung der Kollektivbindung fehlt, an ein Klagegericht aufgrund einer Notgeschäftsführungsbefugnis entsprechend § 744 Abs. 2 BGB als „*actio pro creditores*“ gedacht werden, bei der der klagende Gläubiger in Anlehnung an die Rechtsprechung des BGH zur Parteifähigkeit der Gesellschaft bürgerlichen Rechts¹⁸ namens der Gläubigergesamtheit als Rechtsgemeinschaft entsprechend §§ 741 ff., 705 ff. BGB auftritt. Insgesamt ist gegenüber derartigen Überlegungen allerdings Skepsis angebracht. Denn der Gesetzgeber geht in der amtlichen Begründung zu § 6 davon aus, dass die Gläubigergemeinschaft keine prozessfähige Rechtsgemeinschaft darstellt.¹⁹

Die Inhaber von Anleihen einer Emission sind nicht Teil- oder Gesamtgläubiger einer identischen Forderung, sondern lediglich Einzelgläubiger vieler gleichartiger Ansprüche gegen denselben Schuldner, die nach allgemeinem Zivilrecht parallel nebeneinander stehen.²⁰ Es besteht damit keine Teilgläubigerschaft nach § 420 Alt. 2 BGB. Es besteht auch keine Gesamtgläubigerschaft nach §§ 428 ff. BGB, weil jeder Anleihegläubiger nur diejenigen Rechte, die in seiner Teilschuldverschreibung verbrieft sind, geltend machen kann. Zwar sind alle Ansprüche gleichermaßen mit dem Bonitätsrisiko ein und desselben Schuldners behaftet. Dies gilt jedoch genauso für die übrigen Gläubiger, so dass jedenfalls außerhalb der Insol-

¹⁷ Siehe im Einzelnen *Winkeljohann/Wohlschlegel/Dorenkamp* (Fn. 6), 563 f.

¹⁸ Grundlegend BGHZ 146, 341 ff.

¹⁹ Regierungsbegründung (Fn. 13), 19.

²⁰ *Horn* (Fn. 7), 46 f.

venz des Schuldners und bei Fehlen einer entsprechenden Regelung in den Anleihebedingungen allenfalls eine faktische Risikogemeinschaft der Anleihegläubiger besteht.²¹

Aus den gleichen Erwägungen führt auch die Anknüpfung an die Anleiheaufnahme, den Erwerbsvorgang selbst, nicht zur Qualifizierung der Gläubigergemeinschaft als Bruchteilsgemeinschaft gemäß §§ 741 ff. BGB.²² Es fehlt an der gemeinschaftlichen Innehabung „eines“ Rechts. Jedem Gläubiger steht ein von den Rechten der anderen Gläubiger unabhängiges, eigenes Recht zu. Die Gläubigergesamtheit als Bruchteilsgemeinschaft ist allenfalls denkbar im Hinblick auf die gemeinschaftliche (dingliche) Berechtigung an einer etwa vorhandenen Globalurkunde. Aber auch dann steht für den einzelnen Anleger nicht die Berechtigung an dieser Urkunde oder gar deren Erhaltung oder Verwaltung (§§ 744, 745 BGB) im Vordergrund, sondern die darin verbrieften Einzelrechte.

Grundsätzlich denkbar ist, dass Anleihegläubiger sich zu einer Interessengemeinschaft mit dem Zweck zusammenschließen, ihre Rechte dem Emittenten gegenüber gemeinsam auszuüben oder zu wahren. In diesen Fällen liegt die Qualifizierung als Gesellschaft bürgerlichen Rechts im Sinne der §§ 705 ff. BGB nahe. Gemeinsamer Zweck könnte die Wahrung der Rechte und Interessen gegenüber dem Schuldner sein, sei es durch Gläubigervertreter oder Anleihetreuhänder, sei es durch Einrichtung einer Gläubigerversammlung mit Mehrheitsbefugnissen. In der Krise des Schuldners kommt daneben als gemeinsamer Zweck dessen Sanierung in Betracht, auch wenn letztlich jeder Gläubiger seine individuellen Rechte durchsetzen will. Die Gläubigerversammlung nach dem SchVG entsteht dagegen von Gesetzes wegen. Die Gläubiger verpflichten sich nicht vertraglich zur Verfolgung gemeinsamer Interessen. Sie sind nicht zur Förderung eines gemeinsamen Zwecks verpflichtet und müssen daher auch keine Beiträge leisten. Auch wenn im Rahmen der kollektiven Bindung nach § 4 Satz 1 SchVG und nach dem Gesamtbild des SchVG die Rechtsausübung durch die Anleihegläubiger gesellschaftsrechtlich geprägt sein mag, bilden die Mitglieder einer Gläubigerversammlung nach dem SchVG deshalb keine Gesellschaft im Sinne von §§ 705 ff. BGB.²³

²¹ Vgl. auch BGHZ 116, 319, 332 f., wonach zwischen den Gläubigern eines in der Krise befindlichen Unternehmens keine rechtlich relevante „Gefahrgemeinschaft“ besteht, innerhalb derer allgemeinverbindliche Mehrheitsentscheidungen zum Zwecke einer außergerichtlichen Sanierung zulässig wären. Dies gilt sinngemäß für die Gläubiger einer Anleihe. Außergerichtliche Sanierungsvergleiche gelten danach stets nur für diejenigen Gläubiger, die sich ihm angeschlossen haben.

²² Vgl. *Horn* (Fn. 7), 48.

²³ So auch *Podewils*, Neuerungen im Schuldverschreibungs- und Anlegerschutzrecht – Das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung, DStR 2009, 1914, 1915.

Damit bleibt festzuhalten, dass die Gläubigerversammlung nach dem SchVG ihre rechtlichen Grundlagen ausschließlich in diesem Gesetz findet und damit letztendlich eine Gemeinschaft *sui generis* darstellt.

D. Das SchVG von 1899

Der Vorläuferregelung im SchVG 1899 lag ein stark ausgeprägtes Minderheitenschutzkonzept zugrunde. Die Befürchtung des historischen Gesetzgebers, das Mehrheitsprinzip im Anleiherecht könne zur Übervorteilung einzelner Gläubiger führen, war der Grund für die Zurückhaltung bei Ausgestaltung der Gläubigerbefugnisse.²⁴ Nach § 11 Abs. 1 SchVG 1899 waren Eingriffe in Rechte der Gläubiger nur „zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners“ zulässig, d.h. erst in einem relativ späten Stadium der Krise, in Insolvenznähe. Beschließen durfte die Gläubigermehrheit mit Dreiviertelmehrheit auch dann nur die Stundung der Kapitalforderung, den Verzicht auf oder die Stundung von Zinsansprüchen und die Nichtausübung von Kündigungsrechten aus bereits vorliegenden oder noch eintretenden Kündigungsgründen. Hinzu kam eine – erst 1994 im Zuge der Insolvenzrechtsreform eingeführte – zeitliche Befristung dieser Maßnahmen auf drei Jahre. Grund hierfür war die Überlegung, dass ein Zeitraum von drei Jahren regelmäßig hinreichend sei, um die Erfolgsaussichten einer Unternehmenssanierung abschließend beurteilen zu können.²⁵ Wurde binnen der Dreijahresfrist das Insolvenzverfahren eröffnet, so wurde die beschlossene Aufgabe und Beschränkung von Rechten hinfällig. Die Gläubigermehrheit durfte überhaupt nicht beschließen über die Herabsetzung der Kapitalforderung; die Umwandlung der Kapitalforderung in Eigenkapital oder Eigenkapitalsurrogate, etwa Genussrechte (*debt equity swap*), weil diese zwingend mit einer Aufhebung der Kapitalansprüche einhergeht; über die dauerhafte Herabsetzung der Zinsforderung; die langfristige Stundung der Zinsforderung; den Rangrücktritt der Kapital- oder Zinsforderung zur Beseitigung oder Vermeidung der Überschuldung, denn der Rangrücktritt würde mit Eröffnung eines Insolvenzverfahrens hinfällig sowie die Ausgliederung mit nachfolgender Schuldnerersetzung.²⁶ Diese und andere Sanierungsmaßnahmen mussten mittels (öffentlichen) Ange-

²⁴ Vgl. Schlitt/Schäfer, Die Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, AG 2009, 477 f.; Vogel (Fn. 14), 326 ff.

²⁵ Regierungsbegründung, BR-Drucks. 511/97. Ein konkreter Anlass zur entsprechenden Verstärkung des Minderheitenschutzes bestand 1994 allerdings nicht. Kritisch deswegen etwa Schneider (Fn. 2), 80.

²⁶ Zur missglückten Sanierung einer im Jahre 2000 begebenen und Anfang 2005 zur Rückzahlung fällig gewordenen Wandelanleihe der *EM.TV Merchandising AG* und weiteren Praxisbeispielen siehe Bredow/Vogel, Unternehmenssanierung und Restrukturierung von Anleihen – Welche Verbesserungen bringt das neue Schuldverschreibungsrecht?, ZBB 2008, 221, 223 ff., sowie Schneider (Fn. 2), 77 ff.

bots an die Anleihegläubiger durchgeführt werden. Deren Ausgang war regelmäßig ungewiss, sofern nicht die Möglichkeit der Vorabstimmung mit einem oder mehreren Hauptanleihegläubigern bestand. Daneben wurden Beschlüsse über die Aufgabe oder den Umtausch von Sicherheiten sowie die Aufhebung oder Einschränkung von Negativklauseln durch die zeitliche Begrenzung ihrer Wirkung auf drei Jahre erheblich relativiert.

Für die umfassende finanzielle Restrukturierung von Anleiheschuldern war das SchVG 1899 daher nur bedingt geeignet.²⁷ Dabei war die Erkenntnis, dass der stark ausgeprägte Minderheitenschutz dem Gesetz viel von seinem Nutzen nimmt, schon früh vorhanden. Bereits eine erste gemeinsame Analyse des Reichsjustizamts und des (Reichs-) Innenministeriums vom 8. April 1903 gelangte zu dem Ergebnis, dass sich in den ersten Anwendungsfällen des SchVG 1899 (Sanierung der „Spielhagen-Banken“, verschiedener kleinerer ostdeutscher Hypothekenbanken und der Allgemeinen Deutschen Kleinbahngesellschaft) einerseits die Beschränkungen der Gläubigerbefugnisse negativ ausgewirkt hätten, andererseits aber keinerlei Fälle des Missbrauchs der Mehrheitsmacht zu verzeichnen gewesen seien.²⁸ Demgemäß fehlte es nicht an Reformanregungen der bis Anfang der 1930er Jahre recht umfangreichen Kommentarliteratur zum Schuldverschreibungsgesetz.²⁹

Als hinderlich wirkten sich daneben zunehmend die schwerfälligen Verfahrensregeln des SchVG 1899 aus, die etwa zwingend eine physische Gläubigerversammlung sowie die nicht mehr zeitgemäße Hinterlegung der Schuldverschreibungen vor Teilnahme an der Gläubigerversammlung vorsahen.³⁰

E. Rechtsvergleichende Hinweise

I. Schweiz

Für die Regelungen des schweizerischen Obligationenrechts zur „Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen“ hatte ursprünglich das SchVG 1899 Pate gestanden.³¹ Nach Art. 1157 OR werden Anleihegläubiger in einer (teilrechtsfähigen) „Gläubigergemeinschaft“ zu-

²⁷ *Grieser*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Restrukturierungsinstrument, *Kreditwesen* 2008, 397 ff.; *Leuring/Zetsche*, Die Reform des Schuldverschreibungs- und Anlageberatungsrechts – (Mehr) Verbraucherschutz im Finanzmarktrecht?, *NJW* 2009, 2856 f.

²⁸ Dazu *Hecht*, Die Deutsche Treuhand-Gesellschaft, *Schriften des Vereins für Socialpolitik* 111 (1903), 108 ff. Weitere Nachweise bei *Vogel* (Fn. 14), 328.

²⁹ So zuletzt *Ansmann*, Schuldverschreibungsgesetz nebst Durchführungsbestimmungen, München, 1933, § 11, Anm. 117.

³⁰ § 10 Abs. 2 SchVG 1899.

