

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

---

**Band 199**

# **Materielle Schranken der Stimmrechtsmacht im Recht der Unternehmensanleihe**

**Von**

**Michael Berger**



**Duncker & Humblot · Berlin**

MICHAEL BERGER

Materielle Schranken der Stimmrechtsmacht im Recht  
der Unternehmensanleihe

# Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 199

# Materielle Schranken der Stimmrechtsmacht im Recht der Unternehmensanleihe

Von

Michael Berger



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaft der Goethe-Universität Frankfurt am Main  
hat diese Arbeit im Jahr 2021 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

D 30

Alle Rechte vorbehalten  
© 2022 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf  
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-18553-5 (Print)  
ISBN 978-3-428-58553-3 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

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

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde am Fachbereich Rechtswissenschaft der Goethe Universität Frankfurt am Main im Sommersemester 2021 als Dissertation angenommen.

Mein besonderer Dank gilt Prof. Dr. Katja Langenbucher für die Betreuung dieser Arbeit. Dankbar bin ich auch für die lehrreiche Zeit an ihrem Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht und Bankrecht im House of Finance. Bei Prof. Dr. Dres. h. c. Theodor Baums bedanke ich mich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Dank gebührt nicht zuletzt dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft sowie der Studienstiftung *ius vivum* für die großzügige Förderung.

Die Arbeit ist meiner lieben Frau gewidmet.

München, im November 2021

*Michael Berger*



# Inhaltsübersicht

§ 1 Einleitung .....	23
A. Einführung .....	23
B. Gegenstand der Untersuchung .....	26
C. Vorschau .....	30

## *Erster Teil*

<b>Dogmatik und Legitimität der Mehrheitsentscheidung</b> .....	32
§ 2 Beschluss, Beschlussmängel und ihre Geltendmachung .....	32
A. Begriff, Zustandekommen und Rechtsnatur des Obligationärsbeschlusses .....	32
B. Beschlussmängel .....	33
C. Geltendmachung von Beschlussmängeln .....	45
D. Fazit .....	60
§ 3 Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle .....	60
A. Begriff der materiellen Beschlusskontrolle .....	61
B. Problem der materiellen Beschlusskontrolle .....	62
C. Innere Rechtfertigung der materiellen Beschlusskontrolle .....	62
D. Fazit .....	72
§ 4 Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips .....	73
A. <i>Wirtschaftliche</i> Betroffenheit .....	73
B. Interessendivergenzen bei <i>gleicher</i> wirtschaftlicher Betroffenheit .....	75
C. Interessendivergenzen bei <i>ungleicher</i> wirtschaftlicher Betroffenheit .....	79
D. Fazit .....	90

## *Zweiter Teil*

<b>Materielle Schranken der Stimmrechtsmacht</b> .....	92
§ 5 Bindung an das Belastungsverbot (§ 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG) .....	92
A. Begriff des Belastungsverbots .....	93
B. Inhalt des Belastungsverbots .....	93
C. Reichweite des Belastungsverbots .....	95
D. Fazit .....	97
§ 6 Bindung an das Gleichbehandlungsgebot (§ 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG) .....	98
A. Begriff der (Un-)Gleichbehandlung .....	98
B. Abgrenzung zum Gleichbehandlungsgrundsatz des § 4 Satz 2 SchVG .....	99
C. Inhalt des Gleichbehandlungsgebots .....	100
D. Geltungsgrund des Gleichbehandlungsgebots .....	101



E. Reichweite des Gleichbehandlungsgebots .....	103
F. Fazit .....	106
§ 7 Bindung an die guten Sitten (§ 138 Abs. 1 BGB) .....	107
A. Begriff der guten Sitten .....	107
B. Inhalt des Gebots guter Sitten .....	117
C. Reichweite des Gebots guter Sitten .....	123
D. Fazit .....	145
§ 8 Bindung an das Verbot des Rechtsmissbrauchs (§ 242 BGB) .....	145
A. Begriff des Rechtsmissbrauchs .....	146
B. Inhalt des Rechtsmissbrauchsverbots .....	148
C. Reichweite des Rechtsmissbrauchsverbots .....	155
D. Fazit .....	161
§ 9 Bindung an die Rücksichtspflicht (§§ 241 Abs. 2, 242 BGB) .....	162
A. Begriff der Rücksichtspflicht .....	162
B. Entstehungsgrundlage einer besonderen Rücksichtspflicht .....	166
C. Inhalt der Rücksichtspflicht .....	172
D. Reichweite der Rücksichtnahmepflicht .....	183
E. Fazit .....	185
§ 10 Keine Bindung an einen besonderen Verbundzweck .....	186
A. Begriff der Zweckbindung .....	186
B. Inhalt einer besonderen Zweckbindung .....	188
C. Rechtsgrund einer besonderen Zweckbindung .....	190
D. Fazit .....	198
§ 11 Kein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung .....	198
A. Begriff der sachlichen Rechtfertigung .....	199
B. Inhalt des Sachgrunderfordernisses .....	201
C. Rechtsgrund eines Sachgrunderfordernisses .....	205
D. Geltungsgrund eines Sachgrunderfordernisses .....	213
E. Fazit .....	216

### *Dritter Teil*

<b>Schlussbetrachtungen</b>	217
§ 12 Reformperspektiven und Zukunft des Schuldverschreibungsgesetzes .....	217
A. Überlegungen <i>de lege ferenda</i> zur Zurückdrängung des Einflusses von Sonderinteressen .....	217
B. Zur Zukunft des Schuldverschreibungsgesetzes vor dem Hintergrund des StARUG .....	227
§ 13 Zusammenfassung .....	233
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	244
<b>Sachverzeichnis</b> .....	259

# Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung .....	23
A. Einführung .....	23
B. Gegenstand der Untersuchung .....	26
I. Gerichtliche Kontrolle anhand geschriebener und ungeschriebener materieller Schranken des Obligationärstimmrechts .....	26
1. Geschriebene Schranken des Schuldverschreibungsgesetzes .....	27
2. Meinungsspektrum zu den ungeschriebenen Schranken .....	27
a) Gebot guter Sitten .....	27
b) Treu und Glauben .....	28
c) Gesellschaftsrechtliche Transplantate .....	28
d) Spezifisch schuldverschreibungsrechtliche Schranken .....	29
II. Kontrolle von Beschlüssen der Obligationärsversammlung über (eine Zustimmung zu) Änderungen der Anleihebedingungen .....	29
C. Vorschau .....	30

## *Erster Teil*

<b>Dogmatik und Legitimität der Mehrheitsentscheidung</b> .....	32
§ 2 Beschluss, Beschlussmängel und ihre Geltendmachung .....	32
A. Begriff, Zustandekommen und Rechtsnatur des Obligationärsbeschlusses .....	32
B. Beschlussmängel .....	33
I. Fehlerhafte Stimmabgabe .....	34
1. Nichtigkeit der Einzelstimme .....	34
2. Verwerfungscompetenz des Versammlungs- bzw. Abstimmungsleiters ..	34
a) Keine Verwerfungscompetenz für negative Stimmabgaben? .....	34
b) Würdigung .....	35
II. Fehlerhafter Beschluss .....	35
1. Verletzung materieller Stimmrechtsschranken als Inhaltsfehler des Beschlusses? .....	36
2. Berücksichtigung pflichtwidriger Stimmen bei der Beschlussfeststellung als Verfahrensfehler .....	37

III. Anfechtbarkeit und Nichtigkeit	37
1. Allgemeines Beschlussmängelrecht	38
a) Allgemeines Beschlussmängelrecht im Recht privater Personenverbände	39
b) Allgemeines Beschlussmängelrecht im Recht der Schuldverschreibungen	40
2. Nichtigkeitsgründe im Schuldverschreibungsrecht	42
a) §§ 125 Satz 1, 134 BGB	42
b) § 138 Abs. 1 BGB	43
c) Indisponible Vorschriften	44
C. Geltendmachung von Beschlussmängeln	45
I. Anfechtung von Obligationärsbeschlüssen	46
1. Anfechtungsklage (§ 20 SchVG)	46
2. Vollziehungsverbot (§ 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG)	47
a) Ingangsetzung	47
b) Rechtsfolgen einer verbotswidrigen Vollziehung	48
3. Wirkungen eines klagestattgebenden Urteils	49
a) Auswirkungen auf den Beschluss	49
b) Reichweite der subjektiven Rechtskraft	50
4. Verbindung mit positiver Beschlussfeststellungsklage	51
II. Freigabe von Obligationärsbeschlüssen	52
1. Abwägungsrelevante Interessen	52
a) Meinungsstand	53
b) Stellungnahme	53
2. Besonders schwerer Rechtsverstoß	55
III. Geltendmachung der Nichtigkeit von Obligationärsbeschlüssen	56
1. Prozessuale Geltendmachung	56
2. Außerprozessuale Geltendmachung	57
IV. Würdigung des geltenden Rechtsschutzsystems	58
1. Grundsatzkritik am geltenden Rechtsschutzsystem	58
2. Stellungnahme	58
D. Fazit	60
§ 3 Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle	60
A. Begriff der materiellen Beschlusskontrolle	61
B. Problem der materiellen Beschlusskontrolle	62
C. Innere Rechtfertigung der materiellen Beschlusskontrolle	62
I. Korrelation von Rechtsmacht und Verantwortung?	63
II. Rechtsethik und Rechtsökonomie, insbesondere Minderheitenschutz?	64

III. Kompensation für Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips .....	65
1. Legitimationsgrundlage des Mehrheitsprinzips .....	66
a) Rechtstechnische Notwendigkeit? .....	66
b) Pars maior, pars sanior? .....	66
c) Freiwillige Unterwerfung? .....	67
d) Richtigkeitsgewähr durch Interessenausgleich? .....	68
e) Richtigkeitsgewähr durch gleichgerichtete Grundinteressen .....	69
aa) Typischerweise gleichgerichtete Grundinteressen der Obligationäre .....	70
bb) Richtigkeitsgewähr bei tatsächlicher Interessengleichrichtung .....	70
2. Aufgabe und Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle .....	72
D. Fazit .....	72
§ 4 Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips .....	73
A. <i>Wirtschaftliche</i> Betroffenheit .....	73
I. Nur Schutz wirtschaftlicher Interessen .....	73
II. Betroffenheit auf der Ebene des individuellen Portfolios .....	74
B. Interessendivergenzen bei <i>gleicher</i> wirtschaftlicher Betroffenheit .....	75
I. Unterschiedliche Einschätzung der Sanierungsfähigkeit .....	75
II. Unterschiedliche Einschätzung der Sanierungswürdigkeit .....	76
1. Abweichende Risikopräferenzen .....	77
2. Abweichender Zeithorizont .....	77
3. Abweichende subjektive Verlustschwelle .....	78
III. Zwischenfazit .....	79
C. Interessendivergenzen bei <i>ungleicher</i> wirtschaftlicher Betroffenheit .....	79
I. Positive Korrelation zwischen Portfolio- und Anleihewert .....	79
1. Unterproportionaler Wertverlust des Portfolios .....	80
a) Ausgangsbedingungen .....	80
b) Anreizlage .....	80
c) Bewertung .....	81
2. Überproportionaler Wertverlust des Portfolios .....	81
a) Ausgangsbedingungen .....	82
b) Anreizlage .....	82
c) Bewertung .....	82
II. Negative Korrelation zwischen Portfolio- und Anleihewert .....	82
1. Positive Korrelation zwischen Portfolio- und Unternehmenswert .....	83
a) Ausgangsbedingungen .....	83
b) Anreizlage .....	84
aa) In der Unternehmenskrise .....	84
bb) Ohne Unternehmenskrise .....	84

c) Veranschaulichung .....	85
aa) Asymmetrischer Verzicht .....	85
bb) Asymmetrischer synthetischer Debt Equity Swap .....	86
d) Bewertung .....	87
2. Negative Korrelation zwischen Portfolio- und Unternehmenswert .....	87
a) Ausgangsbedingungen .....	87
b) Anreizlage .....	88
c) Veranschaulichung .....	88
d) Bewertung .....	88
aa) Wirtschaftlichkeit der CDS-Strategie .....	89
bb) Insiderhandelsverbot .....	89
D. Fazit .....	90

## *Zweiter Teil*

<b>Materielle Schranken der Stimmrechtsmacht</b>	92
§ 5 Bindung an das Belastungsverbot (§ 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG) .....	92
A. Begriff des Belastungsverbots .....	93
B. Inhalt des Belastungsverbots .....	93
I. Leistungspflichten <i>in</i> den Anleihebedingungen .....	93
II. Leistungspflichten <i>außerhalb</i> der Anleihebedingungen .....	94
C. Reichweite des Belastungsverbots .....	95
I. Verbot auch mittelbarer Folgebelastungen? .....	95
1. Argumente für eine extensive Auslegung .....	95
2. Argumente für eine restriktive Auslegung .....	96
a) Genealogie .....	96
b) Wortlaut .....	96
3. Zwischenergebnis .....	97
II. Verkürzung oder Vereitelung .....	97
D. Fazit .....	97
§ 6 Bindung an das Gleichbehandlungsgebot (§ 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG) .....	98
A. Begriff der (Un-)Gleichbehandlung .....	98
B. Abgrenzung zum Gleichbehandlungsgrundsatz des § 4 Satz 2 SchVG .....	99
C. Inhalt des Gleichbehandlungsgebots .....	100
D. Geltungsgrund des Gleichbehandlungsgebots .....	101
E. Reichweite des Gleichbehandlungsgebots .....	103
I. Keine anleiheübergreifende Gleichbehandlung .....	103
II. Gebot zu übergreifender Gleichbehandlung aus anderen Gründen? .....	104
1. <i>Pari passu – equal rank vs. ratable payment</i> .....	104

2. Würdigung .....	105
F. Fazit .....	106
§ 7 Bindung an die guten Sitten (§ 138 Abs. 1 BGB) .....	107
A. Begriff der guten Sitten .....	107
I. Anstandsformel .....	108
II. Entwicklung des Sittengebots als Stimmrechtsschranke .....	110
1. Entwicklung bis zum AktG 1937 .....	110
a) Umgehungsformel .....	110
b) Sondervorteilsformel .....	111
c) Rücksichtsformel .....	112
2. AktG 1937 als Zäsur .....	113
3. Entwicklung seit dem AktG 1937 .....	114
III. Begriff der guten Sitten bei Mehrheitsbeschlüssen .....	115
B. Inhalt des Gebots guter Sitten .....	117
I. Evidenzmaßstab .....	117
II. Anknüpfungspunkt und Fehlerfolgen .....	118
III. Sittenwidrige Beschlüsse .....	118
1. Sittenwidriger Beschlussinhalt .....	118
2. Sittenwidriges Zustandekommen .....	119
IV. Sittenwidrige Stimmabgabe .....	120
1. Objektive Elemente sittenwidrigen Stimmverhaltens .....	120
a) Schädigung .....	120
b) Sondervorteil? .....	120
2. Subjektive Elemente sittenwidrigen Stimmverhaltens .....	121
a) Vorsatz .....	121
b) Eigensucht .....	122
3. Grobe Schädigung aus bewusster Eigensucht .....	122
C. Reichweite des Gebots guter Sitten .....	123
I. Grobe Schädigung .....	123
1. Rechtsgeleitete Bewertung .....	123
2. Denkbare Wertuntergrenzen .....	125
a) Liquidationswertbetrachtung .....	125
b) Fortführungswertbetrachtung .....	127
c) Börsenwertbetrachtung .....	128
3. Stellungnahme .....	128
a) Obligationseigentum .....	129
b) Bestandsgarantie – Effektiver Schutz vor Missbrauch der Mehrheits- macht .....	131
c) Wertgarantie – Gebot zum Erhalt der wirtschaftlichen Substanz .....	132
aa) Verkürzung über den Börsenwert hinaus als Umschlagpunkt? ...	134

bb) Verkürzung über den Liquidationswert hinaus als Umschlagspunkt (Eingriff in den inneren Wert der Anleihe) .....	135
(1) Anleihe als (zusammengesetztes) Optionsgeschäft .....	136
(a) Grundbegriffe .....	136
(b) Grundkonzept .....	137
(c) Modell bei Anleihen .....	137
(2) Innerer Wert und Zeitwert im Fall eines Sanierungsversuchs .....	138
d) Zwischenfazit .....	139
II. Verkürzung .....	139
1. Grobe Schädigung .....	139
2. Eigensucht .....	140
a) Zum eigenen Vorteil in Kenntnis der relevanten Umstände .....	140
b) Differenzierung nach dem Zeitpunkt der Begründung des Sonderinter- esses? .....	141
3. Zwischenergebnis .....	141
III. Vereitelung .....	142
1. Vereiteln durch Fernbleiben .....	142
2. Vereiteln durch Gegenstimmen .....	142
a) Grobe Schädigung .....	142
b) Zum eigenen Vorteil .....	143
c) In Kenntnis der relevanten Umstände .....	144
d) Indizien und Beweislast .....	144
3. Zwischenergebnis .....	144
D. Fazit .....	145
§ 8 Bindung an das Verbot des Rechtsmissbrauchs (§ 242 BGB) .....	145
A. Begriff des Rechtsmissbrauchs .....	146
B. Inhalt des Rechtsmissbrauchsverbots .....	148
I. Individueller Rechtsmissbrauch .....	148
1. Unredliches früheres Verhalten .....	150
2. Verfolgen nicht schutzwürdiger Eigeninteressen .....	150
II. Institutioneller Rechtsmissbrauch .....	150
1. Sinn und Zweck des Obligationärstimmrechts? .....	151
a) Fassen objektiv nützlicher Beschlüsse? .....	151
b) Subjektiv kollektiv bestmögliche Befriedigung? .....	152
2. Stellungnahme .....	153
C. Reichweite des Rechtsmissbrauchsverbots .....	155
I. Verkürzung .....	155
1. Unredlicher Erwerb der günstigen Position? .....	155
a) „Gekaufter“ Konsens illegitim? .....	155
b) Würdigung .....	156

2. Verfolgen nicht schutzwürdiger Eigeninteressen .....	157
a) Überschreiten der Grenze einer sittenwidrigen Schädigung .....	157
b) Anfänglich angelegter Interessenkonflikt .....	157
c) Nachträglich begründeter Interessenkonflikt .....	158
d) Indizien und Beweislast .....	159
3. Kein institutioneller Rechtsmissbrauch .....	160
II. Vereitelung .....	160
1. Verfolgen nicht schutzwürdiger Eigeninteressen .....	160
a) Überschreiten der Grenze einer sittenwidrigen Schädigung .....	160
b) Keine strengeren Verhaltensregeln nach Treu und Glauben .....	160
2. Institutioneller Rechtsmissbrauch .....	161
D. Fazit .....	161
§ 9 Bindung an die Rücksichtspflicht (§§ 241 Abs. 2, 242 BGB) .....	162
A. Begriff der Rücksichtspflicht .....	162
I. Schutzpflicht .....	163
II. Treuepflicht .....	163
1. Allgemeine Treuepflicht .....	163
2. Treuepflicht im engeren Sinne, insbesondere gesellschaftsrechtliche Treuepflicht .....	164
III. Loyalitätspflicht .....	165
B. Entstehungsgrundlage einer besonderen Rücksichtspflicht .....	166
I. Sonderverbindung als Entstehungsgrund gegenseitiger Rücksichtspflichten .....	166
1. Begriff und Funktion der Sonderverbindung .....	166
2. Abgrenzungskriterien .....	167
a) Gesteigerte Einwirkungsmöglichkeit durch qualifizierten Kontakt .....	167
b) Gewährtes und in Anspruch genommenes Vertrauen .....	168
c) Rechtskreiseröffnung bzw. -überschneidung .....	168
II. Sonderverbindung unter den Obligationären .....	168
1. Ohne Opt-in .....	168
2. Nach Opt-in .....	170
C. Inhalt der Rücksichtspflicht .....	172
I. Treuepflichtbindung im engeren Sinne? .....	172
1. Gegenstand einer Treuepflichtbindung .....	172
a) Positive Stimmpflichten .....	172
b) Offenlegungspflicht .....	174
c) Partizipation am Sanierungsmehrwert .....	175
2. Anknüpfungspunkt für eine Treuepflichtbindung .....	175
a) Keine primäre Leistungs- oder Unterlassungspflicht der Obligationäre .....	175
b) Rechtsfortbildend begründbare primäre Treuepflicht? .....	176
aa) Keine sachliche Notwendigkeit .....	176



bb) Keine hinreichende gesetzliche Legitimationsbasis .....	177
3. Zwischenergebnis .....	177
II. Schutzpflichtbindung .....	178
1. Gegenstand der Schutzpflichtbindung .....	178
2. Schutzbedürfnis .....	178
3. Zumutbarkeit .....	179
a) Bewertungsproblem .....	179
b) Sorgfaltsmaßstab .....	180
aa) Haftung .....	180
bb) Beschlussmängelrechtliche Wirksamkeit .....	180
4. Zwischenergebnis .....	182
III. Loyalitätspflichtbindung .....	182
1. Funktion der Loyalitätspflicht im Kontext von Beschlüssen? .....	182
2. Zwischenergebnis .....	183
D. Reichweite der Rücksichtnahmepflicht .....	183
I. Verkürzung .....	183
1. Verbot illoyalen Verhaltens .....	183
a) Objektiver Schaden .....	184
b) Differenzierung nach dem Zeitpunkt der Entstehung des Interessen-	
konflikts? .....	184
c) Vorsatz .....	184
2. Zwischenergebnis .....	185
II. Vereitelung .....	185
E. Fazit .....	185
§ 10 Keine Bindung an einen besonderen Verbundszweck .....	186
A. Begriff der Zweckbindung .....	186
B. Inhalt einer besonderen Zweckbindung .....	188
I. Subjektive Bindung .....	188
II. Verbesserung der kollektiven Befriedigungsaussichten .....	189
III. Wahrung der gemeinsamen Interessen .....	189
IV. Abgrenzung zur Loyalitätspflichtbindung .....	189
C. Rechtsgrund einer besonderen Zweckbindung .....	190
I. Gegenseitiger Vertrag? .....	190
1. Kein gegenseitiger Vertragsschluss durch Zeichnung bzw. Kauf .....	191
2. Sanierungskonsortien .....	191
II. Anleihebedingungen als Verbandssatzung? .....	192
1. Obligationäre als Mitglieder einer Anleihegesellschaft? .....	192
2. Würdigung .....	194
a) Einrichtung ohne Beteiligung der Gründungsmitglieder? .....	194
b) Beitragspflicht? .....	195

c) In Schuldverschreibung verbrieft Mitgliedschaft? .....	195
d) Zwischenergebnis .....	196
III. Treuhänderische Bindung? .....	196
1. Treuhänderische Bindung .....	196
2. Würdigung .....	197
a) Interessenwahrungspflicht als besondere Rücksichtspflicht? .....	197
b) Interessenwahrungspflicht als gesetzgeberische Fiktion? .....	197
IV. Zwischenergebnis .....	198
D. Fazit .....	198
§ 11 Kein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung .....	198
A. Begriff der sachlichen Rechtfertigung .....	199
B. Inhalt des Sachgrunderfordernisses .....	201
I. Positive Wirksamkeitsbedingung .....	201
II. Objektive Nützlichkeit .....	201
III. (Kupierte) Verhältnismäßigkeitsprüfung .....	202
1. Kupierte Verhältnismäßigkeitsprüfung .....	203
2. Umfassende Verhältnismäßigkeitsprüfung .....	203
a) Geeignetheit und Erforderlichkeit .....	204
b) Angemessenheit .....	204
C. Rechtsgrund eines Sachgrunderfordernisses .....	205
I. Eingriffsgedanke? .....	205
II. Objektive Rücksichtnahmepflicht? .....	206
III. Treuhänderische Bindung? .....	207
IV. Gebot ordnungsgemäßer Beschlüsse entsprechend § 745 Abs. 1 Satz 1 BGB? .....	209
1. Teilgläubigerschaft und Rechtsgemeinschaft an mehrseitigem Gestaltungsrecht .....	209
2. Würdigung .....	210
a) Keine Teilgläubigerschaft .....	210
b) Kein mehrseitiges Gestaltungsrecht .....	211
V. Natur der Sache .....	212
VI. Inhaltskontrolle im engeren Sinn gemäß § 242 BGB .....	212
D. Geltungsgrund eines Sachgrunderfordernisses .....	213
I. Besondere Schwere des Eingriffs? .....	213
II. Systematisches und regelhaftes Versagen der Legitimationsbasis? .....	214
E. Fazit .....	216

*Dritter Teil*

<b>Schlussbetrachtungen</b>	217
§ 12 Reformperspektiven und Zukunft des Schuldverschreibungsgesetzes	217
A. Überlegungen <i>de lege ferenda</i> zur Zurückdrängung des Einflusses von Sonderinteressen	217
I. Offenlegungspflicht für anreizverzerrende Positionen	218
1. Sachlicher Bedarf	218
a) Offenlegung jedweder potenziell anreizverzerrender Position?	218
b) Offenlegung von <i>net short positions</i>	218
2. Zumutbarkeit	219
3. Fazit	220
II. Stimmverbot bei negativem wirtschaftlichem Interesse am Anleihewert?	220
1. Begriff und Inhalt von Stimmverboten	220
2. Geltungsgrund von Stimmverboten	221
3. Für und Wider eines zusätzlichen Stimmverbots	221
a) Zur <i>Verkürzung</i> incentivierendes Portfolio	222
b) Zur <i>Vereitelung</i> incentivierendes Portfolio	222
4. Sachlicher Bedarf für ein zusätzliches Stimmverbot?	223
5. Fazit	224
III. Doppeltes Mehrheitserfordernis?	224
1. Vorzüge eines doppelten Mehrheitserfordernisses	224
2. Geltungsgründe des Kopfmehrheitsprinzips	225
a) Personalistische Realstruktur	225
b) Einhegung einzelner Großgläubiger	225
c) Stärkung der Privatautonomie	225
3. Fazit	227
B. Zur Zukunft des Schuldverschreibungsgesetzes vor dem Hintergrund des StaRUG	227
I. Nicht-krisebedingte Restrukturierungen	227
II. Krisebedingte Restrukturierungen	228
1. Vorzüge eines Restrukturierungsplans	228
2. Vorzüge einer konsensualen Lösung	229
a) Transaktionssicherheit	230
b) Prozessautonomie und Prozesskontrolle	231
c) Modifizierte absolute Priorität als mögliches Anathema für Gesellschafter	231
3. Fazit	232
§ 13 Zusammenfassung	233
<b>Literaturverzeichnis</b>	244
<b>Sachverzeichnis</b>	259

## Abkürzungsverzeichnis

a. a. O.	am angegebenen Ort
a. A.	anderer Ansicht
a. F.	alte Fassung
Abl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
ABLJ	The American Bankruptcy Law Journal (Zeitschrift)
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch von 1861
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Anh.	Anhang
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
BAG	Bundesarbeitsgericht
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BB	Der Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Begr.	Begründer
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BSG	Bundessozialgericht
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFL	Corporate Finance Law (Zeitschrift)
d. h.	das heißt
dass.	dasselbe
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
diess.	dieselben
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
ebd.	ebenda
etc.	et cetera

f., ff.	folgend/e
FG	Festgabe
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
gegr.	gegründet
GewArch	Gewerbearchiv (Zeitschrift)
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Hrsg.	Herausgeber
i. S. v.	im Sinne von
i. V.m.	in Verbindung mit
IE	Institute of Economics, Hungarian Academy of Science
IFLR	International Financial Law Review (Zeitschrift)
ILF	Institute for Law and Finance
InsO	Insolvenzordnung
JIBFL	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law (Zeitschrift)
JoF	The Journal of Finance (Zeitschrift)
JoFE	Journal of Financial Economics (Zeitschrift)
JoMCB	Journal of Money, Credit, and Banking (Zeitschrift)
JPolEcon	Journal of Political Economy (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	JuristenZeitung (Zeitschrift)
Kap.	Kapitel
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Mio.	Millionen
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
Mrd.	Milliarden
NBER	The National Bureau of Economic Research
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungsreport (Zeitschrift)
Nr.	Nummer
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeits- und Sozialrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung (Zeitschrift)
OLG	Oberlandesgericht
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
RR-RL	Restrukturierungs-Richtlinie
S.	Seite/n
SCE	Societas Cooperativa Europaea
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
SE	Societas Europaea
SFI	Swiss Finance Institute

sog.	sogenannte/r/s
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
u. a.	und andere
v.	von
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
Vorb.	Vorbemerkungen
WM	Wertpapiermitteilungen (Zeitschrift)
WP	Working Paper
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenz- und Sanierungsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRI	Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz
ZWE	Zeitschrift für Wohnungseigentumsrecht



## § 1 Einleitung

### A. Einführung

Anleihen spielen seit den späten 1990er Jahren eine immer größer werdende Rolle in der Finanzierung von in Deutschland ansässigen<sup>1</sup> Unternehmen.<sup>2</sup> Waren 1996 im Jahresmittel noch Papiere im Wert von weniger als 3 Mrd. Euro im Umlauf, hatte sich der umlaufende Gesamtbetrag in den folgenden 20 Jahren beinahe verhundertfacht – und betrug Anfang des Jahres 2020 dann bereits über 350 Mrd. Euro.<sup>3</sup> Vorschub für diese Entwicklung leistete in erster Linie die 1990 erfolgte Aufhebung des Genehmigungserfordernisses für im Inland ausgestellte Inhaberschuldverschreibungen über Geldsummenversprechen,<sup>4</sup> zuletzt aber auch die durch die 2007 einsetzende weltweite Bankenkrise induzierte sog. „Kreditklemme“, die sich in Deutschland ab Ende 2008 bemerkbar machte.<sup>5</sup> Erhöhte aufsichtsrechtliche Kapitalanforderungen für Kreditrisiken (Basel III)<sup>6</sup> machen es für die Banken seit 2014 zusätzlich unattraktiver, ihr in Deutschland traditionell verhältnismäßig bedeutendes Geschäft mit sog. Industriekrediten im gewohnten Umfang aufrecht zu erhalten,<sup>7</sup> und verteuern die Bankenfinanzierung allem Anschein nach insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen.<sup>8</sup> In der Konsequenz weichen Kapitalnachfrager zunehmend auf den Kapitalmarkt aus, wo sie auf von Niedrigzinsen geplagte, renditehungrige Kapitalanbieter treffen.

<sup>1</sup> Emissionsvolumina werden nur bezogen auf Anleihen inländischer Emittenten, nicht aber bezogen auf Anleihen *deutschen Rechts* systematisch erfasst. Diese beiden Mengen decken sich nicht 1:1, dürften aber stark miteinander korrelieren, weshalb die nachfolgenden Zahlen auch für die Menge aller dem Schuldverschreibungsgesetz unterliegenden Unternehmensanleihen aussagekräftig sein sollte.

<sup>2</sup> Ebenso *Bliesener*, FS Hopt 2008, 355 (356); *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 19 m. w. N.

<sup>3</sup> *Deutsche Bundesbank*, Zeitreihe BBSIS.M.I.UML.FV\_T.2000.A.A.A.A.A.\_Z.A: Umlauf inländischer Inhaberschuldverschreibungen zu Nominalwerten/Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs), abrufbar unter [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de).

<sup>4</sup> § 795 BGB a. F., dazu *Bliesener*, FS Hopt 2008, 355 (356).

<sup>5</sup> *Börsen-Zeitung* Nr. 251 vom 31. 12. 2008, S. 9: „Anzeichen für eine Kreditklemme in der deutschen Wirtschaft mehren sich“; für den Effekt auf Anleihefinanzierungen wie hier *Hess*, in: *Sanierungshandbuch* (6. Aufl. 2013), Kap. 15 Rn. 19.

<sup>6</sup> Europarechtlich umgesetzt durch die Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen („Eigenkapitalrichtlinie“, „CRD IV“), ABl. L 176, S. 338 ff.; diese in Deutschland umgesetzt durch das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Anpassung des Aufsichtsrechts an die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen („CRD IV-Umsetzungsgesetz“), BGBl. I 2013, S. 3395 ff.

<sup>7</sup> Dazu *Kratz*, in: *Handbuch Unternehmensrestrukturierung II* (2. Aufl. 2018), S. 1146 ff.

<sup>8</sup> *Bankenverband*, Basel III – die Folgen für den Mittelstand (2013), S. 8; *Berg/Uzik*, *Auswirkungsstudie Basel III* (2011), S. 4.



Mit dem Einsetzen der Kreditklemme koinzidierte in Deutschland eine Reform des in die Jahre gekommenen Schuldverschreibungsrechts, das die Rechtsverhältnisse von Anleihegläubigern („Obligationären“) untereinander seit dem 1. Januar 1900<sup>9</sup> auf sehr restriktive, insbesondere mit moderner „Sanierungskultur“ nicht zu vereinbarender Weise geregelt hatte.<sup>10</sup> Nach modernem, zuerst für Staatsanleihen entwickeltem Verständnis<sup>11</sup> gehört zu einer fairen „Umschuldung“ gegebenenfalls auch ein substantieller Beitrag der Obligationäre. Diese waren bis dahin von derlei Forderungen regelmäßig verschont geblieben, weil schlicht das rechtliche Instrumentarium fehlte, um die mit einer atomisierten Gläubigerschaft naturgemäß einhergehenden Kollektivhandlungsprobleme<sup>12</sup> zu überwinden und mit allen oder jedenfalls einem hinreichend großen Anteil von Obligationären auf effiziente Weise zu einer rechtlich verbindlichen Änderungsvereinbarung zu gelangen.<sup>13</sup> So verbot das Schuldverschreibungsgesetz von 1899 insbesondere jeden Verzicht auf einen Teil der Hauptforderung,<sup>14</sup> und sämtliche zulässigen Maßnahmen, wie Stundungen oder Zinskürzungen, waren auf maximal drei Jahre befristet.<sup>15</sup> International entwickelte sich derweil die Praxis, sog. Umschuldungsklauseln<sup>16</sup> (Collective Action Clauses) in Anleihebedingungen aufzunehmen, die Mehrheitsbeschlüsse über weitreichende Sanierungsmaßnahmen ermöglichen sollten.<sup>17</sup> Das deutsche Recht verlor vor diesem Hintergrund zunehmend an Boden, denn es galt als zweifelhaft, ob solche Umschuldungsklauseln mit deutschem AGB-Recht vereinbar wären, weil die Möglichkeit einer Majorisierung möglicherweise eine „unangemessene Benachteiligung“<sup>18</sup> der Minderheit begründen würde.<sup>19</sup> Just mit Einsetzen der Kreditklemme setzte der deutsche Gesetzgeber denn zum 31. Juli 2009 die seit langen Jahren vorbereitete Reform des Schuldverschreibungsrechts um.<sup>20</sup> Seither erlaubt das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) Umschuldungs- bzw. Mehrheitsklauseln nach

<sup>9</sup> Das SchVG 1899 wurde am 4. 12. 1899 verabschiedet, RGBl. 1899, S. 691 ff., und trat gemeinsam mit dem Bürgerlichen Gesetzbuch am 1. 1. 1900 in Kraft, § 26 Abs. 1 SchVG 1899.

<sup>10</sup> Instruktiv zum SchVG 1899 *Hopt*, FS Steindorff 1990, 341 (341 ff.); zur Kritik am SchVG 1899 statt vieler *Bredow/Vogel*, ZBB 2008, 221 (222 ff.); *diess.*, ZBB 2009, 153 (153); *Leuering*, NZI 2009, 638 (638 ff.).

<sup>11</sup> *Sester*, AcP 209 (2009), 628 (630).

<sup>12</sup> Zu Kollektivhandlungsproblemen speziell bei der Anleihefinanzierung ausführlich *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 42 ff.; *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 185 ff.

<sup>13</sup> *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 273.

<sup>14</sup> § 12 Abs. 3 SchVG 1899.

<sup>15</sup> § 11 Abs. 1 Satz 1 SchVG 1899.

<sup>16</sup> Dieser Begriff wird vornehmlich im Kontext von Staatsanleihen verwendet, vgl. § 4a BSchuWG.

<sup>17</sup> Dazu *Paulus*, WM 2012, 1109 (1109); *Sester*, AcP 209 (2009), 628 (631).

<sup>18</sup> Vgl. heute § 307 Abs. 1 und 2 BGB.

<sup>19</sup> *Sester*, AcP 209 (2009), 628 (631).