³¹ Zu Einzelheiten siehe *Bösch*, Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht, in: *Baums/Cahn* (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, Frankfurt a.M. 2004, 189 ff.

sammengefasst. Eine solche entsteht von Gesetzes wegen, wenn die Anleihe öffentlich zur Zeichnung aufgelegt worden ist, der Schuldner seinen Sitz in der Schweiz hat und dem Privatrecht unterliegt. Mehrere Anleihen desselben Schuldners lassen mehrere Gläubigergemeinschaften entstehen (Art. 1157 Abs. 2 OR). Allerdings sieht – anders als das deutsche Recht – Art. 1171 OR bei Vorhandensein mehrerer Gläubigergemeinschaften deren Verknüpfung mittels einer Aggregationslösung vor. Folge der Bildung einer Gläubigergemeinschaft ist, dass die Interessen ihrer Mitglieder fortan gemeinschaftlich wahrgenommen werden, teilweise durch einen Gläubigervertreter, überwiegend aber im Rahmen einer Gläubigerversammlung. Tatsächliche Bedeutung erlangt die Gläubigergemeinschaft regelmäßig bei Verzug des Schuldners. Bei notleidenden Anleihen kann die Gläubigerversammlung die Rechtslage zur Wahrung der Interessen aller Gläubiger ändern. Dabei sind die möglichen Maßnahmen, die die Gläubigerversammlung durch Mehrheitsbeschluss treffen kann, im Gesetz abschließend aufgeführt (Artt. 1173, 1170 OR). Die Anleihebedingungen können allerdings weitere Eingriffe in Gläubigerrechte durch Beschluss vorsehen.

Nach Art. 1164 Abs. 1 OR ist die Gläubigerversammlung als „oberstes Organ der Gläubigergemeinschaft“ befugt, geeignete Maßnahmen „zur Wahrung der gemeinsamen Interessen der Anleihegläubiger, insbesondere gegenüber einer Notlage des Schuldners“ zu treffen. Ihre Befugnisse bestehen also darin, auf eine Änderung der Anleihebedingungen hinzuwirken oder Maßnahmen zu treffen, soweit dies für die Erhaltung des Haftungssubstrats geboten ist. Das Vorliegen einer aktuellen Notlage des Schuldners ist für die Zuständigkeit der Gläubigerversammlung nicht erforderlich. Sie ist immer befugt, Maßnahmen zu beschließen, solange diese nicht ausschließlich den Interessen des Schuldners dienen. Dies gilt grundsätzlich auch für Beschlüsse, die in Rechte der Gläubiger eingreifen. Anders als nach deutschem Recht ist in diesem Fall jedoch eine aufsichtsbehördliche Genehmigung erforderlich (Art. 1176 f. OR). Die Genehmigung kann verweigert werden, wenn der Beschluss nicht zur Abwendung einer Notlage des Schuldners geboten ist, wenn die gemeinsamen Interessen der Anleihegläubiger nicht genügend gewahrt sind oder er „auf unredliche Weise zustande gekommen ist“. Den Gleichbehandlungsgrundsatz verletzende Beschlüsse (Art. 1174 OR) sind nichtig.³² Abweichend vom deutschen Recht, sind nach Art. 1166 Abs. 1 OR die fälligen Ansprüche der Anleihegläubiger vom Zeitpunkt der ordnungsgemäßen Veröffentlichung der Einladung zur Gläubigerversammlung bis zur rechtskräftigen Beendigung des Verfahrens von Gesetzes wegen gestundet („*automatic stay*“).

Hinsichtlich der Maßnahmen, die die Gläubigerversammlung treffen kann, unterscheidet das schweizerische Recht zwischen administrativen Maßnahmen und solchen, die in Gläubigerrechte eingreifen. Für erstere, wie etwa die Bestellung des Anleihevertreters, genügt die

³² Koefflerli, Handkommentar OR, Zürich 2002, Art. 1170 – 1186, Art. 1164, N. 2.

einfache Mehrheit. Letztere, wie etwa die Ermäßigung, Erlass oder Stundung von Zinsen, bedürfen einer Zweidrittelmehrheit des im Umlauf befindlichen Kapitals (Art. 1170 Abs. 1 OR).

Die gesetzlichen Befugnisse der Gläubigerversammlung gingen über diejenigen des SchVG 1899 hinaus, bleiben aber hinter dem jetzigen SchVG zurück. Darüber hinaus sind entsprechende Maßnahmen regelmäßig zeitlich befristet, etwa die Ermäßigung des Zinssatzes auf zehn Jahre. Ein – auch teilweiser – Kapitalverzicht kann nicht beschlossen werden. Gleichwohl erwies sich das schweizerische Recht wegen der weiteren Gläubigerbefugnisse in der Vergangenheit als dem deutschen SchVG 1899 überlegen. Ursächlich hierfür waren insbesondere, dass das schweizerische Recht seit jeher Änderungen der Anleihebedingungen zuließ, die nicht der Sanierung oder Insolvenzabwendung dienen. Entsprechendes gilt für Stundungsvereinbarungen für länger als drei Jahre, die Anpassung an geänderte wirtschaftliche oder rechtliche Verhältnisse und schließlich die Umwandlung von Anleihen in Eigenkapital.³³

II. Großbritannien

Das englische Anleiherecht ist grundsätzlich gekennzeichnet von einer starken Stellung des Treuhänders (*trustee*). Der *trustee* ist *legal holder* der Anleihe. Den Anlegern als *beneficial holders* stehen nur Rechte gegen den *trustee* zu, nicht aber unmittelbar gegen den Emittenten. Der *trustee* ist Interessenvertreter der Anleger. Seine Befugnisse können (im *trust deed*) beliebig weit ausgestaltet werden. In der Praxis holt er jedoch regelmäßig ein Votum der Anleger ein, wenn es um wichtige Fragen geht. Als Interessenvertreter des Emittenten fungiert dagegen der *fiscal agent*. Er wird eingesetzt durch das *fiscal agency agreement*. Beide Vertragswerke – *trust deed* und *fiscal agency agreement* – enthalten üblicherweise Bestimmungen über Gläubigerversammlungen (*meetings provisions*). Die Regelung von Gläubigerversammlungen erfolgt ausschließlich auf vertraglicher Grundlage und zeichnet sich durch ein hohes Maß an Flexibilität aus.

Gläubigerversammlungen können einberufen werden durch den *trustee*, den Emittenten oder ein bestimmtes Quorum von Anlegern. Bisläng hält die Praxis an Präsenzversammlungen fest, obwohl die Zahl der vertretenen Anleihegläubiger oft sehr gering ist. Für diesen Fall sind regelmäßig „zweite“ Gläubigerversammlungen vorgesehen, bei denen die Anwesenheit eines teilweise äußerst geringen Quorums für die Beschlussfähigkeit der Versammlung genügt. Verbindliche Vorgaben des englischen Rechts bestehen nicht, so dass der Emittent in der Festlegung der Quoren vollkommen frei ist. Einzelne – in den Anleihebedingungen genannte – Maßnahmen erfordern allerdings die Zustimmung eines bestimmten Prozentsatzes

³³ So jedenfalls Bösch (Fn. 31), 212 und 214.

des umlaufenden Kapitals. Dies betrifft etwa die Änderung des Zinssatzes, der Fälligkeit oder der Anleihewährung. Ordnungsgemäß gefasste Beschlüsse binden die Anleihegläubiger, den *trustee* und den Emittenten. Mangels entgegenstehender gesetzlicher Bestimmungen kann nahezu jede Angelegenheit in Ansehung der jeweiligen Anleihe zum Gegenstand von Gläubigerversammlungen gemacht werden. Dabei kann im Extremfall in einer „zweiten“ Versammlung, in der ganze zwei Anleihegläubiger anwesend sind, eine für alle Anleihegläubiger verbindliche Maßnahme mit den Stimmen nur eines Gläubigers beschlossen werden, vorausgesetzt er hält einen höheren Kapitalanteil als der andere Teilnehmer.³⁴

Eine Aggregation verschiedener Anleihen durch in den Anleihebedingungen ist noch weitgehend unüblich. Eine Verknüpfung mehrerer Anleihen eines Emittenten findet lediglich über *cross default clauses* statt.

Für die Zustimmung zu Änderungen der Anleihebedingungen ist eine Dreiviertelmehrheit üblich sowie – bei Änderungen der Zahlungsbedingungen – zusätzlich ein besonderes Quorum von drei Vierteln des ausstehenden Kapitals, in einer zweiten Versammlung oder beim zweiten Aufruf nurmehr ein Viertel des ausstehenden Kapitals. Diese Regelung führt im Ergebnis dazu, dass im Einzelfall äußerst geringe Mehrheiten genügen, um einen Eingriff in Gläubigerrechte zu bewirken. Hierbei kann es auch um einen teilweisen Kapitalverzicht gehen, der anders als nach schweizerischem und früherem deutschem Recht nicht der Zustimmung aller betroffenen Gläubiger bedarf.

III. USA

Auch in den USA liegt das Schwergewicht bei der Anleihegläubigervertretung auf dem Treuhänder und weniger auf Gläubigerversammlungen. Deren Organisation bleibt im Wesentlichen der vertraglichen Gestaltung überlassen, während der *trustee* im *Trust Indenture Act* von 1939 eine detaillierte gesetzliche Regelung erfahren hat. Ihm obliegen technische Funktionen bei Emission und Tilgung und im Zusammenhang mit der Besicherung der Anleihe. Ferner ist der *trustee* regelmäßig berechtigt, bei Vertragsverletzungen des Schuldners, insbesondere Verzug (*default*) Gläubigerrechte aus eigenem Entschluss geltend zu machen.³⁵ Zu einer Abänderung der Anleiherechte nach Maßgabe der *trust indentures* oder der Anleihebedingungen ist der *trustee* jedenfalls dann nicht berechtigt, wenn diese mit Eingriffen in Gläubigerrechte verbunden sind.

³⁴ *Burn*, Bond issues under U.K. law: how the proposed German legislation compares, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, Frankfurt a.M. 2004, 219, 237.

³⁵ Siehe umfassend *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Emissionen, Köln 2001, 588 ff.; *Siebel*, Rechtsfragen internationaler Anleihen, Berlin 1997, 540 ff.

Sofern im *indenture* vorgesehen, obliegt dem *trustee* – neben dem Emittenten – auch die Einberufung von Gläubigerversammlungen bei Vorliegen der entsprechenden (vertraglichen) Voraussetzungen. Auf Verlangen eines bestimmten Quorums der Anleihegläubiger ist der *trustee* zur Einberufung einer Gläubigerversammlung verpflichtet. Das US-Recht bevorzugt im Gegensatz zum englischen Recht schriftliche Abstimmungen, wobei sich die Mehrheiten nach dem umlaufenden Kapital berechnen. Teilweise enthalten die *indentures* organisatorische Bestimmungen über eine Gläubigerversammlung. Vielfach bleibt die Organisation von Gläubigerversammlungen jedoch der Initiative der Anleger überlassen, was die Möglichkeit einer Mehrheitsbindung an Beschlüsse einer Minderheit erhöht. Die erforderliche Balance zwischen Aktionsfähigkeit der Gemeinschaft und Missbrauchsschutz stellt hier hohe Anforderungen an die *indentures*. Mehrheitsbeschlüsse sind für die Minderheit bindend. Wird durch einen Beschluss in materielle Gläubigerrechte eingegriffen, ist regelmäßig eine Zweidrittelmehrheit erforderlich.

Für die Änderung von Anleihebedingungen gilt regelmäßig Folgendes: Technische Änderungen werden einvernehmlich durch Emittent und *trustee* vorgenommen. Materiellen Änderungen (*covenants*) muss eine Gläubigermehrheit von mindestens der Hälfte, regelmäßig zwei Dritteln des umlaufenden Kapitals zustimmen. Änderungen der Zahlungsbedingungen erfordern hingegen – anders als nach englischem, schweizerischem und deutschem Recht (Abs. 3) – grundsätzlich die Zustimmung aller Gläubiger.³⁶ Hierzu zählen etwa die Veränderung der Fälligkeit, Verringerung oder der Ausschluss der Zinsen sowie die Veränderung der Fälligkeit der Hauptforderung oder deren Reduzierung. Da Zahlungsbedingungen nur einstimmig geändert werden können, erfolgen Umschuldungen nach US-Recht auf freiwilliger Basis. Hierin liegt eine erhebliche Quelle von *hold-out*-Situationen. Üblich sind deswegen *exit-consent*-Strategien im Rahmen des freiwilligen Umtauschs von Anleihen. Dabei werden jeweils in die Nebenbedingungen der „alten“ Anleihe, die durch Mehrheitsbeschluss geändert werden können, „Giftpillen“ eingestreut, die eine Nichtannahme des Umtauschangebots unattraktiv machen.

F. Das Regelungsmodell des neuen SchVG

Das SchVG ermöglicht in §§ 5 ff. eine nachträgliche Abänderung von Anleihebedingungen aufgrund eines zustimmenden Mehrheitsbeschlusses der Gläubiger, wenn und soweit die Anleihebedingungen dies vorsehen. Dem Einzelgläubiger werden damit einhergehende Einschränkungen seiner individuellen Rechtsmacht und Eingriffe in materielle Positionen zu-

³⁶ So ausdrücklich Section 316 (b) *Trust Indenture Act*. Vgl. hierzu im Einzelnen auch *Kenadjian*, Bond Issues under New York and U.S. law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, Frankfurt a.M. 2004, 245, 253 ff.

gemutet. Anders als das SchVG 1899 überlässt es das neue Recht den Anleihebedingungen, ob und inwieweit verbindliche Beschlüsse der Gläubigermehrheit möglich sind. Die amtliche Begründung verweist in diesem Zusammenhang zu Recht auf ein praktisches Bedürfnis, insbesondere Anleihen mit sehr kurzer Laufzeit auch ohne Änderungsmöglichkeit zu begeben.³⁷ Die Gründe für die Einbeziehung oder Nicht-Einbeziehung der Gläubigerversammlung in die Anleihebedingungen sind abhängig vom Produkttyp. Zugeschnitten ist das Organisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG vor allem auf Anleihen traditioneller Ausgestaltung, die wirtschaftlich mit einer mittel- oder langfristigen Kreditaufnahme verbunden sind. Weniger geeignet erscheint das gesetzliche Modell für Zertifikate bzw. Derivate. Das neue optionale Organisationsrecht der Gläubiger überlässt dem Emittenten zunächst die Entscheidung, ob sich überhaupt in das System des SchVG „einwählt“ (§ 5 Abs. 1 Satz 1 SchVG). Selbst wenn er von hiervon Gebrauch macht, kann er die gesetzlich vorgesehenen Befugnisse der Gläubiger, in die er sich grundsätzlich „eingewählt“ hat, beschränken, d.h. bestimmte Sanierungsbeiträge ausschließen (§ 5 Abs. 3 Satz 2 SchVG). Grundsätzlich nicht abdingbar sind bei einer „Einwahl“ in das System des SchVG jedoch dessen übrige Bestimmungen, namentlich die Regeln zum Minderheitenschutz (§ 5 Abs. 1 Satz 2 SchVG).

I. Erweiterte Gläubigerbefugnisse nach dem neuen SchVG

Mit dem neuen SchVG hat Gesetzgeber nunmehr eine vollständige Abkehr vom fürsorglich restriktiven Modell des SchVG 1899 vollzogen. § 5 Abs. 3 SchVG führt mögliche Beschlussgegenstände beispielhaft auf und gewährt den Parteien im Übrigen maximale Flexibilität, abgesehen davon, dass Beschlüsse nur für dieselbe Anleihe gelten, keine Leistungspflichten begründen können und grundsätzlich eine Gleichbehandlung der Gläubiger derselben Anleihe vorgesehen müssen. Innerhalb dieses Rahmens können im Prinzip sämtliche Änderungen der Anleihebedingungen vorgesehen und zum Gegenstand eines Mehrheitsbeschlusses gemacht werden. Die Anleihebedingungen können dabei eine positive und/oder negative Auflistung der zulässigen oder unzulässigen Maßnahmen vorsehen.

Erlaubt ist nach § 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 und 2 SchVG etwa die Zustimmung der Gläubigermehrheit zum vollständigen Verzicht auf Zinsen, zur unbefristeten Stundung der Zins- und Hauptforderung, die faktisch der Wirkung eines vollständigen Verzichts nahe kommen kann. Daneben können die Mehrheit der Anleihegläubiger „dem Nachrang der Forderungen aus den Schuldverschreibungen im Insolvenzverfahren des Schuldners“ zuzustimmen (Nachrang gemäß § 39 Abs. 2 InsO infolge vertraglicher Abrede, § 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 SchVG). Die Gläubiger können durch Mehrheitsbeschluss dem Austausch oder der Freigabe von Sicherheiten zustimmen (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 6 SchVG). *A maiore ad minus* dürfte dies auch die

³⁷ Regierungsbegründung (Fn. 13), 18.

Abänderung einzelner Bedingungen der Sicherheitenvereinbarung umfassen. Zulässig ist die Zustimmung der Gläubigermehrheit zur Änderung der Währung von Schuldverschreibungen (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 7 SchVG) und die Beschränkung der Kündigungsrechte der Gläubiger oder der vollständige Verzicht hierauf (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 8 SchVG). Sofern nicht bereits in den Anleihebedingungen selbst vorgesehen, können die Gläubiger einer Schuldnerersetzung zustimmen (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 9 SchVG) sowie schließlich der Änderung oder Aufhebung von Nebenbestimmungen der Schuldverschreibungen (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 10 SchVG).

II. Teilweiser Forderungsverzicht

Neu ist die für die Restrukturierungspraxis ganz wesentliche Möglichkeit der Gläubigerversammlung, einer „Verringerung der Hauptforderung“ zuzustimmen (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3 SchVG). Der nach dem SchVG 1899 unzulässige Teilverzicht auf die Hauptforderung aufgrund eines Mehrheitsbeschlusses bildet einen erheblichen Einschnitt in die Rechtsposition des einzelnen Gläubigers in Gestalt einer (Teil-) Enteignung durch die Mehrheit. Mangels prozentualer Begrenzung kann die (nach dem Wortsinn teilweise) „Herabsetzung“ schließlich auch eine Reduktion auf „nahe Null“ bedeuten, so dass in diesem Zusammenhang besondere Anforderungen an den Minderheitenschutz vor missbräuchlicher Verwendung der Mehrheitsmacht zu stellen sein dürften. Im Aktienrecht hat die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts der „Enteignung“ von Minderheitsaktionären durch Mehrheitsbeschluss Grenzen gesetzt. Vor dem Hintergrund der Wertung von Art 14 GG erfordern Strukturmaßnahmen, durch die Minderheitsaktionäre ihr ursprüngliches Investment verlieren, aus der Gesellschaft „herausgedrängt“ werden, neben einem besonderen Schutz der Minderheit vor einem Missbrauch der Mehrheitsmacht einer angemessenen Abfindungsregelung.³⁸ Ein vergleichbarer Mechanismus kommt beim teilweisen Verzicht von Anleihegläubigern auf ihre Forderung naturgemäß nicht in Betracht. Erwägenswert wäre in diesem Fall stattdessen das Erfordernis einer besonderen materiellen Rechtfertigung, die der gerichtlichen Kontrolle nach § 20 SchVG unterliegt.

III. *Debt Equity Swap*

Gleichsam bedeutend als Sanierungsinstrument ist die nunmehr ebenfalls zulässige „Umwandlung“ oder der „Umtausch der Schuldverschreibungen in Gesellschaftsanteile, andere Wertpapiere oder andere Leistungsversprechen“ (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 5 SchVG). Der Umtausch in andere Schuldverschreibungen ist ein bei internationalen Anleihen schon seit langem gebräuchliches Sanierungsinstrument. Regelmäßig werden die Laufzeiten erheblich verlängert und die Zinssätze erheblich reduziert, um die Liquidität des Schuldners langfristig zu entlasten. Rechtstechnisch handelt es sich grundsätzlich um eine Novation, einhergehend

³⁸ Grundlegend BVerfGE 14, 263 ff. – *Feldmühle*; BVerfGE 100, 289 ff. – *DAT/Altana*.

mit neuen Konditionen. Am Beispiel des Umtauschs der Wertpapiere werden die Vorteile des Verfahrens nach §§ 5 ff. SchVG im Vergleich zu den herkömmlichen Maßnahmen der Anleihe sanierung deutlich: Nach früherem Recht konnte die Restrukturierung einer Anleihe insbesondere durch Umtausch der Anleihe in eine neue Anleihe nur im Wege eines öffentlichen Umtauschangebots erzielt werden. Entsprechendes gilt für die Umwandlung in Eigenkapital (*debt equity swap*) zur Entlastung des Schuldners.³⁹ Nach dem SchVG 1899 war ein Umtausch von Schuldverschreibungen in Eigenkapital oder Eigenkapitalsurrogate, etwa Genussrechte, aufgrund Gläubigerbeschlusses nicht möglich, weil der Umtausch zwingend mit einer Aufhebung der Kapitalansprüche einhergeht. Die Anleiheforderung wird im Wege der Sacheinlage gegen Gewährung von Gesellschaftsanteilen eingebracht, namentlich gegen Ausgabe neuer Aktien. Die Einbringung der Forderung erfolgt entweder durch Abtretung an den Emittenten, so dass sie durch Konfusion erlischt, oder aufgrund Erlassvertrages nach § 397 BGB untergeht. Dass die Forderung gegen den Emittenten gerichtet ist, steht ihrer Einlagefähigkeit nicht entgegen. Allerdings erfordert der Grundsatz der realen Kapitalaufbringung, dass die eingebrachten Anleiheforderungen fällig, liquide und vollwertig sind. Die Werthaltigkeit ist dem Registergericht nach Maßgabe von §§ 183 Abs. 3, 184 Abs. 1 Satz 2 AktG durch ein Gutachten nachzuweisen. Die Bewertung der einzubringenden Forderungen richtet sich dabei naturgemäß nicht nach dem Nennwert, sondern nach dem Zeitwert. Maßgeblich ist also die Solvenz des Schuldnerunternehmens im Zeitpunkt der Einbringung. In der Sanierungssituation ist deshalb regelmäßig ein erheblicher Abschlag zum Nennwert in Ansatz zu bringen, um das Risiko einer Differenzhaftung auszuschließen. Die Zustimmung der Anleihegläubiger zum *debt equity swap* ist in der Sanierungssituation daher faktisch mit einem teilweisen Verzicht auf die Hauptforderung verbunden. Die Regelungen des SchVG vermögen nur die Zustimmung der Anleihegläubiger zum Umtausch ihrer Schuldverschreibungen und zur Hinnahme eines Abschlags auf den Nennwert zu gewährleisten, nicht hingegen die ebenfalls erforderliche Mitwirkung der Altgesellschafter. Diese richtet sich allein nach den einschlägigen gesellschaftsrechtlichen Regeln, ohne dass das SchVG hierauf Einfluss nimmt.

IV. Persönlicher Anwendungsbereich – Aggregation

Unterlassen hat es der Gesetzgeber dagegen, eine einheitliche Restrukturierung mehrerer Anleihen ein und desselben Emittenten zu erleichtern. Auch das neue SchVG erlaubt keine emissionsübergreifende Restrukturierung. Denn § 5 Abs. 1 Satz 1 SchVG steckt der verbind-

³⁹ Siehe hierzu aus betriebswirtschaftlicher Perspektive *Kunz/Ehnert*, Debt for Equity Swaps – Turnaround Investment in Deutschland, Finanz-Betrieb 2007, 395 ff. Zu den rechtlichen Rahmenbedingungen siehe *Redeker*, Kontrollerwerb an Krisengesellschaften: Chancen und Risiken des Debt-Equity-Swap, BB 2007, 673 ff.; *Schmidt/Schlitt*, Debt Equity Swap – Eine attraktive Form der Restrukturierung?, Der Konzern 2009, 279 ff.

lichen Wirkung von Gläubigerbeschlüssen enge Grenzen. Ein Mehrheitsbeschluss erfasst und bindet danach „die Gläubiger derselben Anleihe“. Eine Definition des Begriffs „derselben Anleihe“ enthält das Gesetz nicht. § 1 Abs. 1 des SchVG 1899 enthielt in diesem Zusammenhang folgende Umschreibung: „*die nach dem Verhältnis dieser Werte den Gläubigern gleiche Rechte gewähren*“.⁴⁰ Nach der Gesetzesbegründung gehören in Anlehnung hieran Schuldverschreibungen auch dann zur „selben Anleihe“, wenn sie nicht zum selben Zeitpunkt, sondern in verschiedenen Tranchen ausgegeben worden sind, sofern für sie dieselben Bedingungen gelten und in den Bedingungen für alle Schuldverschreibungen die gleichen Rechte vorgesehen sind.⁴¹ Fälle der unter einer einheitlichen ISIN geführten Aufstockungen sind daher „derselben Anleihe“ zugehörig, auch wenn verschiedene Globalurkunden bestehen. Denn nach der Gesetzesbegründung kommt es auf die Art der Verbriefung nicht an. Maßgeblich ist nach wie vor die Austauschbarkeit der Schuldverschreibungen, beruhend auf der Inhaltsgleichheit der maßgeblichen Bedingungen.⁴² Erforderlich war hierfür nach der historischen Kommentarliteratur die Identität der verbrieften Rechte hinsichtlich Zinssatz, Kündigungsregelungen, Bedingungen der Rückzahlung, Währungen, Sicherheit, einschließlich Rang der Sicherheiten.⁴³

Können Schuldverschreibungen nicht nach vorstehenden Grundsätzen als derselben Anleihe zugehörig betrachtet werden, ist eine gemeinsame Beschlussfassung nicht möglich. Denn es besteht kein anleiheübergreifendes Mehrheitsprinzip. Ein solches kann aber, wenn der Schuldner mehrere Anleihen begeben hat, von erheblicher praktischer Bedeutung sein, namentlich wenn mehrere (strukturierte) Anleihen über *cross-default*-Klauseln miteinander verknüpft sind. Bei Vorhandensein mehrerer Anleihen eines Emittenten stellt sich ein *hold-out*-Problem in Gestalt einer Gesamtrestrukturierung blockierender („dissentierender“) Anleihen. Auch nach dem neuen SchVG muss der Emittent nach wie vor mehrere separate Restrukturierungsverfahren betreiben, wenn die Gesamtanierung seines Unternehmens der gleichzeitigen Restrukturierung mehrerer Anleihen bedarf. Die Gläubiger verschiedener Anleihen wollen regelmäßig keinen Nachteil gegenüber anderen Gläubigern erleiden. Deswegen sind mehrere Restrukturierungsverfahren zeitlich parallel durchzuführen und die Prozesse eng miteinander zu verzahnen, was die Restrukturierung sehr komplex machen kann. Aus Sicht der Praxis ist dies ungenügend.⁴⁴ Wünschenswert ist eine Regelung, nach der die Anleihebe-

⁴⁰ Siehe hierzu *Vogel*, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, Baden-Baden 1999, 125 ff.