<sup>20</sup> Instruktiv zum Schuldverschreibungsgesetz 2009 *Oulds*, CFL 2012, 353 (353 ff.).

internationalem<sup>21</sup> Vorbild<sup>22</sup> und nimmt derlei Klauseln in Anleihebedingungen folglich von einer allgemeinen AGB-Kontrolle aus (§ 307 Abs. 3 BGB), was die Rechtsunsicherheit beseitigt hat und Emissionen nach deutschem Recht wieder attraktiver erscheinen lässt.<sup>23</sup>

Diese Attraktivität haben nach deutschem Recht begebene Unternehmensanleihen auch trotz zwischenzeitlich in einzelnen Segmenten offenbar gewordener Fehlentwicklungen<sup>24</sup> nicht verloren. So war dem sich 2010 formierenden und als „Qualitätssegment“<sup>25</sup> beworbenen Markt für sog. „Mittelstandsanleihen“<sup>26</sup> mit Emissionsvolumina von meist deutlich unter 100 Mio. Euro im „Katastrophenjahr“<sup>27</sup> 2014 nach einer hohen Zahl von teils spektakulären Ausfällen schon der „Tod“<sup>28</sup> bescheinigt worden. Gleichwohl erfreuen sich Mittelstandsanleihen, manch anderslautender Prognose<sup>29</sup> zum Trotz, wieder einer stabilen Nachfrage unter Anlegern:<sup>30</sup> Nach der „Boomphase“ von 2011 bis 2014, als jährlich Papiere im Wert von im Mittel gut 1.600 Mio. Euro platziert werden konnten, hat sich das Platzierungsvolumen in den vergangenen fünf Jahren bei jährlich knapp 900 Mio. Euro eingependelt.<sup>31</sup> Auf den Gesamtmarkt für Unternehmensanleihen in Deutschland hat

<sup>21</sup> In Unternehmensanleihen sind Collective Action Clauses vor allem in nach englischem Recht begebenen Anleihen üblich. Für nach US-amerikanischem Recht begebene Anleihen hält der *Trust Indenture Act* von 1939 hingegen ähnlich restriktive Vorgaben vor wie das Schuldverschreibungsgesetz von 1899. Eine Beteiligung der Anleihegläubiger an einer Reorganisation außerhalb eines Chapter 11-Verfahrens findet dort deshalb über Umtauschangebote statt, die auf eine Art und Weise ausgestaltet sind, welche das Risiko, sich nicht am Umtausch zu beteiligen, als unverhältnismäßig hoch erscheinen lassen. Vgl. dazu *Foulkes*, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), Anh. I Rn. 32 ff.

<sup>22</sup> Die Regierungsbegründung beruft sich ausdrücklich auf „international übliche Anforderungen“ und die „eindeutige Vormachtstellung des angloamerikanischen Vertragsrechts“, BT-Drucks. 16/12814, S. 1, 13 (rechte Spalte). Mit Verweis auf die in Fn. 21 geschilderte fehlende Üblichkeit in Unternehmensanleihen nach US-Recht kritisch *Balthasar*, ZHR 183 (2019), 662 (674 f.).

<sup>23</sup> So speziell für das *High Yield*-Segment auch *Balz*, ZBB 2009, 401 (412), und für die Anleihefinanzierung allgemein *Hess*, in: Sanierungshandbuch (6. Aufl. 2013), Kap. 15 Rn. 19.

<sup>24</sup> Dazu von *Randow*, ZBB 2017, 158 (158 ff.).

<sup>25</sup> *Börsen-Zeitung* Nr. 185 vom 25. 9. 2010, S. B2.

<sup>26</sup> Einen Überblick über den Gesamtmarkt für Mittelstandsanleihen inklusive Ausstattungsmerkmalen bieten zum Stande Ende 2014 *Schüler/Kaufmann*, ZBB 2014, 69 (70 ff.) und zum Stand Ende 2016 *Schüler/Aschauer*, ZBB 2017, 206 (207 ff.).

<sup>27</sup> *Handelsblatt* Nr. 1 vom 2. 1. 2015, S. 60.

<sup>28</sup> Vgl. *Handelsblatt* Nr. 232 vom 2. 12. 2014, S. 44: „Viele Handelsplätze (für Mittelstandsanleihen) faktisch tot“.

<sup>29</sup> *Handelsblatt* Nr. 70 vom 12. 4. 2016, S. 24: „Der Markt für Mittelstandsanleihen gilt nach diversen Pleiten als erledigt.“

<sup>30</sup> Ebenso *Fichtner*, in: BondGuide, Anleihen 2019, S. 20: „Mittelstandsanleihen (wieder) en vogue“.

<sup>31</sup> *Kirchhoff Consulting*, IPO-Studie 2019 (9. Dezember 2019), S. 10. Gleichwohl lautet das Urteil über den Markt für Mittelstandsanleihen in der *FAZ* vom 25. 10. 2017: „Der Markt für

der zwischenzeitliche Vertrauensverlust im Mittelstandssegment nie nachhaltig durchgeschlagen – das Emissionsvolumen stieg dort von 2010 (35 Mrd. Euro) bis 2019 (115 Mrd. Euro) um mehr als das Dreifache.<sup>32</sup>

Viele der ins Straucheln geratenen Emittenten von Mittelstandsanleihen haben das neue Instrumentarium, welches das Schuldverschreibungsgesetz ihnen bietet, genutzt, um einen präventiven, die Insolvenz vermeidenden Sanierungsversuch zu starten.<sup>33</sup> Dasselbe Instrumentarium verwenden wiederholt auch einzelne Obligationäre, die gefasste Mehrheitsbeschlüsse klageweise anfechten und dadurch – manchmal durchaus gezielt („räuberische Obligationäre“) – deren Vollziehung (jedenfalls vorläufig) verhindern. In solchen Prozessen können sich Emittent und Anfechtungskläger nicht zuletzt auch um die Frage streiten, ob das Schuldverschreibungsgesetz den konkret beschlossenen Sanierungsbeitrag denn wirklich in diesem Umfang ermöglichen will – oder ob im Interesse der überstimmten Minderheit nicht strengere Maßstäbe in das Schuldverschreibungsgesetz hineingelesen werden müssen, die beispielsweise ein angemessenes Verhältnis des Sanierungsbeitrags der Obligationäre zu dem Sanierungsbeitrag anderer Finanzgläubiger verlangen.

Damit ist die Frage angesprochen, die Florstedt als „eine der schwierigsten Fragen des reformierten SchVG“<sup>34</sup> bezeichnet hat, die noch von keinem Obergericht beantwortet worden ist<sup>35</sup> und über die sich auch noch keine im Schrifttum eindeutig herrschende Meinung gebildet hat – und nicht zuletzt deshalb den Gegenstand der vorliegenden Untersuchung bildet: Die Frage nach den materiellen Schranken der Stimmrechtsmacht des Obligationärs.

## B. Gegenstand der Untersuchung

### I. Gerichtliche Kontrolle anhand geschriebener und ungeschriebener materieller Schranken des Obligationärstimmrechts

Mehrheitsbeschlüsse der Obligationäre unterliegen der gerichtlichen Kontrolle, wenn und soweit sie von betroffenen Obligationären klageweise angegriffen werden. Das Schuldverschreibungsgesetz stellt ihnen hierzu eine spezielle Anfechtungsklage zur Verfügung, die bei grundsätzlich allen Verletzungen des Gesetzes oder der

Mittelstandsanleihen ist zwar nicht tot, aber eine große Enttäuschung“, *Hock*, Die Mittelstandsanleihe lebt wieder, faz.net, 25.10.2017.

<sup>32</sup> *Blättchen Financial Advisory*, Jahresrückblick 2019, S. 26.

<sup>33</sup> Instruktiv zum Ablauf einer solchen Restrukturierung *Seibt*, ZIP 2016, 997 (999 ff.).

<sup>34</sup> *Florstedt*, RIW 2013, 583 (586).

<sup>35</sup> Lediglich *ober dicta* bemerkte das OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27.3.2012 – 5 AktG 3/11, NZG 2012, 593 (595): „Eine Überprüfung der Angemessenheit des Ausgleichs im Klageverfahren selbst ist aber nicht möglich, weil der Beschluss gerichtlich nur wegen Gesetzesverletzung oder Verletzung der Anleihebedingungen angegriffen werden kann.“

Anleihebedingungen greift (§ 20 Abs. 1 SchVG). Die Maßstäbe, anhand derer das Gericht die Gültigkeit von Mehrheitsbeschlüssen beurteilt, werden auch als *Schranken der Stimmrechtsmacht*<sup>36</sup> bezeichnet. Um *materielle* Schranken handelt es sich, wenn die betreffenden Vorschriften und Normen *inhaltliche* Anforderungen an die korrekte Ausübung des Stimmrechts stellen.<sup>37</sup> Außer Betracht bleiben damit *formelle* Schranke, die das Beschlussverfahren regulieren.

## 1. Geschriebene Schranken des Schuldverschreibungsgesetzes

Im Schuldverschreibungsgesetz finden sich zwei materielle Schranken verankert. Demnach ist es ausdrücklich verboten, den Obligationären durch Mehrheitsbeschluss eine Verpflichtung zur Leistung aufzuerlegen (§ 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG),<sup>38</sup> oder für unterschiedliche Obligationäre ungleiche Bedingungen vorzusehen, wenn die benachteiligten Obligationäre dem nicht ausdrücklich zustimmen (§ 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG).<sup>39</sup> Inwiefern es daneben noch ungeschriebene Schranken gibt, die die Stimmrechtsmacht der Obligationäre beschränken und im Rahmen einer Beschlussanfechtung geltend gemacht werden können, ist im Einzelnen höchst umstritten.

## 2. Meinungsspektrum zu den ungeschriebenen Schranken

### a) Gebot guter Sitten

Einig ist man sich jedenfalls insoweit, als gegen die guten Sitten i. S. v. § 138 Abs. 1 BGB verstoßende Stimmabgaben eine Gesetzesverletzung i. S. v. § 20 Abs. 1 Satz 1 SchVG begründen können. In welchen Konstellationen jedoch konkret die Grenze der Sittenwidrigkeit überschritten wird, darüber schweigt sich die Literatur weitgehend aus. Das ist nicht zuletzt deshalb unbefriedigend, weil das allgemeine Sittengebot des § 138 Abs. 1 BGB teilweise als einzige anwendbare „ungeschriebene“ Schranke des Obligationärsstimmrechts genannt wird.<sup>40</sup> Die dies bejahenden Autoren können sich deshalb auch nicht auf den Standpunkt stellen, es gebe speziellere, sachnähere weil flexiblere, weniger grobmaschige Schranken, die eine

<sup>36</sup> Vgl. nur den Titel *Zöllners* grundlegender Habilitationsschrift, „Die Schranken der Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden“ (1963).

<sup>37</sup> *Zöllner*, Die Schranken der Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 98.

<sup>38</sup> Dazu ausführlich unten § 5.

<sup>39</sup> Dazu ausführlich unten § 6.

<sup>40</sup> So namentlich von *Bialluch*, Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, S. 218 f.; *Bliessenner/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, SchVG § 20 Rn. 47; *Cağalj*, Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 345; *H. Schneider*, ILF WP Series No. 135 (3/2013), S. 7; wohl auch *Veranneman*, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 5 Rn. 14.

nähere Befassung mit dem Sittengebot entbehrlich machen würden, wie es im Gesellschaftsrecht seit „Entdeckung“ der Treupflichtbindung üblich geworden ist.<sup>41</sup>

### *b) Treu und Glauben*

Als zweite mögliche Stimmrechtsschranke kommt ein auf Treu und Glauben gemäß § 242 BGB fußendes Verbot des (Stimm-)Rechtsmissbrauchs in Betracht. Hierauf beruht letztlich die Ansicht, die sich für eine an „Loyalitätsbindungen“ anknüpfende Missbrauchskontrolle einsetzt.<sup>42</sup> Diese Loyalitätsbindungen sollen im Ergebnis solche Beschlüsse anfechtbar machen, die die übrigen Obligationäre aufgrund eines Sonderinteresses eindeutig schlechter stellen als sie ohne den Beschluss stünden.<sup>43</sup>

### *c) Gesellschaftsrechtliche Transplantate*

Manche gehen noch einen Schritt weiter und befürworten eine Treupflichtbindung der Obligationäre untereinander, auf deren Grundlage sich nicht zuletzt auch eine Sanierungs- in Form einer Zustimmungspflicht begründen lassen soll.<sup>44</sup> Die gesellschafts-, insbesondere aktienrechtliche Analogie weiter ausbauend wird teilweise auch ein generelles Erfordernis sachlicher Rechtfertigung vertreten.<sup>45</sup> Den Boden der bloßen Analogiebildung verlassend wird vereinzelt noch eine genuin gesellschaftsrechtliche Zweckbindung der Gläubiger vertreten,<sup>46</sup> die Treupflichtbindungen im bereits skizzierten Umfang begründen würde.<sup>47</sup>

<sup>41</sup> Dazu unten § 7 A II 3.

<sup>42</sup> Dafür *Kiem*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 20 Rn. 88 ff., 92.

<sup>43</sup> *Kiem*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 20 Rn. 90.

<sup>44</sup> Hierfür *Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treupflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 270; *Liebenow*, das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 324, 326 ff.

<sup>45</sup> Explizit für die „Erwägung“ eines „Erfordernisses materieller Rechtfertigung“ *Vogel*, ZBB 2010, 211 (213); in der Sache ebenso *Baums*, ZBB 2009, 1 (5 f.); sich anschließend *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (62); *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 252 ff.; zumindest im Ergebnis ebenso *U. Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treupflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 244 ff.; „analoge Formen der Inhaltskontrolle“ zumindest „erwägenswert“ hält *Florstedt*, ZIP 2012, 2286 (2288).

<sup>46</sup> Dafür allein *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 266 ff.

<sup>47</sup> Vgl. *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 324 („Obligationstreupflicht“), S. 326 ff. (positive Stimmpflicht, wenn Vorteilhaftigkeit der Anleiherestrukturierung „auf der Hand“ liegt).

### *d) Spezifisch schuldverschreibungsrechtliche Schranken*

Zumindest auf den ersten Blick abseits gesellschaftsrechtlicher Konzepte machen sich einige Stimmen für eine spezifisch schuldverschreibungsrechtliche Schranke stark. Dazu wird das „gemeinsame Interesse aller Anleihegläubiger“ bemüht, das bei der Stimmrechtsausübung – die einen sagen: subjektiv,<sup>48</sup> die anderen: objektiv<sup>49</sup> – zu wahren sein soll. Dieses „gemeinsame Interesse“ wird mit der „Nützlichkeit“<sup>50</sup> der Maßnahme oder auch der „bestmöglichen Befriedigung aller Obligationäre“<sup>51</sup> identifiziert.

## **II. Kontrolle von Beschlüssen der Obligationärsversammlung über (eine Zustimmung zu) Änderungen der Anleihebedingungen**

Der Untersuchungsgegenstand bedarf noch einer gewissen Einschränkung. Das Schuldverschreibungsgesetz ermöglicht Mehrheitsbeschlüsse über im Wesentlichen zwei unterschiedliche Themenbereiche, von denen nur einer im Rahmen der nachfolgenden Untersuchung relevant ist: Gegenstand der Untersuchung sind Mehrheitsbeschlüsse über (eine Zustimmung zu) Änderungen der Anleihebedingungen gemäß § 5 Abs. 1 S. 1 Var. 1 SchVG. Nicht Gegenstand der Untersuchung sind damit Beschlüsse hinsichtlich eines gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger gemäß § 5 Abs. 1 S. 1 Var. 2, § 7 Abs. 2 Satz 1 Var. 2, Abs. 3, 4 SchVG. Nach diesen Vorschriften können die Obligationäre per Mehrheitsbeschluss einen gemeinsamen Vertreter bestellen (und abberufen oder auch auf Ersatz in Anspruch nehmen) und ihn insbesondere auch ermächtigen, die Rechte der Obligationäre an ihrer statt wahrzunehmen. Zu letzterem kann auch die Zustimmung zu bestimmten Änderungen der Anleihebedingungen gehören. Die beschlussmängelrechtliche Wirksamkeit einer mehrheitlich beschlossenen Zustimmungsermächtigung und ihrer Ausübung ist im Grundsatz an keinen anderen materiellen Schranken zu messen als ein Zustimmungsbeschluss der Obligationäre selbst. Eine Untersuchung des Innenverhältnisses zwischen dem gemeinsamen Vertreter und den Obligationären profitiert andererseits nur marginal von den Erkenntnissen, die sich aus der hier im Mittelpunkt stehenden Untersuchung der materiellen Stimmrechtsschranken ergeben. Beschlüsse betreffend einen gemeinsamen Vertreter sollen deshalb außer Betracht bleiben.<sup>52</sup>

<sup>48</sup> Hierfür *Vogel*, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 14 f.

<sup>49</sup> Hierfür *Baums*, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12; *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 38; *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 253.

<sup>50</sup> Die in Fn. 49 Genannten; in der Sache auch *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 321: „inhaltliche Evidenzkontrolle an [...] ökonomische[m] Effizienzmaßstab“.

<sup>51</sup> *Vogel*, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 15.

<sup>52</sup> Eine umfassende Darstellung des Problemkreises „gemeinsamer Vertreter“ findet sich bei *Ruf*, Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger in der Krise des Emittenten, 2018; zu

Ein Angebot zu einer Änderung der Anleihebedingungen kann aus unterschiedlichen Gründen veranlasst sein. Den Hauptanwendungsfall bilden die bereits angesprochenen vorinsolvenzlichen Sanierungsversuche. Wie sich noch zeigen wird, wirft dieser Kontext auch diejenigen Verwerfungen innerhalb der von den Anleihegläubigern repräsentierten Interessenlandschaft auf, ohne die ein (interessanter) Streit über den richtigen Kontrollmaßstab zumeist erst gar nicht entstehen würde. Deshalb wird sich die Untersuchung in erster Linie mit in diesem Kontext gefassten Beschlüssen beschäftigen. Die dabei erarbeiteten Ergebnisse wollen gleichwohl auch für jeden anderen Kontext Gültigkeit beanspruchen; dazu gehören namentlich etwa Änderungen aus Anlass einer strategischen Konzernumbildung oder solche, welche durch Veränderungen des aufsichtsrechtlichen, steuerlichen oder ähnlichen Umfelds induziert sind.

### C. Vorschau

Die Untersuchung gliedert sich in drei Teile. Im ersten Teil der Untersuchung werden grundlegende Fragen geklärt. Den Anfang machen die Begriffe des Beschlusses, seiner Mängel und seiner Kontrolle (dazu § 2). Dem folgt die Frage, *warum* Beschlüsse überhaupt auf ihren Inhalt hin kontrolliert werden (dazu § 3). Weil sich der Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle richtigerweise in der Kompensation von Legitimationsdefiziten des Mehrheitsprinzips findet, schließt sich naturgemäß die Frage an, *wo* diese Legitimationsdefizite im Schuldverschreibungsrecht zu verorten sind (dazu § 4). Im Zuge dessen lassen sich zwei archetypische Konstellationen identifizieren, in welchen die Legitimität von Mehrheitsentscheidungen von Obligationären grundlegend in Zweifeln steht, die hier sog. „Verkürzung“ und die hier sog. „Vereitelung“. An der sachgerechten Regulierung dieser beiden Konstellationen müssen sich die einzelnen materiellen Stimmrechtsschranken messen lassen. Sowohl mit einer „Verkürzung“ als auch mit einer „Vereitelung“ lässt sich ein wirtschaftlicher Vermögenstransfer zulasten von Obligationären bewerkstelligen.

Der zweite Teil der Untersuchung widmet sich den einzelnen materiellen Stimmrechtsschranken. Das Schuldverschreibungsgesetz kennt zwei *geschriebene* materielle Schranken, ein Belastungsverbot in § 5 Abs. 1 Satz 3 (dazu § 5) und ein Gleichbehandlungsgebot in § 5 Abs. 2 Satz 2 (dazu § 6). Das Stichwort Gleichbehandlung wirft über die gesetzliche Regelung hinausblickend die Frage auf, ob sich nicht aus der üblichen *Pari-passu*-Klausel in Anleihebedingungen ein weiter reichendes Gebot gleicher Behandlung ableiten lässt. Effektiv haben Belastungsverbot und Gleichbehandlungsgebot in der materiellen Beschlusskontrolle nur eine recht überschaubare Reichweite. Deutlich weiter als die beiden geschriebenen reichen die ungeschriebenen Schranken. Die allgemeinste solche ist das Gebot guter Sitten (dazu

„Ideal und Praxis“ des gemeinsamen Vertreters vgl. auch *Randow*, ILF WP Series No. 139 (3/2013).

§ 7). Als alleinige materielle Schranke würde das Gebot guter Sitten wohl ausreichen, wenn sich seine heutige Reichweite im Recht der Unternehmensanleihen nach der Rechtsprechung des Reichsgerichts zur materiellen Beschlusskontrolle im Kapitalgesellschaftsrecht richten würde. Weil der Begriff der Sittenwidrigkeit heute aber zu Recht sehr viel enger als zu Zeiten des Reichsgerichts verstanden wird, kommt der Sittenschranke nur eine überschaubare Bedeutung zu. Etwas weiter reicht demgegenüber das Verbot des Rechtsmissbrauchs (dazu § 8). Die Figur des institutionellen Rechtsmissbrauchs veranlasst insofern erste Überlegungen zur Teleologie des Schuldverschreibungsgesetzes. Dogmatisch noch eine Ebene tiefer geht die Untersuchung dann für die Frage nach der Bindung an eine Rücksichtspflicht (dazu § 9). Weil die Obligationäre untereinander richtigerweise in einer Sonderverbindung stehen, lassen sich gegenseitige Rücksichtspflichten zwar dem Grunde nach bejahen – allerdings richtigerweise nicht in Gestalt einer Treuepflicht, sondern lediglich in Gestalt einer Schutzpflicht, deren Reichweite nicht über die der allgemeinen Loyalitätspflicht hinausreicht. Mit der Loyalitätspflicht ist zugleich der „Höhepunkt“ der Pflichtbindung der Obligationäre gefunden; strengere Schranken lassen sich nicht begründen. Das gilt sowohl für eine besondere Zweckbindung (dazu § 10) als auch für ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung (dazu § 11). Eine besondere Zweckbindung lässt sich dogmatisch nicht begründen, und ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung – wozu insbesondere das Kriterium objektiver Nützlichkeit als Inhalt des „gemeinsamen Interesses aller Obligationäre“ gehört – würde weit über das hinausgehen, was sich für eine Regulierung von „Verkürzungen“ und „Vereitelungen“ als sachgerecht erweist.

Im Schlussteil wandert der Blick zunächst nach vorn: Lässt sich die gesetzliche Beschränkung der Stimmrechtsmacht im Recht der Schuldverschreibungen durch ein zusätzliches Stimmverbot, eine Offenlegungspflicht oder ein doppeltes Mehrheitserfordernis sinnvoll reformieren? – und wie steht es um die Zukunft des Schuldverschreibungsgesetzes vor dem Hintergrund des Restrukturierungsrahmens des StaRUG (dazu § 12)? Zum Abschluss wandert der Blick dann noch einmal zusammenfassend zurück durch den gesamten Gang der Untersuchung (dazu § 13).



## **Dogmatik und Legitimität der Mehrheitsentscheidung**

Der erste Teil der Untersuchung soll mit einigen Begriffen und Konzepten vertraut machen, die dem Schuldverschreibungsrecht und dem eigenen Lösungsansatz zugrunde liegen. Dazu gehören neben einer dogmatischen Einleitung in das Recht der Beschlüsse, ihrer Mängel und deren Geltendmachung (dazu § 2) eine vorwiegend theoretische Diskussion des Geltungsgrunds der materiellen Beschlusskontrolle (dazu § 3), die durch eine analytische Betrachtung der spezifisch im Schuldverschreibungsrecht vorzufindenden Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips ergänzt wird (dazu § 4).

### **§ 2 Beschluss, Beschlussmängel und ihre Geltendmachung**

In der allgemeinen Rechtsgeschäftslehre finden Beschlüsse (dazu A.) wenig Beachtung. Dabei könnte eine allgemeine Beschlusslehre vieles leisten – vor allem für das Beschlussmängelrecht (dazu B.), über dessen Anknüpfungspunkt (dazu B.II.) und Fehlerfolgen (dazu B.III.) jedenfalls in der schuldverschreibungsrechtlichen Literatur einige Unsicherheit auszumachen ist. Bereits aus allgemeinem Beschlussmängelrecht lässt sich insbesondere die Anfechtbarkeit fehlerhafter Beschlüsse ableiten, die im Schuldverschreibungsgesetz eine spezielle und differenzierte Regelung erfahren hat (dazu C.).

#### **A. Begriff, Zustandekommen und Rechtsnatur des Obligationärsbeschlusses**

Der Beschluss lässt sich als das rechtstechnische Mittel zur kollektiven Willensbildung der Obligationäre bezeichnen.<sup>1</sup> Er stellt die durch Abstimmung aus den Einzelwillen der Obligationäre gewonnene Entscheidung der (physischen<sup>2</sup> oder

---

<sup>1</sup> Für das Gesellschaftsrecht *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht (4. Aufl. 2002), § 15 I 1, S. 434; ähnlich *Zöllner*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, Kap. 10 Rn. 1.

<sup>2</sup> Instruktiv zu Ablauf und praktischen Hürden *Mühe*, BKR 2017, 50 (50 ff.); *Otto*, DNotZ 2012, 809 (809 ff.).

virtuellen<sup>3</sup>) Gläubigerversammlung über einen Antrag dar.<sup>4</sup> In seiner Rechtsnatur ist der Beschluss nach heute allgemeiner Meinung ein mehrseitiges Rechtsgeschäft,<sup>5</sup> die einzelnen Stimmabgaben der Obligationäre sind Willenserklärungen.<sup>6</sup> Jede Stimmabgabe kann sich entweder positiv (Zustimmung, Ja-Stimme), neutral (Enthaltung) oder negativ (Ablehnung, Nein-Stimme) zum Beschlussantrag verhalten; der Beschluss selbst stimmt dem Antrag im Ergebnis entweder zu (positiver Beschluss) oder lehnt ihn ab (negativer Beschluss). Im konkreten Beschlussinhalt vereinigen sich demgemäß die parallelen Inhalte der auf den erfolgreichen Antrag hin abgegebenen Stimmen.

Welcher Antrag erfolgreich ist, welchen Inhalt also der gefasste Beschluss hat, wird durch den Versammlungs- bzw. Abstimmungsleiter verbindlich festgestellt und verkündet.<sup>7</sup> Ob ihm dabei ein Fehler unterlaufen ist, er sich beispielsweise verzählt oder ein falsches Mehrheitserfordernis zugrunde gelegt hat, spielt zunächst keine Rolle; die Feststellung und Verkündung hat insoweit konstitutive Wirkung. Das erscheint den davon nachteilig betroffenen Obligationären auf den ersten Blick zum Nachteil zu gereichen, ist jedoch sachgerecht und in ihrem eigenen Interesse: Nach dem Schuldverschreibungsgesetz werden Beschlüsse einen Monat nach ihrer Bekanntmachung grundsätzlich bestandskräftig, wenn sie nicht rechtzeitig klageweise angegriffen werden (vgl. § 20 Abs. 3 Satz 1 SchVG). Um den nachteilig betroffenen Obligationären dieses Recht nicht unnötig zu erschweren, muss Klarheit über den Inhalt des gefassten Beschlusses herrschen.<sup>8</sup> Für diese Klarheit sorgt die konstitutive und inhaltsfixierende Wirkung der Beschlussfeststellung.

## B. Beschlussmängel

Angreifbar sind nach dem Gesetz nur Verstöße *des Beschlusses* gegen Vorschriften des Gesetzes oder der Anleihebedingungen (§ 20 Abs. 1 Satz 1 SchVG). Weil demgegenüber bereits der Titel dieser Untersuchung auf das *Stimmrecht* der Obligationäre als Gegenstand (materieller) Beschränktheit ihrer Macht zur Bindung der übrigen Obligationäre abhebt, gilt es zu klären, welcher Zusammenhang zwischen der Stimmabgabe durch die Obligationäre und der Mangelhaftigkeit des Beschlusses besteht.

---

<sup>3</sup> „Abstimmung ohne Versammlung“ gemäß § 18 SchVG; dazu instruktiv *Bertelmann/Schönen*, ZIP 2014, 353 (353 ff.).

<sup>4</sup> *Baltzer*, Der Beschluss als rechtstechnisches Mittel organschaftlicher Funktion im Privatrecht, S. 42.

<sup>5</sup> *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts I/2, § 7 VII 1, S. 249 („rechtsgeschäftlicher ‚Gesamtakt‘“); *Hüffter*, ZGR 2001, 833 (834).

<sup>6</sup> *Flume*, ebd.; *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht II, § 3 III 2, S. 217.

<sup>7</sup> v. *Wissel/Diehn*, in: *Hopt/Seibt* (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 18 Rn. 192.

<sup>8</sup> Dazu BGH, Urteil vom 26. 5. 1975 – II ZR 34/74, NJW 1975, 2101 (2101).

## I. Fehlerhafte Stimmabgabe

### 1. Nichtigkeit der Einzelstimme

Das Stimmrecht ist ein subjektives Recht der Obligationäre und darf deshalb wie jedes subjektive Recht zwar grundsätzlich im eigenen Interesse, aber nur innerhalb der von der Rechtsordnung gezogenen Grenzen ausgeübt werden.<sup>9</sup> Der diese Grenzen missachtende, pflichtwidrige Gebrauch eines subjektiven Rechts ist unzulässig und erzeugt keine Rechtswirkungen. Dementsprechend sind pflichtwidrige Stimmabgaben nichtig.<sup>10</sup> Wer darin einen Widerspruch zur Bestandskraft fehlerhafter Beschlüsse nach Ablauf der Anfechtungsfrist zu erkennen meint,<sup>11</sup> verkennt die konstitutive Wirkung der Beschlussfeststellung.

### 2. Verwerfungskompetenz des Versammlungs- bzw. Abstimmungsleiters

Konsequent wäre es demnach, dem Versammlungs- bzw. Abstimmungsleiter zumindest das Recht zuzugestehen, die Gültigkeit der einzelnen Stimmabgaben zu prüfen und ungültige Stimmen unberücksichtigt zu lassen. Hinsichtlich formeller Fehler – fehlende Stimmberechtigung, Eingreifen etwaiger Stimmverbote, Zugang der Stimmabgabe außerhalb des Abstimmungszeitraums etc. – ist dies auch allgemein anerkannt;<sup>12</sup> und im Kapitalgesellschaftsrecht entspricht es der ganz herrschenden Meinung, dass für die Fälle materieller Pflichtwidrigkeit – dort insbesondere bei treuwidriger Stimmabgabe – nichts anderes gilt.<sup>13</sup>

#### a) Keine Verwerfungskompetenz für negative Stimmabgaben?

Zweifel lässt indes die jüngste Rechtsprechung des fünften Senats des Bundesgerichtshofs zu Beschlüssen der Wohnungseigentümergeinschaft aufkommen.

<sup>9</sup> Wiedemann, Gesellschaftsrecht II, § 3 III 2, S. 221.

<sup>10</sup> Für das Gesellschaftsrecht ganz herrschend, vgl. die Nachweise bei Rieckers, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft (5. Aufl. 2020), § 17 Rn. 31 Fn. 166; zur a. A. eingehend Koppesteiner, ZIP 1994, 1325 (1326 ff.).

<sup>11</sup> So (für das Aktienrecht) insbesondere Schwab, in: K. Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG (4. Aufl. 2020), § 243 Rn. 6.

<sup>12</sup> Für das Schuldverschreibungsrecht Kiem, in: Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsgesetz, § 20 Rn. 57.

<sup>13</sup> BGH, Urteil vom 19. 11. 1990 – II ZR 88/89, ZIP 1991, 23 (24); Urteil vom 12. 7. 1993 – II ZR 65/92, NJW-RR 1993, 1253 (1254); Drescher, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG (4. Aufl. 2019), § 243 Rn. 111; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht (4. Aufl. 2002), § 21 II 3, S. 616; Rieckers, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft (5. Aufl. 2020), § 17 Rn. 31; Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 358; Wandrey, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 47 ff.; Zöllner, in: Baumbach/Hueck, GmbHG, Anh. § 47 Rn. 121 ff.; a. A. Ehmann, in: Grigoleit (Hrsg.), AktG (2. Aufl. 2020), § 243 Rn. 14; Schwab, in: K. Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG (4. Aufl. 2020), § 243 Rn. 6.

Dort wurde nämlich entschieden, dass auch materiell pflichtwidrige Stimmen im Rahmen der Beschlussfeststellung regelmäßig zu werten seien;<sup>14</sup> damit eine Verwerfungskompetenz in Betracht komme, müsse „die Art und Weise der Stimmrechtsausübung die übrigen Wohnungseigentümer so offenkundig und ohne jeden Zweifel in treuwidriger Weise benachteiligen, dass der Ausgang eines gerichtlichen Verfahrens nicht abgewartet werden kann“.<sup>15</sup> Das werde „in aller Regel nur bei positiven Stimmabgaben in Betracht kommen, die dazu führen, dass Beschlüsse zustande kommen“.<sup>16</sup> Bei negativen Stimmabgaben, die einen Negativbeschluss zur Folge haben, führe hingegen „selbst eine treuwidrige Blockade in der Regel nicht dazu, dass die Stimme des „Blockierers“ außer Betracht bleibt.“ Begründet wird diese Differenzierung zwischen positiven und negativen Stimmabgaben damit, dass sonst „mit den Stimmen einer Minderheit positive Beschlüsse gefasst werden können.“ Es sei stattdessen „vielmehr Sache der Gerichte, gegebenenfalls eine Beschlussersetzung vorzunehmen.“<sup>17</sup>

### *b) Würdigung*

Diese Abweichung von den Verhältnissen im Kapitalgesellschaftsrecht sollte für das Schuldverschreibungsrecht jedoch kein Vorbild sein. Die Beschränkung der Verwerfungskompetenz des Leiters der Wohnungseigentümerversammlung auf Evidenzfälle lässt sich damit rechtfertigen, dass die Beschlüsse solcher Versammlungen in aller Regel nicht von gleichsam rechtskundigen Personen festgestellt werden, wie sie namentlich im Aktien- und im Schuldverschreibungsrecht *zwingend* zum Einsatz kommen. Wo das Gesetz die Mitwirkung eines Notars vorschreibt (vgl. § 130 Abs. 1 Satz 1 AktG, § 16 Abs. 3 Satz 1 SchVG), besteht *prima facie* eine höhere Gewähr für die sachliche Richtigkeit der Beschlussfeststellung als im Recht der Wohnungseigentümergeinschaft, das keine notariellen Mitwirkungspflichten bei der Beschlussfassung kennt. Für eine Differenzierung zwischen zustimmenden und ablehnenden Stimmabgaben besteht für die Frage der Verwerfungskompetenz des Versammlungs- bzw. Abstimmungsleiters im Schuldverschreibungsrecht deshalb kein sachlicher Bedarf.

## **II. Fehlerhafter Beschluss**

Von der Nichtigkeit einzelner Stimmen lässt sich nicht ohne Weiteres auf die Fehlerhaftigkeit des Beschlusses schließen. Die Nichtigkeit einer Stimme hat zunächst nur zur Folge, dass sie im Rahmen der Beschlussfeststellung nicht berücksichtigt werden darf. Geschieht dies gleichwohl, kann nur noch gegen den Beschluss

<sup>14</sup> BGH, Urteil vom 14. 7. 2017 – V ZR 290/16, NJW 2018, 552 = ZWE 2017, 411 Rz. 18.

<sup>15</sup> BGH, a. a. O., Rz. 17.

<sup>16</sup> BGH, a. a. O., Rz. 17.

<sup>17</sup> BGH, a. a. O., Rz. 20.

vorgegangen werden (vgl. § 20 Abs. 1 Satz 1 SchVG). Die pflichtwidrigen Stimmen müssten also einen (mittelbaren) Mangel des Beschlusses selbst bedeuten, um dessen Fehlerhaftigkeit zu begründen.<sup>18</sup> Es gibt zwei Anknüpfungspunkte, an denen sich Beschlussmängel festmachen lassen: Fehler können auftreten im Laufe des *Beschlussverfahrens* (formelle Fehler), das im Schuldverschreibungsrecht mit der Einberufung der Gläubigerversammlung (§ 9 SchVG) bzw. der Aufforderung zur Stimmabgabe (§ 18 Abs. 1 und 3 SchVG) beginnt und mit der Beurkundung des festgestellten Beschlusses (§§ 16 Abs. 3, 18 Abs. 4 Satz 3 SchVG) endet, oder sie können den *Inhalt* des Beschlusses betreffen (materielle, sachliche Fehler). Demgemäß müsste sich die Fortsetzung einer pflichtwidrigen Stimmabgabe im Beschluss entweder als Verfahrensfehler oder Inhaltsfehler des Beschlusses erweisen.