⁴¹ Regierungsbegründung (Fn. 13), 18.

⁴² Regierungsbegründung (Fn. 13), 16.

⁴³ *Ansmann* (Fn. 29), § 1, Anm. 34.

⁴⁴ *Keller*, Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, Frankfurt a.M. 2004, 157 ff.

dingungen sog. „aggregierte Mehrheitserfordernisse“ im Rahmen von Verhandlungen über eine Gesamtumschuldungsregelung vorsehen können, wie während des Gesetzgebungsverfahrens von der Praxis gefordert.⁴⁵ Sollte in einer Gläubigergruppe („Anleihe“) die erforderliche qualifizierte Mehrheit nicht zustande kommen, könnten Aggregationsklauseln eine Zweitählung erlauben, bei der es auf die Mehrheitsverhältnisse in der einzelnen Gruppe nicht mehr oder nur noch in abgeschwächter Form ankäme, sofern die erforderliche qualifizierte Mehrheit insgesamt erreicht würde. Eine solche Aggregationsklausel könnte beispielsweise beinhalten, dass eine Gesamtumschuldungsregelung dann zulässig ist, wenn an ihr ein hoher Mindestanteil, etwa drei Viertel aller vergleichbaren Gläubiger, beteiligt sind und wenn bei den verschiedenen Einzelemissionen jeweils eine einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen erreicht wird.

Auf diese Weise verfährt etwa das schweizerische Recht. Nach Art. 1171 Abs. 1 OR kann der Schuldner bei einer Mehrheit von Gläubigergemeinschaften eine oder mehrere der im Gesetz zugelassenen Maßnahmen diesen gleichzeitig zur Abstimmung vorlegen, „im ersten Falle mit dem Vorbehalte, dass die Maßnahme nur gültig sein soll, falls sie von allen Gemeinschaften angenommen wird, im zweiten Falle mit dem weiteren Vorbehalte, dass die Gültigkeit jeder Maßnahme von der Annahme der übrigen abhängig ist.“ Ermöglicht wird die gleichzeitige Verknüpfung sowohl mehrerer „Gläubigergemeinschaften“ (in der Sprache des SchVG „Anleihen“) als auch – anleiheübergreifend – mehrerer Beschlussgegenstände. Dabei werden in Art. 1171 Abs. 2 OR die Mehrheitserfordernisse für die jeweilige Einzelanleihe von grundsätzlich zwei Dritteln auf die einfache Mehrheit abgesenkt, sofern eine (aggregierte) Gesamtmehrheit von zwei Dritteln des umlaufenden Kapitals und die einfache Mehrheit der Gläubigergemeinschaften zugestimmt hat. Eine derartige Aggregation dient der Erhöhung des Bindungsgrads einer Umschuldung und damit einer Lösung des *hold-out*-Problems im Hinblick auf „dissentierende“ Anleihen, bei denen keine oder keine qualifizierte Mehrheit zustande gekommen ist. Ausgangspunkt der Aggregation muss dabei jeweils ein Gesamtplan sein, der den einzelnen Gläubigerversammlungen zur Abstimmung unterbreitet wird.

Entsprechende Regelungen zur Aggregation lassen sich zwar auch in vertraglichem Wege, in den Anleihebedingungen, konstruieren. Dabei besteht allerdings die Schwierigkeit, dass sie auf „Gegenseitigkeit“ beruhen. Jede Gläubigergruppe muss in ihren Bedingungen akzeptieren, im Rahmen eines Gesamtplanes überstimmt zu werden oder aber zumindest, dass eine schwächere Mehrheit zur Rechtfertigung von Eingriffen in ihre Rechte ausreicht. Eine

⁴⁵ So etwa vom Deutschen Aktieninstitut (DAI) in seiner Stellungnahme vom 22. August 2008 zum Referentenentwurf. Ausführlich bereits die Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins (DAV) vom August 2003 zum Arbeitsentwurf eines neuen SchVG von 2003, 4 ff.

gesetzliche Lösung ist deswegen vorzuziehen. Nach der amtlichen Begründung sind die Gläubiger verschiedener Anleihen des Emittenten bislang darauf verwiesen, sich erforderlichenfalls über ihre jeweiligen gemeinsamen Vertreter auf ein einheitliches Vorgehen zu verständigen.⁴⁶

V. Schutzmechanismen vor missbräuchlicher Ausübung der Mehrheitsbefugnisse

Sowohl 1899 als auch 2009 stand der Gesetzgeber vor der Aufgabe, einerseits die Aktionsfähigkeit der Gemeinschaft zu gewährleisten und andererseits die „Richtigkeit“ ihrer Entscheidungen sicherzustellen. Um der Gefahr des Missbrauchs der Mehrheitsmacht in einer Anleihegläubigerversammlung entgegenzuwirken, setzte das SchVG 1899 primär auf inhaltliche Schranken für Mehrheitsbeschlüsse oder materielle Anforderungen an diese. Der stark ausgeprägte Minderheitenschutz nahm dem Gesetz bekanntlich viel von seinem Nutzen.⁴⁷ Nach dem neuen SchVG können Gläubiger derselben Anleihe nunmehr durch Mehrheitsbeschluss Verträgen zur Änderung der Anleihebedingungen zustimmen, ohne dass eine Notlage des Schuldners besteht. Die inhaltlich zulässigen Beschlussgegenstände sind nahezu unbeschränkt. Dem nach wie vor gebotenen Minderheitenschutz will das Gesetz nicht mehr durch eingeschränkte Entscheidungsbefugnisse Rechnung tragen, sondern – in Annäherung an das Aktienrecht – durch verbesserten Informationszugang der Gläubiger, ein hinreichend transparentes Verfahren, qualifizierte Mehrheitserfordernisse sowie schließlich durch Gewährung individuellen Rechtsschutzes nach aktienrechtlichem Vorbild.⁴⁸

Neben der Parallelisierung aktien- und anleiherechtlicher Verfahrensvorschriften relativiert auch das dem neuen SchVG zugrundeliegende Gläubigerschutzkonzept die strikte konzeptionelle Trennung zwischen Aktionären und Anleihegläubigern. Wie bei Aktien geht es bei Schuldverschreibungen aus Anleihen um Anleger und Anlegerschutz.⁴⁹ Nicht zuletzt diese – selbst keineswegs neue⁵⁰ – Erkenntnis liegt dem Regelungskonzept des neuen SchVG zu

⁴⁶ Regierungsbegründung (Fn. 13), 18.

⁴⁷ Bereits eine erste gemeinsame Analyse des Reichsjustizamts und des (Reichs-) Innenministeriums vom 8. April 1903 gelangte zu dem Ergebnis, dass sich in den ersten Anwendungsfällen des SchVG 1899 (Sanierung der „Spielhagen-Banken“, verschiedener kleinerer ostdeutscher Hypothekenbanken und der Allgemeinen Deutschen Kleinbahngesellschaft) einerseits die Beschränkungen der Gläubigerbefugnisse negativ ausgewirkt hätten, andererseits aber keinerlei Fälle des Missbrauchs der Mehrheitsmacht zu verzeichnen gewesen seien. Vgl. dazu *Hecht*, Die Deutsche Treuhand-Gesellschaft, Schriften des Vereins für Socialpolitik 111 (1903), 108 ff. Demgemäß fehlte es nicht an Reformanregungen der bis Anfang der 1930er Jahre recht umfangreichen Kommentarliteratur zum Schuldverschreibungsgesetz. So zuletzt *Ansmann* (Fn. 29), § 11, Anm. 17.

⁴⁸ Regierungsbegründung (Fn. 13), 14.

⁴⁹ *Hopt* (Fn. 14), 456 f.

⁵⁰ Vgl. bereits *Riesser*, Zur Kritik der Gesetzentwürfe betreffend das Hypothekenbankwesen und die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen, Beilage ZHR 47 (1898), 7.

Grunde. Sie ermöglicht eine parallele Fortentwicklung des Rechtes zum Schutz von Kapitalanlegern.

1. Verschlechterungsverbot

Werden Gläubigerversammlungen in die Anleihebedingungen aufgenommen, gelten die §§ 5 bis 21 SchVG unmittelbar. Die gesetzlichen Mindestanforderungen an Mehrheitsbeschlüsse sind dann zwingend einzuhalten (§ 5 Abs. 1 Satz 2 SchVG). Es handelt sich um „sekundär zwingendes Recht“, das im Falle der freiwilligen Wahl der Regelung durch die Parteien (faktisch durch den Emittenten) gilt.⁵¹ Abweichungen zu Lasten der Gläubiger sind nur zulässig, wenn im Gesetz ausdrücklich vorgesehen.⁵²

2. Verbot der Leistungsverpflichtung

Ein speziell geregelter Fall ist das Verbot der Leistungsverpflichtung in § 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG. Eine Verpflichtung zur Leistung kann für die Gläubiger durch Mehrheitsbeschluss nicht begründet werden. Das entspricht dem Grundverständnis von Finanzanlagen. Gläubiger von Schuldverschreibungen tragen als Fremdkapitalgeber zwar das Risiko des Kapitalverlusts. Sie übernehmen darüber hinaus jedoch keine Nachschusspflichten.⁵³ Eine Verpflichtung zu Leistungen ist demgemäß nur durch gleichlautenden Vertrag mit sämtlichen Gläubigern gemäß § 4 Satz 1 SchVG möglich.

Relevant wird das Verbot der Leistungsverpflichtung etwa im Zusammenhang mit einem grundsätzlich zulässigen *debt equity swap*. Wie dieser ohne latente Leistungspflicht umgesetzt werden kann, ist unklar. So könnte etwa das Risiko der Differenzhaftung zu einer Nachschusspflicht der Gläubiger führen, wenn als Sacheinlage eingebrachte Anleihen nicht mindestens dem Wert des geringsten Ausgabebetrags der Aktien des Schuldners entsprechen. Vor diesem Hintergrund wird sich die unter dem SchVG 1899 maßgebliche strenge Auslegung⁵⁴ nicht aufrechterhalten lassen. Vielmehr wird die gesetzliche Regelung dahin zu verstehen sein, dass das Verbot nur einseitige oder zusätzliche finanzielle Leistungen der Gläubiger in dieser Eigenschaft umfasst (z.B. Nachschusspflichten auf die Anleihe). Andernfalls würde die Regelung des § 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 5 SchVG leerlaufen. Zulässig sein dürften Gestaltun-

⁵¹ Horn, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und der Anleihemarkt, BKR 2009, 446, 449.

⁵² Ein Beispiel hierfür ist die Regelung in § 5 Abs. 6 Satz 2, wonach die doppelte Möglichkeit zur Abstimmung in einer Präsenzversammlung und im schriftlichen Wege auf eine dieser Alternativen beschränkt werden kann.

⁵³ Regierungsbegründung (Fn. 13), 18.