### 1. Verletzung materieller Stimmrechtsschranken als Inhaltsfehler des Beschlusses?

In der Literatur zum Schuldverschreibungsgesetz wird in den seltensten Fällen zwischen der Fehlerhaftigkeit der Einzelstimme und der Fehlerhaftigkeit des Beschlusses differenziert. Zumeist werden die Fallgruppen, die hier als Verletzung materieller Stimmrechtsschranken untersucht werden, pauschal als Inhaltsfehler des Beschlusses behandelt.<sup>19</sup> Wo ausnahmsweise zwischen fehlerhafter Einzelstimme und fehlerhaftem Beschluss unterschieden wird, vermag die daraus gezogene Konsequenz nicht zu überzeugen. So folgert U. Simon aus dem Umstand, dass („treuwidrige“ und deshalb) nichtige Stimmen „einem Beschluss zum Durchbruch verholfen haben“, <sup>20</sup> dass der Beschluss selbst an einem (materiellen) Inhaltsfehler leiden würde.<sup>21</sup> Liebenow bringt diese Ansicht auf den Punkt: „Treuwidrig abgegebene Stimmen sind nichtig, treuwidrige Beschlüsse der Gläubigerversammlung anfechtbar“. <sup>22</sup> Warum aber ein materieller Fehler einzelner, wenn auch ergebnisrelevanter Stimmen den *Inhalt* des gefassten Beschlusses selbst infizieren soll, leuchtet nicht ein. Der „Makel“ eines beispielsweise „treuwidrigen“ Beschlusses würde schließlich auch diejenigen Obligationäre treffen, die den Beschluss unterstützt haben, ohne dabei „treuwidrig“ zu handeln.

<sup>18</sup> Für das Aktienrecht Wandrey, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 50.

<sup>19</sup> Vgl. *Cagalj*, Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 345; *Kiem*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsgesetz, § 20 Rn. 69 ff.; unklar u. a. *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 254 ff., der die Beschlusskontrolle zwar an einer Treuepflicht aufhängt, sich aber nicht dazu verhält, welche Art von Beschlussfehler eine Verletzung derselben induziert.

<sup>20</sup> U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 272 f.

<sup>21</sup> U. Simon, a. a. O., S. 275.

<sup>22</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 326.

## 2. Berücksichtigung pflichtwidriger Stimmen bei der Beschlussfeststellung als Verfahrensfehler

Folgerichtig und deshalb überzeugender ist es stattdessen, die Berücksichtigung pflichtwidriger Stimmen im Rahmen der Beschlussfeststellung als Verfahrensfehler einzuordnen.<sup>23</sup> Verfahrensfehler infizieren den Beschluss freilich nur dann, wenn sie sich auswirken, für die Beschlussfassung also relevant geworden sind.<sup>24</sup> Materiell pflichtwidrige Stimmabgaben wirken sich immer dann aus, wenn ohne ihre Berücksichtigung ein anderes Beschlussergebnis festzustellen gewesen wäre; es gilt eine reine Kausalitätsbetrachtung. Wurde also ein positiver Beschluss festgestellt, und findet sich nach Abzug der pflichtwidrigen Ja-Stimmen noch immer ein hinreichender Überhang (unbescholtener) Ja-Stimmen über die Nein-Stimmen, ist der Beschluss nicht angreifbar.

## III. Anfechtbarkeit und Nichtigkeit

Bislang wurde stets allgemein von der „Fehlerhaftigkeit“ eines Beschlusses gesprochen. Das könnte für den Fortgang der Untersuchung genügen, wenn alle Beschlussfehler dieselbe Rechtsfolge zur Konsequenz hätten. Im Vereins- und Personengesellschaftsrecht herrscht in der Tat das sog. „Nichtigkeitsdogma“, wonach grundsätzlich jeder Fehler die Nichtigkeit des Beschlusses begründet und deshalb grundsätzlich nur gültige oder ungültige Beschlüsse existieren.<sup>25</sup> Im Kapitalgesellschaftsrecht wird demgegenüber grundsätzlich zwischen anfechtbaren und nichtigen Beschlüssen differenziert. Diese Unterscheidung übernimmt die ganz herrschende Meinung – trotz Fehlens eines dem § 241 AktG entsprechenden Katalogs gesetzlicher Nichtigkeitsgründe – auch für das Schuldverschreibungsrecht.<sup>26</sup> Das führt na-

---

<sup>23</sup> Für das Aktienrecht *Austmann*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft (5. Aufl. 2020), § 42 Rn. 70; *Drescher*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG (4. Aufl. 2019), § 243 Rn. 108; *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 52.

<sup>24</sup> Für das Aktienrecht *Austmann*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft (5. Aufl. 2020), § 42 Rn. 70; für das Schuldverschreibungsrecht *Kiem*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 20 Rn. 52; *Vogel*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 20.

<sup>25</sup> BGH, Urteil vom 26. 5. 1975 – II ZR 34/74, NJW 1975, 2101 (2101): „Der Gesetzgeber [hat] im Vereinsrecht bewußt von der Einführung einer besonderen Anfechtungsklage abgesehen. Deshalb gibt es hier nur gültige oder ungültige, aber keine lediglich anfechtbaren Beschlüsse“; aus der Literatur statt vieler *Hüffer*, ZGR 2001, 822 (839); a. A. dezidiert *Noack*, JZ 2018, 824 (832).

<sup>26</sup> Lediglich *Maier-Reimer* meint zurückhaltend, dass eine „Differenzierung zwischen anfechtbaren und nichtigen Beschlüssen ‚nicht selbstverständlich‘“ sei, ohne daraus aber konkrete Konsequenzen zu folgern, *ders.*, NJW 2010, 1317 (1319). Und *Bliesener/H. Schneider* vertreten die Auffassung, dass auch solche Beschlüsse bestandskräftig werden, welche dem Grunde nach nichtig sind, vorausgesetzt, sie werden nicht rechtzeitig angegriffen („Nichtig-

turgemäß zu der Streitfrage, welche Fehler im Einzelnen zur Nichtigkeit eines Beschlusses der Obligationäre führen. Weit verbreitet ist die generalklauselartige Formulierung, dass „schwere und offenkundige Mängel“ den Beschluss nichtig machen würden.<sup>27</sup> Sodann orientieren sich die meisten Autoren am aktienrechtlichen Nichtigkeitskatalog, dessen Einträge analoge Anwendung fänden, wo die Interessenlage im Schuldverschreibungsrecht mit der im Aktienrecht vergleichbar sei. Doch ist das tatsächlich sachgerecht?

Anstatt direkt die Interessenlage im Schuldverschreibungsrecht mit der im Aktienrecht für einzelne Beschlussmängel abzugleichen, lässt sich auch einen Schritt zurücktreten und fragen, ob sich nicht ein einheitliches Prinzip findet, aus dem heraus sich einzelne, speziell auf den jeweiligen Regelungsbereich abstimmbare Nichtigkeitsgründe entwickeln lassen. Mit dieser Frage beschäftigt sich das allgemeine Beschlussmängelrecht, das durch die Arbeiten vor allem von Noack<sup>28</sup>, Fehrenbach<sup>29</sup> und Fluck<sup>30</sup> Form angenommen hat und sich auch für das Schuldverschreibungsrecht fruchtbar machen lässt.

## 1. Allgemeines Beschlussmängelrecht

Die Herleitung eines allgemeinen Beschlussmängelrechts muss an der Rechtsnatur des Beschlusses als Rechtsgeschäft anknüpfen. Wie für alle anderen Rechtsgeschäfte auch, gelten für den Beschluss zunächst die Vorschriften und Grundsätze der allgemeinen Rechtsgeschäftslehre.<sup>31</sup> Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Vorschriften des Bürgerlichen Gesetzbuches auf Austauschverträge zugeschnitten sind; Vorschriften speziell für Beschlüsse fehlen gänzlich.<sup>32</sup> Unmittelbare Geltung beanspruchen damit zunächst jedenfalls die §§ 125 Satz 1, 134, 138 Abs. 1 BGB,

---

keitsgründe sind Anfechtungsgründe“), *Bliesener/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (2. Aufl. 2016), Kap. 17, § 20 Rn. 12.

<sup>27</sup> Die Formulierung stammt von *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (62), mit Verweis auf *Baums*, ILF WP Series No. 90 (8/2008), S. 8 = ZBB 2009, 1, bei dem sich allerdings noch nicht das Wortpaar „schwer und offenkundig“ findet. In Anschluss an *Horn* wiederholen zahlreiche Autoren (sinngemäß) das Begriffspaar „schwer und offenkundig“, vgl. *Cagalj*, Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 328; *Moser*, Missbrauchsgefahren durch opponierende Anleihegläubiger nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 238; *Podewils*, DStR 2009, 1914 (1918); *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 257; *U. Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten, S. 274.

<sup>28</sup> *Noack*, Fehlerhafte Beschlüsse in Gesellschaften und Vereinen, S. 13 ff.

<sup>29</sup> *Fehrenbach*, Der fehlerhafte Gesellschafterbeschluss in der GmbH, S. 195 ff.

<sup>30</sup> *Fluck*, Fehlerhafte Vereinsbeschlüsse, S. 89 ff.

<sup>31</sup> *Hüffer*, ZGR 2001, 822 (835): „Auch [Beschluss-]Fehler sind [...] Bestandteil einer umfassend verstandenen Rechtsgeschäftslehre“.

<sup>32</sup> Vgl. *K. Schmidt*, AG 2009, 248 (252).

welche die Nichtigkeit bei Verletzung der gesetzlichen Form, von Verbotsgesetzen sowie der guten Sitten anordnen.

Wo kein Nichtigkeitsgrund greift, behandeln die BGB-Vorschriften Rechtsgeschäfte als grundsätzlich wirksam. Beseitigt werden kann die Wirksamkeit nur dort, wo spezielle Normen ein Anfechtungsrecht verleihen. Eins zu eins auf Beschlüsse übertragen, würde dies bedeuten, dass fehlerhafte Beschlüsse von den nachteilig Betroffenen grundsätzlich hinzunehmen sind, wo ihnen kein Nichtigkeitsgrund hilft und kein spezielles Anfechtungsrecht zusteht. Das erscheint nicht hinnehmbar, würden doch überall dort, wo es wie namentlich im Vereinsrecht, im Personengesellschaftsrecht und im alten Schuldverschreibungsrecht keinen speziellen Rechtsbehelf gegen fehlerhafte Beschlüsse gibt, gesetzliche wie privatautonome Regelungen über das Zustandekommen und den zulässigen Inhalt von Beschlüssen weitgehend zur bloßen Makulatur. Das macht das „Nichtigkeitsdogma“ der herrschenden Meinung verständlicher – liefert aber keine Begründung, aus der sich zusätzliche Erkenntnisse über seine Reichweite ableiten ließen. Insbesondere lassen sich die wenigsten beschlussrelevanten Gesetzes- und gewiss keine Satzungsbestimmungen oder Anleihebedingungen als „Verbotsgesetze“ unter § 134 BGB subsumieren.<sup>33</sup> Die mangelnde Sachgerechtigkeit des Nichtigkeitsdogmas wird deutlich, wenn man sich seine Konsequenzen vor Augen führt: Die Nichtigkeit eines Rechtsgeschäfts wirkt für und gegen jedermann, weshalb sich auch Personen auf die Nichtigkeit eines Beschlusses berufen können, die außerhalb der vom Beschluss gebundenen Gruppe stehen und deren Schutz die verletzte Norm nie im Sinn hatte. Was es stattdessen bedarf, ist eine allgemeine Dogmatik für fehlerhafte Beschlüsse, die zwar an den BGB-Vorschriften ansetzt, aber sachgerechte eigene Wege geht, wo die Natur des Beschlusses und seines typisierten Umfelds dies erfordert.

#### *a) Allgemeines Beschlussmängelrecht im Recht privater Personenverbände*

Die Grundätze eines solchen allgemeinen Beschlussmängelrechts waren bereits im 19. Jahrhundert in Rechtsprechung und Literatur anerkannt, sind mit der Kodifizierung spezieller Anfechtungsklagen aber zunehmend verblasst.<sup>34</sup> So erschien es schon dem Reichsoberhandelsgericht als „selbstverständlich“, „dass ein Generalversammlungs-Beschluss (...) der Anfechtung unterliegt“,<sup>35</sup> und auch das Reichsgericht war überzeugt, dass „der einzelne Aktionär ein Recht darauf [hat], dass von den Gesellschaftsorganen den gesetzlichen Bestimmungen gemäß verfahren werde“,

---

<sup>33</sup> *Fluck*, Fehlerhafte Vereinsbeschlüsse, S. 26; *Noack*, Fehlerhafte Beschlüsse in Gesellschaften und Vereinen, S. 24 f.; *Zöllner/Noack*, in: *Baumbach/Hueck, GmbHG* (22. Aufl. 2019), Anh. § 47 Rn. 2.

<sup>34</sup> Weitere Nachweise bei *Fehrenbach*, Der fehlerhafte Gesellschafterbeschluss in der GmbH, S. 22.

<sup>35</sup> ROHGE 11, 118 (125); vgl. auch *Noack/Zetsche*, in: *Kölner Kommentar zum AktG* (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 10.



und er „zur Realisierung dieses Rechts die richterliche Hilfe anrufen“ könne.<sup>36</sup> Es erkannte dem Aktionär damit ein – auch als solches bezeichnetes – *Anfechtungsrecht* zu, das dogmatisch an einem *Anspruch auf gesetzes- und satzungsgemäßes Verhalten des Verbands* anknüpfte.<sup>37</sup> Letzteres entschied das Reichsgericht im Jahr 1881 – und damit vor der ersten Kodifikation der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, die 1884 in Art. 190a i. V. m. Art. 222 ADHGB erfolgte.<sup>38</sup> Im heutigen Recht privater Personenverbände ist dieser Anspruch *mitgliedschaftlicher Natur* und erfasst neben dem Verhalten des Verbands aufgrund der Anerkennung dahingehender Treuepflichten auch das *verbandsbezogene Verhalten der übrigen Mitglieder*. Fehrenbach begründet diesen Anspruch überzeugend mit der Zweckgebundenheit der zu leistenden Einlage: Gewollt ist nämlich, dass die zuzuführenden Mittel nur entsprechend der Verbandsverfassung zu verwenden sind. Zugeführt werden die Mittel gerade aufgrund der zukünftigen Mitgliedschaft. Daraus erwächst das Mitgliedschaftsrecht auf Einhaltung der Verbandsverfassung.<sup>39</sup>

Überzeugend ist dieser Ansatz nicht zuletzt auch deshalb, weil er einen Maßstab zur Abgrenzung nichtiger und lediglich angreifbarer Beschlüsse liefert: Über ihre eigenen Ansprüche können die Berechtigten disponieren – weshalb Fehler nur dort zur Nichtigkeit führen, wo die Mitglieder auch nicht für den Einzelfall von einer Norm abweichen dürfen.<sup>40</sup> Das ist überall dort der Fall, wo die verletzte Norm (auch) Interessen schützt, die jenseits des eigenen Rechtskreises der Mitglieder liegen. In allen anderen Fällen ist der Beschluss nur gegenüber den betroffenen Mitgliedern unwirksam und kann deshalb auch nur von diesen klage- oder einredeweise geltend gemacht werden („relative“ Unwirksamkeit).

### *b) Allgemeines Beschlussmängelrecht im Recht der Schuldverschreibungen*

Diese Grundsätze lassen sich entsprechend auf das Schuldverschreibungsrecht übertragen. Eine Qualifizierung der Obligationärsgesamtheit als gesellschaftsrechtlicher<sup>41</sup> oder gesellschaftsrechtsähnlicher<sup>42</sup> Verband ist dazu nicht erforderlich. Der dogmatische Anknüpfungspunkt für die Angreifbarkeit fehlerhafter Beschlüsse findet sich in dem ohne jeden Zweifel bestehenden schuldrechtlichen *Anspruch jedes Obligationärs gegen den Schuldner auf die in den Anleihebedingungen ursprünglich*

<sup>36</sup> RG, Urteil vom 19.2.1881 – I 872/80, RGZ 3, 123 (126).

<sup>37</sup> Noack, JZ 2018, 824 (832); zur Gegenansicht Casper, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG (4. Aufl. 2019), Vorb. zu §§ 241 ff. Rn. 15 m. w. N.

<sup>38</sup> Fehrenbach, Der fehlerhafte Gesellschafterbeschluss in der GmbH, S. 28 f.

<sup>39</sup> Dazu Fehrenbach, Der fehlerhafte Gesellschafterbeschluss in der GmbH, S. 201 f.

<sup>40</sup> Hueck, Anfechtbarkeit und Nichtigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen bei Aktiengesellschaften, S. 80; zustimmend Hommelhoff, ZHR 158 (1994), 11 (18).

<sup>41</sup> So aber Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 256 ff.

<sup>42</sup> So U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 221.

*versprochene Leistung* – der aufgrund des Opt-ins in den Anleihebedingungen unter dem Vorbehalt eines abweichenden regelkonformen Beschlusses der Obligationäre steht. Ohne ein Konzept der Mitgliedschaft lässt sich im Schuldverschreibungsrecht demnach zwar kein direkter Anspruch auf regelkonformes Verhalten begründen – das ist aber auch gar nicht erforderlich, weil Obligationäre ohnehin schon über einen primären Leistungsanspruch verfügen und (fast) sämtliche denkbaren Beschlüsse lediglich auf eine direkte oder indirekte *Erweiterung oder Beschränkung des Leistungsanspruchs* abzielen. Diese Begründung trägt auch für andere Beschlüsse als solche über eine Änderung der Anleihebedingungen, namentlich solche, die einen gemeinsamen Vertreter betreffen: Soweit dessen Kompetenzen *vis à vis* dem Schuldner reichen, sind die Obligationäre nicht mehr zur selbstständigen Geltendmachung ihrer Rechte befugt (§ 7 Abs. 2 Satz 2 SchVG). Deshalb berühren auch Beschlüsse über den gemeinsamen Vertreter in aller Regel zumindest mittelbar den o. g. Anspruch des einzelnen Obligationärs gegen den Schuldner, denn im gegebenen Fall begründen sie eine Einrede des Schuldners gegen seine Inanspruchnahme.

Hieraus erklärt sich denn auch ohne Umwege, warum in einem Prozess über die Fehlerhaftigkeit eines Beschlusses der Obligationäre der Schuldner – und nicht die übrigen Obligationäre – passivlegitimiert ist: Nicht, wie sonst behauptet, aus rein rechtstechnischen Gründen, die auf der fehlenden Subjekteigenschaft und damit Beklagtenfähigkeit der Obligationärs Gesamtheit beruhen,<sup>43</sup> sondern, weil Beschlüsse der Obligationäre in aller Regel effektiv nur den o. g. Anspruch des einzelnen Obligationärs gegen den Schuldner berühren. Nicht die übrigen Obligationäre greifen letztlich in die Rechtsposition des einzelnen Obligationärs ein, sondern zumeist der Schuldner mit „Erlaubnis“ der beschlusstragenden Mehrheit. Einzig ersichtliche Ausnahme sind Beschlüsse, welche die Geltendmachung von Ersatzansprüchen der Obligationäre gegen den gemeinsamen Vertreter betreffen (§ 7 Abs. 3 S. 3 SchVG). Nur hier bedarf es des Rückgriffs auf das Argument der rechtstechnischen Notwendigkeit.

Diesem Ansatz widerspricht auch nicht der Umstand, dass die materielle Beschlusskontrolle an Schranken anknüpft, die zuvorderst das Verhalten der Obligationäre untereinander regulieren und nicht das Verhalten des Schuldners gegenüber seinen Gläubigern. Die Gläubigerversammlung der Obligationäre ist schließlich kein Organ des Schuldners, dem Schuldner wird die Willensentschließung der Obligationäre nicht als eigene zugerechnet.

Aus der Existenz des genannten Anspruchs jedes Obligationärs gegen den Schuldner folgt, dass kein Obligationär gesetzes- oder anleihebedingungswidrige Beschlüsse hinzunehmen braucht. Fehlerhafte Beschlüsse sind dabei grundsätzlich

---

<sup>43</sup> So aber die wohl allgemeine Meinung im Schrifttum, vgl. *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 68; *Vogel*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 49; *Wasmann/Steber*, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 26; vgl. auch die Begründung eines Gesetzentwurfs der Bundesregierung zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 26 (linke Spalte).

nur gegenüber den Obligationären („relativ“) unwirksam, denn wo alle betroffenen Obligationäre auf eine Geltendmachung des Fehlers verzichten können, gibt es keinen sachlichen Grund, Dritten die Berufung auf den Fehler zu ermöglichen – es sei denn, der Fehler betrifft eine Norm, über welche die Obligationäre auch einstimmig nicht disponieren können. Das Nichtigkeitsdogma hat im allgemeinen schuldverschreibungsrechtlichen Beschlussmängelrecht folglich keinen Platz. Die Nichtigkeitsgründe finden sich vielmehr in den allgemeinen Vorschriften des Bürgerlichen Gesetzbuches und den von der Beschlussfassung berührten *indisponiblen Normen*.

## 2. Nichtigkeitsgründe im Schuldverschreibungsrecht

Das Rechtsschutzsystem des Schuldverschreibungsgesetzes bietet keinen Anlass, von diesen Grundsätzen abzuweichen. Insbesondere gibt es keinen Grund davon auszugehen, dass es ohne einen speziellen Katalog von oder Rechtsbehelf bei Nichtigkeitsgründen keine Nichtigkeitsgründe geben könne.<sup>44</sup> Die Kategorien der Anfechtbarkeit einerseits und der Nichtigkeit andererseits ergeben sich aus allgemeinen beschlussrechtlichen Grundsätzen. Spezielle Kataloge und Rechtsbehelfe können diese allgemeinen Grundsätze modifizieren – können insbesondere neue Nichtigkeitsgründe schaffen oder die Nichtigkeitsgründe auf einen abschließenden Katalog begrenzen, können spezielle Rechtsbehelfe schaffen oder den Rechtsweg durch eine Kategorie bestandskräftiger Beschlüsse beschränken – aus ihrem teilweisen Fehlen lassen sich aber keinerlei Rückschlüsse auf die Existenz von Anfechtungs- oder Nichtigkeitsgründen ziehen.

Nichtigkeitsgründe ergeben sich deshalb aus den allgemeinen Vorschriften des BGB und aus den indisponiblen Vorschriften insbesondere des Schuldverschreibungsgesetzes.

### a) §§ 125 Satz 1, 134 BGB

Jeder der allgemeinen Nichtigkeitsgründe des BGB hat auch im Schuldverschreibungsrecht seinen Anwendungsbereich. § 16 Abs. 3 Satz 1 SchVG verlangt zur Gültigkeit eines Beschlusses seine notarielle Beurkundung, weshalb nicht beurkundete Beschlüsse gemäß § 125 Satz 1 BGB nichtig sind.<sup>45</sup> Und bei dem Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG handelt es sich um ein Verbotsgesetz i. S. v. § 134 BGB, da das Verbot ungleicher Bedingungen jedenfalls auch

<sup>44</sup> A. A. Müller, in: Heidel (Hrsg.), Aktien- und Kapitalmarktrecht (5. Aufl. 2020), Kap. 13, § 20 SchVG Rn. 1; jedenfalls für die Frage der Geltendmachung auch Bliesener/Schneider, in: Bankrechts-Kommentar (2. Aufl. 2016), Kap. 17, § 20 Rn. 12: Weil es im Schuldverschreibungsgesetz keine ausdrücklichen Nichtigkeits- und insbesondere keine Nichtigkeitsklage gibt, würde gelten: „Nichtigkeitsgründe sind Anfechtungsgründe“.

<sup>45</sup> Ebenso Baums, ZBB 2009, 1 (4); Friedl, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 100; Maier-Reimer, NJW 2010, 1317 (1319); Wasmann/Steber, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 6.

dem Allgemeininteresse an der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte zu dienen bestimmt ist.<sup>46</sup>

b) § 138 Abs. 1 BGB

Sowohl einzelne Stimmabgaben als auch der Beschluss selbst dürfen nicht gegen die guten Sitten verstoßen, § 138 Abs. 1 BGB.<sup>47</sup> Damit ist aber noch nicht gesagt, dass jeder Verstoß gegen die guten Sitten, der sich auf das Beschlussergebnis auswirkt, zur Nichtigkeit des Beschlusses führt. Nichtigkeitsgründe dienen dem Schutz indisponibler Interessen, vor allem also der Interessen von Dritten und der Allgemeinheit. In dem Umfang, in dem das Gebot guter Sitten *ausschließlich* die Interessen der Obligationäre schützt, bedarf es deshalb keines Nichtigkeitsgrunds, wenn und soweit sich jeder Obligationär gegen ihn nachteilig berührende Stimmabgaben bzw. Beschlüsse zur Wehr setzen kann. Diese Wertung wird nicht zuletzt durch § 123 BGB bestätigt, wonach selbst ein infolge Täuschung oder Drohung zustande gekommenes Rechtsgeschäft lediglich anfechtbar, nicht aber *ipso iure* nichtig ist.

In Ansehung einzelner *Stimmabgaben* muss es demnach bei der Nichtigkeitsfolge für die betroffenen Einzelstimmen bleiben. Einzelne Stimmabgaben können von anderen Obligationären schließlich nicht im Wege der Anfechtung beseitigt werden, die deshalb des Schutzes der Nichtigkeitsanordnung bedürfen. In Ansehung von *Beschlüssen* ist demgegenüber – in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des Reichsgerichts<sup>48</sup> und des Bundesgerichtshofs<sup>49</sup> – rechtsfolgenrechtlich zwischen Inhalts- und Umstandssittenwidrigkeit zu unterscheiden:<sup>50</sup> Wenn der *Regelungsgehalt* des Beschlusses gegen die guten Sitten verstößt, ist der Beschluss nichtig, denn die Rechtsordnung kann nur solche Regelungen gelten lassen, die inhaltlich mit ihren Grundsätzen und Prinzipien vereinbar sind. Ist der Beschlussinhalt hingegen für sich betrachtet nicht zu beanstanden, verstößt aber die *Art und Weise des Zustandekommens* des Beschlusses gegen die guten Sitten, begründet dieser Verstoß lediglich die Anfechtbarkeit des Beschlusses<sup>51</sup> – die Entscheidung über die Beseitigung des Beschlusses liegt dann in den Händen der davon allein betroffenen Obligationäre.

---

<sup>46</sup> Dazu näher unten § 6 B.

<sup>47</sup> Dazu näher unten § 7 B.

<sup>48</sup> Ständige Rechtsprechung jedenfalls seit RG, Urteil vom 18.2.1911 – I 227/10, RGZ 75, 239 (243 f.); vgl. Urteil vom 11. 1. 1927 – II 178/26, RGZ 115, 378 (383); Urteil vom 9. 1. 1931 – II 158/30, RGZ 131, 141 (145); Urteil vom 22. 1. 1935 – II 198/34, RGZ 146, 385 (388).

<sup>49</sup> Der Bundesgerichtshof hat die Rechtsprechung des Reichsgerichts ausdrücklich fortgeführt und folgt diesem auch in der Begründung, zieht sich insbesondere nicht auf das systematische Argument aus § 241 Nr. 4 AktG zurück, BGH, Urteil vom 28. 1. 1953 – II ZR 265/51, BGHZ 8, 348 = NJW 1953, 740 (741).

<sup>50</sup> Für die GmbH zustimmend *Altmeppen*, in: *Altmeppen, GmbHG* (10. Aufl. 2021), Anh. § 47 Rn. 38.

<sup>51</sup> A. A. *Vogel*, ZBB 210, 211 (218).

### c) *Indisponible Vorschriften*

Das Verbot der Begründung von Leistungspflichten gemäß § 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG adressiert einen Wesenskern der Inhaberschuldverschreibung, wonach die Verbriefung eines Anspruchs gegen den Inhaber *per definitionem* nicht möglich ist (vgl. § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB), und schützt damit den *numerus clausus* des Wertpapierrechts.<sup>52</sup> Ob es daneben noch weitere Nichtigkeitsgründe gibt, ist demgegenüber fragwürdig.

Vielfach wird vertreten, dass es jedenfalls bei „schwerwiegenden Einberufungsfehlern“ entsprechend § 241 Nr. 1 AktG zur Nichtigkeitsfolge kommen müsse.<sup>53</sup> Dazu müssten die Vorschriften über die Einberufung bzw. Aufforderung zur Stimmabgabe (insbesondere §§ 9 Abs. 1 Satz 1, 12 Abs. 1, Abs. 2 Satz 1 und 2, 18 Abs. 3 SchVG) aber richtigerweise zumindest auch Interessen jenseits des Rechtskreises der Obligationäre selbst schützen. Welche dies sein sollen, bleibt jedoch im Dunkeln. Insbesondere ist nicht einsichtig, inwiefern es ein Allgemeininteresse an Beschlussfassungen von Obligationären nur unter gesetzesgemäßer Initiierung der Versammlung bzw. Abstimmung geben soll.<sup>54</sup> Die Konsequenz wäre ja, dass selbst, wenn trotz des Fehlers sämtliche Obligationäre erscheinen bzw. teilnehmen *und* jeder einzelne ausdrücklich auf die Einhaltung der verletzten Formvorschriften verzichten sollte, kein wirksamer Beschluss zustande kommen würde. Diese Konsequenz lässt sich nicht vernünftig rechtfertigen.

Einberufungsmängel lassen sich insbesondere nicht mit fehlender Geschäftsfähigkeit i. S. v. § 105 BGB vergleichen. Diesen Weg geht Fluck zur Rechtfertigung der Nichtigkeitsanordnung des § 32 Abs. 1 Satz 2 BGB, wonach es zur Gültigkeit eines Vereinsbeschlusses erforderlich ist, dass der Gegenstand des Beschlusses bei der Einberufung bezeichnet wird. Nach Fluck ist eine „Beschlussfassung, in deren Vorbereitung die Anforderungen des § 32 Abs. 1 Satz 2 BGB nicht gewahrt wurden“, „vergleichbar mit dem Abschluss eines Rechtsgeschäfts durch einen Geschäftsunfähigen.“ „Hier wie dort“ sei „eine sachgerechte Entschliebung zur Willensbildung nicht gegeben.“ Denn eine ordnungsgemäße Willensbildung werde im Verein nur gewährleistet, „wenn *alle* seine Mitglieder die Möglichkeit haben, an der Mitgliederversammlung teilzunehmen und sich sachgerecht auf die Beschlussfassung vorzubereiten“.<sup>55</sup> Diese Begründung klingt zwar auf den ersten Blick durchaus einleuchtend, kann bei näherem Hinsehen aber nicht überzeugen. Geschäftsunfähigen fehlt entweder aufgrund ihres Alters oder ihrer Anlagen nach der Wertung des

<sup>52</sup> Dazu näher unten § 5 B I.

<sup>53</sup> Dafür *Baums*, ZBB 2009, 1 (4); *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 100; *Podewils*, DStR 2009, 1914 (1918); *Vogel*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 14.

<sup>54</sup> Ein Allgemeininteresse befürwortet für das Aktienrecht aber *Hommelhoff*, ZHR 158 (1994), 11 (19); wie hier *Schwab*, in: K. Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG (4. Aufl. 2020), § 241 Rn. 5.

<sup>55</sup> *Fluck*, Fehlerhafte Vereinsbeschlüsse, S. 35.

Gesetzes generell (§§ 104, 105 Abs. 1 BGB) oder tatsächlich situativ (§ 105 Abs. 2 BGB) die Fähigkeit, einen rechtsgeschäftlichen Willen zu bilden. Der Defekt stammt also aus der Sphäre des Geschützten selbst. Bei schwerwiegenden Einberufungsfehlern stammt der Defekt demgegenüber aus der Sphäre des Einberufenden, *vor* dessen Fehlern die Obligationäre geschützt werden sollen. Im Ergebnis mag in beiden Fällen die ordnungsgemäße Willensbildung nicht gewährleistet sein – jedoch ist der Fall einer fehlerhaften Einberufung eher mit dem einer Täuschung oder Drohung vergleichbar, wo der Defekt gleichfalls aus der Sphäre des anderen stammt, allerdings gerade *nicht* zur Nichtigkeit der daraufhin abgegebenen Erklärung führt, sondern bloß zu deren Anfechtbarkeit (§ 123 BGB).

In den §§ 32 Abs. 1 Satz 2 BGB, 241 Nr. 1 AktG kommt deshalb kein allgemeiner Grundsatz zum Ausdruck, wonach bei schwerwiegenden Einberufungsmängeln von der Nichtigkeit der daraufhin gefassten Beschlüsse auszugehen ist. Dafür fehlt es an einem von den Vorschriften über die Einberufung geschützten Allgemeininteresse. Es handelt sich stattdessen um erst durch gesetzliche Anordnung ins Leben gerufene Nichtigkeitsgründe. Diese Wertung ist im Übrigen vortrefflich mit den sonstigen Vorschriften des Schuldverschreibungsgesetzes vereinbar. Schließlich verleiht § 20 Abs. 2 Nr. 2 SchVG denjenigen Obligationären die Anfechtungsbefugnis, die nicht an der Abstimmung teilgenommen haben, „wenn die Versammlung nicht ordnungsgemäß einberufen oder zur Stimmabgabe nicht ordnungsgemäß aufgefordert worden ist oder wenn ein Gegenstand der Beschlussfassung nicht ordnungsgemäß bekannt gemacht worden ist“. Das Schuldverschreibungsgesetz impliziert an dieser Stelle eigens, dass es sich bei Einberufungsfehlern dem Grunde nach um Anfechtungsgründe handelt – eine „Aufwertung“ bestimmter „schwerwiegender“ Fehler zum Nichtigkeitsgrund müsste das Gesetz schon selbst vornehmen.

### C. Geltendmachung von Beschlussmängeln

Anfechtungs- und Nichtigkeitsgründe verleihen den nachteilig betroffenen Obligationären nur insoweit effektiven Schutz, wie die prozessualen Rechtsbehelfe reichen, die den Obligationären zur Verfügung stehen. Das Schuldverschreibungsgesetz sieht dazu eine Anfechtungsklage vor (§ 20 SchVG), verbunden mit einem Vollziehungsverbot für angefochtene Beschlüsse (Abs. 3 Satz 4 erster Halbsatz), das sich wiederum auf Antrag im Rahmen eines Freigabeverfahrens aufheben lässt (Abs. 3 Satz 4 zweiter Halbsatz i. V. m. § 246a AktG). Diese im Vergleich zum aktienrechtlichen Vorbild sehr schlank gehaltene Regelung (ein Paragraph) sorgt im Schrifttum für umfangreichen Streit. In Zusammenhang mit der Anfechtung von Beschlüssen (dazu I.) steht insbesondere in Streit, wann das Vollziehungsverbot einsetzt und welche Wirkungen von einem klagestattgebenden Urteil ausgehen. Hinsichtlich des Freigabeverfahrens (dazu II.) ist umstritten, welche Interessen das zuständige Gericht bei seiner Entscheidung über die Freigabe eines angefochtenen Beschlusses gegeneinander abzuwägen hat. Was die Geltendmachung von Nich-

tigkeitsgründen angeht (dazu III.), ist ungeklärt, welcher prozessuale Rechtsbehelf den Obligationären hierzu überhaupt zur Verfügung steht. Neben solchen Streitigkeiten über die korrekte Anwendung des Schuldverschreibungsgesetzes gibt es auch laut vernehmbare Fundamentalkritik an dem vom Gesetzgeber gewählten Rechtsschutzsystem, die mit einer Forderung nach einer grundlegenden Reform verbunden werden (dazu IV.).