⁵⁴ Die identische Vorläuferbestimmung des § 1 Abs. 3 SchVG 1899 sollte der Gläubigerversammlung eine „Ausschreibung von Einschüssen zu Sanierungszwecken“ unmöglich machen. So die Regierungsbegründung zum SchVG 1899, Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstags, 10. Legislaturperiode, I. Session 1898 – 1900, 2. Anlagenband, Aktenstück Nr. 105, 910.

gen, bei denen die Gläubiger entweder lediglich zu einer Mitwirkung verpflichtet werden und/oder eine wirtschaftlich gleichwertige Gegenleistung erhalten. Letzteres ist beim *debt equity swap* der Fall. Zudem ist das Risiko einer Differenzhaftung nur eine gesetzliche Folgepflicht der Sacheinlage. Sie beruht auf dem Gedanken, dass Aktien nicht unter dem Wert des geringsten Ausgabebetrags ausgegeben werden dürfen und Sacheinlagen jedenfalls diesem Wert entsprechen müssen. War der Wert der Sacheinlage jedoch zu hoch angesetzt und muss deshalb die Differenz zum geringsten Ausgabebetrag möglicherweise nachgezahlt werden, dann steht der Gläubiger bei einer *ex ante* Betrachtung wirtschaftlich nicht schlechter, als wenn der Wert seiner Sacheinlage geringer angesetzt worden wäre, da er aufgrund der zu hohen Bewertung seiner Einlage mehr Aktien erhalten hat, als ihm wirtschaftlich zugestanden haben.

3. Gleichbehandlungsgebot

§ 5 Abs. 2 Satz 1 SchVG ordnet an, dass Gläubigerbeschlüsse gleichermaßen für alle Gläubiger derselben Anleihe verbindlich sind. Diese Aussage hat primär klarstellenden Charakter.⁵⁵ Sie entspricht der Verkehrsanschauung und ist zugleich Voraussetzung der Verkehrsfähigkeit der Anleihe und damit letztendlich der Funktionsfähigkeit des Wertpapierhandels, der auf der Austauschbarkeit aller Papiere derselben Anleihe beruht.⁵⁶ Da einzelne Schuldverschreibungen grundsätzlich nicht individualisierbar sind, müssen jedem Gläubiger dieselben Ansprüche gegen den Schuldner zustehen. Dieser Grundsatz gilt sowohl vor als auch nach der Beschlussfassung und kann durch eine Mehrheitsentscheidung nicht wirksam aufgehoben werden. Gläubiger derselben Anleihe haben nach § 4 Satz 2 SchVG einen Anspruch auf Gleichbehandlung. Gemäß § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG können unterschiedliche Bedingungen für unterschiedliche Gläubiger nur vorgesehen werden, wenn die benachteiligten Gläubiger ihrer Ungleichbehandlung ausdrücklich zustimmen.

4. Mehrheitserfordernisse

Nach § 5 Abs. 4 Satz 2 SchVG besteht für Gläubigerbeschlüsse ein qualifiziertes Mehrheitserfordernis von mehr als 75 % der abgegebenen Stimmen, wenn der „wesentliche Inhalt“ der Anleihebedingungen geändert werden soll. Hinzukommen muss jeweils die Beschlussfähigkeit der Versammlung, die nur bei wertmäßiger Vertretung von mindestens 50 % der ausstehenden Schuldverschreibungen gegeben ist (§ 15 Abs. 3 Satz 1 SchVG) oder aber – in einer „zweiten“ Versammlung – bei Vertretung von 25 % der ausstehenden Schuldverschreibungen (§ 15 Abs. 3 Satz 2 SchVG). Die amtliche Begründung beruft sich in diesem Zusam-

⁵⁵ Regierungsbegründung (Fn. 13), 18.

⁵⁶ Regierungsbegründung (Fn. 13), 17; BGHZ 163, 311 ff.; BGH, WM 2009, 1500, 1501; *Horn* (Fn. 51), 448.

menhang auf internationale Standards.⁵⁷ Eine wesentliche Änderung der Anleihebedingungen ist insbesondere in den Fällen des § 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 bis 9 anzunehmen, d.h. stets wenn in Rechtspositionen der Gläubiger eingegriffen oder das Chancen- und Risikoprofil der Anleihe verändert wird. Die einfache Mehrheit wird im Ergebnis nur im Fall des § 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 10 SchVG, d.h. bei Änderung oder Aufhebung von Nebenbestimmungen genügen, womit die gesetzliche Ausnahme der qualifizierten Mehrheit den tatsächlichen Regelfall bildet.

5. Verfahrenstransparenz und verbesserte Information der Gläubiger

Modernisiert wurden die Anforderungen an die Einberufung von Gläubigerversammlungen in Anlehnung an das Aktienrecht. Verzichtet wurde – wie schon im SchVG 1899 – auf das bei weltweit gestreuten Papieren kaum realistische Erfordernis der persönlichen Einladung zugunsten einer Bekanntmachung auf der Internetseite des Schuldnerunternehmens. Nach der europäischen Aktionärsrechterichtlinie⁵⁸ und dem deutschen Umsetzungsgesetz, dem ARUG⁵⁹, soll die Internetseite einer Gesellschaft künftig die Funktion einer Informationsbasis für die Angelegenheiten der Aktionäre übernehmen. Diese Funktion soll sie auch für die Angelegenheiten der Anleihegläubiger übernehmen.⁶⁰ Gesetzlich vorgegeben sind der Mindestinhalt der Einberufung hinsichtlich Schuldner, Versammlung und Teilnahmevoraussetzungen. Die Einberufung ist im elektronischen Bundesanzeiger bekanntzugeben und vom Schuldner unter seiner Adresse bis zum Tag der Versammlung zugänglich zu machen (§ 12 SchVG). Der Einberufende hat eine vorläufige Tagesordnung nebst eigenen Beschlussvorschlägen zu erstellen (§ 13 Abs. 1 und 2 SchVG). Gläubiger, die zusammen 5 Prozent der ausstehenden Schuldverschreibungen innehaben, können die Bekanntgabe weiterer Beschlussgegenstände verlangen (§ 13 Abs. 3 SchVG). Die Regelung entspricht § 122 Abs. 2 AktG. Wie nach § 124 Abs. 4 AktG jeder Aktionär, kann jeder Gläubiger zu Gegenständen auf der Tagesordnung Gegenanträge einbringen, die der Schuldner, wenn sie rechtzeitig vor der Versammlung gestellt werden, unverzüglich auf seiner Internetseite bekanntgeben muss (§ 13 Abs. 4 SchVG). Der Einberufende hat ein Verzeichnis der erschienenen und der durch Bevollmächtigte vertretenen Gläubiger aufzustellen und zugänglich zu machen (§ 15 Abs. 1 und 2 SchVG). Hierdurch sollen die Gläubiger in die Lage versetzt werden, das ordnungsgemäße

⁵⁷ Regierungsbegründung (Fn. 13), 19.

⁵⁸ Richtlinie 2007/36/EG über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl. L vom 14.7.2007, 17 ff.

⁵⁹ Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) vom 30.7.2009, BGBl. I, 2479 ff.

⁶⁰ Regierungsbegründung (Fn. 13), 22.

Zustandekommen der Abstimmungsergebnisse innerhalb der Anfechtungsfrist zu überprüfen.⁶¹

In Anlehnung an § 131 Abs. 1 Satz 1 AktG hat der Schuldner in der Gläubigerversammlung eine Auskunftspflicht, jeder Gläubiger ein entsprechendes Auskunftsrecht nach § 16 Abs. 1 SchVG. Beides ist sachlich beschränkt auf Auskünfte, die zur sachlichen Beurteilung eines Tagesordnungspunktes oder Vorschlags zur Beschlussfassung erforderlich sind. Verletzungen führen unter bestimmten Voraussetzungen zur Anfechtbarkeit des jeweiligen Beschlusses. Nach dem SchVG 1899 waren die Gläubiger in diesem Zusammenhang auf die Weitergabe von Informationen durch den Gläubigervertreter angewiesen.⁶²

6. Rechtsschutz durch Anfechtungsklage

6.1 Grundzüge der Beschlusskontrolle nach dem SchVG

Das Schwergewicht im Zusammenhang mit dem Schutz der Gläubiger vor missbräuchlicher Ausübung der Mehrheitsbefugnisse liegt nach der gesetzgeberischen Intention auf der ebenfalls mit der Neuregelung aus dem Aktienrecht übernommenen Anfechtungsklage. Die gerichtliche Kontrolle von Mehrheitsbeschlüssen ist im Hinblick auf den grundgesetzlichen Eigentumsschutz und die Einschränkung der individuellen Vertragsmacht durch die kollektive Bindung nach § 4 SchVG geboten.⁶³ § 20 SchVG eröffnet die Möglichkeit zur Anfechtung von Gläubigerbeschlüssen, nennt Anfechtungsgründe und regelt die Voraussetzungen der Anfechtungsbefugnis. Dabei kommt der Anfechtungsbefugnis des einzelnen Anlegers wie im Aktienrecht kommt eine Doppelfunktion zu: Sie ist sowohl eigennütziges Gläubigerrecht als auch im Gesamtinteresse bestehendes Kontrollrecht. Soweit Gläubiger anfechtungsbefugt sind, machen sich Emittent und Gläubigergemeinschaft deren private Initiative zur rechtlichen Überprüfung eines Beschlusses zunutze. Mangels Gestaltungswirkung des Urteils im Anfechtungsprozess liegt das Schwergewicht der Anfechtungsklage im SchVG allerdings auf der individuellen Komponente.

Die neue Regelung lehnt sich eng an das aktienrechtliche Vorbild an, berücksichtigt daneben aber auch die Besonderheit der Beschlussfassung ohne physische Versammlung. Die Anfechtungsbefugnis, die Anfechtungsfrist und die Formalien der Anfechtungsklage entsprechen weitgehend den aktienrechtlichen Bestimmungen in §§ 245, 246 AktG. Wie ein Hauptversammlungsbeschluss kann ein Beschluss der Gläubiger nunmehr nach Widerspruch wegen Verletzung des Gesetzes oder der Anleihebedingungen binnen Monatsfrist durch Klage angefochten werden. Mit

⁶¹ Regierungsbegründung (Fn. 13), 23.

⁶² Vgl. § 15 Abs. 3 SchVG 1899, wonach dem Gläubigervertreter zur Vorbereitung von „Verzichtsbeschlüssen“ umfassende (laufende) Informationsrechte gegenüber dem Schuldner zustanden.

⁶³ So die Regierungsbegründung (Fn. 13), 25.

in das SchVG übernommen wurde die Beschränkung der Anfechtung wegen unrichtiger, unvollständiger oder verweigerter Erteilung von Informationen nach § 243 Abs. 4 Satz 1 AktG und wegen technischer Störungen nach § 243 Abs. 3 Nr. 1 AktG. Um missbräuchlichen Anfechtungsklagen entgegenzuwirken, wurde das Klageverfahren ergänzt um das ebenfalls aus dem Aktienrecht bekannte Beschlussverfahren zur Überwindung einer mit Klageerhebung grundsätzlich verbundenen Vollzugssperre gemäß § 246a AktG (Freigabeverfahren).

Andererseits ist wurde die aktienrechtliche Regelung nur unvollständig übernommen. Ein Säumnis des Gesetzgebers ist etwa, dass er weder die Gestaltungswirkung eines stattgebenden Urteils nach § 241 Nr. 5 AktG noch die in § 248 Abs. 1 Satz 1 AktG angeordnete Rechtskrafterstreckung im SchVG abgebildet hat.⁶⁴ Nach § 241 Nr. 5 AktG führt das einen Beschluss der Hauptversammlung aufhebende Urteil zur Nichtigkeit des angefochtenen Beschlusses. Klarstellend bestätigt § 248 Abs. 1 Satz 1 AktG, dass das diese Rechtsfolge aussprechende Urteil für und gegen alle Aktionäre sowie die Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats wirkt, auch wenn sie nicht Partei im Anfechtungsprozess waren. Wegen Fehlens einer Rechtskrafterstreckung gerichtlicher Entscheidungen entsprechend § 248 Abs. 1 Satz 1 AktG hat ein der Anfechtungsklage stattgebendes Urteil lediglich relative Rechtskraft (§ 325 ZPO). Demgemäß fehlen, abweichend von §§ 246 Abs. 4 Satz 1 und 248 Abs. 1 Satz 4 AktG, auch Bestimmungen über die Benachrichtigung und Beteiligung der übrigen Anleger am Anfechtungsprozess und die Bekanntmachung der Aufhebung eines Beschlusses durch kassatorisches Urteil.