## I. Anfechtung von Obligationärsbeschlüssen

### 1. Anfechtungsklage (§ 20 SchVG)

§ 20 Abs. 1 Satz 1, Abs. 3 Satz 1 SchVG ordnet nach aktienrechtlichem Vorbild<sup>56</sup> an, dass ein Beschluss der Obligationäre wegen Verletzung des Gesetzes oder der Anleihebedingungen binnen eines Monats nach Bekanntgabe des Beschlusses durch Klage angefochten werden kann. Damit unterliegt prinzipiell jeder mögliche Beschlussmangel einem fristgebundenen Anfechtungserfordernis, nach dessen Ablauf fehlerhafte Beschlüsse bestandskräftig werden (sog. Anfechtungsprinzip<sup>57</sup>). Klagebefugt sind dabei grundsätzlich nur Obligationäre, die an der Abstimmung teilgenommen und rechtzeitig<sup>58</sup> Widerspruch gegen den Beschluss erklärt haben, es sei denn, sie wurden von bestimmten Verfahrensfehlern im Vorfeld der Abstimmung betroffen (§ 20 Abs. 2 SchVG). Gegenüber dem allgemeinen Beschlussmängelrecht bedeutet dies konzeptuell eine Verkürzung und Kanalisierung des Rechtsschutzes im Interesse rascher Rechtssicherheit<sup>59</sup> – wobei Liebenow beizupflichten ist, dass mit dem Anfechtungsprinzip rein praktisch gesehen kaum eine effektive Verkürzung des Rechtsschutzes verbunden sein dürfte, da insbesondere bei präventiven Restrukturierungen ohnehin regelmäßig mit einer (zeitnahen) Anfechtung zu rechnen ist.<sup>60</sup> Nicht bestandskräftig werden allein nichtige Beschlüsse.<sup>61</sup> Gleichwohl ist die Anfechtungsklage auch zur Geltendmachung von Nichtigkeitsgründen statthaft – schließlich beruht jeder Nichtigkeitsgrund auf einer Gesetzesverletzung i. S. v. § 20 Abs. 1 Satz 1 SchVG.

<sup>56</sup> Regierungsbegründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Neuordnung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 14 (linke Spalte): „Das Recht der Gläubigerversammlung wird [...] im Wesentlichen dem modernen Recht der Hauptversammlung bei der Aktiengesellschaft nachgebildet“.

<sup>57</sup> *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 188.

<sup>58</sup> Bis zum Schluss der Präsenzversammlung bzw. bis zwei Wochen nach Bekanntmachung des Beschlusses bei einer Abstimmung ohne Versammlung, § 18 Abs. 5 Satz 1 SchVG.

<sup>59</sup> Vgl. *Baums*, ILF WP Series No. 90, S. 5, 13.

<sup>60</sup> Vgl. *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 189, der – insoweit wenig überzeugend – sogar von einer Erweiterung der Rechtsschutzmöglichkeiten spricht.

<sup>61</sup> Zur a. A. von *Bliesener/Schneider* siehe oben Fn. 44.



## 2. Vollziehungsverbot (§ 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG)

Nach § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG darf ein angefochtener Beschluss grundsätzlich nicht vollzogen werden. Dieses *Vollziehungsverbot* ist im Zusammenhang mit dem sog. Skripturprinzip des § 2 Satz 1 und 3 SchVG zu lesen: Der Inhalt der Leistungspflicht des Schuldners bestimmt sich streng nach dem Inhalt der Urkunde, in der das Leistungsversprechen verbrieft ist. Deshalb bedürfen auch Änderungen des in den Anleihebedingungen niedergelegten Leistungsversprechens einer Abbildung in der Urkunde, um für und gegen die Obligationäre wirksam zu werden.<sup>62</sup> Bei der üblichen<sup>63</sup> Sammelverwahrung der alle einzelnen Leistungsversprechen aus der Gesamtemission verbrieften Globalurkunde geschieht dies dadurch, dass der dokumentierte Inhalt des Änderungsbeschlusses der Wertpapiersammelbank mit dem Ersuchen übermittelt wird, ihn der Globalurkunde „in geeigneter Weise beizufügen“ (§ 21 Abs. 1 Satz 2 SchVG). Dies darf die Wertpapiersammelbank nur tun, wenn ihr der Schuldner zugleich versichert, dass der Beschluss vollzogen werden darf (§ 21 Abs. 1 Satz 3 SchVG).

### a) Ingangsetzung

Hinsichtlich des Vollziehungsverbots steht in Streit, wodurch es in Gang gesetzt wird. Der Wortlaut deutet auf die Erhebung einer Anfechtungsklage als verbotsinduzierendes Ereignis hin, schließlich adressiert er lediglich „angefochtene“ Beschlüsse. Damit wäre es zulässig, Beschlüsse jederzeit schon vor Ablauf der Anfechtungsfrist zu vollziehen, solange nur (noch) keine Anfechtungsklage anhängig ist. Mit dieser Konsequenz sind allerdings die wenigsten Stimmen in der Literatur einverstanden.<sup>64</sup> In der Tat ist es nicht einsichtig, dass das Gesetz einen Wettlauf zwischen Schuldner und Anfechtungsklägern soll provozieren wollen. Mit der ganz herrschenden Meinung ist daher davon auszugehen, dass das Vollziehungsverbot mit der Beschlussfassung ohne Weiteres in Kraft tritt.<sup>65</sup> Das gilt grundsätzlich<sup>66</sup> auch dann, wenn kein Obligationär rechtzeitig Widerspruch gegen den Beschluss erklärt

---

<sup>62</sup> Dogmatisch nicht sachgerecht wäre es deshalb, zum Wirksamwerden der beschlossenen Änderung auf ihre Bekanntmachung abzustellen, wie es *Bredow/Vogel* befürworten würden, *diess.*, ZBB 2009, 153 (156).

<sup>63</sup> Statt aller *Oulds*, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 2 Rn. 9.

<sup>64</sup> Nur *Bliesener/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (2. Aufl. 2016), Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 59, die sich aber in der Kommentierung zu § 21 SchVG Rn. 8 insoweit selbst widersprechen, dazu auch sogleich; in der 3. Aufl. 2020 jetzt für die Bekanntmachung des Beschlusses als Beginn der Vollzugssperre.

<sup>65</sup> Dafür *Hofmeister*, in: Verannemann (Hrsg.), SchVG (1. Aufl. 2010), § 21 Rn. 7; *Mann/Wansleben*, BB 2017, 963 (963 f.); *Preuß/Dippel*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 21 Rn. 3; *Wasmann/Steber*, ZIP 2014, 2005 (2013); *dies.* in Verannemann (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 28; a. A. (ab Widerspruch) *Vogel*, ZBB 2010, 211 (220).

<sup>66</sup> Eine Ausnahme wäre für den praktisch eher unwahrscheinlichen Fall eines einstimmigen Beschlusses in einer Vollversammlung der Obligationäre zuzulassen.



hat,<sup>67</sup> schließlich würde sonst denjenigen Obligationären der Schutz des Vollziehungsverbots entzogen, die von einem der in § 20 Abs. 2 Nr. 2 SchVG genannten Verfahrensfehler betroffen sind und deshalb klagebefugt sind, ohne zuvor Widerspruch erklärt zu haben. Letztlich handelt es sich bei der Frage nach dem verbotsauslösenden Ereignis ohnehin um ein Scheingefecht – denn alle sind sich einig, dass die gegenüber der Wertpapiersammelbank abzugebende Versicherung, dass der Beschluss vollzogen werden darf, erst nach Ablauf der Monatsfrist seit Bekanntmachung des Beschlusses abgegeben werden darf,<sup>68</sup> wie es bereits die Regierungsbegründung vorsieht.<sup>69</sup>

### *b) Rechtsfolgen einer verbotswidrigen Vollziehung*

Das Schuldverschreibungsgesetz verhält sich nicht ausdrücklich zu der Frage, welche Konsequenzen eine verbotswidrige, insbesondere also eine verfrühte Vollziehung nach sich zieht. Der Wortlaut lässt vermuten, dass eine verbotswidrige Vollziehung gleichwohl zu einer wirksamen Änderung der Anleihebedingungen führt, schließlich ist im Gesetz von „nicht dürfen“, nicht von „nicht können“ die Rede. Die Rechtsfolge würde dann der jedes pflichtwidrigen Verhaltens innerhalb einer Sonderverbindung entsprechen – einer Schadensersatzpflicht bei Verschulden des Schuldners (§ 280 Abs. 1 BGB). Könnten die Obligationäre hieraus gemäß den allgemeinen Regeln die Wiederherstellung des ursprünglichen Zustands verlangen (§ 249 Abs. 1 BGB), wäre freilich die Änderung der Anleihebedingungen doch nicht endgültig wirksam und die Rechtssicherheit ebenso wie die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts erheblich beschädigt.

Abhilfe verspricht zunächst der über § 20 Abs. 3 Satz 4 Halbsatz 2 SchVG entsprechend anwendbare § 246a Abs. 4 Satz 2 Halbsatz 2 AktG, wonach die Beseitigung der Wirkung der Vollziehung nicht als Schadensersatz verlangt werden kann. Eine unmittelbare Anwendung der Vorschrift setzt allerdings voraus, dass die Vollziehung des Beschlusses auf einem Freigabebeschluss des zuständigen Oberlandesgerichts beruht,<sup>70</sup> woran es in dieser Konstellation fehlt. Dass die verbots-

<sup>67</sup> Dafür aber *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 73; *Vogel*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 54.

<sup>68</sup> So auch *Bliesener/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, § 21 SchVG Rn. 8; *Dippel/Preuß*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 21 Rn. 3; *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 21 Rn. 12; *Hofmeister*, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 21 Rn. 7; *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 351 Fn. 2.

<sup>69</sup> Regierungsbegründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 26 (rechte Spalte).

<sup>70</sup> A. A. offenbar das OLG München, Beschluss vom 16. 11. 2016 – 22 AR 113/16, BB 2017, 974, juris Rz. 51, das unmittelbar auf die genannten Vorschriften rekurriert, obgleich es über die Wirkung der Vollziehung eines angefochtenen Beschlusses entschied, der kein Freigabebeschluss vorangegangen war.

widrige Vollziehung aber ebenso bestandskräftig sein muss, lässt sich – außer durch das bereits angedeutete Interesse am Schutz der Rechtssicherheit und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts – durch folgende Erwägung rechtfertigen: Dogmatisch betrachtet handelt es sich bei einer Inhaltsänderung der Anleihebedingungen um ein mit der Begebung der Anleihe vergleichbares Rechtsgeschäft; in beiden Fällen erfolgt eine Verfügung (Begründung, Inhaltsänderung) über das Leistungsverprechen. Entsprechend § 796 BGB i. V. m. dem allgemeinen Wertpapierrecht (Vertragstheorie<sup>71</sup>) sind Fehler, die sich nicht aus der Urkunde selbst ergeben, nur relevant, wenn sie die Gültigkeit (Wirksamkeit) des (hier an die Stelle des Begebungsvertrags tretenden) Änderungsvertrags zwischen Schuldner und Obligationären beseitigen. Dieser Änderungsvertrag setzt sich aus dem Mehrheitsbeschluss der Obligationäre und der Zustimmung des Schuldners zusammen. Solange deshalb ein lediglich anfechtbarer, also wirksamer Beschluss verbotswidrig vollzogen wird, tritt die vollzugsinduzierte Bestandskraft ein. Eine rückwirkende Beseitigung dieser Bestandskraft kommt nicht in Betracht, weil selbst eine erfolgreiche Anfechtungsklage an der Wirksamkeit der Vollziehung nicht rüttelt.<sup>72</sup> An der Wirksamkeit des Änderungsvertrags fehlt es im Moment der Vollziehung nur, wenn der Beschluss nichtig ist. Die Interessen der betroffenen Obligationäre werden hinreichend gewahrt, indem man ihnen einen verschuldensunabhängigen Schadensersatzanspruch entsprechend § 20 Abs. 3 Satz 4 letzter Halbsatz SchVG i. V. m. § 246a Abs. 4 Satz 1 AktG zubilligt.<sup>73</sup>

### 3. Wirkungen eines klagestattgebenden Urteils

Hinsichtlich der Wirkungen eines klagestattgebenden Urteils enthält sich das Schuldverschreibungsgesetz einer ausdrücklichen Regelung. Von Interesse ist insoweit zum einen, welche Konsequenz eine erfolgreiche Anfechtung für den betroffenen Beschluss hat, zum anderen, wie weit die subjektive Rechtskraft des Urteils reicht.

#### *a) Auswirkungen auf den Beschluss*

Nach der Konzeption des Schuldverschreibungsgesetzes kommt der Anfechtung die Aufgabe zu, die Vollziehung eines fehlerhaften Beschlusses zu verhindern. Er-

<sup>71</sup> Dazu *Habersack*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2020), Vor § 793 Rn. 26 m. w. N.

<sup>72</sup> Nach BGH, Urteil vom 1. 7. 2014 – II ZR 281/13, BGHZ 202, 7 = ZIP 2014, 1876 (1878) verhindert eine erfolgreiche Anfechtungsklage „dauerhaft“ „die Vollziehung und damit das Wirksamwerden der Änderungen“, „auch ohne dass – mangels einer § 241 Nr. 5 AktG entsprechenden Vorschrift – der Beschluss für nichtig erklärt wird.“ Es kommt also bei erfolgreicher Anfechtung im Schuldverschreibungsrecht generell zu keiner rückwirkenden Nichtigkeit, sondern einer bloßen Perpetuierung des Vollziehungsverbots. Dazu auch sogleich unter 3.a).

<sup>73</sup> Im Ergebnis ebenso *Mann/Wansleben*, BB 2017, 963 (965 f.).

reichbar ist dieser Effekt durch eine Perpetuierung des Vollzugsverbots des § 20 Abs. 3 Satz 3 SchVG oder durch die Beseitigung der Wirksamkeit des Beschlusses, sprich, seiner Nichtigkeitserklärung. Das Schuldverschreibungsrecht geht den ersten dieser beiden Wege. So sieht dies entgegen der ganz herrschenden Meinung in der Literatur auch der Bundesgerichtshof: „(§ 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG) ist dahin zu verstehen, dass ein Erfolg der Anfechtungsklage die Vollziehung und damit das Wirksamwerden der Änderungen dauerhaft verhindert, auch ohne dass – mangels einer § 241 Nr. 5 AktG entsprechenden Vorschrift – der Beschluss für nichtig erklärt wird.“<sup>74</sup> Der herrschenden Meinung in der Literatur, die – ohne spezifische Begründung – davon ausgeht, ein erfolgreich angefochtener Beschluss sei für nichtig zu erklären,<sup>75</sup> ist mit dem Bundesgerichtshof entgegenzuhalten, dass es für eine solche Nichtigkeitserklärung keine gesetzliche Grundlage gibt.<sup>76</sup> Das Gesetz verwendet im Zusammenhang mit der Wirkung einer Beschlussanfechtung stets das Konzept des Nicht-Vollziehen-Dürfens (§ 20 Abs. 3 Satz 4, § 21 Abs. 1 Satz 3, Abs. 2 SchVG). Dass eine erfolgreiche Anfechtungsklage das Vollzugsverbot perpetuiert, wird in § 21 Abs. 1 Satz 3 SchVG besonders deutlich, wonach der vollzugswillige Versammlungs- oder Abstimmungsleiter gegenüber der Wertpapiersammelbank zu versichern hat, dass der Beschluss vollzogen werden darf. Diese Regelung gilt gleichfalls vor wie nach Abschluss des Anfechtungsprozesses und belegt im Fall einer erfolgreichen Anfechtung beide Phasen unterschiedslos einem Vollzugsverbot.

### *b) Reichweite der subjektiven Rechtskraft*

Nach der Regel des § 325 Abs. 1 ZPO wirkt ein rechtskräftiges Urteil grundsätzlich nur für und gegen die Parteien des Rechtsstreits (*inter partes*). Auch insoweit fehlt es im Schuldverschreibungsgesetz wiederum an einer Vorschrift, welche die Rechtslage an die des Aktienrechts angleichen würde, wo das auf eine erfolgreiche Anfechtungsklage hin ergehende Urteil gemäß § 248 Abs. 1 Satz 1 AktG für und gegen alle Aktionäre (*erga omnes*) wirkt. Es bleibt deshalb bei der allgemeinen Regel<sup>77</sup> – was entgegen der wohl überwiegenden Ansicht in der Literatur<sup>78</sup> durchaus

<sup>74</sup> BGH, Urteil vom 1.7.2014 – II ZR 281/13, BGHZ 202, 7 = ZIP 2014, 1876 (1878).

<sup>75</sup> Horn, ZHR 173 (2009), 12 (62); Friedl, in: Frankfurter Kommentar im SchVG, § 20 Rn. 78; Maier-Reimer, NJW 2010, 1317 (1321); Schlitt/Schäfer, AG 2009, 477 (483); a. A. Vogel, ZBB 2010, 211 (216): „Mangelnde Gestaltungswirkung des Urteils im Anfechtungsprozess“.

<sup>76</sup> Ebenso Müller, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (5. Aufl. 2020), Kap. 13, SchVG § 20 Rn. 3.

<sup>77</sup> Ebenso noch Bliesener/Schneider, in: Bankrechts-Kommentar (2. Aufl. 2016), Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 54, die in der Neuauflage nunmehr der überwiegenden Ansicht folgen, *diess.*, a. a. O. (3. Aufl. 2020), Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 97 ff.; Müller, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (5. Aufl. 2020), Kap. 13, SchVG § 20 Rn. 3; Vogel, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 3; *ders.*, ZBB 2010, 211 (217).

<sup>78</sup> Baums, ZBB 2009, 1 (3); Friedl, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 2, 6, 78 f.; Maier-Reimer, NJW 2010, 1317 (1321); Reps, Rechtswettbewerb und Debt Governance

sachgerecht ist. Die herrschende Meinung beruft sich allein auf die konzeptuelle Nähe zur aktienrechtlichen Anfechtungsklage, die dem Gesetzgeber als Vorbild zur Ausgestaltung des schuldverschreibungsrechtlichen Anfechtungsrechts diene. Warum daraus aber folgen soll, dass eine im Aktiengesetz vorhandene und nicht in das Schuldverschreibungsgesetz übernommene Vorschrift auch im Schuldverschreibungsrecht gelten soll, obwohl sie dort gar nicht gebraucht wird, um das Sachproblem zufriedenstellend zu lösen, erschließt sich nicht. Das Schuldverschreibungsrecht löst das Problem nämlich auf seine Weise: Gemäß § 4 Satz 2 SchVG hat der Schuldner die Obligationäre gleich zu behandeln, soweit die kollektive Bindung reicht, was vor allem bedeutet: Hinsichtlich des Inhalts des in den Anleihebedingungen enthaltenen Leistungsversprechens.<sup>79</sup> Der Schuldner ist deshalb über den allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz des Schuldverschreibungsgesetzes dazu verpflichtet, alle Obligationäre hinsichtlich des von einen von ihnen erstrittenen Urteils gleich zu behandeln. Über diesen Umweg kann sich jeder Obligationär gegenüber dem Schuldner darauf berufen, dass der erfolgreich angefochtene Beschluss nicht vollzogen und die beschlossene Änderung nicht bewirkt werden darf.<sup>80</sup>

#### 4. Verbindung mit positiver Beschlussfeststellungsklage

Mit der Anfechtungsklage lässt sich nicht nur ein positiver, sondern auch ein Negativbeschluss angreifen. Geltend machen wird der Anfechtungskläger dabei entweder, dass Ja-Stimmen zu Unrecht nicht berücksichtigt wurden, etwa aufgrund eines Zählfehlers oder weil sie zu Unrecht als pflichtwidrig behandelt wurden, oder dass Nein-Stimmen zu Unrecht Berücksichtigung gefunden haben, etwa weil sie nicht innerhalb des Abstimmungszeitraums eingegangen sind oder eine pflichtwidrige, weil sittenwidrig eigensüchtig die Sanierung verhindernde,<sup>81</sup> Stimmabgabe vorliegt. Mit dem Angriff auf den Negativbeschluss allein ist dem Anfechtungskläger freilich nicht geholfen, vielmehr wird er an der Feststellung interessiert sein, dass eigentlich ein wirksamer positiver Beschluss über eine Änderung der Anleihebedingungen zustande gekommen ist. Dieses Rechtsschutzziel erreicht der Anfech-

---

bei Anleihen, S. 352; *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 191; *Schneider*, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, 39 (55 f.); *Simon*, CFL 2010, 159 (164); *Wasmann/Steber*, in: Verannemann (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 30.

<sup>79</sup> Siehe dazu näher unten § 6 B.

<sup>80</sup> Ebenso noch *Bliesener/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (2. Aufl. 2016), Kap. 17, § 4 SchVG Rn. 25, die sich in der Neuauflage aber der überwiegenden Meinung angeschlossen haben, wonach die Entscheidung *erga omnes* wirke, *diess.*, a. a. O. (3. Aufl. 2020), Kap. 17, § 4 SchVG Rn. 23; *Müller*, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (5. Aufl. 2020), Kap. 13, § 4 SchVG Rn. 2; *Röh/Dörfler*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 4 Rn. 49 f.

<sup>81</sup> Dazu näher unten § 7 B IV 3.

tungskläger – hier endlich wie im Aktienrecht auch –, indem er seine Anfechtungsklage mit einer positiven Beschlussfeststellungsklage verbindet.<sup>82</sup>

## II. Freigabe von Obligationärsbeschlüssen

Das oben angesprochene Vollziehungsverbot lässt sich überwinden, indem der Schuldner einen Freigabebeschluss des zuständigen Oberlandesgerichts erwirkt (§ 20 Abs. 3 Satz 3 SchVG i. V. m. § 246a Abs. 1 Satz 1 AktG). Eine solche Freigabe setzt in materieller Hinsicht voraus, dass entweder die Anfechtungsklage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist (§ 246a Abs. 2 Nr. 1 AktG) oder das Vollziehungsinteresse das Aussetzungsinteresse überwiegt und kein besonders schwerer Rechtsverstoß vorliegt (§ 246a Abs. 1 Nr. 3 AktG). Von näherem Interesse ist der zuletzt genannte Freigabebegründ. Da der Wortlaut der Nr. 3 auf die Verhältnisse im Aktienrecht zugeschnitten ist („Hauptversammlung“, „Aktionäre“), steht zur Debatte, wessen Interessen in die Abwägungsentscheidung mit einzustellen sind.

### 1. Abwägungsrelevante Interessen

Nach dem Wortlaut des § 246a Abs. 2 Nr. 3 AktG sind die „wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre“ mit den Nachteilen für den Antragsgegner abzuwägen. Einzustellen sind deshalb die beiderseitigen wirtschaftlichen Interessen,<sup>83</sup> also der durch das Vollziehungsverbot drohende „Verzögerungsschaden“<sup>84</sup> und die mit einer Vollziehung verbundenen wirtschaftlichen Nachteile des Anfechtungsklägers. Doch bei wem ist der Verzögerungsschaden bei einer vom Schuldverschreibungsgesetz veranlassten entsprechenden Anwendung der Vorschrift anstelle der „Gesellschaft und ihrer Aktionäre“ zu messen, auf wessen wirtschaftliche Interessen kommt es an? – Klar ist, dass es jedenfalls auf die Interessen der Aktionäre bzw. Gesellschafter des Schuldners nicht ankommen kann.<sup>85</sup> Schließlich sind ausweislich der Vorschriften über die Klage- bzw. Antragsbefugnis (§ 20 Abs. 2, Abs. 3 Satz 3 SchVG) nur der Schuldner und die Obligationäre vom Schutzbereich der Anfechtungsklage und des Freigabeverfahren erfasst. In Betracht kommt, entweder nur auf die Interessen des Schuldners abzustellen, oder auf die Interessen des Schuldners und der übrigen bzw. beschlusstragenden Obligationäre, oder nur auf die der übrigen bzw. beschlusstragenden Obligationäre.

<sup>82</sup> Vgl. *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 80; *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317 (1319).

<sup>83</sup> Begründung eines Gesetzentwurfs der Bundesregierung zur Umsetzung der Aktionärs-rechterichtlinie (ARUG), BT-Drucks. 16/11642, S. 41 (rechte Spalte); zumindest missverständlich deshalb *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 93, der stets von „Nachteilen in der Rechtsposition des Gläubigers“ spricht.

<sup>84</sup> *Ehmann*, in: Grigoleit (Hrsg.), AktG (2. Aufl. 2020), § 246a Rn. 8.

<sup>85</sup> Ebenso OLG Köln, Beschluss vom 13.1.2014 – 18 U 174/13, ZIP 2014, 268 (269).

a) *Meinungsstand*

In Literatur und Rechtsprechung hat sich bislang kein klar herrschender Standpunkt entwickelt. Ein Teil der Literatur stellt allein auf die Interessen des Schuldners ab.<sup>86</sup> Auf den ersten Blick scheint dieses Ergebnis dem allgemeinen schuldrechtlichen Grundsatz zu widersprechen, dass sich Gläubiger bei der Geltendmachung ihrer Rechte jenseits des Schikaneverbots des § 226 BGB grundsätzlich nicht um die wirtschaftlichen Interessen ihres Schuldners zu sorgen brauchen.<sup>87</sup> Friedl rechtfertigt das Ergebnis damit, dass der Schuldner „hier als Statthalter der gleichgerichteten Interessen der Gläubigermehrheit“ fungieren würde, auf deren Willen der Beschluss schließlich beruhe.<sup>88</sup> Kiem fügt dem hinzu, dass die Berücksichtigung der Interessen des Schuldners zwingende Folge der prozessualen Rollenverteilung sei, wie sie das Freigabeverfahren vornehme.<sup>89</sup> Ein ähnlich großes Lager geht – ohne nähere Begründung – davon aus, dass es auf die Interessen des Schuldners *und* der Mehrheit der Obligationäre ankommt.<sup>90</sup> Schmidtbleicher, U. Simon und Liebenow wollen hingegen allein auf die Interessen der übrigen Obligationäre abstellen. Im Kern argumentieren alle drei mit der Erwägung, dass der Mehrheitsbeschluss Ergebnis einer kollektiven Willensbildung *der Obligationäre* ist und deshalb nur *deren* Interessen Berücksichtigung finden könnten.<sup>91</sup> Unklar ist die Linie der bislang spärlichen Rechtsprechung. Das OLG Köln stellt ohne nähere Begründung einmal auf die Nachteile „für die Gläubiger der Anleihe“ ab, im nächsten Satz auf solche „der Antragstellerin als Schuldnerin“ *und* der „Gläubiger der Anleihe“.<sup>92</sup>

b) *Stellungnahme*

Dass im Aktienrecht auf die Interessen der „Gesellschaft und ihrer Aktionäre“ abgestellt wird ist deshalb konsequent, weil sich die Aktionäre in der Hauptversammlung am Unternehmensinteresse als Leitprinzip zu orientieren haben und der von den Aktionären gebildete „kollektive Wille“ der Gesellschaft als fiktiv „eigener“

<sup>86</sup> Friedl, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 92; Kiem, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), SchVG, § 20 Rn. 176; Wasmann/Steber, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 33.

<sup>87</sup> Hierauf fußt maßgeblich die Kritik Schmidtbleichers, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 192 f.

<sup>88</sup> Friedl, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 92.

<sup>89</sup> Kiem, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 20 Rn. 177.

<sup>90</sup> Cranshaw, BKR 2008, 504 (510 Fn. 68), der dies allerdings für „bedenklich“ hält; Florstedt, WiVerw 2014, 144 (157); Gärtner, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (1. Aufl. 2010), § 20 Rn. 16; Rubner/Pospiech, GWR 2015, 507 (509); Schönhaar, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 272 f.; Vogel, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 56.

<sup>91</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 212; Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 194; U. Simon, Das Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten, S. 277.

<sup>92</sup> OLG Köln, Beschluss vom 13.1.2014 – 18 U 174/13, ZIP 2014, 268 (269).

Wille zugerechnet wird. Blickt man durch das Konstrukt „Gesellschaft“ hindurch, sind die Nachteile „für die Gesellschaft“ letztlich stets mit Nachteilen für (einen Teil) ihrer Aktionäre identisch. Eine vergleichbare notwendige Wechselbeziehung gibt es zwischen den Interessen des Schuldners und der beschlusstragenden Obligationäre in dieser Form nicht, weshalb der Meinung, dass dieser beider Interessen in dieselbe Waagschale zu legen sind, nicht zu folgen ist. Freilich kann es bei rein wirtschaftlicher Betrachtung eine gewisse Interessenkonvergenz zwischen kriselndem Schuldner und sanierungswilligen Obligationären geben, wenn und sofern gewisse Zugeständnisse (Sanierungsbeiträge) der Obligationäre einen Sanierungsmehrwert generieren, der die Obligationäre für ihren nominalen Verzicht überkompensiert. Ob sich ein solcher Sanierungsmehrwert aber tatsächlich materialisieren wird, lässt sich *ex ante* kaum jemals mit Gewissheit sagen. Und bei nicht-krisenbedingten Restrukturierungen dürfte sich das wirtschaftliche Interesse der beschlusstragenden Obligationäre im Wesentlichen auf eine etwaige Consent Fee beschränken; eine tatsächliche Interessenkonvergenz zwischen Schuldner und beschlusstragenden Obligationären dürfte regelmäßig ausscheiden. Eine wirtschaftliche Interessenkonvergenz zwischen Schuldner und Obligationären ist deshalb lediglich *situativ* denkbar (und dann eher *spekulativ*) und als solche keine sachgerechte Basis für die im Rahmen der Freigabeentscheidung gebotene Abwägung.

Auch auf die Interessen allein der beschlusstragenden Obligationäre kann es nicht ankommen, weshalb die von Schmidtbleicher, U. Simon und Liebenow vertretene Ansicht ebenfalls abzulehnen ist. Richtigerweise sind die Interessen des Schuldners einzustellen, die mit den Interessen der Anfechtungskläger abzuwägen sind. Der erste dahingehende Hinweis ergibt sich aus der Konzeption des Freigabeverfahrens, das allein der Schuldner anstrengen kann, nicht jedoch die Mehrheit, ein bestimmtes Quorum oder einzelne Obligationäre. Wenn das Freigabeverfahren ausschließlich die Interessen der beschlusstragenden Obligationäre schützen soll, wieso sind diese dann nicht einmal antragsbefugt? – die Antwort kann nur lauten: weil das Freigabeverfahren eben nicht zur Wahrung deren Interessen konzipiert ist. Dass dies sachgerecht ist, folgt aus dem oben skizzierten allgemeinen schuldverschreibungsrechtlichen Beschlussmängelrecht: Beschlüsse berühren fast ausschließlich direkt oder mittelbar den *Anspruch jedes Obligationärs gegen den Schuldner auf die in den Anleihebedingungen ursprünglich versprochene Leistung, vorbehaltlich eines abweichenden regelkonformen Beschlusses* und damit das durch die Anleihebedingungen begründete Verhältnis des einzelnen Obligationärs zum Schuldner. Die Gläubigerversammlung der Obligationäre ist lediglich rechtstechnischer Ort zur Ermittlung dessen, was nach Auffassung der per Gesetz maßgeblichen Abstimmungsmehrheit – und nach der gegebenenfalls erforderlichen Zustimmung des Schuldners – für jeden der Obligationäre gegenüber dem Schuldner gelten *sollte*. Ein Interessenskonflikt zwischen der beschlusstragenden Mehrheit und den übrigen Obligationären wird nur virulent, wenn der Schuldner – der sich seinen Willen völlig ohne Mitwirkung der Obligationäre bildet – die Möglichkeiten nutzt, die ihm der konfliktgeladene Beschluss zur Gestaltung der Anleihebeziehung eröffnet. Nicht die



beschlusstragende Mehrheit entscheidet deshalb letztverbindlich, ob die Rechte jedes einzelnen Obligationärs gegenüber dem Schuldner modifiziert werden, sondern der Schuldner selbst. Deshalb ist es nur konsequent, für die Frage der Vollziehbarkeit trotz nicht völlig aussichtsloser (§ 246a Abs. 2 Nr. 1 AktG) Anfechtung auf die Nachteile für diejenigen abzustellen, die allein Partei der in Rede stehenden Beziehung sind – Schuldner auf der einen, Anfechtungskläger auf der anderen Seite.

An der Abwägungsentscheidung allein wird die Freigabe eines angefochtenen Beschlusses freilich selten jemals scheitern. Insbesondere im Kontext vorinsolvenzlicher Sanierungsversuche dürfte es der durchschnittliche Anfechtungskläger schwer haben, das Gericht davon zu überzeugen, dass ihm durch die Vollziehung des Beschlusses Nachteile drohen, die so schwer wiegen, dass sie die Nachteile für den Schuldner aus einer über Monate und möglicherweise Jahre fehlenden Umsetzbarkeit des Sanierungskonzepts überwiegen<sup>93</sup> – und auch im Rahmen des Schadensersatzanspruchs gemäß Abs. 4 Satz 1 nicht ausgeglichen werden können.<sup>94</sup> Anders mag dies dort sein, wo es der Schuldner versäumt, seine drohende Insolvenz darzulegen oder ein nachhaltiges Sanierungskonzept vorzulegen.<sup>95</sup> Zum Ziel dürften Anfechtungskläger deshalb regelmäßig allenfalls durch Darlegung eines besonders schweren Rechtsverstoßes gelangen.

## 2. Besonders schwerer Rechtsverstoß

Die besondere Schwere des gerügten Rechtsverstoßes misst sich anhand der Bedeutung der verletzten Norm und am Ausmaß der Rechtsverletzung. Diese der Gesetzesbegründung zum ARUG<sup>96</sup> entnommenen und im Aktienrecht allseits verwendeten<sup>97</sup> Kriterien lassen sich entgegen einzelner Äußerungen<sup>98</sup> auch im Schuldverschreibungsrecht fruchtbar machen: Tendenziell wiegen Nichtigkeits-

---

<sup>93</sup> Diese Einschätzung teilen auch *Wasmann/Steber*, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 33.

<sup>94</sup> Die Überlegung, inwiefern durch diesen Anspruch eine Kompensation möglich ist, ist nach der obergerichtlichen Rechtsprechung, der herrschenden Lehre und dem Willen des Gesetzgebers in die Abwägung mit einzustellen, OLG Köln, Beschluss vom 13. 1. 2014 – 18 U 175/13, ZIP 2014, 263 (265); OLG München, Beschluss vom 16. 1. 2014 – 23 AktG 3/13, ZIP 2014, 472 (475); *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG (14. Aufl. 2020), § 246a Rn. 21; *Hüffer/Schäfer*, in: Münchener Kommentar zum AktG (5. Aufl. 2021), § 246a Rn. 26; Begründung eines Gesetzentwurfs der Bundesregierung zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG), BT-Drucks. 16/11642, S. 41 (rechte Spalte).

<sup>95</sup> Ein solcher Fall – jedoch aus rein aktienrechtlicher Perspektive – hatte dem OLG München vorgelegen, Beschluss vom 16. 1. 2014 – 23 AktG 3/13, ZIP 2014, 472.

<sup>96</sup> Begründung eines Gesetzentwurfs der Bundesregierung zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG), BT-Drucks. 16/11642, S. 41 (rechte Spalte).

<sup>97</sup> *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG (14. Aufl. 2020), § 246a Rn. 22 m.w.N. auch aus der Rechtsprechung.

<sup>98</sup> *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 193; ihm folgend *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 93.



gründe schwerer als Anfechtungsgründe, materielle Fehler schwerer als formelle Fehler, gezielte Verstöße schwerer als unvorsätzliche.<sup>99</sup> Im Recht der Schuldverschreibungen empfehlen sich deshalb insbesondere Verstöße beschlusstragender Einzelstimmen oder des Beschlussinhalts gegen die guten Sitten als besonders schwerer Rechtsverstoß.

### III. Geltendmachung der Nichtigkeit von Obligationärsbeschlüssen

Um besonders schwere Rechtsverstöße wird es sich regelmäßig namentlich bei materiellen Nichtigkeitsgründen handeln. Solche können prinzipiell auf zwei Wegen geltend gemacht werden: Im Rahmen eines Prozesses um die Wirksamkeit des Beschlusses (dazu 1.), oder im Wege einer außerprozessual erhobenen Einrede (dazu 2.).

#### 1. Prozessuale Geltendmachung

Was das richtige Instrument zur Geltendmachung von Nichtigkeitsgründen angeht, halten sich drei Standpunkte die Waage. Nach einer wenig überzeugenden Ansicht ist der Rechtsschutz gegen fehlerhafte Beschlüsse ausweislich § 20 Abs. 1 Satz 1 SchVG auf die Anfechtungsklage begrenzt, die nach ihrem Wortlaut („Verletzung des Gesetzes oder der Anleihebedingungen“) schließlich jeden denkbaren Beschlussfehler und damit auch Nichtigkeitsgründe erfasse – „Nichtigkeitsgründe sind Anfechtungsgründe“<sup>100</sup>.<sup>101</sup> Konsequenz wäre, dass Beschlüsse, die dem Grunde nach nichtig sind, nach Ablauf der Anfechtungsfrist bestandskräftig werden. Dass dies nicht sein kann, beweist allein schon § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB, der es i. V. m. dem *numerus clausus* des Wertpapierrechts schlechthin unmöglich macht, in Schuldverschreibungen eine Leistungspflicht der Inhaber zu verbrieften.<sup>102</sup> Ein dahingehender Beschluss kann niemals wirksam und in der Weise vollzogen werden, dass die Obligationäre tatsächlich kraft der Anleihebedingungen zu einer Leistung verpflichtet wären. Die Ansicht beruht auf der Fehlannahme, dass zwischen Anfechtungs- und Nichtigkeitsgründen nur zu differenzieren ist, wo der Gesetzgeber dies durch eine entsprechende Ausdifferenzierung der Rechtsschutzmöglichkeiten gegen die eine und die andere Fehlerkategorie vorgezeichnet hat. So heißt es bei

<sup>99</sup> Begründung eines Gesetzentwurfs der Bundesregierung zur Umsetzung der Aktionärs-rechterichtlinie (ARUG), BT-Drucks. 16/11642, S. 41 (rechte Spalte); Koch, in: Hüffer/Koch, AktG (14. Aufl. 2020), § 246a Rn. 22.

<sup>100</sup> Bliesener/Schneider, in: Bankrechts-Kommentar (2. Aufl. 2016), Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 12.

<sup>101</sup> Neben Bliesener/Schneider auch Schneider, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, S. 1, 2 f.; Müller, in: Heidel (Hrsg.), Aktien- und Kapitalmarktrecht (5. Aufl. 2020), Kap. 13, § 20 SchVG Rn. 2.

<sup>102</sup> Dazu näher unten § 5 B I.

Müller denn auch, „die vom AktG bekannte Differenzierung zwischen Nichtigkeit (...) und der Anfechtbarkeit von Beschlüssen“ habe „der Gesetzgeber nicht übernommen“.<sup>103</sup> Dass dem nicht so ist, die Kategorien der Anfechtbarkeit im weiteren Sinne und der Nichtigkeit sich vielmehr bereits aus dem allgemeinen Beschlussmängelrecht ergeben und bereits vor Normierung spezieller Rechtsbehelfe gegen fehlerhafte Beschlüsse anerkannt war, wurde bereits gezeigt.<sup>104</sup>

Kaum überzeugender ist auch die Ansicht, dass Nichtigkeitsgründe analog § 249 AktG, also entsprechend der aktienrechtlichen Nichtigkeitsklage geltend zu machen sind.<sup>105</sup> Der Mehrwert gegenüber einer allgemeinen Feststellungsklage nach § 256 ZPO bestünde allein darin, anstelle einer *inter partes*-Wirkung des stattgebenden Urteils gemäß § 325 Abs. 1 ZPO dessen *erga omnes*-Wirkung analog §§ 249 Abs. 1 Satz 1, 248 Abs. 1 Satz 1 AktG begründen zu können.<sup>106</sup> Dafür besteht schon kein sachliches Bedürfnis. Schließlich muss der Schuldner die Obligationäre derselben Anleihe in Ansehung des Inhalts des durch die Anleihebedingungen definierten Schuldverhältnisses ohnehin gemäß § 4 Satz 2 SchVG gleich behandeln. Gleich behandeln muss er sie folglich auch hinsichtlich eines Urteils über die Nichtigkeit eines auf die Abänderung der Anleihebedingungen zielenden Beschlusses, das einer der Obligationäre erstritten hat.

Richtigerweise lassen sich Nichtigkeitsgründe deshalb mit der allgemeinen Feststellungsklage gemäß § 256 ZPO geltend machen.<sup>107</sup>

## 2. Außerprozessuale Geltendmachung

Aus der Ablehnung einer Bestandskraftwirkung für dem Grunde nach nichtige Beschlüsse folgt ohne Weiteres, dass sich Obligationäre (und gegebenenfalls Dritte) auch außerhalb eines Feststellungsprozesses jederzeit auf die Nichtigkeit eines Beschlusses berufen können.<sup>108</sup> An der praktischen Relevanz dieses Umstands darf freilich mit guten Gründen gezweifelt werden. Dass ein – nach dem Gesagten ohnehin sehr seltener – Nichtigkeitsgrund entweder über längere Zeit „unerkannt“ bleibt oder zwar erkannt wird, der Beschluss aber von keinem Obligationär zeitnah angegriffen wird, dürfte nicht der regelmäßig bestehenden Anreizlage entsprechen.

---

<sup>103</sup> Müller, in: Heidel (Hrsg.), Aktien- und Kapitalmarktrecht (5. Aufl. 2019), Kap. 13, § 20 SchVG Rn. 1.

<sup>104</sup> Dazu oben B III.

<sup>105</sup> Dafür Wasmann/Steber, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 11; wohl auch Maier-Reimer, NJW 2010, 1317 (1319), der eine analoge Anwendung für „sinnvoll“ hält.

<sup>106</sup> So explizit Wasmann/Steber, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 11.

<sup>107</sup> Ebenso Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 195; Vogel, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 16; Friedl, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 101.

<sup>108</sup> Statt vieler Friedl, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 101.

#### IV. Würdigung des geltenden Rechtsschutzsystems

Was ist in der Gesamtschau von diesem Rechtsschutzsystem zu halten? Hat der Gesetzgeber den Rechtsschutz des Obligationärs zu Recht nach dem Vorbild des Aktiengesetzes modelliert, oder hat er sich damit vergriffen?

##### 1. Grundsatzkritik am geltenden Rechtsschutzsystem

Das Rechtsschutzsystem des Schuldverschreibungsgesetzes sieht sich breiter Kritik grundsätzlicher Natur ausgesetzt.<sup>109</sup> Der durch die Anfechtungsklage geschaffene „kassatorische“ Rechtsschutz gegen fehlerhafte Beschlüsse sei nicht sachgerecht, den Obligationären ginge es allein um ihre Vermögensinteressen. Eine Beseitigung jedes fehlerhaften Beschlusses schieße deshalb weit über das Ziel hinaus. Sachgerecht sei stattdessen ein primär auf Vermögensschutz ausgerichtetes Rechtsschutzsystem in Form einer „Wertersatzklage“, gepaart mit einer auf Beschlussbeseitigung gerichteten Nichtigkeitsklage zur Geltendmachung eines abschließenden Katalogs von Nichtigkeitsgründen. Das Vollziehungsverbot behindere eine effektive Bewältigung von Unternehmenskrisen und begünstige missbräuchliche Anfechtungsklagen. In Summe würde das aus dem Aktienrecht transplantierte Rechtsschutzsystem deshalb mehrere konzeptionelle Schwächen aufweisen.

##### 2. Stellungnahme

Dem Arbeitskreis Reform des Schuldverschreibungsrechts, der die kritischen Stimmen bündelt und aus dessen Mitte der soeben grob skizzierte Reformvorschlag stammt, ist in seiner Analyse insoweit zuzustimmen, als der Rechtsschutz der Obligationäre in erster Linie auf Vermögensschutz abzielen sollte. Das Moment objektiver Rechtskontrolle, das einem auf primär kassatorischen Rechtsschutz abzielenden System eigen ist, hat am ehesten noch dort seinen Platz, wo der fingierte „Wille“ eines von der Rechtsordnung mit eigenen Rechten ausgestatteten Konstrukts erzeugt wird. Das ist im Schuldverschreibungsgesetz nicht der Fall; die Obligationärsgesamtheit hat unzweifelhaft<sup>110</sup> keine eigene Rechtspersönlichkeit, weshalb es an einem sachlichen Grund für eine „objektive“, von den tatsächlichen Interessen der beteiligten Obligationäre abstrahierten Rechtskontrolle fehlt.

Bei näherer Betrachtung wird das geltende Rechtsschutzsystem diesen Anforderungen jedoch *im praktischen Ergebnis* durchaus gerecht. Dafür sorgt die Kombination aus Anfechtungsklage und Freigabeverfahren: Im Regelfall, wenn also kein

<sup>109</sup> Zum Folgenden Arbeitskreis Reform des Schuldverschreibungsrechts, ZIP 2014, 845 (846, 849 f.).

<sup>110</sup> Etwas anderes vertritt namentlich auch nicht *Liebenow*, der die Obligationäre derselben Gesamtemission zwar als gesellschaftsrechtlichen Verband begreift, allerdings als nicht rechtsfähigen *Innenverband*, dazu näher unten § 10 C II.

besonders schwerwiegender Rechtsverstoß in Rede steht, verweist das Gesetz den Anfechtungskläger auf den Schadensersatzanspruch des § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG i. V.m. § 246a Abs. 4 Satz 1 AktG und gewährt damit bei den meisten Beschlussfehlern *bloßen Vermögensschutz*. Selbst ein Erfolg der Anfechtungsklage hat dann keine Auswirkungen mehr auf die Wirksamkeit des zwischenzeitlich vollzogenen Beschlusses, § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG i. V.m. § 246a Abs. 4 Satz 2 AktG. Nur im seltenen Ausnahmefall, wo das zuständige Oberlandesgericht einen besonders schwerwiegenden Rechtsverstoß als dargelegt erkennt, besteht überhaupt das Risiko einer „Kassation“ des Beschlusses bzw. eines dauerhaften Verbots seiner Vollziehung. Für solche Fälle anerkennt aber auch der Arbeitskreis zu Recht das Bedürfnis nach einer „Kassation“ des betreffenden Beschlusses.<sup>111</sup>

Von dem Reformvorschlag des Arbeitskreises unterscheidet sich das geltende Rechtsschutzsystem nur darin, dass es zum einen einer Initiative des Schuldners bedarf, um den Rechtsschutz des Anfechtungsklägers auf bloßen Vermögensschutz umzuleiten, und dass es dadurch zum anderen zu einer gewissen Verzögerung der Vollziehung um mehrere Monate kommt. Das *Initiativerfordernis* ist dem Schuldner ohne Weiteres zuzumuten. Als fragwürdig mag man allenfalls die *Verzögerungswirkung* des Anfechtungs- und Freigabemechanismus bewerten. Eine Verzögerung der Beschlussvollziehung ist im Kontext einer präventiven Sanierung schon *per se* unerwünscht und begründet darüber hinaus die Gefahr, „räuberische Obligationäre“<sup>112</sup> anzulocken, die das Vollziehungsverbot als „Berufskläger“<sup>113</sup> zu erpresserischen Anfechtungsklagen missbrauchen.<sup>114</sup> Dem ist aber entgegenzuhalten, dass von einer drohenden Verzögerung der Beschlussvollziehung ein ernst zu nehmender und durchaus wünschenswerter *präventiver Schutz* gegen die Inkaufnahme „leichter und mittlerer“ Rechtsverletzungen ausgeht. Die Gefahr missbräuchlicher Anfechtungsklagen ist zwar durchaus nicht von der Hand zu weisen. Ein mutiger Gebrauch des § 826 BGB in evidenten Missbrauchsfällen vermag gleichwohl abzuhelpen. Jedenfalls ist die Verzögerungswirkung als zumindest ambivalent zu bewerten und deshalb nicht derart entschieden zu bekämpfen, wie es der Arbeitskreis verlangt.

In Summe vermag die „Fundamentalkritik“ des Arbeitskreises daher nur auf der konzeptuellen Ebene zu überzeugen – in seiner effektiven Wirkungsweise wird das geltende Rechtsschutzsystem den an ihn zu stellenden Anforderungen durchaus gerecht.

<sup>111</sup> Arbeitskreis Reform des Schuldverschreibungsrechts, ZIP 2014, 845 (849).

<sup>112</sup> Vgl. K. Schmidt, FS Baums 2017, 1073 (1075): „Räuberische Anleger“.

<sup>113</sup> Paulus, BB 2012, 1556 (1557); Rubner/Pospiech, GWR 2015, 507 (507).

<sup>114</sup> Dazu umfassend Moser, Missbrauchsgefahren durch opponierende Anleihegläubiger nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 263 ff.

## D. Fazit

Der vorliegenden Untersuchung liegt ein stimmrechtsbezogener Ansatz zugrunde. Das heißt, dass sich Beschlussmängel in erster Linie auf pflichtwidrige Einzelstimmen zurückführen lassen, und Einzelstimmen den primären Gegenstand materieller Schranken der Stimmrechtsmacht sowie einer daran anknüpfenden materiellen Beschlusskontrolle bilden.

Die Folgen fehlerhafter bzw. fehlerhaft zustande gekommener (mangelhafter) Beschlüsse sind aus einem allgemeinen Beschlussmängelrecht ableitbar. Demnach sind mangelhafte Beschlüsse grundsätzlich anfechtbar, was im Recht der Schuldverschreibungen aus dem Anspruch jedes Obligationärs gegen den Schuldner auf Leistung gemäß der ursprünglich vereinbarten Bedingungen folgt, der unter dem Vorbehalt eines regelkonformen Beschlusses steht. Nichtig ist ein Beschluss nur dann, wenn die Obligationäre nicht über einen Dispens von der verletzten Norm disponieren können. Das betrifft Normen, die zumindest auch Interessen Dritter oder der Allgemeinheit schützen.

Die spezielle Anfechtungsklage des Schuldverschreibungsgesetzes sorgt in Verbindung mit dem Freigabeverfahren *de facto* primär für einen bloßen Vermögensschutz der Obligationäre. Ein perpetuiertes Vollziehungsverbot – eine „Kasation“ im Sinne einer Nichtigserklärung ordnet das Schuldverschreibungsgesetz nicht an – kommt praktisch nur bei besonders schweren Rechtsverstößen in Betracht. Das ist tendenziell nur der Fall, wo der Beschluss auf sittenwidrigen Einzelstimmen beruht oder seinem Regelungsgehalt nach gegen die guten Sitten verstößt. In den allermeisten Fällen kann ein angefochtener Beschluss deshalb freigegeben werden, denn es ist zu erwarten, dass die wirtschaftlichen Interessen des Schuldners an einer Vollziehung regelmäßig das Aussetzungsinteresse des Anfechtungsklägers überwiegen werden. Die durch das Freigabeverfahren bedingten Verzögerungen sind im Ergebnis zu akzeptieren und sprechen nicht entscheidend für die Umstellung des Rechtsschutzsystems auf eine Wertersatz- neben einer Nichtigkeitsklage. Mit dem Risiko einer Verzögerung ist immerhin der Vorteil verbunden, dass es dem Schuldner ein Stück weit den Anreiz nimmt, leichte und mittelschwere Rechtsverstöße in Kauf zu nehmen.

## § 3 Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle

Die titelgebenden materiellen Schranken der Stimmrechtsmacht sind Gegenstand der hier sog. materiellen Beschlusskontrolle (dazu A.). Weil sich der Gesetzgeber des Schuldverschreibungsgesetzes für (eine Option zur) Geltung des Mehrheitsprinzips entschieden hat, verstehen sich materielle Beschränkungen der Mehrheitsmacht nicht von selbst (dazu B.). Materielle Stimmrechtsschranken und eine daran anknüpfende materielle Beschlusskontrolle bedürfen vielmehr einer besonderen

Rechtfertigung, eines Geltungsgrundes – wozu neben den Gedanken der Korrelation von Rechtsmacht und Verantwortung sowie des Minderheitenschutzes vor allem die Legitimationsgrundlage des Mehrheitsprinzips selbst zu hinterfragen ist (dazu C.).

## A. Begriff der materiellen Beschlusskontrolle

Im Schrifttum kursieren verschiedene Begriffe der Beschlusskontrolle, die einheitlich mit unterschiedlichem Bedeutungsgehalt gebraucht werden.<sup>115</sup> In der Literatur zum Schuldverschreibungsrecht ist in Anschluss an Baums besonders der Begriff der „materiellen Inhaltskontrolle“ verbreitet,<sup>116</sup> worunter Baums eine am Beschluss selbst anknüpfende gerichtliche Rechtskontrolle versteht, die den Inhalt des Beschlusses mit materiell-rechtlichen (nicht: verfahrens- also formell-rechtlichen) Vorschriften abgleicht. Andere verwenden für dasselbe Konzept den Begriff der „Inhaltskontrolle“,<sup>117</sup> wieder andere sprechen von „materieller Beschlusskontrolle“.<sup>118</sup> Eine am Beschluss und seinem Inhalt anknüpfende Rechtskontrolle als „materielle Inhaltskontrolle“ zu bezeichnen ist freilich tautologisch, da den *Inhalt* eines Beschlusses regulierende Vorschriften *per definitionem* materiell-rechtlicher Natur sind. Deshalb erscheint es sachgerecht, bei einer *beschlussbezogenen* Betrachtung der Beschlusskontrolle von „Inhaltskontrolle“ einerseits und „Verfahrenskontrolle“ andererseits zu sprechen. Da dieser Arbeit eine primär *stimmrechtsbezogene* Betrachtung zugrunde liegt,<sup>119</sup> ist eine begriffliche Differenzierung zwischen „materieller Beschlusskontrolle“ einerseits und (hier nicht näher untersuchter) „formeller Beschlusskontrolle“ andererseits angebracht. Demnach sind mögliche Verstöße der Stimmrechtsausübung gegen materiell-rechtliche Vorschriften Gegenstand einer „materiellen Beschlusskontrolle“ – obgleich sie auf der Ebene des Beschlusses regelmäßig als Verfahrensfehler in Erscheinung treten, weil solche pflichtwidrig abgegebenen Stimmen bei der Beschlussfeststellung nicht hätten berücksichtigt werden dürfen.<sup>120</sup>

<sup>115</sup> Siehe dazu die Hinweise in den folgenden Fußnoten.

<sup>116</sup> Baums, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12 f. = ZBB 2009, 1; ihm folgend u. a. Horn, ZHR 173 (2009), 12 (62); Schönhaar, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 252 ff.

<sup>117</sup> Dazu gehört etwa Friedl, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 35, 38.

<sup>118</sup> So etwa Vogel, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 26 ff. Wasmann/Steber, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 20 Rn. 17 bezeichnen das von Baums entworfene Konzept als „Inhaltskontrolle im Sinn einer materiellen Beschlusskontrolle“.

<sup>119</sup> Siehe oben § 2 B II 2.

<sup>120</sup> Dazu oben § 2 B I 2.

## B. Problem der materiellen Beschlusskontrolle

Dass eine materielle Beschlusskontrolle ein Legitimationsproblem hat, lässt sich leicht übersehen. Es erscheint vielen als geradezu selbstverständlich, dass der Obligationär mit seinem Stimmrecht nicht grundsätzlich „tun und lassen darf, was er will“, sondern es nur in einem bestimmten, jedenfalls in Grundzügen vorgegebenen Sinne ausüben darf. Dass eine solchermaßen „gelenkte“ oder „teleologisch vorgeprägte“ Stimmrechtsausübung aber alles andere als selbsterklärend ist, zeigt sich, wenn man zum nackten Gesetzeswortlaut zurückkehrt: Der Gesetzgeber des Schuldverschreibungsgesetzes hat in § 5 Abs. 1 Satz 1 SchVG eine Grundentscheidung zugunsten des Mehrheitsprinzips getroffen, die alle Obligationäre billigen, die mit Mehrheitsklauseln ausgestattete Schuldverschreibungen erwerben. In den Worten des Reichsgerichts „entscheidet eben die Mehrheit des [Obligationen] besitzes und die Minderheit muss sich die Beschlüsse der Mehrheit gefallen lassen, wenn sie auf gesetzlichem Boden bleiben“,<sup>121</sup> und nach H. Schneider ist es „das Grundgesetz des SchVG, das[s] die Stimmenmehrheit die Stimmenminderheit überstimmen darf und dass die Mehrheitsentscheidung als Entscheidung der Mehrheit zu respektieren ist“,<sup>122</sup> Jede Beschränkung der Mehrheitsmacht relativiert die gesetzliche Grundentscheidung und bedarf aufgrund des Primats der Privatautonomie (Art. 2 Abs. 1 GG) einer besonderen Rechtfertigung.<sup>123</sup> Rechtfertigungsbedürftig ist deshalb allemal eine materielle Beschlusskontrolle, die darauf abzielt, der grundsätzlichen Freiheit der Stimmrechtsausübung Grenzen zu setzen und sich dazu Konzepten bedient, die aus allgemeinen Generalklauseln (Bindung an eine Loyalitätspflicht, Treuepflicht aus § 242 BGB) oder gar abgeschafftem Recht (Bindung an gemeinsame Interessen entsprechend § 1 Abs. 1 SchVG 1899) und ähnlichen ungeschriebenen Grundsätzen abgeleitet werden. Diese Suche nach der „inneren“, „wertungsmäßigen“<sup>125</sup> Rechtfertigung oder „Existenzberechtigung“<sup>126</sup> der materiellen Beschlusskontrolle führt zu ihrem *Geltungsgrund* – weshalb, zu welchem Zweck bedarf es einer materiellen Beschlusskontrolle?

## C. Innere Rechtfertigung der materiellen Beschlusskontrolle

Ein leistungsfähiger Geltungsgrund liefert mehr als bloß einen nachvollziehbaren, vertretbaren Grund für den Gebrauch eines bestimmten Rechtsinstituts, nämlich eine Begründung, aus der sich Folgerungen für seine Anwendung und Reichweite

<sup>121</sup> RG, Urteil vom 11./18. 6. 1914 – VI 135/14, RGZ 85, 170 (172 f.) (für das Aktienrecht).

<sup>122</sup> H. Schneider, ILF WP Series No. 135 (3/2013), S. 7.

<sup>123</sup> So für das Aktienrecht Wandrey, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 10.

<sup>124</sup> Grünwald, Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkung in der Unternehmenssanierung, S. 110.

<sup>125</sup> Krebs, Sonderverbindung und außerdeliktische Schutzpflichten, S. 210.

<sup>126</sup> Wandrey, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 10.

ergeben, sorgt also für einen *zusätzlichen Erkenntnisgewinn*.<sup>127</sup> Deshalb scheidet im Ergebnis der Gedanke der Korrelation von Rechtsmacht und Verantwortung (dazu I.) ebenso wie rechtsethische Erwägungen (dazu II.) als überzeugender Geltungsgrund aus. Ansetzen muss die Begründung vielmehr bei der Legitimationsgrundlage des Mehrheitsprinzips selbst, die den entscheidenden Hinweis dafür liefert, welche Funktion der materiellen Beschlusskontrolle im Wechselspiel mit dem Mehrheitsprinzip zukommt (dazu III.).

## I. Korrelation von Rechtsmacht und Verantwortung?

Verbreitet wird die Begrenzung der Mehrheitsmacht durch materielle Stimmrechtsschranken und eine daran anknüpfende materielle Beschlusskontrolle mit dem Gedanken der Korrelation von Rechtsmacht und Verantwortung gerechtfertigt. Dieser Gedanke lässt sich zumindest bis zur „Victoria“-Entscheidung des Reichsgerichts aus dem Jahr 1931 zurückverfolgen, die in Relativierung des oben erwähnten Grundsatzes „Mehrheit ist Mehrheit“ die „Materialisierung“ des Mehrheitsprinzips im Aktienrecht einläutet und in der es heißt: „Aus der Befugnis, im Wege des Mehrheitsbeschlusses zugleich auch für die Minderheit zu beschließen und damit mittelbar über deren in der Gesellschaft gebundene Vermögensrechte zu verfügen, ergibt sich *ohne Weiteres* die gesellschaftliche Pflicht der Mehrheit, im Rahmen des Gesamtinteresses auch den berechtigten Belangen der Minderheit Berücksichtigung andeihen zu lassen und deren Rechte nicht über Gebühr zu verkürzen.“<sup>128</sup>

Postuliert wird also eine notwendige Wechselbeziehung zwischen der Mehrheitsmacht auf der einen Seite und ihrer (auf gewissen Pflichtbindungen beruhenden) Kontrolle auf der anderen. Der in der Victoria-Entscheidung zum Ausdruck kommende Korrelatsgedanke wurde später vom Bundesgerichtshof<sup>129</sup> und der Literatur<sup>130</sup>

<sup>127</sup> Vgl. *Canaris*, JZ 1993, 377 (379): Eine juristische Theorie „ermöglicht die begriffliche und/oder dogmatische Einordnung der einschlägigen Problemlösung(en), gewährleistet deren Verträglichkeit mit dem System des geltenden Rechts, verdeutlicht ihren materiellen Gerechtigkeitsgehalt und stellt einen Rahmen für die Lösung von (weiteren) Problemen zur Verfügung“ (Hervorhebung des Verf.).

<sup>128</sup> RG, Urteil vom 31.3.1931 – II ZR 222/30, RGZ 132, 149 (163) („Victoria“) (Rechtschreibung angepasst, eigene Hervorhebung).

<sup>129</sup> BGH, Urteil vom 5.6.1975 – II ZR 23/74, BGHZ 65, 15 (19) („ITT“) für die GmbH und *ders.*, Urteil vom 1.2.1988 – II ZR 75/87, BGHZ 103, 184 (194 f.) („Linotype“) für die AG.

<sup>130</sup> *Rieckers*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4 (5. Aufl. 2020), § 17 Rn. 27; *Lutter*, ZHR 153 (1989), 446 (455); *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, § 8 II 3, S. 432; *Winter*, Mitgliedschaftliche Treuebindungen im GmbH-Recht, S. 16 ff.; *Zöllner*, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 342.



insbesondere zur Begründung der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht<sup>131</sup> rezipiert und „hat auf diese Weise die Entwicklung der materiellen Beschlusskontrolle [im Kapitalgesellschaftsrecht] wesentlich geprägt“.<sup>132</sup> Eine vergleichbare Rolle nimmt der Korrelatsgedanke auch in Teilen der Literatur zum Schuldverschreibungsrecht ein. So sind beispielsweise bei U. Simon Treuepflichten das „Spiegelbild“ der „Befugnis der Mehrheit, auf die Interessen der Minderheit Einfluss zu nehmen“<sup>133</sup> und übernehmen deshalb die „Funktion eines Korrelats von Rechtsmacht und Verantwortung“<sup>134</sup>. Und Liebenow hält Treuepflichten unter den Obligationären für „ein funktional unverzichtbares Korrektiv für die wechselseitige Einwirkungsmöglichkeiten in einem notwendig für zukünftige Entwicklungen ‚offenen‘ Entscheidungsmechanismus“.<sup>135</sup>

Mehr als eine Funktionsbeschreibung vermag der Korrelatsgedanke letztlich aber nicht zu liefern. In dem Postulat, dass die Mehrheitsmacht „ohne Weiteres“ ihre eigene Relativierung rechtfertige, entlarvt sich der Korrelatsgedanke als einer eigenen Begründung entleertes Axiom, was den Weg zu einer aus seinen tragenden Gründen abgeleiteten zusätzlichen Erkenntnis über die aus dem Korrelatsgedanken folgenden konkreten Implikationen für die Reichweite der materiellen Beschlusskontrolle versperrt. Als Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle taugt der Gedanke der Korrelation von Rechtsmacht und Verantwortung daher, für sich gesehen, nicht.<sup>136</sup>

## II. Rechtsethik und Rechtsökonomie, insbesondere Minderheitenschutz?

Ganz ähnliche Gründe sprechen auch gegen den Versuch, den Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle in rechtsethischen Maximen wie dem Minderheitenschutz zu finden.<sup>137</sup> Wer eine Begrenzung der Mehrheitsmacht zum Schutz der Minderheit für ethisch geboten hält, letztlich also mit einer moralischen Intuition rechtfertigt, liefert damit keinen Maßstab, aus dem heraus sich auch nur näherungsweise folgern ließe, wie weit dieser Minderheitenschutz und eine entspre-

---

<sup>131</sup> Eine unmittelbare Rechtfertigung für eine „generelle inhaltliche Kontrolle“ von Hauptversammlungsbeschlüssen sieht im Korrelatsgedanken aber *Boese*, Die Anwendungsgrenzen des Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung bei HV-Beschlüssen, S. 73, 77.

<sup>132</sup> *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 11.

<sup>133</sup> *U. Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 194.

<sup>134</sup> *U. Simon*, a. a. O., S. 195.

<sup>135</sup> *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 320.

<sup>136</sup> Im Ergebnis für das Aktienrecht ebenso *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 12, m. w. N.

<sup>137</sup> Darauf stellt maßgeblich ab etwa *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG (14. Aufl. 2020), § 243 Rn. 23.

chende materielle Beschlusskontrolle reichen müsste, um dem ethischen Gebot zu genügen. Kaum überzeugender wird es, wenn man Minderheitenschutz seinerseits etwa mithilfe von Effizienzerwägungen und damit rechtspolitisch anhand ökonomischer Maßstäbe rechtfertigt und die Begründung insoweit verobjektiviert.<sup>138</sup> Soll der Effizienzmaßstab dann auf die Ebene der Beschlusskontrolle durchschlagen? – eine solche Forderung ließe sich nur schwerlich mit der Bindung der Gerichte an Recht und Gesetz (Art. 20 Abs. 3 GG) vereinbaren, wo nicht dem Gesetz selbst (oder seinen Materialien) eine dahingehende Wertentscheidung zu entnehmen ist, und solange Erwägungen ökonomischer Effizienz nicht zum allgemein anerkannten Kanon der Maßstäbe richterrechtlicher Rechtsfortbildung zählen.<sup>139</sup> Schließlich sind die von den Gerichten im Rahmen der – im wesentlichen richterrechtlich zu entwickelnden<sup>140</sup> – materiellen Beschlusskontrolle heranzuziehenden Maßstäbe aus den Wertungen der Rechtsordnung selbst zu gewinnen und der Optimierung der Gerechtigkeitsidee verpflichtet, die sich jedenfalls nicht in der Optimierung ökonomischer Gesamtwohlfahrt erschöpft.<sup>141</sup> Daraus wird deutlich, dass rechtsethische Begründungen der Gefahr Vorschub leisten, als Vehikel für individuelle rechtspolitische Vorstellungen fehlgebraucht, „zu einem Freibrief gesetzesübersteigender Rechtsfortbildung [zu] werden“.<sup>142</sup> Als Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle sind sie daher abzulehnen.<sup>143</sup>

### III. Kompensation für Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips

Den beiden bisher angesprochenen Ansätzen ist gemein, dass sie die funktionale Verknüpfung von Mehrheitsprinzip und materieller Beschlusskontrolle aufgreifen und die innere Rechtfertigung für letztere in den Konsequenzen einer schrankenlosen Mehrheitsherrschaft suchen, die „ohne Weiteres“ (Korrelatsgedanke) oder „im Interesse der schutzwürdigen Minderheit“ (Rechtsethik) für nicht hinreichend legitim bewertet wird. Erkenntnisreicher und deshalb vorzuzugswürdig ist es, das funktionale

<sup>138</sup> Zur ökonomischen Betrachtung des Minderheitenschutzes grundlegend *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny*, 52 *Journal of Finance* (3/1997), 1131 ff.; *diess.*, 106 *Journal of Political Economy* (6/1998), 1113 ff.; *diess.*, 58 *Journal of Financial Economics* (2000), 3 ff.

<sup>139</sup> Vgl. dazu *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 393 ff., 414 ff., 486 f.; *Möllers*, Juristische Methodenlehre (2. Aufl. 2019), § 5 Rn. 133 m. w. N.; zur fehlenden Rezeption der ökonomischen Analyse des Rechts in der deutschen Rechtsprechung *Taupitz*, AcP 196 (1996), 114 (120 f.).

<sup>140</sup> *Florstedt*, ZIP 2012, 2286 (2287).

<sup>141</sup> Wohl a. A. *Ott/Schäfer*, JZ 1988, 213 (222): „Zivilrecht als Effizienzrecht“; hiergegen *Fezer*, JZ 1988, 223 (227).

<sup>142</sup> *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 43; ihm folgend *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 12; vgl. auch *Canaris*, Die Feststellung von Lücken im Gesetz, S. 114: „Keinesfalls geht es etwa an, ohne weiteres *allgemeine* ethische Grundsätze auch als *rechtsverbindlich* zu postulieren“.

<sup>143</sup> Im Ergebnis ebenso *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 12.

Wechselspiel zwischen materieller Beschlusskontrolle und Mehrheitsprinzip zu Ende zu denken und die Aufgabe und innere Rechtfertigung der materiellen Beschlusskontrolle deshalb dort zu verorten, wo die innere Rechtfertigung des Mehrheitsprinzips versagt: *Materielle Beschlusskontrolle als Kompensation für Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips*.<sup>144</sup> Wodurch also legitimiert sich das Mehrheitsprinzip im Allgemeinen und im Recht der Schuldverschreibungen im Speziellen?

## 1. Legitimationsgrundlage des Mehrheitsprinzips

### a) Rechtstechnische Notwendigkeit?

Nicht weiter führt die Überlegung, dass der alternativ zur Verfügung stehende Entschließungsmechanismus – das Einstimmigkeitsprinzip – für die regelmäßig atomisierte und anonyme Gläubigerschaft von Unternehmensanleihen schlicht nicht praktikabel ist und das Mehrheitsprinzip deshalb eine „rechtstechnische Notwendigkeit“<sup>145</sup> darstellt. Das ist für sich gesehen sicherlich richtig, vermag das Mehrheitsprinzip aber allenfalls *formell* zu rechtfertigen und liefert keinen *materiellen* Grund dafür, weshalb sich einzelne Obligationäre damit abfinden sollen, an den Willen anderer gebunden zu sein.<sup>146</sup>

### b) *Pars maior, pars sanior?*

Schon lange überholt ist die Vorstellung, dass das Mehrheitsprinzip aus sich heraus regelmäßig der relativ „klügeren“ Entscheidung zur Geltung verhelfen würde (*pars maior et pars sanior*). Von seinen Befürwortern wird es ohnehin nur zur Rechtfertigung des Kopfmehrheitsprinzips angeführt,<sup>147</sup> wo es freilich bereits an einem logisch zwingenden<sup>148</sup> oder empirisch beobachtbaren<sup>149</sup> Zusammenhang zwischen der Vielzahl der beteiligten Köpfe und der Güte der getroffenen Mehrheitsentscheidung fehlt. Bei Herrschaft der Kapitalmehrheit (§ 6 Abs. 1 Satz 1

<sup>144</sup> So (für das Aktienrecht) bereits Wandrey, *Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht*, S. 13, unter Berufung auf u. a. Fastrich, *Funktionales Rechtsdenken am Beispiel des Gesellschaftsrechts*, S. 48 f.; K. Schmidt, *Gesellschaftsrecht* (4. Aufl. 2002), § 16 II 4, S. 460 f.; § 16 III 1, S. 467.

<sup>145</sup> K. Schmidt, *Gesellschaftsrecht* (4. Aufl. 2002), § 16 I 2, S. 452.

<sup>146</sup> Vgl. Baltzer, *Der Beschluss als rechtstechnisches Mittel organschaftlicher Funktion*, S. 215 f.; Wandrey, *Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht*, S. 14.

<sup>147</sup> So für die Annahme von Insolvenzplänen Madaus, *Der Insolvenzplan*, S. 226.

<sup>148</sup> Logisch wäre der Satz, wenn jeder Mensch mit einer statistischen Wahrscheinlichkeit von über 50 % stets die „richtige“ Entscheidung trafe.

<sup>149</sup> Empirisch beobachten lässt sich nur das Phänomen, dass die Ergebnisse bestimmter *Schätzungen* akkurater ausfallen, je größer die Zahl der befragten Personen ist, da sich die Abweichungen zu hoher und zu niedriger Einzelschätzungen vom korrekten Ergebnis jeweils gegenseitig aufheben.

SchVG) gilt noch nicht einmal notwendig die Prämisse, dass die Entscheidung von der Mehrheit der beteiligten Entscheidungsträger getroffen wird.

### c) *Freiwillige Unterwerfung?*

Keinen entscheidenden Schritt vorwärts geht es auch unter Einbeziehung der Erwägung, dass die Obligationäre dem Geltungsbereich des Mehrheitsprinzips durch den Erwerb entsprechend ausgestalteter Schuldverschreibungen freiwillig beitreten und sich der Mehrheitsmacht insoweit aus freien Stücken „unterwerfen“. Dass die Obligationäre dem *Prinzip* Mehrheitsherrschaft in der Vergangenheit zugestimmt haben, vermag die Bindung an eine später getroffene *konkrete* Mehrheitsentscheidung nur *dem Grunde nach*, nicht aber notwendig *in concreto* zu rechtfertigen. Damit dies der Fall wäre, müsste man den Obligationären unterstellen können, grenzen- und vorbehaltlos an Entscheidungen der Mehrheit gebunden sein zu wollen. Das aber ist abwegig;<sup>150</sup> näher liegt es, „die Unterwerfung unter den Mehrheitswillen [...] als Willensentschluss zu verstehen, die selbstbestimmte Wahrnehmung der Eigeninteressen *in den Grenzen des rechtlich Zulässigen* einzuschränken“.<sup>151</sup> Wie weit das rechtlich Zulässige – in Abwesenheit detaillierter Vereinbarungen – *in concreto* reicht, darüber sagt der Unterwerfungsgedanke nichts aus, und trägt deshalb insoweit nichts Näheres zur Identifikation der Grenzen des Mehrheitsprinzips bei. Der Unterwerfungsgedanke allein vermag das Prinzip Mehrheitsherrschaft deshalb nicht hinreichend zu begründen.