6.2 Einschränkung des Rechtsschutzes gegenüber dem SchVG 1899

Wenn die Gesetzesbegründung ausführt, die Vorschrift schaffe „erstmal die Möglichkeit, Beschlüsse der Gläubiger vor Gericht anzufechten“⁶⁵, so ist dies zumindest missverständlich. Zwar war die Geltendmachung von Beschlussmängeln im SchVG 1899 nicht geregelt. Dies bedeutete jedoch nicht, dass die in ihren Rechten verletzte Minderheit ohne Rechtsschutz war. Die Rechtswidrigkeit eines Gläubigerbeschlusses konnte von jedem Anleger uneingeschränkt und unbefristet durch Leistungs- oder Feststellungsklage oder aber im Wege der Einrede geltend gemacht werden. Einzige Grenze war die der Verwirkung. Mangels Befristung der Geltendmachung von Rechtsverstößen nach dem Vorbild des § 246 Abs. 1 AktG bestand eine latente Rechtsunsicherheit für den Emittenten. Er musste ggf. noch Jahre nach der Beschlussfassung damit rechnen, im Prozesswege zur Nachzahlung von Zinsen oder zur Wiedereinräumung von Sicherheiten etc. in Anspruch genommen zu werden. Aus Gläubi-

⁶⁴ Vgl. *Baums*, Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes, ZBB 2009, 1, 3.

⁶⁵ Regierungsbegründung (Fn. 13), 25. Ähnlich *Cranshaw*, Internationalisierung und Modernisierung – Bemerkungen zum geltenden und zum Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG), BKR 2008, 504, 510.

gersicht liegt in der Neuregelung damit letztendlich keine Erweiterung des Rechtsschutzes, sondern vielmehr eine Einschränkung. Der einzelne Gläubiger kann sich nunmehr gegen einen Beschluss der Gläubigerversammlung nur zur Wehr setzen, wenn er zur Anfechtung befugt ist und zwar nur innerhalb der Monatsfrist und nur im Klagewege. Solange eine Anfechtungsklage nicht von einem dazu befugten Kläger erhoben ist, ist der gesetz- oder vertragswidrige Beschluss wirksam.⁶⁶ Die einredeweise Geltendmachung von Beschlussmängeln ist nach neuem Recht ausgeschlossen.

6.3 Anfechtbare und nichtige Beschlüsse

6.3.1 Regelung im Gesellschaftsrecht

Das SchVG enthält keine § 241 AktG entsprechende Regelung für solche Fälle, in denen ein Beschluss an einem derart schweren Mangel leidet, dass er bereits von Gesetzes wegen nichtig ist, ohne dass es der vorherigen Anfechtung im Klagewege bedarf. Nichtigkeit bezeichnet das Ausbleiben der von den Beteiligten gewollten Rechtswirkungen eines Beschlusses wegen dessen Gesetzeswidrigkeit. § 241 AktG ordnet diese Rechtsfolge ausdrücklich an bei schweren Verfahrensfehlern, d.h. Einberufungs- und Beurkundungsmängeln (§ 241 Nr. 1 und 2 AktG), bei schweren Inhaltsmängeln, d.h. vor allem bei Verletzung drittschützender Vorschriften oder Sittenwidrigkeit des Beschlussinhalts (§ 241 Nr. 3 und 4 AktG) sowie bei Beschlüssen, die durch auf Anfechtungsklage für nichtig erklärt worden oder nach § 144 Abs. 2 FGG als nichtig aus dem Handelsregister gelöscht worden sind (§ 241 Nr. 5 und 6 AktG). Die Gesetzeswidrigkeit kann durch besondere Erklärung oder im Klagewege geltend gemacht werden, so im Aktienrecht namentlich durch Nichtigkeitsklage nach § 249 AktG. Zwingend ist dies indes nicht, da die Nichtigkeitsfolge von Gesetzes wegen eintritt. Aus Gründen der Rechtssicherheit ist die automatische Nichtigkeit im Aktienrecht die Ausnahme, die bloße Anfechtbarkeit die Regel. Der Rechtssicherheit dienen dabei das der Nichtigkeitsfolge (nach § 241 Nr. 5 AktG) vorgeschaltete Klageverfahren sowie insbesondere die Monatsfrist des § 246 Abs. 1 AktG.

6.3.2 Nichtige Gläubigerbeschlüsse

Aus dem Fehlen einer Regelung über die Nichtigkeit von Gläubigerbeschlüssen im SchVG kann indes nicht im Wege des Umkehrschlusses aus § 241 AktG gefolgert werden, dass es keine nichtigen Gläubigerbeschlüsse gibt. Denn der Regelungszweck des § 241 AktG besteht gerade nicht in der „Schaffung“ von Nichtigkeitsgründen, sondern vielmehr in deren Einschränkung gegenüber dem allgemeinen Zivilrecht und ihrer Präzisierung.⁶⁷ Außer den in § 241 AktG und den dort genannten Vorschriften enthaltenen Tatbeständen gibt es im Aktienrecht keine weiteren „unge-

⁶⁶ Baums (Fn. 64), 3.

⁶⁷ Hüffer, Aktiengesetz, 9. Auflage, München 2010, § 241, Rn. 1.

schriebenen Nichtigkeitsgründe“.⁶⁸ Ein Hauptversammlungsbeschluss ist etwa gemäß § 241 Nr. 4 AktG nur dann wegen Sittenwidrigkeit nichtig, wenn sich die Sittenwidrigkeit gerade aus seinem Inhalt ergibt. Nicht maßgeblich sind die äußeren Umstände der Beschlussfassung. Insofern fasst § 241 Nr. 4 AktG den Tatbestand enger als § 138 Abs. 1 BGB. Im Übrigen war auch im Aktienrecht bereits vor Einführung einer dem heutigen § 241 AktG entsprechenden Regelung mit der Aktienrechtsnovelle 1884 anerkannt, dass die Geltendmachung von Beschlussmängeln im Anfechtungswege bei schweren Beschlussmängeln entbehrlich war.⁶⁹ Die Geltendmachung besonders schwerer Beschlussmängel sollte nicht in das Belieben Einzelner gestellt und von einer besonderen Anfechtungsbefugnis abhängig sein. Insbesondere sollte sie nicht der Monatsfrist unterliegen. Nichtigkeitsgründe wurden ferner angenommen bei Verstößen gegen im Gläubigerinteresse oder sonst im öffentlichen Interesse liegenden Vorschriften. Entsprechendes gilt im Genossenschaftsrecht, das in § 51 GenG nur von anfechtbaren Beschlüssen der Generalversammlung spricht. Gleichwohl können Beschlüsse der Generalversammlung bei schwerwiegenden Mängeln auch *ipso jure* nichtig sein. Die gleichen Überlegungen müssen auch für Beschlüsse einer Versammlung von Anleihegläubigern gelten, dies umso mehr als der aktuellen Novellierung des SchVG das Recht der aktienrechtlichen Hauptversammlung als Vorbild diene.

Eine pauschale analogieweise Übertragung der Nichtigkeitsgründe des § 241 AktG auf Gläubigerbeschlüsse scheidet gleichwohl aus. Dies gilt namentlich für die in § 241 Nr. 5 und 6 AktG geregelten Fälle. Denn die „schuldverschreibungsrechtliche“ Anfechtungsklage führt im Erfolgsfalle nicht zur *inter omnes* wirkenden Nichtigkeit des Beschlusses. Des Weiteren sind Beschlüsse einer Gläubigerversammlung nicht in das Handelsregister einzutragen, so dass naturgemäß auch eine die Nichtigkeitsfolge auslösende Löschung nach § 144 Abs. 2 FGG nicht stattfinden kann. Eine Analogie zu § 241 Nr. 3 AktG, d.h. die Nichtigkeit von Beschlüssen, die in Rechte anderer Gläubiger eingreifen oder im öffentlichen Interesse bestehende Vorschriften verletzen, dürfte im Wesentlichen außer Betracht bleiben. Denn die Vorschrift zielt primär ab auf die Einhaltung aktienrechtlicher (Gläubigerschutz-) Vorschriften mit Wirkung für Dritte („Wesen der Aktiengesellschaft“ als Auffangtatbestand), die vorliegend naturgemäß keine unmittelbare Rolle spielen.⁷⁰ Denkbar ist allenfalls die Nichtigkeit von Beschlüssen, die die Kompetenzen der Gläubigerversammlung in sonstiger Weise überschreiten.⁷¹

Die Abgrenzung nichtiger von bloß anfechtbaren Beschlüssen im Übrigen überlässt das SchVG, wie auch das Genossenschaftsrecht und das GmbH-Recht, der Klärung durch Rechtsprechung und Schrifttum. Mangels spezialgesetzlicher Regelung richtet sich die Nichtigkeit von Gläubigerbe-

⁶⁸ Hüffer (Fn. 67), § 241, Rn. 7.

⁶⁹ Vgl. Baums (Fn. 64), 4.

⁷⁰ Siehe im Einzelnen Hüffer (Fn. 67), § 241, Rn. 14 ff.

⁷¹ Zur rechtlichen Einordnung kompetenzüberschreitender Hauptversammlungsbeschlüsse im Aktienrecht siehe Hüffer (Fn. 64), § 241, Rn. 20.

schlüssen nach den Regeln des allgemeinen Zivilrechts, namentlich § 138 Abs. 1 BGB. Dies gilt jedenfalls für inhaltliche Beschlussmängel, die damit im Ergebnis, anders als im Aktienrecht, auch dann zur Nichtigkeit eines Beschlusses führen, wenn sich die Sittenwidrigkeit aus den äußeren Umständen der Beschlussfassung ergeben. In diesem Zusammenhang sind die Voraussetzungen der Nichtigkeit also weiter als im Aktienrecht.

Nichtig („unwirksam“) ist im Übrigen auch ein Beschluss, der die Anleihegläubiger entgegen § 5 Abs. 2 Satz 2 ungleich behandelt, sofern auch nur ein einziger der zurückgesetzten Gläubiger seine Zustimmung verweigert hat.⁷²

Was Einberufungs- und Beschlussmängel anbelangt, so ist die gesetzgeberische Absicht der verfahrensrechtlichen Annäherung des SchVG an das Aktienrecht zu berücksichtigen. Maßgeblich sind zumindest auch die Wertungen des § 241 AktG. Nichtigkeit eines Gläubigerbeschlusses statt bloßer Anfechtbarkeit dürfte danach anzunehmen sein, wenn entgegen §§ 9 ff. SchVG nur ein begrenzter oder „ausgewählter“ Kreis von Anlegern zur betreffenden Gläubigerversammlung eingeladen wurde. Für den Hauptversammlungsbeschluss ergibt sich die Nichtigkeit in diesem Fall aus § 241 Nr. 1 AktG. Zwar führen Einberufungsmängel nach § 20 Abs. 2 Nr. 2 SchVG grundsätzlich (nur) zur Anfechtbarkeit. Gleichwohl kann ein Beschluss, der von einer solchen Gläubigerversammlung gefasst wurde, diejenigen „übergangenen“ Gläubiger, die hiervon nichts wussten und wissen konnten, die demgemäß auch keinen Widerspruch einlegen oder Klage erheben konnten, nicht binden.⁷³ Auch ohne ausdrückliche gesetzliche Regelung müssen dieser und ähnlich schwerwiegende und offenkundige Verstöße gegen die Regeln der §§ 12 oder 18 Abs. 3 die automatische Nichtigkeit des jeweiligen Beschlusses nach sich ziehen.

Beschlüsse einer im Inland durchgeführten Gläubigerversammlung bedürfen wie Hauptversammlungsbeschlüsse der Aktiengesellschaft zu ihrer Gültigkeit der notariellen Beurkundung der Versammlungsniederschrift nach § 16 Abs. 3. Für Beschlüsse der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft gilt nach § 130 AktG Entsprechendes. § 241 Nr. 2 AktG knüpft an das vollständigen Fehlen der Beurkundung eines Hauptversammlungsbeschlusses sowie an das Fehlen förmlicher oder inhaltlicher Essentialia die Nichtigkeitsfolge. Dementsprechend sollten auch mit einem solchen Beurkundungsmangel behaftete Gläubigerbeschlüsse nicht nur anfechtbar, sondern nichtig sein, zumal § 16 Abs. 3 SchVG ausdrücklich auf § 130 Abs. 2 bis 4 AktG Bezug nimmt.⁷⁴

⁷² Im Aktienrecht führt ein Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG dagegen nur zur Anfechtbarkeit.

⁷³ *Baums* (Fn. 64), 4.

⁷⁴ *Podewils* (Fn. 23), 1918.

6.4 Anfechtungsgründe

6.4.1 Verfahrensfehler

Nach § 20 Abs. 1 Satz 1 SchVG kann ein Beschluss der Gläubiger wegen Verletzung des Gesetzes oder der Anleihebedingungen durch Klage angefochten werden, unabhängig davon, ob er in einer Gläubigerversammlung oder ohne Versammlung zustande gekommen ist. Wie im Aktienrecht können Beschlüsse zunächst wegen Verfahrensfehlern anfechtbar sein. Im Einzelnen kommen folgende Vorbereitungs- und Durchführungsmängel in Betracht: unberechtigter Ausschluss stimmberechtigter Gläubiger von der Abstimmung, unrichtige Feststellung des Beschlussergebnisses wegen Nichtbeachtung eines Stimmverbots, Verkennung der erforderlichen Beschlussmehrheit in der konkreten Angelegenheit oder Nichtbeachtung der Einberufungsfrist.

6.4.2 Inhaltsfehler – Materielle Beschlusskontrolle?

Fraglich ist dagegen, ob und wie weit nach § 20 SchVG auch über die Nichtigkeit gemäß § 138 Abs. 1 BGB hinaus eine materielle Beschlusskontrolle stattfindet und welche Maßstäbe hierfür gelten. Gesetzestext und amtlicher Begründung sind keine Hinweise zu entnehmen, ob ein Gläubigerbeschluss auch dann anfechtbar ist, wenn sich ein Mangel nicht auf sein Zustandekommen, sondern auf seinen Regelungsgehalt als Ergebnis der Beschlussfassung bezieht. Die in § 1 Abs. 1 SchVG 1899 enthaltene materielle Voraussetzung, dass Gläubigerbeschlüssen nur dann verbindliche Wirkung für alle Gläubiger zukommt, wenn sie „zur Wahrung ihrer gemeinsamen Interessen“ gefasst wurden, hat keinen Eingang mehr in die gesetzliche Neuregelung gefunden. Dies spricht zunächst dafür, dass der Gesetzgeber – jedenfalls unterhalb der Nichtigkeitsschwelle – den reflexiven Schutz für hinreichend erachtet, den die Selbstbetroffenheit einer dem Eingriff zustimmenden Mehrheit auch der überstimmten Minderheit bietet. Eine Mehrheitsentscheidung der Gläubiger impliziert regelmäßig ein gemeinsames Interesse der Gläubiger, so dass dessen zusätzliche Prüfung grundsätzlich entbehrlich ist. Andererseits verfügt die Mehrheit mit ihrem Beschluss nicht nur über ihre eigenen Rechte, sondern auch über die der Minderheit und unterliegt insofern einer gewissen treuhänderischen Bindung.⁷⁵ Auch die in § 1 Abs. 1 SchVG 1899 noch enthaltene materielle Wirksamkeitsvoraussetzung („zur Wahrung ihrer gemeinsamen Interessen“) war nicht im Sinne einer justiziablen „Richtigkeitsprüfung“ zu verstehen. Demgemäß kam diesem Kriterium auch in der Anwendungspraxis des SchVG 1899 keine eigenständige Bedeutung zu. Es handelte sich vielmehr um ein subjektives Kriterium.⁷⁶ Voraussetzung war nur, dass der Beschluss erstens gemeinsame Interessen berührt und zweitens subjektiv zum Zwecke deren Wahrung gefasst wurde. Dass der Gesetzgeber

⁷⁵ Baums (Fn. 64), 4. Zustimmend Horn (Fn. 7), 62.

⁷⁶ So schon die frühe Kommentarliteratur zum SchVG 1899. Vgl. die Nachweise bei Bredow/Vogel (Fn. 26), 226, Fn. 35.

dieses Erfordernis aufgeben wollte und demgemäß nach neuem Recht jeder formal ordnungsgemäße Beschluss hinzunehmen sein soll, ohne dass es auf die von der Mehrheit verfolgten Ziele oder die Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit eines beschlossenen Zugeständnisses an den Schuldner ankäme, ist schwer vorstellbar. § 20 SchVG entspricht in Inhalt und Systematik dem § 243 Abs. 1 AktG. Damit liegt auch die sinngemäße Geltung der Regeln zur Inhaltskontrolle von Hauptversammlungsbeschlüssen nahe. Demgemäß müssen Gläubigerbeschlüsse auch wegen inhaltlicher Fehler angefochten werden können.

Was die Reichweite der materiellen Beschlusskontrolle anbelangt, so wird sich eine pauschale Übertragung aktienrechtlicher Grundsätze allerdings verbieten. Hiergegen sprechen der unterschiedliche Rechtscharakter von Aktionärs- und Gläubigerversammlung. Anleihegläubiger verfolgen keinen gemeinsamen Zweck und bilden deshalb keine Gesellschaft. Es fehlt an einer besonderen Nähebeziehung der Anleihegläubiger untereinander. Vor diesem Hintergrund könnte im Einzelfall eine restriktivere Handhabe als im Aktienrecht angezeigt sein.⁷⁷ Konkret bedeutet dies im Unterschied zum Aktienrecht, dass eine Anfechtung allein wegen Verletzung einer – wie auch immer gearteten – „Treuepflicht“ unter den Gläubigern nicht in Betracht kommt.

Allerdings hat die Gläubigermehrheit im Interesse aller betroffenen Gläubiger zu handeln, auch wenn das Gesetz dies nicht mehr ausdrücklich als Wirksamkeitsvoraussetzung eines Gläubigerbeschlusses postuliert. So wird ein Beschluss, der primär einem Gläubiger oder einer Gruppe von Gläubigern nutzt, die in weiterer Geschäftsbeziehung mit dem sanierungsbedürftigen Emittenten stehen und ihre ausstehenden Forderungen hieraus retten wollen, nicht notwendig im Interesse der überstimmten Minderheit liegen. In diesen und vergleichbaren Fällen bedarf es eines zusätzlichen Minderheitenschutzes. Dass eine beschlossene Maßnahme allen betroffenen Gläubigern nach Lage der Umstände im Zeitpunkt der Beschlussfassung objektiv nützlich ist oder subjektiv diesen Nutzen anstrebt, ist zwar nicht mehr ausdrückliche gesetzliche Wirksamkeitsvoraussetzung eines Gläubigerbeschlusses, muss jedoch im Wege der Anfechtungsklage überprüfbar sein.⁷⁸

Insgesamt geht es wie bei der Inhaltskontrolle nach aktienrechtlichen Regelungen um gesetzlich nicht geregelte Prüfkriterien wie Willkür, Verhältnismäßigkeit und Verfolgung der gemeinsamen Interessen aller Anleihegläubiger.⁷⁹ Verstöße hiergegen machen beschlossene Eingriffe in Gläubigerrechte, wie etwa den Teilverzicht auf Hauptforderung oder Zinsen, Stundung, Vereinbarung des Nachrangs etc. genauso anfechtbar wie entsprechende Eingriffe in Aktionärsrechte. Eine solche materielle Inhaltskontrolle führt nicht zu unverhältnismäßigen Unwägbarkeiten und Rechtsunsicherheit. Denn nach dem nunmehr eingeführten Anfechtungsprinzip sind materiellen Verhält-

⁷⁷ So auch *Podewils* (Fn. 23), 1918.

⁷⁸ Das AktG sieht für derartige Fallgestaltungen in § 243 Abs. 2 den besonderen Anfechtungsgrund der „Verfolgung von Sondervorteilen“ vor.

⁷⁹ *Baums* (Fn. 64), 6.

nismäßigkeitskriterien widersprechende Gläubigerbeschlüsse gleichwohl vorerst vollziehbar und damit wirksam, da sie nur mit der innerhalb eines Monats zu erhebenden Anfechtungsklage beseitigt werden können.

6.5 Missbrauch des Anfechtungsrechts

6.5.1 Missbräuchliche Aktionärsklagen

Während des Gesetzgebungsverfahrens wurde gegen die Übertragung der aktienrechtlichen Anfechtungsklage eingewandt, diese würde missbräuchlichen Erpressungsversuchen, wie sie bei Hauptversammlungsbeschlüssen bekannt sind, auch im Anleiherecht Tür und Tor öffnen.⁸⁰ Bekanntlich ist die einem Aktionär eröffnete Möglichkeit zur Verzögerung der Registereintragung und damit des Wirksamwerdens wichtiger und vielfach zeitkritischer Satzungsänderungen und Strukturmaßnahmen ein nur allzu oft genutzter Hebel zur Erzielung lukrativer Vergleiche.⁸¹ Das Kontrollinstrument der Anfechtungsklage wird zur Verfolgung eigennütziger wirtschaftlicher Ziele missbraucht, ohne dass bislang ein vollumfänglich zufriedenstellendes Gegenmittel zur Verfügung steht. Die Befürchtung einer „Infektion“ des Anleiherechts liegt auf den ersten Blick nahe.

6.5.2 Grundlage des Missbrauchspotentials

Dem sei aber zunächst zweierlei entgegengehalten: Zum einen bewirkt die Übertragung der Anfechtungsklage in das SchVG keine Ausdehnung des Rechtsschutzes der Gläubiger, sondern vielmehr dessen (vor allem zeitliche) Einschränkung sowie ein Mehr an Rechtssicherheit für den Schuldner. Andererseits zwingen die wesentlich weiteren Eingriffsbefugnisse der Gläubigermehrheit nach dem neuen SchVG zu effektivem und ausdrücklichem Rechtsschutz. Zum anderen wird auch im Aktienrecht nicht die Anfechtungsbefugnis an sich in Frage gestellt. Problematisch wirkt sich dort vielmehr der Umstand aus, dass die Erhebung oder gar bereits die Drohung mit der Anfechtungsklage wegen des Erfordernisses der Registereintragung und der Bestimmung des § 127 FGG zu einer zumindest faktischen Registersperre führt.

Auch nach dem neuen SchVG resultiert ein Missbrauchspotential nicht bereits aus der Anfechtungsklage oder der Anfechtungsbefugnis an sich, sondern aus der Vollzugssperre des

⁸⁰ Vgl die Stellungnahmen des Deutschen Aktieninstituts (DAI), des Zentralen Kreditausschusses (ZKA) und des Deutschen Anwaltsvereins (DAV) zum RefE-SchVG jeweils vom August 2008.

⁸¹ Siehe hierzu umfassend *Semler*, in: Hoffmann-Becking (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 3. Auflage, 2007, § 41, Rn. 62 ff., sowie insbesondere die empirischen Studien von *Baums/Vogel/Tacheva*, Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht, ZIP 2000, 1649 ff., und *Baums/Keinath/Gajek*, Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse?, ZIP 2007, 1629 ff.

§ 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG. Da nach § 2 Satz 3 SchVG das Wirksamwerden jedes Gläubigerbeschlusses dessen „Vollziehung“ bedarf und nach § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG ein angefochtener Beschluss ohne rechtskräftiges Urteil oder unanfechtbaren Freigabebeschluss nicht vollzogen werden darf, ergibt sich für Anfechtungskläger ein vergleichbares Erpressungspotential wie im Aktienrecht. Ob das in § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG vorgesehene Freigabeverfahren entsprechend § 246a AktG als Gegenmaßnahme hinreicht, erscheint fraglich.⁸² Denn aktienrechtliche Freigabeverfahren nahmen in der Vergangenheit (einschließlich Anfechtungsfrist und Zustellungsfristen) durchschnittlich acht bis neun Monate in Anspruch. Zwar hat sich der Gesetzgeber im gleichzeitig mit dem SchVG in Kraft getretenen ARUG um eine weitere Beschleunigung des Verfahrens nach § 246a AktG bemüht. Allerdings werden für die Restrukturierung einer Anleihe der Zeitdruck und damit das Erpressungspotential vielfach noch größer sein als bei aktienrechtlichen Kapitalmaßnahmen oder Unternehmensverträgen. Die Entscheidung des Gesetzgebers für die grundsätzliche Vollzugssperre der Anfechtungsklage überträgt letztendlich der Rechtsprechung die Aufgabe, das Freigabeverfahren zu einem effektiven Instrument gegen missbräuchliche Anfechtungsklagen auszugestalten.