Das gilt auch dann, wenn man mit Flume den Gedanken einer erforderlichen „materiellen Richtigkeitsgewähr“ ablehnt, wo die Bindung an einen bestimmten (Vertrags-)Inhalt auf einer privatautonomen Entscheidung beruht.<sup>152</sup> Geht man davon aus, dass „Richtigkeit“ für normative Sätze das Äquivalent zur „Wahrheit“ für empirische Sätze ist,<sup>153</sup> und dass sich die Richtigkeit normativer Sätze letztlich nur an übereinstimmend konstruierten Obersätzen messen lassen kann (Konstruktivismus), dann verbietet sich mit Flume richtigerweise jeder Versuch, materielle Kriterien für „richtige“ Vertragsinhalte aufzustellen, als Widerspruch zu dem Prinzip der Privatautonomie: „Der Vertrag ist ‚richtig‘, weil und soweit er von der beiderseitigen Selbstbestimmung der Vertragsschließenden getragen ist. [...] Die Gestaltung aus Selbstbestimmung in einem Rahmen, der nach der Rechtsordnung der Selbstbestimmung überlassen ist, ist einem rechtlichen Urteil, ob sie ‚richtig‘ ist, unzu-

<sup>150</sup> Vgl. Hofmann, FS Hopt 2010, 833 (836 f.): „Der Beitritt stellt eine (partielle) Unterwerfung unter den Mehrheitswillen, nicht aber einen Grundrechtsverzicht dar“; ähnlich Stumpf, NJW 2003, 9 (10 f.); vgl. auch Hefermehl, in: Soergel, BGB (13. Aufl. 1999), § 138 Rn. 141: „unbeschränkte Unterwerfung der Minderheit unter den Willen der Mehrheit [würde] zu einer sittenwidrigen Gebundenheit des einzelnen Gesellschafters führen“.

<sup>151</sup> Hofmann, FS Hopt 2010, 833 (837) (Hervorhebung durch den Verf.).

<sup>152</sup> Zustimmend Auer, Materialisierung, Flexibilisierung, Richterfreiheit, S. 37.

<sup>153</sup> Kaufmann, Prozedurale Theorien der Gerechtigkeit, S. 5 f.; Larenz/Canaris, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 19.

gänglich.<sup>154</sup> Privatautonom getroffene Entscheidungen sind hiernach grundsätzlich *ohne jede Ansehung ihres Inhalts* als richtig zu behandeln; zu regulieren sind nur die *Umstände*, unter denen die Bindung zustande kommt und welche sicherstellen müssen, dass nur tatsächlich autonom getroffene Entscheidungen rechtlichen Schutz erfahren.<sup>155</sup>

Hiermit setzt sich die Suche nach einer materiellen Rechtfertigung für die Bindung der Obligationäre an Mehrheitsentscheidungen nicht in Widerspruch. Die autonome Entscheidung zur eigenen „Unterwerfung“ unter die Mehrheitsherrschaft ist *inhaltlich* gerade *nicht* mit der späteren *fremdbestimmten* Mehrheitsentscheidung identisch. Soweit die Fremdbestimmung reicht, kann eine materielle Kontrolle keinen Widerspruch zum Prinzip der Privatautonomie provozieren, denn wie Flume zu Recht feststellt, ist „Handeln für einen anderen [...] nach unserer Rechtsordnung niemals privatautonom“, sondern „immer Handeln in pflichtgemäßer Bindung“.<sup>156</sup> Mehrheitsentscheidungen entsprechen niemals dem gegenwärtigen Willen der überstimmten Minderheit, weshalb ihre Richtigkeit an anderen Maßstäben als der Privatautonomie der Betroffenen gemessen werden kann und muss. Anders als beim Vertragsmechanismus – jede Partei muss ihrer Bindung an den konkreten Vertrag zustimmen – kommt es bei Mehrheitsbeschlüssen kraft vereinbarter Mehrheitsklauseln zu einem Auseinanderfallen der Inhalte der eigenen selbst- und der späteren fremd-bindenden Entscheidung. Der Inhalt der Mehrheitsentscheidung lässt sich nicht vollumfänglich auf eine diesen Inhalt in sich aufnehmende autonome Entscheidung des Obligationärs zurückführen. Die Bindung an eine Mehrheitsentscheidung bedeutet für den überstimmten oder abwesenden Obligationär in letzter Analyse folglich stets ein gewisses Maß an *Fremdbestimmung* und kommt als solche nicht gänzlich ohne materielle Rechtfertigung aus.

#### *d) Richtigkeitsgewähr durch Interessenausgleich?*

Aus den soeben zum Vertragsmechanismus ausgeführten Gründen ist für Mehrheitsbeschlüsse auch die Idee der Richtigkeitsgewähr durch Interessenausgleich abzulehnen. Die auf Schmidt-Rimpler zurückgehende Vorstellung von der (sich als auch materiell verstehenden<sup>157</sup>) „Richtigkeitsgewähr des Vertragsmechanismus“ hat zum Ausgangspunkt, dass kein Beteiligter ohne seine Zustimmung an einen Vertrag gebunden werden kann, weshalb es jedem stets möglich ist, zumindest

<sup>154</sup> Flume, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts II (4. Aufl. 1992), § 1 6 a), S. 8.

<sup>155</sup> Flume, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts II (4. Aufl. 1992), § 1 7, S. 10; vgl. auch Canaris, FS Lerche 1993, 873 (883 f.) und ders., AcP 200 (2000), 273 (286): „Primat der formalen Vertragsfreiheit gegenüber der materialen Vertragsgerechtigkeit“.

<sup>156</sup> Flume, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts II (4. Aufl. 1992), § 1 6 c), S. 9.

<sup>157</sup> Vgl. Schmidt-Rimpler, AcP 147 (1941), 130 (149): „Richtigkeit der Rf. [Rechtsfolge]; Auer, Materialisierung, Flexibilisierung, Richterfreiheit, S. 37.

„subjektiv unrichtige“ Bindungen abzuwehren.<sup>158</sup> Wo die Gegenseite weiterhin an einem Vertragsschluss interessiert ist, kommt es deshalb zu einem gegenseitigen „Abschleifen“ der Interessen, bis gegebenenfalls ein Kompromiss gefunden ist, mit dem beide Seiten leben können. Der Vertragsmechanismus sorgt so für einen „mechanischen Interessenausgleich“<sup>159</sup> und hierüber, nach Schmidt-Rimplers Vorstellung, für hinreichende „materielle“ Richtigkeit in Form einer „Richtigkeitschance“ auch der Vertragsinhalte.

Auf Mehrheitsbeschlüsse ist die Idee der Richtigkeitsgewähr durch Interessenausgleich nicht übertragbar;<sup>160</sup> dafür sind die Lebenssachverhalte zu unterschiedlich strukturiert. Der Mehrheitsbeschluss ist seiner Natur nach gerade nicht auf die Zustimmung jedes Betroffenen angewiesen, was aber notwendiger Katalysator zur Inangasetzung von Verhandlungen unter den Beteiligten ist.<sup>161</sup> Funktionieren kann der „mechanische Interessenausgleich“ allenfalls für solche Gruppen, die auf ungewisse Dauer angelegt und von hoher Personenkontinuität geprägt sind, sich häufig entschließen und in denen die vertretenen Interessen derart verteilt sind, dass sich beständig neue kompromissgetragene Mehrheiten finden müssen. Jedenfalls auf Gruppen von Anleihegläubigern trifft all dies nicht zu. Mehrheitsentscheidungen sind hier überhaupt nur im seltenen Ausnahmefall zu erwarten, so dass sich kein sich beständig wiederholendes „Superspiel“ im spieltheoretischen Sinne mit wechselseitiger Rücksicht und Kooperation als evolutionär stabile Strategie<sup>162</sup> unter den Obligationären entwickeln kann.

#### *e) Richtigkeitsgewähr durch gleichgerichtete Grundinteressen*

Was das Mehrheitsprinzip, jedenfalls im Recht der Unternehmensanleihen, stattdessen grundsätzlich zu legitimieren vermag, ist eine *Gleichgerichtetheit der Grundinteressen* der abstimmenden und von den Mehrheitsbeschlüssen betroffenen Personen. Grundinteressen sind in diesem Sinne gleichgerichtet, wenn die beschlossenen Maßnahmen zumindest *qualitativ gleichartige Auswirkungen* auf die relevanten Interessen der Beteiligten haben. Das ist im hiesigen Kontext der Fall, wenn und solange ein bestimmter Mehrheitsbeschluss über eine Änderung der

<sup>158</sup> Schmidt-Rimpler, AcP 147 (1941), 130 (151 f.). Vgl. zu diesem Aspekt auch Canaris, FS Lerche 1993, 873 (883 f.), der die Lehre vom Vertragsmechanismus auf diese negative Formulierung beschränken will: Vertragsfreiheit solle nicht richtige Ergebnisse gewährleisten, sondern lediglich, „dass das Ergebnis den Anforderungen der ausgleichenden Gerechtigkeit nicht krass widerspricht“.

<sup>159</sup> Wandrey, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 17.

<sup>160</sup> Dafür aber, jedenfalls bei Abwesenheit stabiler Mehrheitsverhältnisse, Wiedemann, Gesellschaftsrecht I, § 8 I 1, S. 406: „Der Verbindlichkeit des Abstimmungsergebnisses auch für die dissidentierenden Mitglieder beruht auf der Idee der interessenausgleichenden Wirkung der Mehrheitsbildung“; ihm folgend Hoch, in: Hüffer/Koch, AktG (14. Aufl. 2020), § 243 Rn. 23.

<sup>161</sup> Wandrey, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 16 f.

<sup>162</sup> Dazu grundlegend Axelrod, The Evolution of Cooperation, S. 10 f., 20 f.

Anleihebedingungen für jeden betroffenen Obligationär in Saldo gleichermaßen eine vermögenswerte<sup>163</sup> Besser- oder Schlechterstellung bedeutet (*gleichartige* Auswirkung); darauf, ob einzelne Obligationäre nur wenig, andere aber deutlich besser oder schlechter gestellt werden (*quantitative* oder *gleichmäßige* Auswirkung), kommt es hingegen nicht an. Obligationäre von Unternehmensanleihen verfügen typischerweise über gleichgerichtete Grundinteressen (dazu aa), deren Wahrung nicht zuletzt nach den im Schuldverschreibungsgesetz zum Ausdruck kommenden Wertungen zur Gewähr der Richtigkeit von Mehrheitsbeschlüssen ausreicht (dazu bb).

#### aa) Typischerweise gleichgerichtete Grundinteressen der Obligationäre

Für gleichgerichtete Grundinteressen der Obligationäre sorgen vor allem zwei Umstände: Zum einen das Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG, aufgrund dessen Mehrheitsbeschlüsse grundsätzlich gleiche Bedingungen für alle Betroffenen vorsehen müssen. Zum anderen die Struktur typischer Anleihen, die als sog. Rentenscheine ihren Inhabern gleiche Ansprüche auf bestimmte Festbeträge ohne direkte Mitverwaltungsrechte mit Blick auf das Schuldnerunternehmen und damit einheitlich einen eher anlage- denn unternehmerisch orientierten Status verleihen.<sup>164</sup> Formal gleiche Bedingungen und gleiche Festbetragsansprüche ohne Mitverwaltungsrechte sorgen zusammengefasst typischerweise für gleichgerichtete Grundinteressen der Obligationäre: Sie werden von den beschlossenen Maßnahmen alle grundsätzlich selbst und formal gleich in ihren auf Werterhalt bzw. -Optimierung ausgerichteten Anlegerinteressen betroffen und sitzen in der konkreten Beschlussituation deshalb alle „in einem Boot“.

#### bb) Richtigkeitsgewähr bei tatsächlicher Interessengleichrichtung

Solchermaßen gleichgerichtete Grundinteressen vermögen jedenfalls dann für eine hinreichende Richtigkeit von Mehrheitsentscheidungen der Obligationäre zu bürgen, wenn die Geltung des Mehrheitsprinzips auf freiwilliger Grundlage beruht. Ein freiwilliger Beitritt zum Geltungsbereich von Mehrheitsherrschaft impliziert ein gewisses Mindestmaß an Preisgabe eigener zukünftiger Autonomie und Interessenwahrung. Schließlich muss jeder, der sich einer Mehrheitsklausel unterwirft, damit rechnen, gegebenenfalls auch an Entscheidungen gebunden zu werden, die im gegebenen Fall nicht in jeder Hinsicht dem eigenen Willen und den eigenen situativen Interessen entsprechen. Wer deshalb darauf beharrt, nicht von Mehrheitsent-

<sup>163</sup> Dazu näher unter § 4 A.

<sup>164</sup> Einen anderen Schluss veranlasst auch nicht die in § 5 Abs. 3 Nr. 5 Var. 1 SchVG vorgesehene Möglichkeit eines Debt Equity Swaps. Ein im Rahmen eines präventiven Sanierungsversuchs anvisierter Debt Equity Swap mag zwar *im Einzelfall* an einem unternehmerischen Engagement interessierte Personen, insbesondere sog. Debt Fonds oder Private Equity Fonds anlocken. Diese im Einzelfall denkbare und mögliche Konstellation gibt aber nicht der Klasse von Unternehmensanleihen und ihrer Inhaber *per se* ein typischerweise unternehmerisches Gepräge.



scheidungen gebunden zu werden, die sich innerhalb des gedachten Raums zulässiger Fremdbestimmung bewegen, begibt sich in Widerspruch zu seinem eigenen früheren Verhalten (*venire contra factum proprium*).

Wie lässt sich dieser Raum zulässiger Fremdbestimmung nun näher eingrenzen? – An dieser Stelle kommen die gleichgerichteten Grundinteressen ins Spiel. Menschliches Verhalten ist notwendig zweckgebunden und damit auf die Verwirklichung bestimmter Interessen gerichtet.<sup>165</sup> Dabei mag man zwischen zwei Interessenstufen unterscheiden, dem Grundinteresse auf der „strategischen“ Ebene (was soll generell erreicht werden?) und dem situativen Interesse auf der „taktischen“ Ebene (wodurch soll im Einzelfall das Grundinteresse gefördert werden?). Wenn und soweit vorausgesetzt werden kann, dass die Grundinteressen aller an der Mehrheitsentscheidung beteiligten Obligationäre gleichgerichtet sind, und dass jeder Beteiligte zur Förderung seiner eigenen Interessen abstimmt, ist damit grundsätzlich zugleich gewährleistet, dass jeder Beteiligte zumindest subjektiv im Grundinteresse auch aller übrigen Beteiligten handelt und insoweit mit einer (um das Risiko eines Irrtums korrigierten) gewissen Chance objektiv deren wohlverstandene Interessen fördert. Unter diesen Prämissen wird dem einzelnen Obligationär also eine Bindung an Entscheidungen zugemutet, die zwar nicht seinen situativen Interessen entspricht, immerhin jedoch mit seinem Grundinteresse vereinbar sind. Ein „Autonomieverzicht“ dieses Umfangs erscheint als nicht grundsätzlich unangemessen und vom maßgeblichen objektiven Empfängerhorizont aus einer Erklärung über eine freiwillige Unterwerfung unter das Mehrheitsprinzip durchaus entnehmbar.

Gleichgerichtete Grundinteressen bürgen für eine *gleichartige*, nicht aber eine *gleichmäßige* eigene Betroffenheit der Beschlussfassenden.<sup>166</sup> Dass dies jedenfalls nach den dem Schuldverschreibungsgesetz innewohnenden Wertungen für die Legitimität des Mehrheitsprinzips ausreicht, zeigt § 6 Abs. 1 Satz 1 SchVG, wonach jeder Obligationär nach Maßgabe des Nennwerts seiner gehaltenen Schuldverschreibungen an den Abstimmungen teilnimmt: Die relative Stimmkraft des einzelnen Obligationärs bemisst sich nach dem anteiligen *Nutzen*, den der Emittent mit Ausgabe der Schuldverschreibung realisiert hat, und nicht nach den *Kosten*, mit denen ihr Erwerb für den einzelnen Obligationär verbunden war.<sup>167</sup> Das Schuldverschreibungsgesetz bewertet also nicht, *wie stark* der einzelne Obligationär von einer bestimmten Entscheidung betroffen wird, sondern allenfalls – sofern man die Verschränkung von Einfluss und wirtschaftlicher Betroffenheit nicht gänzlich aufgeben will – lediglich, *ob* der Einzelne ein bestimmtes Beschlussergebnis *überhaupt* auf die gleiche Art wie die übrigen Betroffenen spürt.

<sup>165</sup> Vgl. *Canaris*, Die Feststellung von Lücken im Gesetz. S. 118 f.: Der Mensch als „auf Sinn- und Wertverwirklichung“ angelegtes Wesen, das deshalb den „von ihm gestalteten Bereich des Seins auch mit normativen Elementen erfüllt“. Zur Wechselbeziehung zwischen Zweck- Interessenbindung näher unter § 10 A.

<sup>166</sup> Näher zur Differenzierung zwischen *ungleichartiger* und *ungleichmäßiger* Betroffenheit unten § 4 C I, II.

<sup>167</sup> Vgl. *Gamper*, JOBEL 9 (2016), 179 (199 f.).



Gleichgerichtete Grundinteressen vermögen deshalb für eine hinreichende Richtigkeitsgewähr zu sorgen und das Mehrheitsprinzip im Recht der Unternehmensanleihen grundsätzlich zu legitimieren.

## 2. Aufgabe und Geltungsgrund der materiellen Beschlusskontrolle

Die oben als „Kompensation der Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips“ umschriebene Aufgabe der materiellen Beschlusskontrolle, in der zugleich ihr Geltungsgrund liegt, lässt sich vor diesem Hintergrund nun näher präzisieren: Die materielle Beschlusskontrolle dient dazu, die Richtigkeit von Mehrheitsbeschlüssen zu gewährleisten, wo dies nicht schon durch die Gleichgerichtetheit der Grundinteressen der von der Entscheidung betroffenen Obligationäre besorgt wird.<sup>168</sup> Dies ist der Fall, wo sich ein Beschluss auf die relevanten Interessen der beteiligten Obligationäre auf qualitativ unterschiedliche Weise auswirkt, in kurz, bei ungleicher Betroffenheit der beteiligten Obligationäre.

## D. Fazit

Eine materielle, das heißt an materiellen Stimmrechtsschranken anknüpfende Beschlusskontrolle relativiert die Grundentscheidung des Gesetzgebers und der Obligationäre zugunsten des Mehrheitsprinzips und bedarf deshalb einer Rechtfertigung. Diese zu liefern sind weder der Korrelatsgedanke noch ethisch oder rechtspolitisch begründete Minderheitsschutzerwägungen imstande, da sie keinen Maßstab vorgeben, der Aufschluss über die Reichweite der materiellen Beschlusskontrolle geben würde. Richtigerweise kompensiert die materielle Beschlusskontrolle Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips, das sich als Instrument der Fremdbestimmung jedenfalls dort von selbst trägt, wo sich die betroffenen Personen freiwillig der Bindungswirkung unterworfen haben und aufgrund der Gleichgerichtetheit ihrer Grundinteressen Entscheidungen erwarten dürfen, die zumindest ihrem Grundinteresse zu dienen bestimmt sind. Ihren Geltungsgrund findet die materielle Beschlusskontrolle deshalb in der Herstellung von Richtigkeitsgewähr, wo die Gleichgerichtetheit der Grundinteressen der beteiligten Obligationäre als Legitimationsgrundlage des Mehrheitsprinzips versagt, wo die Obligationäre von derselben Entscheidung qualitativ ungleich betroffen werden. In welchen Konstellationen dies der Fall ist, ist Gegenstand des nachfolgenden Abschnitts.

<sup>168</sup> Tendenziell a. A. *Canaris*, AcP 184 (1984), 201 (220), der jedenfalls in Fällen einer „materiellen Enteignung“ keinerlei sich selbst tragende Richtigkeitsgewähr des Mehrheitsprinzips zu erkennen vermag: „Sofern allerdings der Gesetzgeber den originären Bereich der Privatautonomie überschreitet und das Rechtsgeschäft als ein Mittel der *Fremdbestimmung* einsetzt, sollte man in der Tat eine unmittelbare Grundrechtsbindung bejahen und auch die Prinzipien der Eignung, Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit anwenden. Bei Mehrheitsbeschlüssen, die materiell eine Enteignung darstellen, ist deshalb eine volle Inhaltskontrolle geboten.“

## § 4 Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips

Der materiellen Beschlusskontrolle kommt die Aufgabe zu, Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips zu kompensieren, wo die gleiche Betroffenheit aller Obligationäre als Funktionsbedingung der Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsbeschlüssen fehlt. Diese Defizite gilt es im folgenden Abschnitt aufzuzeigen. Um gleiche von ungleicher Betroffenheit unterscheiden zu können, bedarf es eines Vergleichsmaßstabs, der an die jeweils berührten Interessen angelegt werden kann. Dieser Maßstab ist in Übereinstimmung mit dem sozialen Zweck von Unternehmensanleihen finanzieller Natur; relevant sind daher nur Fälle wirtschaftlich ungleicher Betroffenheit (dazu A.). Freilich werden sich die Obligationäre auch bei wirtschaftlich *gleicher* Betroffenheit nicht stets einig sein. Unterschiedliche Einschätzungen darüber, inwiefern das Schuldnerunternehmen sanierungsfähig und -würdig ist, ziehen die Richtigkeitsgewähr der kollektiven Entscheidung aber nicht in Zweifel und sind deshalb beschlussmängelrechtlich nicht weiter zu untersuchen (dazu B.). Ohne beschlussmängelrechtliche Relevanz sind im Ergebnis auch diejenigen Fälle *ungleicher* wirtschaftlicher Betroffenheit, in denen das wirtschaftliche Interesse der einzelnen Obligationäre zwar nicht proportional gleich, aber gleichgerichtet ist, Obligationäre also ein positives, wenn auch vermindertes (oder erhöhtes) wirtschaftliches Interesse an der Anleihe haben. Eine unterproportional starke Reaktion des individuellen Gläubigerportfolios auf Wertveränderungen der Anleihe mag zwar *rechtspolitisch* unerwünschte Effekte haben können, ein pflichtwidriges Stimmverhalten ist dadurch aber nicht zu befürchten (dazu C.I.). Als beschlussmängelrechtlich interessant erweisen sich hingegen die Fälle, in denen Obligationäre ein *wirtschaftlich negatives Interesse* an der Anleihe haben, ihr Portfolio also von einem Wertverlust oder unterbleibendem Wertgewinn der Anleihe profitiert. Je nachdem, ob ihr Portfolio dabei positiv oder negativ mit dem Unternehmenswert des Emittenten korreliert, besteht in solchen Fällen für Obligationäre ein Anreiz, einen Sanierungsversuch entweder auf Kosten der übrigen Obligationäre zu unterstützen (dazu C.II.1.) oder gänzlich zu verhindern (dazu C.II.2.).

### A. Wirtschaftliche Betroffenheit

#### I. Nur Schutz wirtschaftlicher Interessen

Es klang bereits an, dass der Schutzbereich der materiellen Beschlusskontrolle nicht alle privaten Interessen der Beteiligten zu umfassen braucht, um die Legitimität des Mehrheitsprinzips zu bewahren. Keines Schutzes bedürfen insbesondere diejenigen Interessen, die sich nicht mit den Zwecken der zum Einsatz kommenden Rechtsinstitute decken. Auf den gesetzlichen Zweck des Gläubigerorganisationsrechts der §§ 5 ff. SchVG ist an späterer Stelle zurückzukommen. Für den Moment

interessiert vielmehr der Zweck der vom Mehrheitsprinzip erfassten Gegenstände, der von den Obligationären gehaltenen Unternehmensanleihen.

Das Gesetz verhält sich hierzu weitgehend neutral – in Schuldverschreibungen kann jede Art von „Leistung“ versprochen werden, § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB. Maßgeblich ist damit der von den Beteiligten autonom bestimmte, soziale Zweck der Anleihe.<sup>169</sup> Dieser besteht bei Unternehmensanleihen in aller Regel aus Sicht des Emittenten in der Aufnahme, aus Sicht des Inhabers in der Anlage von Geldern; etwas abstrakter gesprochen stehen also übereinstimmend wirtschaftliche Interessen finanzieller Art ganz im Vordergrund.

Teilweise anders mag dies bei sog. Fan-Anleihen professioneller Fußball-Clubs sein. Hier werden jedenfalls auf Seiten eines nicht unwesentlichen Teils der Inhaber immaterielle Interessen zumindest mit im Vordergrund stehen, was sich am regelmäßig erheblichen Anteil nicht eingelöster Zinsscheine und nicht geltend gemachter Hauptforderungen ablesen lässt. Solche *Affektionsinteressen* werden im Rahmen der materiellen Beschlusskontrolle gleichwohl keine rechtliche Relevanz haben können, da sie nicht messbar und quantifizierbar, im Rahmen eines Konflikts mit den materiellen Interessen anderer Beteiligter also nicht operabel und deshalb für den Richter keiner rationalen Abwägung zugänglich sind. Der Schutzbereich der materiellen Beschlusskontrolle ist deshalb legitimerweise auf die wirtschaftlichen Interessen der Beteiligten zu beschränken, auch wenn im Einzelfall immaterielle Interessen mitbeteiligt sein mögen.

## II. Betroffenheit auf der Ebene des individuellen Portfolios

Ohne weiteres ungleich wäre die wirtschaftliche Betroffenheit der Obligationäre, wenn der Beschluss für verschiedene Obligationäre unterschiedliche Bedingungen vorsehen, einzelne Obligationäre also unmittelbar benachteiligen würde. Da das Schuldverschreibungsgesetz ungleiche Bedingungen nur bei ausdrücklicher Zustimmung der davon nachteilig betroffenen Obligationäre erlaubt,<sup>170</sup> sind solche Ungleichbehandlungen im Folgenden nicht weiter interessant. In den Blick zu nehmen ist stattdessen die persönliche Vermögensebene der einzelnen Obligationäre, d.h. deren jeweiliges Gesamtportfolio, in dem neben der Anleihe gegebenenfalls noch weitere Finanzinstrumente liegen. Von *gleicher* Betroffenheit lässt sich dann reden, wenn eine bestimmte Wertveränderung der Anleihe in allen Portfolios der beteiligten Obligationäre eine proportional gleichwertige Wertveränderung zur

<sup>169</sup> Vgl. *Canaris*, Die Feststellung von Lücken im Gesetz. S. 118f.: „Das Recht hat es vorwiegend mit dem Menschen als einem sozialen Wesen und den von ihm geschaffenen sozialen Beziehungen und Institutionen zu tun. Da der Mensch auf Sinn- und Wertverwirklichung angelegt ist, hat er diesen von ihm gestalteten Bereich des Seins auch mit normativen Elementen erfüllt. Was etwa das Wesen der Ehe oder des Arbeitsverhältnisses ist, bestimmt sich daher nicht zuletzt aus den sozialen Anschauungen und Wertungen.“

<sup>170</sup> § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG; näher dazu unten § 6.

Folge hat, sprich, wenn jede Wertveränderung der Anleihe jeden Obligationär entsprechend seiner Beteiligung an der Anleihe gleichermaßen reicher bzw. ärmer macht. *Ungleich* betroffen sind die Obligationäre demgemäß dann, wenn sie weitere Finanzinstrumente im Portfolio haben, die auf eine solche Art und Weise mit der Anleihe korrelieren, dass sie Wertveränderungen der Anleihe auf der Ebene des Portfolios entweder verstärken oder (teilweise, vollständig, oder übermäßig) kompensieren. Bei ungleicher Betroffenheit werden einzelne Obligationäre also durch eine Wertveränderung der Anleihe *noch* reicher bzw. ärmer als die übrigen Obligationäre, oder sie werden reicher, während die übrigen Obligationäre ärmer werden, *vice versa*.

## **B. Interessendivergenzen bei *gleicher* wirtschaftlicher Betroffenheit**

Zunächst sollen kurz die möglichen Interessenskonflikte und ihre Ursachen bei gleicher wirtschaftlicher Betroffenheit skizziert werden. Da es hier nicht an den Funktionsbedingungen der Richtigkeitsgewähr fehlt und dem Gesetz auch keine abweichenden Wertungen zu entnehmen sind, unterliegen die bei gleicher wirtschaftlicher Betroffenheit auftretenden Interessenskonflikte unter den Obligationären dem „freien Spiel der Kräfte“ und können keine Beschlussmängel begründen.

Als Szenario mag man sich einen Anleiheemittenten in der Krise vorstellen, der ein professionelles Sanierungskonzept<sup>171</sup> hat erarbeiten lassen, das verschiedene Sanierungsbeiträge unterschiedlicher Gläubigergruppen vorsieht. Unter den Gläubigern der Anleihe hat niemand relevante anreizverzerrende Sonderinteressen, die Anleiheforderung stellt jeweils das einzige Instrument im Portfolio mit direktem Bezug zum Emittenten dar. Die Obligationäre sind nun dazu aufgerufen, über ihren kollektiven Sanierungsbeitrag zu entscheiden – was jeden beteiligten Obligationär vor zwei Fragen stellt: Erstens, ist das Schuldnerunternehmen sanierungsfähig, und zweitens, ist es auch sanierungswürdig? Die gleiche wirtschaftliche Betroffenheit aller Obligationäre determiniert die Antwort auf diese Fragen keineswegs – fehlende Erkenntnismöglichkeiten und ein Spektrum von Präferenzen können ganz gegensätzliche Entscheidungen über die Sanierungsfähigkeit (dazu I.) und Sanierungswürdigkeit (dazu II.) des Schuldnerunternehmens veranlassen.

### **I. Unterschiedliche Einschätzung der Sanierungsfähigkeit**

Legt man die Anforderungen an Sanierungskonzepte des Instituts für Wirtschaftsprüfer (IDW S 6) zugrunde, ist ein Unternehmen sanierungsfähig, wenn es nach Durchführung geeigneter Maßnahmen nachhaltig fortgeführt werden kann.

---

<sup>171</sup> Dazu näher *Häger/Hiltner*, in: Handbuch Unternehmensrestrukturierung I (2. Aufl. 2018), S. 291.

Das setzt voraus, dass einer Fortführung keine tatsächlichen oder rechtlichen Gründe entgegenstehen, und dass sowohl die Wettbewerbsfähigkeit als auch die Renditefähigkeit wiedererlangt werden kann.<sup>172</sup> In der Sprache der Unternehmensbewertung ist Sanierungsfähigkeit gegeben, wenn der Wert des Unternehmens bei Fortführung (Fortführungswert<sup>173</sup>) den aus der Liquidierung seiner Vermögenswerte erzielbaren Wert (Liquidationswert<sup>174</sup>) übersteigt.<sup>175</sup>

Um beurteilen zu können, inwiefern das Unternehmen seine Wettbewerbs- und Renditefähigkeit wiedererlangen kann und inwieweit sich seine Fortführung gegenüber seiner Liquidierung lohnt, müssen naturgemäß Aussagen sowohl über die gegenwärtigen Verhältnisse als auch über zukünftige Sachverhalte getroffen werden. Das dem Sanierungskonzept zugrunde liegende Sanierungsgutachten beruht deshalb notwendigerweise auf einer vereinfachenden Modellierung des gegenwärtigen Unternehmens und seiner möglichen Zukünfte. Es versteht sich von selbst, dass solche Modelle auf gewissen Typisierungen, was die gegenwärtigen Verhältnisse betrifft, und Annahmen, was die zukünftigen Verhältnisse angeht, beruhen müssen. Jede solche Typisierung und Annahme stellt demgemäß eine Kannbruchstelle in der einheitlichen Überzeugung der Obligationäre über die Sanierungsfähigkeit des Schuldnerunternehmens dar – sei es, weil einzelne Obligationäre über Sonderwissen verfügen (oder meinen zu verfügen),<sup>176</sup> sei es, weil sie schlicht von pessimistischeren Annahmen ausgehen als der Modellarchitekt.<sup>177</sup> Die Obligationäre können sich deshalb gegensätzliche Überzeugungen von der Sanierungsfähigkeit ihres Schuldners bilden – und dementsprechend bei der Abstimmung über die Zustimmung zu dem vorgeschlagenen Sanierungskonzept trotz gleicher wirtschaftlicher Betroffenheit ein gerichtlich nicht angreifbares unterschiedliches Abstimmungsverhalten zeigen.

## II. Unterschiedliche Einschätzung der Sanierungswürdigkeit

Das Konzept der Sanierungswürdigkeit schließt nach IDW S 6 subjektive Wertungselemente aus Sicht einzelner Stakeholder mit ein, also die Frage, ob die Stakeholder aus ihrer individuellen Interessenlage heraus bereit sind, sich an einer

---

<sup>172</sup> *Knecht/Hommel/Wohlenberg*, in: Handbuch Unternehmensrestrukturierung I (2. Aufl. 2018), S. 28; zu den Kriterien eines (restriktiveren) rechtlichen Begriffs der Sanierungsfähigkeit für Zwecke bestimmter (hier nicht relevanter) insolvenzrechtlicher und strafrechtlicher Tatbestände siehe *Balthasar*, in: Flöther (Hrsg.), Konzerninsolvenzrecht (2. Aufl. 2018), § 3 Rnrrn. 14 ff.

<sup>173</sup> Dazu näher unten § 7 C I 2 b.

<sup>174</sup> Dazu näher unten § 7 I 2 a.

<sup>175</sup> *Eidenmüller*, ZIP 2010, 649 (650); *Knecht/Hommel/Wohlenberg*, in: Handbuch Unternehmensrestrukturierung I (2. Aufl. 2018), S. 30.

<sup>176</sup> Vgl. *Westpfahl*, ZRI 2020, 157 (175) („Informationsasymmetrie“).

<sup>177</sup> Vgl. *Westpfahl*, ebd.

Sanierung zu beteiligen.<sup>178</sup> Für die individuelle Entscheidung der Obligationäre sind es vor allem drei Aspekte, die zu divergierenden Einschätzungen darüber führen können, ob es sich individuell lohnt, dem Sanierungskonzept zuzustimmen oder es abzulehnen: Ihre Risikopräferenz, ihr Zeithorizont, und ihre subjektive Verlustschwelle.

### 1. Abweichende Risikopräferenzen

Jeder Sanierungsversuch kann am Ende doch scheitern. Rutscht ein Unternehmen nach der Umsetzung von Sanierungsmaßnahmen (wieder) in die Insolvenz, spricht man von einer sog. Folgeinsolvenz (*double dip*). In der Folgeinsolvenz ist das Unternehmen in der Regel weniger wert als zu Beginn des Sanierungsversuchs, weil während der zwischenzeitlichen Fortführung von der Substanz gezehrt und keine neue Substanz gebildet wurde. Außerdem besteht das Risiko, dass die Folgeinsolvenz als „durchlaufendes Insolvenzereignis“ bewertet wird und deshalb während des Eröffnungsverfahrens kein Insolvenzgeld zur Verfügung steht,<sup>179</sup> was den Unternehmenswert in der Folgeinsolvenz zusätzlich belastet.<sup>180</sup>

Die Gläubiger des Unternehmens stehen deshalb vor folgender Entscheidungssituation: Wählen sie die Sanierungsoption, erhalten sie die Chance auf einen Sanierungsmehrwert und das Risiko eines noch größeren Verlustes. Wählen sie die Insolvenzoption, realisieren sie einen sicheren Verlust, der aber niedriger ausfällt als im Falle einer Folgeinsolvenz. Mit anderen Worten, sie haben die Wahl zwischen einer „high risk, high return“ und einer „low risk, low return“-Option. Je nach seinem individuellen Charakter und finanziellen Umständen mag der eine Obligationär das Risiko einer Folgeinsolvenz in Kauf nehmen, während das für einen anderen Obligationär nicht in Frage kommt. Selbst wenn sich die Obligationäre deshalb in jeder Hinsicht über die Sanierungsfähigkeit des Unternehmens einig sind – abweichende Risikopräferenzen können zu einem gegensätzlichen Abstimmungsverhalten führen.