6.5.3 Vollzugssperre nach Widerspruch oder Anfechtung

Grundsätzlich entfaltet ein Gläubigerbeschluss mit seiner Beurkundung in der Niederschrift (§ 16 Abs. 3 Satz 1 SchVG) und Bekanntgabe (§ 17 SchVG) sofortige und unmittelbare Wirkung, da seine Wirksamkeit nicht von einer Registereintragung oder weiteren Formalitäten abhängig ist. Auch nach erfolgter Anfechtung bleibt der Beschluss zunächst wirksam. Erst mit stattgebender Entscheidung des Gerichts entfällt der Beschluss rückwirkend. Allerdings müssen weitere Schritte zur Durchführung des Beschlusses, etwa die Umsetzung eines Sanierungsplans, bis zur rechtskräftigen Entscheidung des Gerichts unterbleiben. Denn § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG ordnet für angefochtene Beschlüsse bis zur rechtskräftigen Entscheidung des Gerichts eine Vollzugssperre an. Die Regelung hat Bedeutung für diejenigen Fälle, in denen der angefochtene Gläubigerbeschluss der „Vollziehung“ bedarf. Dies betrifft nach dem Wortsinne zunächst solche Beschlüsse, die tatsächlicher Umsetzungsmaßnahmen bedürfen, um Wirkung zu entfalten, so etwa die zur Durchführung eines von der Gläubigerversammlung gebilligten *debt equity swaps* (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 5 SchVG) erforderliche Kapitalerhöhung. Ungeachtet dessen betrifft dies wegen der in § 2 Satz 3 SchVG enthaltenen Regelung im Ergebnis jedoch alle Beschlüsse, mit denen einer Änderung der Anleihebedingungen zugestimmt wird. Denn Änderungen der Anleihebedingungen aufgrund Mehrheitsbeschlusses der Gläubiger werden danach erst wirksam, wenn sie in der Urkunde oder in den Anleihebedingungen „vollzogen worden sind“. Vor einer rechtskräftigen Entscheidung oder einem Freigabebeschluss des Prozessgerichts entsprechend § 246a AktG darf ein angefochtener Be-

⁸² So etwa auch *Horn* (51), 452.

schluss der Gläubigerversammlung nicht in diesem Sinne „vollzogen“ werden.⁸³ Eine Änderung der Anleihebedingungen ist vom Moment des Widerspruchs bis zum Ablauf der Klagefrist und während eines anhängigen Klageverfahrens nicht erlaubt. Für den Versammlungs- oder Abstimmungsleiter bedeutet dieses Vollzugsverbot, dass er den in der Niederschrift dokumentierten Beschlussinhalt noch nicht zum Zwecke der Änderung der Urkunde an die Wertpapiersammelbank übermitteln darf.

6.5.4 Freigabeverfahren

Damit liegt das Blockadepotential auf der Hand. Wegen der Vollzugssperre kann auch die für die Sanierung des Schuldners erforderliche Umsetzung eines Mehrheitsbeschlusses durch einzelne Gläubiger mittels Widerspruchs und Anfechtungsklage blockiert werden, auch wenn der Beschluss im Ergebnis rechtmäßig ist. Um missbräuchliche Anfechtungsklagen möglichst auszuschließen, besteht wie im Aktienrecht die Möglichkeit eines Freigabeverfahrens als speziellen gerichtlichen Beschlussverfahrens zur Überwindung der Vollzugssperre. Der Vollzug eines Mehrheitsbeschlusses, d.h. die beschlossene tatsächliche Änderung der Anleihebedingungen, ist trotz erhobenen Widerspruchs oder anhängiger Anfechtungsklage zulässig, wenn ein Gericht auf Antrag des Schuldners nach Maßgabe des § 246a AktG feststellt, dass die Erhebung der Klage dem Vollzug des angefochtenen Beschlusses nicht entgegensteht.⁸⁴ In entsprechender Anwendung des § 246a Abs. 2 AktG darf ein entsprechender Beschluss im Freigabeverfahren ergehen, wenn die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung der Gläubigerversammlung einen anteiligen Betrag am Nennwert der Schuldverschreibung von mindestens 1.000 Euro hält oder das alsbaldige Wirksamwerden des Mehrheitsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für den Schuldner und die Mehrheit der Gläubiger nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor. Der Verfahrensbeschleunigung und –erleichterung dienen die für entsprechend anwendbar erklärten Regeln des § 246a Abs. 3 AktG: Danach kann „in dringenden Fällen“ auf eine mündliche Verhandlung verzichtet werden. Die vorgebrachten Tatsachen, auf Grund deren der Freigabebeschluss Beschluss ergehen kann, sind (nur) glaubhaft zu machen. Der Beschluss soll spätestens drei Monate nach Antragstellung ergehen. Verzögerungen der Entscheidung hat das Gericht durch Beschluss zu begründen.

⁸³ Vollzogen werden darf der Beschluss aber, wenn das Klageverfahren durch Klagerücknahme, Prozessvergleich oder Erledigung der Hauptsache endet.

⁸⁴ Kritisch hierzu *Baums* (Fn. 64), 6.

Das Freigabeverfahren hat im SchVG allerdings eine andere Zielrichtung als im Aktienrecht. Dort geht es um die Überwindung der faktischen Registersperre. Diese besteht darin, dass der Registerrichter bei eintragungsbedürftigen Kapitalmaßnahmen oder Unternehmensverträgen das Eintragungsverfahren mit Blick auf eine drohende oder bereits erhobene Anfechtungsklage aussetzt. Der Freigabebeschluss gemäß § 246a AktG richtet sich an den Registerrichter. Er betrifft dagegen nicht die Frage, ob der Vorstand der Gesellschaft einen angefochtenen Beschluss gleichwohl, auch ohne Freigabebeschluss, vorerst ausführen darf oder von der Ausführung Abstand nehmen muss.⁸⁵ Man wird jedoch Letzteres annehmen müssen, um tatsächlich einen Gleichlauf mit dem Rechtsschutz des Anfechtungsklägers herzustellen: Das Leitungsorgan des Emittenten muss bis zum Vorliegen eines stattgebenden Beschlusses im Freigabeverfahren vom tatsächlichen Vollzug der gebilligten Maßnahme Abstand nehmen.

Eine andere Frage ist die nach der bestandssichernden Wirkung eines Freigabebeschlusses. Hier wirkt sich das Fehlen eines wesentlichen Vorteils des aktienrechtlichen Freigabeverfahrens aus: Erfolgt auf der Grundlage eines Freigabebeschlusses nach § 246a AktG die Eintragung der angefochtenen Maßnahme im Handelsregister, so lassen tatsächliche Mängel des eingetragenen Hauptversammlungsbeschlusses die Wirkung der Eintragung unberührt, wenn der Beschluss dies so vorsieht (§ 246a Abs. 1 a.E. und Abs. 4 AktG). Damit verleiht die Registereintragung aufgrund eines Freigabebeschlusses dem angefochtenen Hauptversammlungsbeschluss Bestandskraft gerade auch für den Fall, dass dieser später durch Urteil für nichtig erklärt wird. Es bedarf dann etwa keiner Rückabwicklung eingetragener aber nichtiger Kapitalmaßnahmen. Vor dem Hintergrund der beabsichtigten Parallelität zum Rechtsschutz des Anfechtungsklägers ist aber auch dem Freigabebeschluss im Schuldverschreibungsrecht eine entsprechende bestandssichernde Wirkung beizumessen, wie sie dem aktienrechtlichen Freigabebeschluss zukommt.⁸⁶ In entsprechender Anwendung des § 246a Abs. 4 Satz 2 Halbsatz 1 AktG darf der Schuldner den Beschluss auch dann weiterhin durchführen, wenn er durch Urteil für nichtig erklärt worden ist. Der Antragsgegner kann in diesem Fall entsprechend § 246a Abs. 4 Satz 1 und Satz 2 Halbsatz 2 AktG lediglich Schadensersatz in Geld verlangen.

G. Zusammenfassung

Das neue SchVG hat die Befugnisse der Gläubigermehrheit im Vergleich zur alten Regelung des SchVG 1899 erheblich ausgedehnt. Erstmals stellt es ein taugliches Instrumentarium zur Restrukturierung von Anleihen zur Verfügung. Gläubiger einer Anleihe können nunmehr im Beschlusswege etwa einem teilweisen Forderungsverzicht oder auch einem *debt equity swap* zustimmen. Versäumt hat es der Gesetzgeber jedoch, eine emissionsübergreifende

⁸⁵ Baums (Fn. 64), 5.

⁸⁶ So wohl Baums (Fn. 64), 5.

Restrukturierung des Schuldners zu erleichtern. Hierzu wäre die Aufnahme einer Aggregationsregelung nach dem Vorbild des schweizerischen Obligationenrechts erforderlich gewesen.

Dem gebotenen Minderheitenschutz vor missbräuchlicher Ausübung der Mehrheitsmacht will das SchVG – abgesehen von einem Verbot der Leistungsverpflichtung – nicht mehr durch inhaltliche Beschränkung der Mehrheitsbefugnisse Rechnung tragen, sondern durch qualifizierte Mehrheitserfordernisse, Verfahrenstransparenz und verbesserte Information der Gläubiger sowie vor allem durch eine gerichtliche Beschlusskontrolle in Anlehnung an das Recht der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft. Im Ergebnis liegt hierin allerdings eine Einschränkung des Rechtsschutzes der Gläubiger im Vergleich zum früheren Recht. Dies gilt auch und gerade vor dem Hintergrund, dass der Gesetzgeber es versäumt hat, auch die Rechtskrafterstreckung gerichtlicher Entscheidungen entsprechend § 248 Abs. 1 Satz 1 AktG in das SchVG zu übertragen.

Auch ohne ausdrückliche gesetzliche Regelung können Gläubigerbeschlüsse allerdings bei schweren Rechtsverstößen unabhängig von der Anfechtung im hierfür vorgesehenen Verfahren und innerhalb der Monatsfrist auch von vornherein nichtig sein. Zur Anfechtung berechtigen nicht nur Verstöße gegen in den Anleihebedingungen oder im Gesetz enthaltene Formalien der Beschlussfassung, sondern auch Verstöße gegen materielles Recht.

Der gegen eine Übertragung der aktienrechtlichen Beschlusskontrolle in das SchVG erhobene Einwand, missbräuchlichen Anfechtungsklagen werde Tür und Tor geöffnet, verkennt, dass das Missbrauchspotential nicht aus der Anfechtungsklage oder Anfechtungsbefugnis an sich resultiert ist, sondern aus der gesetzlich angeordneten Vollzugssperre bei Widerspruch und Anfechtungsklage. Der Hebel zur Überwindung des Blockadepotentials liegt auch hier im Freigabeverfahren nach Maßgabe des § 246a AktG, das der Gesetzgeber mit dem ARUG weiter verbessert hat.

Arbeitspapiere der IUBH Duales Studium

- Nr. 1 Prof. Dr. Jörg Herold/Kerstin Polzin:
Betriebswirtschaftliche Auswirkungen der Kulturförderabgabe am
Beispiel der Stadt Weimar/Thüringen
- Nr. 2 Prof. Dr. Jörg Herold/Prof. Dr. Hans-Gert Vogel:
Kulturförderabgabe für Übernachtungen? – Eine kurze rechtliche
Bewertung der „Bettensteuer“
- Nr. 3 Prof. Dr. Hans-Gert Vogel:
Anleihen als Finanzierungsinstrument mittelständischer Unternehmen
– Verbesserter gesetzlicher Rahmen und offene Fragen
(teilweise publ. in: „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft“ – ZBB
3/2010, S. 211 ff., und teilweise zur Veröffentlichung vorgesehen in:
„Berliner Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz“, Erscheinen
voraussichtlich Februar 2011)
- Nr. 4 Katrin Witte/Prof. Dr. Hans-Gert Vogel:
Umstrukturierung von Stiftungen im Gesundheitswesen – Rechtsfragen
bei der Ausgliederung von Krankenhaus- und Pflegeheimbetrieben
(zur Veröffentlichung vorgesehen in: „Gesundheitsrecht“ – GesR, März
2011)
- Nr. 5 Prof. Dr. Jörg Herold/Kerstin Polzin:
Reversibilität und Irreversibilität – Mathematische Untersuchungen zum
Zeitverhalten des Produktlebenszyklus
- Nr. 6 Prof. Dr. Jörg Herold/Dipl.-Kfm. Lutz Völker, LL. B.:
Zufall und Notwendigkeit – Mathematische Untersuchungen zur
Modellierung der Diffusion von Innovationen
- Nr. 7 Prof. Dr. Jörg Herold/Kerstin Polzin:
Zeitvarianz und Zeitinvarianz – Mathematische Untersuchungen zum
Zeitverhalten des Produktlebenszyklus
- Nr. 8 Prof. Dr. Herold/Dipl.-Kfm. Lutz Völker, LL. B.:
Tarifeinheit oder Tarifpluralität – quo vadis Tarifrecht?
- Nr. 9 Prof. Dr. Herold
Systemsimulation einer Steuerkanzlei – Optimierung der
Kommunikationspolitik in der Start-up-Phase