### 2. Abweichender Zeithorizont

Eher weniger relevant dürften disparate Anlagehorizonte der Obligationäre sein. Wie soeben gesehen, kann, sich an einer Sanierung zu beteiligen, auch heißen, auf einen zeitnäheren sicheren Zufluss zugunsten der Erwartung eines späteren (größeren) Zuflusses zu verzichten. Das legt es nahe, dass für Obligationäre auch der erwartete Zeitpunkt des Zuflusses eine relevante Rolle spielen kann, etwa weil die

---

<sup>178</sup> Knecht/Hommel/Wohlenberg, in: Handbuch Unternehmensrestrukturierung I (2. Aufl. 2018), S. 28.

<sup>179</sup> Ständige Rechtsprechung, siehe BSG, Urteil vom 29.5.2008 – B 11a AL 57/06, ZIP 2008, 1989; Urteil vom 6.12.2012 – B 11 AL 11/11, NZI 2013, 454; Urteil vom 9.6.2017 – B 11 AL 14/16 R, NZI 2017, 862.

<sup>180</sup> Frind, BB 2020, 1346 (1347).

Mittel zu bestimmten Terminen zur Bedienung eigener Verbindlichkeiten benötigt werden und ein Zuwarten auf spätere (höhere) Zuflüsse deshalb nicht opportun erscheint. Da es sich bei Unternehmensanleihen um frei übertragbare und in der Regel börsennotierte Wertpapiere handelt, sollte dieser Umstand allerdings keine größere Rolle spielen, schließlich dürften zumindest kleinere Obligationäre jederzeit desinvestieren können. Andererseits sind die Anleihemärkte regelmäßig deutlich weniger liquide als die Aktienmärkte, weshalb unter Umständen bereits bei überschaubaren Paketgrößen nicht immer ein aufnahmebereiter Markt bestehen mag.

### 3. Abweichende subjektive Verlustschwelle

Von größerer Bedeutung werden demgegenüber die unterschiedlichen subjektiven Verlustschwellen der Obligationäre sein. Die subjektive Verlustschwelle entspricht grob dem Einstandspreis, zu dem der jeweilige Obligationär seine Papiere erworben hat. Die Konditionen eines Sanierungskonzepts implizieren stets einen bestimmten Unternehmens- und Anleihewert. Für Obligationäre, die zu *par* „eingestiegen“ sind, ihre Papiere also in den „besseren“ Zeiten des Emittenten gekauft oder gezeichnet haben, wird die Umsetzung der vorgeschlagenen Verteilung der Sanierungslast subjektiv einen Verlust bedeuten, während ein anderer Obligationär für seine Papiere sogar noch weniger gezahlt haben mag, als es dem vom Sanierungskonzept implizierten Wert entspricht. „Subjektiv“ ist diese Verlustschwelle deshalb, weil die Anleiheforderung vor und nach der Beschlussfassung in jedem Portfolio nach objektivierenden Maßstäben<sup>181</sup> mehr oder weniger denselben Wert besitzt und deshalb jedes Portfolio anteilig derselben Wertveränderung unterliegt.

Eine subjektiv deutlich niedrigere Verlustschwelle kann für das Abstimmungsverhalten relevante Anreize setzen.<sup>182</sup> Der unter *par* eingestiegene Obligationär hat weniger zu verlieren und deshalb tendenziell eine größere Toleranz für „aggressivere“ (tiefer in die Rechte der Obligationäre einschneidende) Sanierungsversuche<sup>183</sup> – ohne aber zugleich incentiviert zu sein, einseitig die Obligationäre belastende Konzepte zu unterstützen: Schließlich bedeutet jeder Euro an verlorenem Anleihewert auch für ihn selbst einen anteiligen Verlust oder entgangenen Gewinn. Theoretisch steigt für solche Obligationäre zugleich auch die Wahrscheinlichkeit, sich apathisch zu verhalten, denn wer weniger zu verlieren hat, hat auch weniger Anreiz, Aufwendungen zu tätigen, um Verluste zu vermei-

<sup>181</sup> Die Forderung hat für jeden Obligationär einen subjektiven Wert, der unter anderem vom individuellen Steuersatz abhängt und deshalb nicht für jeden Obligationär identisch ist, sich aber im gleichen Rahmen bewegen dürfte. Dazu näher unten § 5 A.

<sup>182</sup> Vergleiche auch die ausführlichere Diskussion zur vergleichbaren Lage eines teilweise oder vollständig abgesicherten Obligationärs, unten C I 1.

<sup>183</sup> Vgl. Westpfahl, ZRI 2020, 157 (175); allgemein zu *distressed debt*-Investoren Grünewald, Mehrheitsherrschaft und insolvenrechtliche Voraussetzungen in der Unternehmenssanierung, S. 32 ff.

den. Allerdings ist es wenig wahrscheinlich, dass ein unter *par* eingestiegener Obligationär sich tatsächlich rein passiv verhält, denn wer Anleiheforderungen mit einem hohen Abschlag auf ihren Nennwert kauft wird regelmäßig auf eine Werterhöhung spekulieren und dürfte deshalb auch ohne Weiteres bereit sein, werterhöhende Maßnahmen zu unterstützen.<sup>184</sup>

### III. Zwischenfazit

Obligationäre können die Sanierungsfähigkeit und Sanierungswürdigkeit ihres Schuldners aus verschiedensten Gründen gegensätzlich beurteilen. Einen Anfechtungsgrund sucht man darin aber vergebens. Solange die beschlusstragenden Obligationäre wirtschaftlich gleich betroffen sind, muss jeder Obligationär mit dem Risiko leben, dass seine eigene Einschätzung der Lage nicht der Mehrheitsmeinung entspricht. Beschlussmängelrechtlich interessant wird es erst, wenn die Interessensunterschiede zwischen den Obligationären auf einer ungleichen wirtschaftlichen Betroffenheit beruhen.

## C. Interessendivergenzen bei *ungleicher* wirtschaftlicher Betroffenheit

Von einer ungleichen wirtschaftlichen Betroffenheit ist gemäß obiger Differenzierung auszugehen, wenn eine Wertveränderung der Anleihe sich nicht in einer anteiligen Wertveränderung gleicher Richtung auf Ebene des einzelnen Gläubigerportfolios übersetzt. Für diesen Effekt sorgen eine oder mehrere konkurrierende Instrumente im Portfolio, deren Wert entweder positiv oder negativ mit dem Anleihewert korreliert – die Gesamtheit einer solchen konkurrierenden Position kann man als „Sonderinteresse“ bezeichnen.

### I. Positive Korrelation zwischen Portfolio- und Anleihewert

Verbleibt trotz Sonderinteresse eine positive Korrelation zwischen Portfolio- und Anleihewert, besteht beim betroffenen Obligationär das Grundinteresse an einem Werterhalt bzw. einer Wertsteigerung der Anleiheforderung. Das Sonderinteresse führt aber zu einer gewissen Verzerrung seiner Anreizlage. Inwiefern, ist abhängig von der Korrelationsrichtung zwischen Sonderinteresse und Anleihe – eine negative Korrelation dämpft den Effekt von Wertveränderungen der Anleihe auf das Portfolio (unterproportionaler Wertverlust bzw. -zuwachs); eine positive Korrelation verstärkt ihn hingegen (überproportionaler Wertverlust bzw. -zuwachs).

---

<sup>184</sup> Zu den Strategien solcher „passiven“ Distressed Debt-Investoren siehe *Altman/Hotchkiss*, Corporate Financial Distress and Bankruptcy, S. 191 ff.



## 1. Unterproportionaler Wertverlust des Portfolios

Die erste zu untersuchende Fallgruppe entspricht dem, was verbreitet als teilweise oder vollständig „risikoentleerte Stimmrechtsausübung“<sup>185</sup> (*empty voting*<sup>186</sup>) bezeichnet wird: Der Obligationär hat aus seinen Schuldverschreibungen mehr Stimmkraft, als er wirtschaftliches Risiko aus einem Wertverlust der Anleihe trägt (*vermindertes positives wirtschaftliches Interesse*) – im Extremfall treffen ihn nachteilige Wertveränderungen der Anleihe überhaupt nicht (*fehlendes wirtschaftliches Interesse*).

### a) Ausgangsbedingungen

Entscheidendes Merkmal dieser Fallgruppe ist eine teilweise bis vollständige Absicherung oder Abschirmung des Obligationärs gegenüber Wertverlusten der Anleihe. Der Absicherung dienen typische Hedging-Geschäfte, also *long*-Positionen, deren Wert negativ mit dem Anleihewert korreliert, oder *short*-Positionen mit positiver Korrelationsrichtung. Zu ersterem gehören insbesondere Kreditausfallderivate (Credit Default Swaps), die einen Anspruch auf Zahlung der Differenz aus Nennwert und Verkehrswert der Anleihe vermitteln, wenn es zu einem definierten Ausfallereignis (*default*) kommt. Zum Aufbau einer *short*-Position können beispielsweise Kauf-Optionen auf die Anleihe verkauft werden. Eine gewisse Abschirmung gegenüber Wertverlusten kann ein Obligationär dadurch erreichen, dass er im Wege der Wertpapierleihe zusätzliche stimmberechtigte Schuldverschreibungen erwirbt. Die entliehenen Papiere erhöhen sein relatives Stimmgewicht, ohne dass den Obligationär der Wertverlust der Papiere trafe.

### b) Anreizlage

Die teilweise oder vollständige Absicherung bzw. Abschirmung des Obligationärs gegenüber Wertverlusten der Anleihe führt zu einer Anreizlage, die ganz ähnlich zu derjenigen des unter *par* eingestiegenen Obligationärs ist: Der betreffende Obligationär hat verhältnismäßig weniger zu verlieren als die übrigen Obligationäre und besitzt deshalb eine größere Toleranz gegenüber aggressiven Sanierungsversuchen. Zugleich bleibt es dabei, dass er von höheren Anleihewerten auch persönlich profitiert, und hat deshalb keinen Anreiz, die übrigen Anleihegläubiger gezielt schlechter zu stellen. Je umfangreicher der Obligationär abgesichert ist, desto wahrscheinlicher wird auf der anderen Seite auch ein rein passives Verhalten – dem vollständig „gehedgten“ Obligationär schließlich verbleibt keinerlei Anreiz für eine Teilnahme an der Abstimmung.

<sup>185</sup> So Kumpan/Mittermeier, ZIP 2009, 404 (405).

<sup>186</sup> Zum Phänomen *empty voting* instruktiv Zimmermann, Das Aktiendarlehen, S. 69 ff.; für den Kontext von Anleiherestrukturierungen vgl. Florstedt, GewArch Beil. Nr. 2/2014, 155 (162).

c) *Bewertung*

Der Themenkomplex des *empty crediting* bzw. *empty voting* hat zeitweise einige Aufmerksamkeit auf sich gezogen und wird insgesamt uneinheitlich bewertet. Ganz gleich, ob man das Thema analytisch, formal oder empirisch untersucht – positive und negative Effekte halten sich am Ende wohl die Waage. So finden zwar manche Untersuchungen einen Zusammenhang zwischen der Verfügbarkeit von Credit Default Swaps und einer geringeren Wahrscheinlichkeit erfolgreicher Sanierungen, was auf den bereits angedeuteten negativen Effekt einer geförderten rationalen Apathie hinweist<sup>187</sup> – andere wiederum kommen zu dem Ergebnis, dass die Gegenwart versicherter Gläubiger bei Unternehmen mit überlegen starken Anteileignern zu besseren Ergebnissen für die Gläubiger führen kann, da das Versichertsein faktisch die Verhandlungsmacht der Gläubiger stärkt.<sup>188</sup>

Eine solche Meta-Bewertung des Phänomens des *empty crediting* hat aber ohnehin primär rechtspolitische Implikationen. Für das Beschlussmängelrecht bei Unternehmensanleihen ist die Fallgruppe im Ergebnis unergiebig. Soweit ihr Versichertsein einzelne Obligationäre zum Fernbleiben von der Abstimmung animiert, versteht sich die fehlende beschlussmängelrechtliche Relevanz von selbst – Fernbleiben aus mangelndem Interesse ist kein Verhalten, an dem eine Beschlusskontrolle anknüpfen könnte. Soweit sich einzelne teilversicherte Obligationäre wegen ihrer verzerrten Risikopräferenzen auf aggressivere Sanierungskonzepte einlassen, als sie es ohne Versicherung getan hätten, besteht in der Sache kein Unterschied zu der bereits als beschlussmängelrechtlich für irrelevant befundenen Fallgruppe eines verminderten Vorerwerbspreises. Hier wie dort wirken die Funktionsbedingungen der Richtigkeitsgewähr, wenn auch geschwächt, weiter fort – die Obligationäre bleiben auf eine Art und Weise selbst betroffen, die ihr Grundinteresse mit dem der übrigen Obligationäre gleichgerichtet bleiben lässt.

## 2. Überproportionaler Wertverlust des Portfolios

Die zweite Fallgruppe hat, soweit ersichtlich, in der Literatur bislang keine Beachtung gefunden. Es geht darin um Konstellationen, in denen ein Obligationär einem größeren wirtschaftlichen Risiko gegenüber Wertveränderungen der Anleihe ausgesetzt ist, als er an Stimmkraft aus entsprechenden Schuldverschreibungen

<sup>187</sup> In diese Richtung *Danis*, IE Discussion Paper MT-DP 2013/34 (auf Grundlage eines formalen Modells und einer empirischen Untersuchung); *Lubben*, ABLJ 81 (2007), 405 (420 ff.) (auf Grundlage einer analytischen Betrachtung); *Narayanan/Uzmanoglu*, SSRN 2024374, S. 4 f. (auf Grundlage einer empirischen Untersuchung); keinen solchen Effekt finden hingegen *Bedendo/Cathcart/El-Jahel*, JoMCB, SSRN 1666101.

<sup>188</sup> In diese Richtung *Bolton/Oehmke*, NBER WP No. 15999, S. 2 (auf Grundlage eines formalen Modells); *Colonnello/Efing/Zucchi*, SFI Research Paper Series 16–17, S. 29 (auf Grundlage einer empirischen Untersuchung); *Gamper*, JoBEL 9 (2016), 179 (191) (auf Grundlage einer analytischen Betrachtung).

besitzt. Ein Wertverlust der Anleihe bedeutet dementsprechend einen überproportional größeren Wertverlust des Portfolios.

#### *a) Ausgangsbedingungen*

Um in eine solche Lage zu geraten, muss der Obligationär Positionen eingegangen sein, deren Wert positiv mit dem Anleihewert korreliert. Man kann hier schlicht die Positionen des abgesicherten Obligationärs spiegeln: In der beschriebenen Lage befindet sich insbesondere ein Obligationär, der entweder zugleich Stillhalter von Kreditausfallderivaten auf die Anleiheforderung ist oder eigene Schuldverschreibungen verlihen hat.

#### *b) Anreizlage*

Da ein solcher Obligationär überproportional von Wertverlusten der Anleihe getroffen wird, ist er extrem verlustavers und hat den Anreiz, sich für den bestmöglichen Deal zugunsten der Anleihegläubiger einzusetzen. Eine Gefahr rationaler Apathie besteht vor diesem Hintergrund wohl nicht.

#### *c) Bewertung*

Auf das wohlverstandene Interesse der übrigen Obligationäre dürfte sich das Vorhandensein eines solchermaßen incentivierten Obligationärs nur positiv auswirken. Für die Beschlusskontrolle ergeben sich keine Implikationen.

## **II. Negative Korrelation zwischen Portfolio- und Anleihewert**

Für die Beschlusskontrolle relevanter sind die Fallgruppen, die von einer negativen Korrelation zwischen Portfolio- und Anleihewert bestimmt sind. Hier besteht kein Grundinteresse mehr an einem Werterhalt bzw. einer Wertsteigerung der Anleiheforderung. Es handelt sich um Fälle, in denen Obligationäre mehr Stimmkraft besitzen als sie wirtschaftliches Risiko tragen – im Unterschied zu den teilweise oder vollständig abgesicherten Obligationären sind Obligationäre dieser Fallgruppe *übersichert* und haben dementsprechend ein *negatives wirtschaftliches Interesse* an der Anleiheforderung (*net short position*). Die beiden solchen Fallgruppen lassen sich wiederum nach der Korrelationsrichtung unterscheiden, nämlich der Korrelationsrichtung zwischen dem Wert des Portfolios und dem Wert des Schuldnerunternehmens.

## 1. Positive Korrelation zwischen Portfolio- und Unternehmenswert

Die erste Fallgruppe zeichnet sich durch eine positive Korrelation aus, das Portfolio gewinnt also an Wert, wenn der Unternehmenswert steigt, und verliert an Wert, wenn der Wert des Unternehmens sinkt.

### a) Ausgangsbedingungen

In einer solchen Lage befindet sich ein Obligationär, in dessen Portfolio sich mit der Anleihe konkurrierende Instrumente befinden, die positiv mit dem Unternehmenswert korrelieren und deren Zuwächse etwaige Wertverluste der Anleiheforderung überkompensieren können. Hierzu eignen sich prinzipiell alle Instrumente, die eine starke positive Korrelation mit dem Unternehmenswert aufweisen und im Rang nicht vor der Anleihe stehen. Geeignet sind also insbesondere gleich- und nachrangige Forderungen gegen den Anleiheschuldner oder eine seiner Obergesellschaften, außerdem Anteile am Schuldner bzw. diese vertretende Derivate oder Kauf-Optionen auf solche Anteile oder Derivate, etc. Bei Anteilen am Schuldner ist allerdings die Besonderheit zu beachten, dass die Forderungen aus der Anleihe ebenso wie etwaige weitere Forderungen gegen den Emittenten bei einer Beteiligung von über 10 % gegebenenfalls in den Nachrang rutschen (§ 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO).<sup>189</sup> Für den Obligationär, der zugleich wesentlich am Eigenkapital des Schuldners beteiligt ist, eignen sich für eine Überkompensierung der Wertverluste aus der Anleihe-Position daher im Regelfall nur Anteile und diese vertretende Derivate.

Es lässt sich auch eine Heuristik aufstellen, in welchem Verhältnis Anleiheposition und Sonderinteresse zueinander stehen müssen, um eine Überkompensation erreichen zu können. Der Zuwachs des Sonderinteresses muss im Ergebnis größer sein als der Verlust aus der Anleihe. Der Zuwachs entspricht dem Anteil des konfligierten Obligationärs am umverteilten Vermögen; der Verlust entspricht seinem Anteil an der Anleihe multipliziert mit dem „Verkürzungsfaktor“. Umverteilt wird der Wert der Anleihe bei „unverfälschter“ Verteilung der Sanierungslast multipliziert mit dem Verkürzungsfaktor. Damit im Ergebnis der Zuwachs, also der nominale Anteil des konfligierten Obligationärs an der Umverteilung größer ist als sein nominaler Verlust aus der Anleihe, muss deshalb sein *relativer Anteil an der Umverteilung größer sein als sein relativer Anteil an der Anleihe* – sonst wandert, bildlich gesprochen, in seine rechte Tasche weniger hinein, als er aus seiner linken Tasche entnimmt. Profitieren unterstelltermaßen die mit der Anleihe gleichrangigen Verbindlichkeiten des Schuldners allein und proportional von der Umverteilung, und hält der konfligierte Obligationär 20 % der Anleihe, muss er mehr als 20 % aller übrigen gleichrangigen Verbindlichkeiten des

<sup>189</sup> Zur Frage, inwiefern der Nachrang auch bei einer Veräußerung der Schuldverschreibungen erhalten bleibt *d’Avoine*, NZI 2013, 321 (321 ff.); *Thole*, ZIP 2014, 293 (300 ff.); *Wilhelm*, ZHR 180 (2016), 776 (780 ff.).

Schuldners halten, um von der Verkürzung zu profitieren. Über Hebeleffekte lässt sich dieser Anteil entsprechend senken.

### b) Anreizlage

#### aa) In der Unternehmenskrise

Weil sein Sonderinteresse positiv mit dem Unternehmenswert korreliert, hat der solchmaßen überscherte Obligationär den Anreiz, dem Sanierungsversuch mit seiner Stimmkraft zum Erfolg zu verhelfen – und weil sein Sonderinteresse zugleich etwaige Wertverluste aus der Anleihe-Position überkompensiert, besteht das Interesse, die Sanierung einseitig auf Kosten der Anleihegläubiger zu betreiben.

Verhält sich der Obligationär kongruent zu seinen Anreizen, wird er deshalb einem Sanierungsbeschluss zustimmen, welcher der Gruppe der Anleihegläubiger einen überproportional großen Anteil der Sanierungslast auferlegt. Am anschaulichsten ist dabei ein Beschluss über einen (teilweisen) Verzicht auf die Hauptforderung gemäß § 5 Abs. 3 Nr. 3 SchVG. *Unmittelbar* profitiert von solch einem „wertvernichtenden“ Beschluss zwar nur der Schuldner, *mittelbar* aber alle übrigen solchen Interessenträger, auf die sich die finanzielle Sanierungslast verteilt. Denn bilanziell betrachtet setzt der Beschluss bestehendes Aktivvermögen wie auch erwartetes Aktivvermögen (Sanierungsmehrwert) „frei“, das nunmehr prinzipiell zur Verteilung auf alle Inhaber gleich- oder nachrangiger Titel zur Verfügung stünde. Dadurch gewinnen diese Titel an Wert – und dementsprechend auch das Portfolio eines Obligationärs, wenn und soweit seine solchen Hinzugewinne die Wertminderung seiner Anleiheforderung überkompensieren. Es kommt also wirtschaftlich zu einer *Vermögensverschiebung* zu Gunsten des konfligierten und zu Lasten der übrigen Obligationäre.

#### bb) Ohne Unternehmenskrise

Bedeutung hat diese Fallgruppe auch jenseits präventiver Sanierungsversuche. Eine akute Knappheit der Mittel bzw. des Vermögens des Schuldnerunternehmens wirkt zwar als Katalysator, ist aber keineswegs *conditio sine qua non* einer Umverteilung zu Lasten der Anleihegläubiger. Ohne akute Knappheit werden allerdings keine erhofften Sanierungsmehrwerte umverteilt, sondern *Investitionsrisiken verschoben*.<sup>190</sup> Mittel zum Zweck ist dabei ein „Aufschnüren“ des in den Anleihebedingungen enthaltenen Covenant-Pakets. In dem Umfang, in dem die Covenants eine andere Interessenträger begünstigende Unternehmenspolitik und damit einen Risikotransfer zu Lasten der Anleihegläubiger verhindern (Begrenzung von Ausschüttungen an Anteilseigner, Begrenzung neuer Schulden, Begrenzung der Besicherung

<sup>190</sup> Zu den von Covenants adressierten grundlegenden Interessenskonflikten *Baums*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, Kap. 21, Rnrm. 33 ff., S. 980 ff.; *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 172 ff., 208 ff.

neuer Schulden etc.<sup>191</sup>), besteht für die betreffenden Interessenträger der geldwerte Anreiz, sich solcher Covenants zu entledigen. Es ist deshalb auch außerhalb einer Unternehmenskrise möglich und vorstellbar, Vermögen in Form von Risiken zu Lasten der Anleihegläubiger umzuverteilen.

### c) Veranschaulichung

Weil diese Fallgruppe für das Kapitel über die einzelnen Schranken der Stimmrechtsmacht von besonderer Bedeutung ist, soll der Fall einer krisenbedingten Umverteilung anhand zweier kurzer Beispiele verdeutlicht werden:

#### aa) Asymmetrischer Verzicht

Dazu stelle man sich ein Unternehmen vor, das eine präventive Restrukturierung versucht und über ausstehende Finanzverbindlichkeiten in Form eines besicherten Konsortialkredits, einer Anleihe im Gesamtnennbetrag von 50 Mio. Euro sowie Schuldscheindarlehen im Gesamtnennbetrag von 200 Mio. Euro verfügt. Auf Grundlage eines Sanierungskonzepts einigt sich der Schuldner mit dem Konsortialführer, dem Arrangeur des Schuldscheins<sup>192</sup> und dem gemeinsamen Vertreter der Anleihegläubiger darauf, den Gläubigern den Vorschlag zu unterbreiten, dass erstens die Banken Zinsen stunden sollen, und zweitens die Gläubiger der Schuldscheine und der Anleihe jeweils gegen einen Besserungsschein auf 40 % ihrer Nominalforderung verzichten sollen, was einem Sanierungsbeitrag der Anleihegläubiger i. H. v.  $(0,4 \times 50 \text{ Mio.}) = 20 \text{ Mio. Euro}$  und der Schuldscheingläubiger i. H. v.  $(0,4 \times 200 \text{ Mio.}) = 80 \text{ Mio. Euro}$ , insgesamt also 100 Mio. Euro entspricht. Im Fall einer Insolvenz müssen die ungesicherten Gläubiger laut vorläufiger Einschätzung im Sanierungsgutachten jeweils mit einem Verlust i. H. v. 60 % des Nennwerts rechnen.

Ein Fonds hält sämtliche Schuldscheine und erwirbt nach Bekanntwerden des Sanierungskonzepts Schuldverschreibungen über 40 % des Gesamtnennbetrags. Auf der Gläubigerversammlung der Obligationäre, die mit knapp über 50 % Präsenz beschlussfähig ist, stimmt der Fonds für seinen Gegenantrag, der statt der schuldnenseits vorgeschlagenen 40 % einen Verzicht auf 80 % des Nominalbetrags vorsieht. Daneben verzichtet er auf 30 % des Nominalbetrags aus den Schuldscheinen. Die erforderliche Gesamtentlastung i. H. v. 100 Mio. Euro für den Schuldner ist trotz des verminderten Sanierungsbeitrags der Schuldscheingläubiger i. H. v.  $(0,3 \times 200 \text{ Mio.}) = 60 \text{ Mio. Euro}$  dank des höheren Beitrags der

---

<sup>191</sup> Eine empirisch erhobene Übersicht über im Investment Grade-Segment übliche *Covenants* findet sich bei *Hornuff/Reps/Schäferling*, ZBB 2013, 202 (202 ff.); für das High Yield-Segment siehe *Balz*, ZBB 2009, 401 (404 ff.) und *Plepelits*, CFL 2010, 119 (119 ff.).

<sup>192</sup> Zur Rolle des Arrangeurs und den Herausforderungen einer Restrukturierung von Schuldscheindarlehen *Warneke/Becker*, ZIP 2018, 1332 (1333 ff.).

Anleihegläubiger i. H. v. (0,8 x 50 Mio. =) 40 Mio. Euro erreicht, der Emittent vollzieht den Beschluss und wendet seine Insolvenz ab.

Zu diesem Beispiel lassen sich mehrere Varianten bilden, die allesamt wichtige Fragen aufwerfen. Im Ausgangsfall hat der Fonds sein Sonderinteresse erst nach Bekanntwerden des Sanierungskonzepts erworben, und den übrigen Obligationären verbleibt weniger als die voraussichtliche Insolvenzquote. Doch was, wenn er schon anfänglich in beiden Instrumenten investiert war, und/oder den Obligationären mehr bleibt als die Insolvenzquote? Kommt es vielleicht auch auf eine andere Wertschwelle als die voraussichtliche Insolvenzquote an?

Das Beispiel eines teilweisen Forderungsverzichts (Haircut) mag besonders anschaulich sein, entspricht aber in den seltensten Fällen der Sanierungsrealität. Dieselben Fragen werden gleichwohl auch bei anderen Sanierungskonzepten relevant. Das sei noch kurz am Beispiel einer Konstellation gezeigt, die wirtschaftlich in wesentlichen Teilen einem Umtausch der Forderungen in Anteile am Schuldner (Debt Equity Swap) entspricht, ohne aber an dessen gesellschaftsrechtliche Anforderungen gebunden zu sein.<sup>193</sup>

#### bb) Asymmetrischer synthetischer Debt Equity Swap

Dazu stelle man sich vor, dass die Anteilseigner des oben vorgestellten Unternehmens eine Zwischenholding gründen und 50 % der Anteile am Schuldnerunternehmen in diese einbringen. Das den Gläubigern vorgeschlagene Sanierungskonzept sieht vor, dass der bisherige Schuldner als solcher ausscheidet und durch die Zwischenholding als neuer Schuldner ersetzt wird. Zudem sollen die Bedingungen der Anleihe und Schuldscheine dahingehend geändert werden, dass sich die Ansprüche der Gläubiger auf die jeweils vorhandenen ausschüttungsfähigen freien Mittel der Zwischenholding beschränken. Gespeist werden sollen diese Mittel aus stückweisen Verkäufen der Anteile am ehemaligen Schuldner und etwaigen an die Zwischenholding ausgeschütteten Dividenden. Ausgeschüttet werden sollen diese Mittel im Verhältnis 1:4 auf die Anleihe- bzw. Schuldscheingläubiger, was dem Verhältnis der ausstehenden Gesamtbeträge entspricht. Im Ergebnis würde der Schuldner entlastet, wofür im Gegenzug die Gläubiger an seinen zukünftigen Unternehmenswertsteigerungen und Gewinnen partizipieren – wie bei einem Debt Equity Swap, nur ohne gesellschaftsrechtliche Beteiligung der Gläubiger. Der Fonds stimmt auf der Anleihegläubigerversammlung wiederum für seinen Gegenantrag, der ein Ausschüttungsverhältnis von 1:6 vorsieht, und stimmt dem auch für die Schuldscheine zu – wodurch sich der Sanierungsbeitrag der Anleihegläubiger zugunsten des Schuldscheingläubigers wirtschaftlich um die Hälfte erhöht.

<sup>193</sup> Das Beispiel lehnt sich an den Vorschlag i.S. *Rickmers Holding AG* an, vgl. deren Aufforderung zur Stimmabgabe im Bundesanzeiger vom 21. 4. 2017.

#### d) Bewertung

Es ist nicht bekannt, wie verbreitet solche Strategien tatsächlich zur Anwendung kommen. Dass einzelne Obligationäre Schuldverschreibungen gezielt aufkaufen, um ihnen günstige Beschlüsse herbeizuführen, ist allerdings ein Problem, mit dem sich bereits das Reichsgericht<sup>194</sup> auseinanderzusetzen hatte. Und traut man einzelnen Stimmen in der Literatur, kommen solche Fälle auch heute nicht nur in der Theorie<sup>195</sup>, sondern auch in der Realität<sup>196</sup> vor. Man hat das Problem daher ernst zu nehmen. *Prima facie* ist auch nicht auszuschließen, dass zumindest einzelne Varianten dieser Strategie ein pflichtwidriges Stimmverhalten begründen.<sup>197</sup> Schließlich besteht unter den Obligationären kein gleichgerichtetes Grundinteresse, was die Legitimität solchermaßen beeinflusster Mehrheitsentscheidungen grundlegend in Frage stellt.<sup>198</sup> Auf die Fallgruppe ist daher im zweiten Kapitel als „Verkürzung“ zurückzukommen.

## 2. Negative Korrelation zwischen Portfolio- und Unternehmenswert

Kehrt sich die Korrelationsrichtung zwischen Portfolio- und Unternehmenswert um, gewinnt also das Portfolio an Wert hinzu, wenn der Unternehmenswert sinkt, schlägt auch das Grundinteresse eines davon betroffenen Obligationärs um – auf kooperatives Verhalten können die sanierungswilligen Interessenträger in dieser Fallgruppe nicht bauen.

#### a) Ausgangsbedingungen

Die Fallgruppe betrifft Obligationäre, die ihre Anleiheposition mit Instrumenten übersichert haben, die negativ mit dem Unternehmenswert des Schuldners korrelieren und dadurch einen – vom Scheitern der Sanierungsbemühungen bedingten – Wertverlust der Anleiheforderung überkompensieren. Als taugliche Mittel werden häufig Credit Default Swaps genannt, außerdem denkbar ist ein Leerverkauf von

<sup>194</sup> RG, RGZ 148, 3 (12 ff.); 153, 52 (52 ff.); vgl. dazu auch *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 235 f.; *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 88.

<sup>195</sup> Erwähnung findet die Fallgruppe etwa bei *Florstedt*, ZIP 2014, 1513 (1519); *Schmidtbleicher* ebd.; *Vogel*, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 12.

<sup>196</sup> Siehe *Florstedt*, GewArch Beil. Nr. 2/2014, 155 (161): „Es ist vorgekommen, dass vorrangige Gläubiger Anleihen, die nur noch zu Niedrigkursen gehandelt wurden, aufkauften, um bei niedrigen Präsenzen mit einer Zufallsmehrheit die übrigen Anleihegläubiger mehr oder weniger kompensationslos auszuschließen.“; vgl. auch *ders.*, ZIP 2014, 1513 (1517): „solche Manipulationen kommen vor“.

<sup>197</sup> So fordert *Florstedt*, „solche Vorgehensweisen zügig durch neue institutionelle Grenzen der Majorisierung von Schuldverschreibungsgläubigern (Inhaltskontrolle, Stimmverbote) zu unterbinden“, ZIP 2014, 1513 (1517).

<sup>198</sup> Dazu oben § 3 C III 1 e.



Aktien des Schuldners oder der Kauf von Put-Optionen und ähnlichen Derivaten auf solche, sprich, jede *short*-Position auf den Unternehmenswert des Schuldners.

### *b) Anreizlage*

Lässt sich der Obligationär von seiner Anreizlage leiten, wird er Sanierungsversuche des Schuldners torpedieren. Als Anleihegläubiger kann er hierzu eine Beschlussfassung über einen Sanierungsbeitrag zu verhindern suchen – entweder, indem er der Versammlung bzw. Abstimmung taktisch fernbleibt und dadurch für deren Beschlussunfähigkeit sorgt, oder, indem er in der Abstimmung schlicht gegen Sanierungsbeiträge der Anleihegläubiger stimmt.

### *c) Veranschaulichung*

Zur Veranschaulichung dieser Fallgruppe sei wieder an das obige Beispiel angeknüpft: Nachdem das Sanierungskonzept publik wird, kauft ein Fonds, der Schuldverschreibungen über 15 % des Gesamtnennbetrags hält, Put-Optionsscheine auf die Aktien des Schuldnerunternehmens. Auf der Anleihegläubigerversammlung, auf der knapp über 50 % der ausstehenden Schuldverschreibungen vertreten sind, stimmt der Fonds mit seiner Sperrminorität (15 % von 50 % = 30 % > 25 %) gegen den Beschlussvorschlag des Emittenten, so dass kein Beschluss zustande kommt. Ohne einen Sanierungsbeitrag der Anleihegläubiger sind auch die übrigen Gläubigergruppen nicht zu Zugeständnissen bereit, der Schuldner meldet Insolvenz an. Der Fonds realisiert die Differenz zwischen Wertsteigerung der Optionsscheine und Wertverlust der Schuldverschreibungen als Gewinn.

Auch hier lassen sich wieder Varianten bilden, die interessante Fragen aufwerfen. Ist es relevant, wie der Fonds die nachhaltigen Erfolgsaussichten des Sanierungsversuchs einschätzt? Macht es einen Unterschied, wenn er über die Sperrminorität bereits vor Bekanntwerden des Sanierungsbedarfs verfügt hatte?

### *d) Bewertung*

Man kann diese Strategie als „Spekulation gegen den Börsenwert des Unternehmens“<sup>199</sup> bezeichnen, wobei es sich für den Inhaber einer Sperrminorität freilich eher um einen Arbitrage- denn einen Spekulationsgewinn handelt. Die theoretische Gefahr der Strategie für die Sanierungskultur ist offensichtlich – ob sie auch praktisch von größerer Relevanz ist, darf allerdings bezweifelt werden.<sup>200</sup>

<sup>199</sup> Florstedt, ZIP 2015, 2345 (2351).

<sup>200</sup> Warnend aber Florstedt, GewArch Beil. Nr. 2/2014, 155 (162); ders., ZIP 2015, 2345 (2351).

## aa) Wirtschaftlichkeit der CDS-Strategie

Das verbreitet<sup>201</sup> gebrachte Beispiel einer Übersicherung mittels Credit Default Swaps (CDS) jedenfalls scheidet bei näherer Betrachtung als erfolgsversprechende Strategie aus. Der Käufer eines CDS hat dem Stillhalter vorab eine einmalige und während der Laufzeit eine regelmäßige Prämie zu zahlen, die jeweils das gegenwärtige Ausfallrisiko der versicherten Forderungen widerspiegeln. Einen Arbitragegewinn in der oben dargestellten Form zu erzielen ist vor diesem Hintergrund kaum möglich. Ein anschauliches Zahlenbeispiel findet sich in der *New York Times* zum Fall *General Motors*:<sup>202</sup> Wer sechs Monate vor dem *bankruptcy filing* von General Motors in 2009 CDS auf 10. Mio USD Anleihen erwerben wollte, musste dafür 8 Mio. USD vorab plus 0,5 Mio. USD pro Halbjahr an Prämie zahlen. Der Auszahlungsbetrag unter einem CDS entspricht der Differenz aus Nennwert und Verkehrswert der versicherten Forderung bei *default*. Im Fall von General Motors lag der Verkehrswert bei 12,5 % des Nennwerts, auf den CDS wären also 8,75 Mio. USD ausgezahlt worden – gerade genug, um die Versicherungsprämien und sonstigen Transaktionskosten zu decken, und nicht genug, um den ausbleibenden Sanierungsmehrwert der Anleiheposition zu kompensieren. Wirtschaftlich ist die Strategie nur, wenn die CDS-Position zu einem Zeitpunkt aufgebaut wird, in der das erhöhte Ausfallrisiko noch nicht bekannt ist – was dann entweder auf reinem Glück oder Insiderwissen beruht.

## bb) Insiderhandelsverbot

Mit dem Insiderhandelsverbot des Art. 14 MMVO dürfte im Übrigen auch in Konflikt geraten, wer sich als Inhaber einer Sperrminorität von Anleihen eine *short*-Position auf den Börsenwert des Schuldners mittels Leerverkäufen von Aktien oder anderen Kapitalmarkt-Transaktionen in der Absicht aufbaut, seine Sperrminorität zur Verhinderung eines Sanierungsbeschlusses einzusetzen. Bei dem in der eigenen Hand liegenden Ausbleiben eines Sanierungsbeschlusses handelt es sich schließlich um ein Ereignis, von dem der Obligationär „vernünftigerweise erwarten kann, dass es in Zukunft eintreten wird“ (Art. 7 Abs. 1 MMVO) und damit um eine Insiderinformation, nämlich um eine nicht öffentlich bekannte und präzise, den Schuldner direkt betreffende Information, deren Bekanntwerden geeignet wäre, den Kurs der Anleihe und etwaiger Aktien des Schuldnerunternehmens erheblich zu beeinflussen (Art. 7 Abs. 1 a) MMVO). Das geplante Verhindern einer Beschlussfassung lässt sich auch nicht als vom Insiderhandelsverbot ausgenommene „selbst geschaffene innere Tatsache“ im Sinne

<sup>201</sup> Etwa bei *Florstedt*, ZIP 2015, 2345 (2351); *Grünwald*, Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkungen in der Unternehmenssanierung, S. 35 f.

<sup>202</sup> Zum folgenden *DealB%k*, Is the ‚Empty Creditor‘ Theory Itself Empty?, 21. Dezember 2009, abrufbar unter [dealbook.nytimes.com/2009/12/21/is-the-empty-creditor-theory-just-empty/](http://dealbook.nytimes.com/2009/12/21/is-the-empty-creditor-theory-just-empty/).

der älteren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs<sup>203</sup> oder des Art. 9 Abs. 5 MMVO verstehen, wonach es noch keine (MMVO: Nutzung einer) Insiderinformation darstellt, wenn eine Person ihr eigenes Wissen über ihren Entschluss, Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern, beim Erwerb oder der Veräußerung dieser Finanzinstrumente nutzt. Schließlich hat das Verhindern der Beschlussfassung ohne Zweifel einen „Drittbezug“ i. S. d. BGH-Rechtsprechung und bezieht sich auf keine bloße Handelstätigkeit i. S. d. MMVO.

Sprechen deshalb gute Gründe gegen eine tatsächliche Verbreitung dieser Strategie in der Sanierungspraxis, bleibt es gleichwohl beschlussmängelrechtlich interessant, ob die Umsetzung einer solchen Strategie vielleicht auch ein pflichtwidriges Abstimmungsverhalten begründet. Im zweiten Kapitel kehrt die Strategie deshalb als „Vereitelung“ wieder.

## D. Fazit

Die Untersuchung der Legitimationsdefizite des Mehrheitsprinzips im Schuldverschreibungsrecht hat zu Tage gefördert, dass die Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsbeschlüssen der Anleihegläubiger grundsätzlich die gleiche wirtschaftliche Betroffenheit auf Ebene des Portfolios jedes Obligationärs voraussetzt. Beschlussmängelrechtlich relevant ist eine ungleiche Betroffenheit dabei nur, wenn die mit der Anleiheforderung konkurrierende Position des Portfolios (das Sonderinteresse) negativ mit dem Wert der Anleihe korreliert (*net short position*). Denn (nur) in diesem Fall ist das Grundinteresse nicht mehr mit den Interessen der übrigen, nicht konfligierten Obligationäre gleichgerichtet. Nur auf die *gleichgerichtete* Betroffenheit, nicht aber *gleichproportionale* Betroffenheit kommt es im Ergebnis für die Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsbeschlüssen an. Denn die Fälle ungleichproportionaler Betroffenheit sind wertungsmäßig nicht vom Fall eines verminderten Vorerwerbspreises zu unterscheiden, wo es keine Zweifel an der Legitimität eines darauf beruhenden Mehrheitsbeschlusses gibt.

Ein relevantes Sonderinteresse kann wiederum entweder positiv oder negativ mit dem Unternehmenswert des Schuldnerunternehmens korrelieren. Bei positiver Korrelation besteht die Gefahr übermäßiger Verkürzungen des Forderungswerts der Anleihe (nachfolgend kurz „Verkürzung“), bei negativer Korrelation die (eher nur theoretische) Gefahr einer gezielten Vereitelung von Sanierungsmaßnahmen (nachfolgend kurz „Vereitelung“). Fallgestaltungen, in denen das Sonderinteresse positiv mit dem Anleihewert korreliert, sind demgegenüber beschlussmängelrechtlich irrelevant, da das Grundinteresse mit den Interessen nicht konfligierter Obligationäre gleichgerichtet bleibt. Dazu gehören insbesondere auch die meisten

---

<sup>203</sup> BGH, Urteil vom 6. 11. 2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373 (378) = NJW 2004, 302 (303) („Scalping I“); zur Aussagekraft dieser Rechtsprechung nach Erlass der Marktmissbrauchsverordnung vgl. *Klöhn*, ZIP 2016, Beil. Heft 22, 44 ff.

der unter den Schlagworten *empty crediting* bzw. *empty voting* diskutierten Fälle, nämlich all jene, welche keine Übersicherung des Obligationärs voraussetzen.

## *Zweiter Teil*

# **Materielle Schranken der Stimmrechtsmacht**

Im zweiten Teil, dem Hauptteil der Untersuchung, stehen die (möglichen) einzelnen materiellen Schranken der Stimmrechtsmacht des Obligationärs im Mittelpunkt. Die Darstellung beginnt mit den *geschriebenen* Schranken des Schuldverschreibungsgesetzes, wozu das Belastungsverbot (dazu § 5) und das Gleichbehandlungsgebot (dazu § 6) zählen. Es folgen die *ungeschriebenen* Schranken, deren Darstellung beim allgemeinen Sittengebot (dazu § 7) und dem Rechtsmissbrauchsverbot aus Treu und Glauben (dazu § 8) ihren Anfang nimmt. Den Kanon der bindenden Stimmrechtsschranken vervollständigt nach hier vertretener Ansicht die Rücksichtnahmepflicht im Sinne der allgemeinen Loyalitätspflicht (§ 9), wohingegen eine Treuepflichtbindung im engeren Sinne (dazu ebenfalls § 9) ebenso abzulehnen ist wie eine besondere Zweckbindung (dazu § 10) und ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung (dazu § 11).

## **§ 5 Bindung an das Belastungsverbot (§ 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG)**

Der Vollständigkeit halber sei an dieser Stelle kurz auf das in § 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG normierte hier sog. (dazu A.) Belastungsverbot eingegangen. Das Belastungsverbot betrifft unmittelbar den Stimm- und Beschlussinhalt, indem es als unbewegliche oder „starre“<sup>1</sup> Beschränkung der Stimmrechtsmacht verbietet, den Obligationären durch Mehrheitsbeschluss Leistungsverpflichtungen aufzuerlegen. Da eine solche Begründung von Leistungspflichten schon durch allgemeinere Regelungen verunmöglicht wird (dazu B.), provoziert die Wiederholung des Belastungsverbots im Schuldverschreibungsgesetz Missverständnisse. So verwundert es nicht, dass die Reichweite des Belastungsverbots in Teilen der Literatur zu weitgreifend verstanden wird (dazu C.).

---

<sup>1</sup> *Zöllner*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 97.

## A. Begriff des Belastungsverbots

Das hier sog. Belastungsverbot<sup>2</sup> wird häufig auch als „Nachschussverbot“ bezeichnet,<sup>3</sup> was seinem Regelungskontext aber nicht gerecht wird. Der aus dem Gesellschaftsrecht<sup>4</sup> entnommene Begriff des *Nachschussverbots* impliziert eine anfängliche *Einschusspflicht*, die es im Gesellschaftsrecht mit der Einlagepflicht geben mag, wofür es im Schuldverschreibungsrecht aber kein Pendant gibt. Der i. R. d. Begebung bzw. Übernahme<sup>5</sup> durch den Ersterwerber bzw. die Emissionsbank(en) für die Anleihe gezahlte Betrag ist der Sache nach Kaufpreis<sup>6</sup> und mit der (gesellschaftsrechtlich geschuldeten) Einlage deshalb in keiner Weise vergleichbar. Sachnäher und deshalb nachfolgend verwendet ist der Begriff des *Belastungsverbots*.

## B. Inhalt des Belastungsverbots

### I. Leistungspflichten in den Anleihebedingungen

Wie eingangs bereits erwähnt, statuiert das Belastungsverbot des § 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG, dass durch Mehrheitsbeschluss eine Verpflichtung zur Leistung für die Obligationäre „nicht begründet werden kann“. Damit wiederholt die Vorschrift eigentlich nur, was ohnehin bereits gemäß allgemeinem Schuldverschreibungsrecht gilt. § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB legaldefiniert die Schuldverschreibung auf den Inhaber als „Urkunde, in der [jemand – der „Aussteller“] dem Inhaber der Urkunde eine Leistung verspricht“ und damit als ein Wertpapier, in dem lediglich Leistungspflichten des Ausstellers verbrieft sein können, nicht auch umgekehrt (Gegen-)

<sup>2</sup> Diesen Begriff verwenden *Häsemeyer*, ZHR 160 (1996), 109 (129 f.), *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht (4. Aufl. 2002), § 16 III 3 b cc, S. 473 und *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, § 7 IV 1, S. 393 auch im gesellschaftsrechtlichen Kontext.

<sup>3</sup> So spricht schon die Regierungsbegründung davon, dass die Gläubiger keine „Nachschusspflichten“ übernehmen, BT-Drucks. 16/12814, S. 18 (linke Spalte); explizit von einem „Nachschussverbot“ sprechen u. a. *Borowski*, SchVG, § 20 Rn. 14; *Friedl/Schmidtbleicher*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG (1. Aufl. 2013), § 5 Rn. 27; *Lürken/Ruf*, in: Theiselmann (Hrsg.), Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts (4. Aufl. 2019), Kap. 5 Rn. 127; *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 320; *Röh*, in: BeckOGK SchVG, § 5 Rn. 16; *Seibt/Westpfahl*, ZIP 2013, 2333 (2337); *Thole*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 5 Rn. 29.

<sup>4</sup> Vgl. statt aller *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (4. Aufl. 2018), § 8 Rn. 1.

<sup>5</sup> Von einer „Übernahme“ spricht man, wenn die Schuldverschreibung zunächst von einer Emissionsbank bzw. einem Emissionskonsortium *übernommen* wird, die bzw. das sich im Anschluss um die Platzierung bei Anlegern kümmert, vgl. dazu *Hartwig-Jacob*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG (1. Aufl. 2013), § 2 Rn. 48.

<sup>6</sup> *Lürken/Ruf*, in: Theiselmann (Hrsg.), Praxishandbuch Restrukturierungsrecht (4. Aufl. 2019), Kap. 5 Rn. 8: Übernahmevertrag oder *Note Purchase Agreement* als Kaufvertrag; ebenso bereits *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, S. 137 f.; vgl. ferner *Wilhelm*, ZHR 180 (2016), 776 (781).

Leistungspflichten des Inhabers gegenüber dem Aussteller oder Dritten.<sup>7</sup> Eine dahingehende Ausgestaltung als Aussteller wie Inhaber wechselseitig verpflichtende Schuldverschreibung wäre mit dem *numerus clausus* des Wertpapierrechts nicht vereinbar.<sup>8</sup>

## II. Leistungspflichten außerhalb der Anleihebedingungen

Das Belastungsverbot konstituiert auch nicht das Verbot, eine *außerhalb* der Anleihebedingungen bestehende Leistungsverpflichtung für Anleihegläubiger zu beschließen. Denkbar wäre es z.B., dass ein Ad-hoc-Komitee aus Anleihegläubigern, wie es sich zur Verhandlung des Sanierungskonzepts mit dem Schuldner und anderen Interessenträgern regelmäßig bildet,<sup>9</sup> auf die Idee kommt, seine Beraterkosten auf alle Anleihegläubiger umzulegen (*in praxi* übernimmt diese Kosten regelmäßig der Schuldner<sup>10</sup>), oder dass der Schuldner die Kosten für eine von einem Obligationärsquorum initiierte Versammlung auf die Obligationäre abwälzen möchte.<sup>11</sup> Die Ermächtigung des § 5 Abs. 1 Satz 1 SchVG ermöglicht Mehrheitsbeschlüsse nur über eine Änderung der Anleihebedingungen und betreffend einen gemeinsamen Vertreter; der skizzierte „Kostenumlagebeschluss“ und ähnliche Beschlüsse gehen deshalb als *ultra vires* von vornherein ins Leere und müssen nicht erst durch ein Belastungsverbot unterbunden werden.<sup>12</sup>

<sup>7</sup> So bereits *Becker*, WM 2013, 1736 (1739 f.) und *Mülbert*, ZHR 179 (2015), 395 (397) für die Frage nach der Verbriefbarkeit von Negativzinsen in Schuldverschreibungen.

<sup>8</sup> So auch *Bialluch*, Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, S. 28.

<sup>9</sup> *Lürken/Ruf*, in: Theiselmann (Hrsg.), Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts (4. Aufl. 2019), Kap. 5 Rn. 29.

<sup>10</sup> Dies begründet sich damit, dass von den Verhandlungen alle Gläubiger profitieren und eine Kostenübernahme durch den Schuldner die effizienteste Art ist, die Kosten – mittelbar – auf die Gläubiger umzulegen. Dazu *Lürken/Ruf*, in: Theiselmann (Hrsg.), Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts (4. Aufl. 2019), Kap. 5 Rn. 29 m. w. N.

<sup>11</sup> Das zuletzt genannte Beispiel findet sich andeutungsweise bereits bei *Bliesener/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, § 5 SchVG Rn. 62, und bei *Vogel*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 5 Rn. 21, *Röh*, in: BeckOGK SchVG, § 5 Rn. 16, die daneben noch weitere Beispiele nennen, insbesondere die Kosten eines gemeinsamen Vertreters (vgl. insoweit schon § 7 Abs. 6 SchVG, der die Tragung dieser Kosten dem Schuldner zuweist).

<sup>12</sup> Zurückhaltender, aber im Ergebnis wohl ebenso *Thole*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 5 Rn. 29: „fraglich, ob die kollektive Bindung insoweit überhaupt gerechtfertigt und betroffen ist.“

## C. Reichweite des Belastungsverbots

### I. Verbot auch mittelbarer Folgebelastungen?

Nach herrschender Ansicht adressiert das Belastungsverbot nur *unmittelbar* aus der Beschlussfassung herrührende Leistungspflichten und lässt mittelbare Folgewirkungen, die kausal auf der Umsetzung des Beschlusses beruhen mögen, ihren Rechtsgrund aber nicht im Beschluss selbst finden, außer Betracht.<sup>13</sup> Nach der Gegenauffassung verbietet das Belastungsverbot jeden Beschluss, der, wenn auch nur *mittelbar*, zu einer Leistungspflicht für die betroffenen Obligationäre führen kann.<sup>14</sup> Implikationen ergeben sich aus dieser Auffassung in erster Linie für Beschlüsse in Bezug auf einen Umtausch der Schuldverschreibung in Gesellschaftsanteile gemäß § 5 Abs. 3 Nr. 5 Var. 1 SchVG (Debt Equity Swap): Weil es im Schuldverschreibungsgesetz an einer dem § 254 Abs. 4 InsO entsprechenden Vorschrift fehlt, wonach ein im Insolvenzplanverfahren umgesetzter Debt Equity Swap keine gesellschaftsrechtliche Haftung für eine etwaige Überbewertung der eingebrachten Forderungen („Differenzhaftung“) begründen kann, besteht für kraft SchVG-Beschluss „swappende“ Obligationäre die Gefahr, dass sie auf die Differenz zwischen dem Nennwert ihrer übernommenen Anteile und dem Verkehrswert der eingebrachten Anleiheforderungen in Anspruch genommen werden.<sup>15</sup>

#### 1. Argumente für eine extensive Auslegung

Das stärkste Argument für die Gegenauffassung lässt sich wohl aus dem gerade dargestellten Umstand konstruieren: Weil dem Belastungsverbot ansonsten keinerlei konstitutiver Regelungscharakter zukommen würde, der Gesetzgeber aber doch gewiss keine solch inhaltsleere Regelung schaffen wollte, ist das Belastungsverbot des Schuldverschreibungsgesetzes eben weiter zu verstehen als die Beschränkung des § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB und soll die Obligationäre auch vor nur mittelbaren Folgebelastungen schützen.

---

<sup>13</sup> Vgl. *Bliesener/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, § 5 SchVG Rn. 63; *Lürken/Ruf*, in: Theiselmann (Hrsg.), Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts (4. Aufl. 2019), Kap. 5 Rn. 127; *Röh*, in: BeckOGK SchVG, § 5 Rn. 18; *Thole*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 5 Rn. 30; *Vogel*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 5 Rn. 22.

<sup>14</sup> Davon geht augenscheinlich *Maier-Reimer*, FS Goette, 299 (306) aus, ebenso *Schmidtbleicher*, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 112.

<sup>15</sup> Diese Gefahr besteht nur dann, wenn die Forderungen zu einem Wert unterhalb ihres Nennwerts eingebracht werden, was der ständigen Rechtsprechung und der herrschenden Meinung in der Literatur entspricht. Für die im Vordringen befindliche Gegenauffassung, die sich für eine Einbringung zum Nennwert ausspricht, vgl. *Spliedt*, in: K. Schmidt (Hrsg.), Insolvenzordnung (19. Aufl. 2016), § 225a Rn. 22 ff. m. w. N.



## 2. Argumente für eine restriktive Auslegung

### *a) Genealogie*

Ein Blick in die Historie und Gesetzesmaterialien deutet indes in eine andere Richtung. Das Belastungsverbot findet sich bereits wortgleich in § 1 Abs. 3 SchVG 1899. Anders als die heutige Fassung beschränkte das Schuldverschreibungsgesetz von 1899 die Mehrheitsmacht nicht gegenständlich auf die Änderung der Anleihebedingungen und die Berufung eines gemeinsamen Vertreters, sondern formulierte viel umfassender, dass die Gläubigerversammlung der Obligationäre (alle) Beschlüsse „zur Wahrung ihrer gemeinsamen Interessen“ fassen kann, § 1 Abs. 1 SchVG 1899. Es konnte gegenständlich also jeder Beschluss gefasst werden, solange er nur gemeinsame Belange berührte. Da mit dieser Formulierung auch die Begründung von Rechten und Pflichten außerhalb der Anleihebedingungen möglich gewesen wäre, bedurfte es eines ausdrücklichen Belastungsverbots, um die Obligationäre vor solchen Beschlussinhalten zu schützen.

Im Regelungskontext des Schuldverschreibungsgesetzes von 1899 hatte das Belastungsverbot also durchaus noch einen eigenständigen Zweck, der mit der Reform entfallen ist. Denn das reformierte Gesetz ermächtigt die Gläubigerversammlung nicht mehr generalklauselartig, sondern gegenständlich eng begrenzt zu Mehrheitsbeschlüssen. Die Begründung des Regierungsentwurfs zum neuen Schuldverschreibungsgesetz von 2009 verweist für das Belastungsverbot explizit auf die Vorgängerregelung, ohne sich mit dem veränderten Regelungskontext auseinanderzusetzen.<sup>16</sup> Es liegt daher am nächsten, davon auszugehen, dass der Reformgesetzgeber das Belastungsverbot mehr oder weniger blind aus dem Vorläufergesetz übernommen hat und ihm keine tiefere Bedeutung, erst Recht keinen ausufernden Anwendungsbereich beimessen wollte.

### *b) Wortlaut*

Auch der Wortlaut des Belastungsverbots streitet für die herrschende Ansicht. Dieser spricht von einer Verpflichtung zur Leistung „durch“ Mehrheitsbeschluss, nicht „aufgrund“, und legt damit ein im Stillen mitgelesenes „unmittelbar“ näher als ein stilles „mittelbar“. Zuletzt gebietet auch der Schutz der Obligationäre vor einer ungewollten Haftung nichts Gegenteiliges. Wer die Differenzhaftung fürchtet, kann sich ohne Weiteres selbst schützen und die Beteiligung veräußern; eines Schutzes durch ein weit verstandenes Belastungsverbot – das im Übrigen in unauflösbarem Widerspruch zur vorbehaltlosen Zulassung von Debt Equity Swaps in § 5 Abs. 3

---

<sup>16</sup> Regierungsbegründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 18 (linke Spalte).

Nr. 5 Var. 1 SchVG steht<sup>17</sup> – bedarf der Obligationär nicht. U.a. aufgrund dieser kleinen Unsicherheit behilft sich die Praxis im Interesse der Transaktionssicherheit bei Debt Equity Swaps durch eine mehraktige Gestaltung der Maßnahme: Der mehrheitlich beschlossene Umtausch erfolgt nicht unmittelbar in Gesellschaftsanteile, sondern in Erwerbsrechte auf solche; nur, wer diese aktiv ausübt, wird Gesellschafter und setzt sich dem Risiko der Differenzhaftung aus.<sup>18</sup>

### 3. Zwischenergebnis

Die herrschende Ansicht, wonach das Belastungsverbot nur *unmittelbar* aus dem Beschluss herrührende Leistungspflicht adressiert, überzeugt. Für die Gegenauffassung streitet allein der sonst fehlende eigenständige Regelungsgehalt des spezialgesetzlichen Belastungsverbots – was sich aber mit Blick insbesondere auf die Gesetzeshistorie als nicht ausschlaggebend erweist.

## II. Verkürzung oder Vereitelung

Für die im Grundlagenteil erarbeiteten und als Herausforderung für die materielle Beschlusskontrolle identifizierten Fallgruppen der *Verkürzung* und der *Vereitelung* ergeben sich aus dem Belastungsverbot keine Implikationen. Eine direkte oder auch nur mittelbare Leistungspflicht oder wertungsmäßig vergleichbare Belastung der Obligationäre ist mit einer *Verkürzung* oder *Vereitelung* nicht verbunden.

## D. Fazit

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass es der Normierung des Belastungsverbots im Schuldverschreibungsgesetz an sich nicht bedurft hätte. Einer Begründung von Leistungspflichten für die Obligationäre *in* den Anleihebedingungen steht die Legaldefinition des § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB i. V.m. dem *numerus clausus* des Wertpapierrechts entgegen, wonach in einer Schuldverschreibung nur Leistungspflichten des Ausstellers verbrieft werden können. Für die Begründung von Leistungspflichten *außerhalb* der Anleihebedingungen fehlt es von vornherein an einer Rechtsgrundlage, da § 5 Abs. 1 Satz 1 SchVG eine Rechtsmacht der Gläubigerversammlung der Obligationäre nur für Beschlüsse über Änderungen der Anleihebedingungen und betreffend einen gemeinsamen Vertreter begründet. Im Übrigen verhindert das Be-

<sup>17</sup> Ebenso schon *Lürken/Ruf*, in: Theiselmann (Hrsg.), *Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts* (4. Aufl. 2019), Kap. 5 Rn. 127; *Thole*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), *Schuldverschreibungsrecht*, § 5 Rn. 30; *Vogel*, in: *Berliner Kommentar zum SchVG*, § 5 Rn. 22; *ders.*, ZBB 2010, 211 (215).

<sup>18</sup> So beispielsweise im Fall von SolarWorld, vgl. deren Erwerbsangebot bezüglich Aktien und Schuldverschreibungen, Bundesanzeiger vom 29. Januar 2014.

lastungsverbot lediglich eine direkte Begründung von Leistungspflichten der Obligationäre, jedoch keine mittelbaren Folgebelastungen, steht insbesondere nicht mit einer möglichen gesellschaftsrechtlichen Differenzhaftung nach Durchführung eines Debt Equity Swaps in Widerspruch.

## **§ 6 Bindung an das Gleichbehandlungsgebot (§ 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG)**

Das in § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG normierte Gleichbehandlungsgebot ordnet die Unwirksamkeit von Mehrheitsbeschlüssen an, die nicht gleiche Bedingungen für alle Gläubiger vorsehen, es sei denn, die benachteiligten Gläubiger stimmen ihrer Benachteiligung ausdrücklich zu. Allein an den formalen Beschlussinhalt anknüpfend (dazu A.), stellt sich das Gleichbehandlungsgebot als starre Schranke der Stimmrechtsmacht sowie als beschlussmängelspezifische Ausprägung des allgemeineren Gleichbehandlungsgrundsatzes des § 4 Satz 2 SchVG dar (dazu B.). Da sich eine formale Ungleichbehandlung vergleichsweise leicht feststellen lässt, entfaltet das Gleichbehandlungsgebot in erster Linie präventive Wirkung, hat in der Rechtsprechung aber auch schon erste Spuren hinterlassen (dazu C.). Vergegenwärtigt man sich seinen Geltungsgrund, der im Erhalt der Verkehrsfähigkeit der Schuldverschreibung liegt (dazu D.), wird leicht verständlich, dass das Gleichbehandlungsgebot in seiner Reichweite stark begrenzt ist und in den Händen von Anfechtungsklägern nicht zu einer „Allzweckwaffe“ gegen eine als unfair bewertete Verteilung der Sanierungslast mutieren kann (dazu E.).

### **A. Begriff der (Un-)Gleichbehandlung**

Das schuldverschreibungsrechtliche Gleichbehandlungsgebot unterscheidet sich im Wortlaut deutlich von anderen Vorschriften, welche die Gleichbehandlung bestimmter Personengruppen anordnen, was Rückschlüsse auf das korrekte Verständnis der Norm zulässt. So sind gemäß § 53a AktG Aktionäre lediglich „unter gleichen Voraussetzungen“ gleich zu behandeln, dürfen nach allgemeiner Meinung deshalb ungleich behandelt werden, solange sich dies im Interesse der Gesellschaft sachlich rechtfertigen lässt (sog. „Prinzip der relativen Gleichheit“<sup>19</sup>).<sup>20</sup> Der allgemeine Gleichheitssatz des Art. 3 Abs. 1 GG *verlangt* bekanntlich sogar eine Ungleichbehandlung wesentlich ungleicher Sachverhalte. Wenn das Schuldverschreibungsgesetz demgegenüber *gleiche Bedingungen* vorschreibt, von denen nur bei ausdrücklicher Zustimmung der schlechter Behandelten abgewichen werden kann,

<sup>19</sup> Wandrey, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 133

<sup>20</sup> BGH, Urteil vom 9. 11. 1992 – II ZR 239/91, BGHZ 120, 141 = NJW 1993, 400 (400); K. Schmidt, Gesellschaftsrecht (4. Aufl. 2002), § 28 I 2, S. 799.

lässt sich dieses Gebot nicht anders als ein streng *formales* Gleichbehandlungsgebot verstehen. Der Wortlaut des Beschlusses darf also keinerlei Unterscheidungen nach Merkmalen enthalten, die nicht für alle betroffenen Obligationäre gleichermaßen zutreffen.

## B. Abgrenzung zum Gleichbehandlungsgrundsatz des § 4 Satz 2 SchVG

Nun ist das Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 1 Satz 2 SchVG nicht die einzige Vorschrift des Schuldverschreibungsgesetzes, die eine Gleichbehandlung der Obligationäre normiert. In § 4 Satz 2 SchVG heißt es, der Schuldner müsse die Obligationäre *insoweit* gleich behandeln. Mit dem Wort „insoweit“ umgrenzt die Vorschrift ihren sachlichen Anwendungsbereich, indem sie auf das im voranstehenden Satz legaldefinierte Prinzip der „kollektiven Bindung“ verweist: Der Schuldner hat die Obligationäre gleich zu behandeln, soweit diese kollektiv gebunden sind. Als kollektive Bindung definiert § 4 Satz 1 SchVG den Umstand, dass „Bestimmungen in Anleihebedingungen (...) während der Laufzeit der Anleihe durch Rechtsgeschäft nur durch gleichlautenden Vertrag mit sämtlichen Gläubigern oder [durch Mehrheitsbeschluss gemäß §§ 5 ff. SchVG] geändert werden [können]“. Dahinter steckt die Erwägung, dass bei jeder Änderung der Bestimmungen einzelner Teilschuldverschreibungen diese ihre Austauschbarkeit mit den übrigen Teilschuldverschreibungen der Gesamtemission verliert und die Marktteilnehmer (bei fehlender Kennzeichnung der unterschiedlichen Ausgestaltungsvarianten) nicht mehr ohne aufwendige Nachforschungen darauf vertrauen könnten, mit welchen Papieren sie es zu tun haben. Das Prinzip der kollektiven Bindung soll nach dem Willen des Gesetzgebers also die Austauschbarkeit aller Wertpapiere derselben Gesamtemission erhalten und dadurch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts schützen.<sup>21</sup> Soweit diese Ratio trägt, reicht prinzipiell auch der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 4 Satz 2 SchVG. Er ist deshalb nicht so formal zu verstehen wie das auf gleiche Ausgangsbedingungen fixierte Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG, sondern als auf Gleichstellung (im Ergebnis) gerichtetes Prinzip „materieller“ Gleichbehandlung,<sup>22</sup> soweit die Ratio der kollektiven Bindung dies gebietet.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> Regierungsbegründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 17 (rechte Spalte).

<sup>22</sup> *Röh/Dörfler*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 4 Rn. 3.

<sup>23</sup> Der Bundesgerichtshof versteht das Prinzip der kollektiven Bindung ebenfalls grundsätzlich weit und fasst unter seinen Schutzbereich nicht allein die inhaltliche Austauschbarkeit im engeren Sinne, sondern alles, was „der mit [der kollektiven Bindung] verfolgte Zweck gebietet“, BGH, Urteil vom 8.12.2015 – XI ZR 488/14, BGHZ 208, 171 = NJW 2016, 1175 (1177); ein solches extensives Verständnis ablehnend *Florstedt*, ZIP 2016, 645 (649).

Der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 4 Satz 2 SchVG ist damit deutlich allgemeiner und unspezifischer als das Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG. Letzteres adressiert allein die Bedingungen eines Mehrheitsbeschlusses, ersterer prinzipiell jedes anleihebezogene Verhalten des Schuldners. Anleihebezogen verhält sich der Schuldner auch, wenn er Mehrheitsbeschlüsse der Obligationäre nicht gleichmäßig anwendet. Das macht das Gebot gleicher Bedingungen in § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG aber keineswegs entbehrlich.<sup>24</sup> Mehrheitsbeschlüsse können im Ausnahmefall auch weder direkt noch indirekt die Leistungsbeziehung der Obligationäre zum Schuldner, sondern allein die Beziehung zum gemeinsamen Vertreter betreffen.

Für einschlägig wird der allgemeine schuldverschreibungsrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz beispielsweise hinsichtlich der Umsetzung gerichtlicher, die Anleihe betreffender Urteile durch den Schuldner erachtet: Da dem Schuldverschreibungsgesetz eine dem § 248 Abs. 1 Satz 1 AktG entsprechende Vorschrift fehlt, wonach jedes einen Beschluss der Hauptversammlung rechtskräftig für nichtig erklärende Urteil für und gegen alle Aktionäre (*erga omnes*) wirkt, gilt im Schuldverschreibungsrecht die allgemeine Regel bloßer Wirkung *inter partes*, wirkt eine rechtskräftig entschiedene Anfechtungsklage also grundsätzlich nur für und gegen die beteiligten Anfechtungskläger. Diese zweifellos ineffiziente Lücke soll der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 4 Satz 2 SchVG schließen, der Schuldner also verpflichtet sein, alle Obligationäre derselben Anleihe in Ansehung des von einzelnen dieser Obligationäre erstrittenen Urteils gleich zu behandeln, wodurch solchen Urteilen faktische *erga omnes*-Wirkung zukommt.

## C. Inhalt des Gleichbehandlungsgebots

Nach den Vorstellungen der Verfasser der Regierungsbegründung zum Schuldverschreibungsgesetz soll ein Mehrheitsbeschluss, der gegen das Gleichbehandlungsgebot verstößt, „unwirksam und nichtig“ sein.<sup>25</sup> Das ist begrifflich stimmig, denn als unwirksam werden gemeinhin solche Rechtsgeschäfte bezeichnet, denen zu ihrer Wirksamkeit noch etwas fehlt, die also unvollständig sind und deshalb keine Rechtswirkungen entfalten, die aber noch vervollständigt und damit voll wirksam werden können.<sup>26</sup> Ist das nicht mehr möglich, ist das zuvor unwirksame Rechtsgeschäft endgültig nichtig.<sup>27</sup> Vervollständigt werden kann ein wegen Verstoßes gegen

<sup>24</sup> So aber *Friedl/Schmidtbleicher*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 5 Rn. 30; *Freudenberger*, Das Schuldverschreibungsgesetz und die kollektive Bindung von Anleihebedingungen, S. 169.

<sup>25</sup> Regierungsbegründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 18 (rechte Spalte).

<sup>26</sup> *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts II (4. Aufl. 1992), § 30 2, S. 549.

<sup>27</sup> *Flume*, ebd.

das Gleichbehandlungsgebot zunächst unwirksamer Beschluss, indem die benachteiligten Obligationäre ihn nachträglich ausdrücklich genehmigen (vgl. § 184 Abs. 1 BGB).<sup>28</sup> Die Vollziehung eines unwirksamen Beschlusses lässt die Möglichkeit seiner späteren Genehmigung unberührt, und auch bloßer Zeitablauf führt für sich genommen nicht zur Beendigung des Schwebezustands, weshalb prinzipiell bis zur Grenze der Verwirkung ein Zustand der Rechtsunsicherheit herrscht.<sup>29</sup> Das wird praktisch freilich kaum relevant werden, da schon die Gegenstimme *eines* zurückgesetzten Obligationärs die Nichtigkeit des Beschlusses herbeiführt und der Schuldner bei Zweifeln über die Herkunft der Gegenstimme die Beweislast trägt, wenn er behauptet, sie stamme von einem bevorzugten Obligationär.

Wie eingangs bereits erwähnt, darf man von voraussetzendem Gehorsam der Beschlussantragsteller ausgehen und deshalb geringe Fallzahlen bei den Gerichten erwarten, da eine formale Ungleichbehandlung regelmäßig ins Auge springen dürfte. Ein Fall<sup>30</sup> hat gleichwohl den Bundesgerichtshof erreicht und sei deshalb an dieser Stelle kurz referiert: Die Inhaber von Wandelgenussscheinen hatten mehrheitlich einer Verlängerung der Laufzeit zugestimmt. Allerdings sollten laut Beschluss Obligationäre, die *für* den Beschluss gestimmt hatten, *jederzeit* vom Schuldner den Rückkauf der Genussscheine zum Nennwert verlangen können, wenn sie dabei auf ihr Wandlungsrecht verzichten. Darin sah der Bundesgerichtshof – völlig zu Recht – eine Benachteiligung derjenigen Obligationäre, die ebenfalls keinen Gebrauch von ihrem Wandlungsrecht würden machen wollen und *gegen* den Beschluss stimmten.<sup>31</sup> Faktisch galt die Laufzeitverlängerung nur für diejenigen Obligationäre, die ihr nicht zugestimmt hatten, und damit unter Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot nicht für alle Obligationäre gleichermaßen.

## D. Geltungsgrund des Gleichbehandlungsgebots

Seine innere Rechtfertigung<sup>32</sup> findet das Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG nach den Vorstellungen des Gesetzgebers primär in denselben Erwägungen, die auch hinter dem Prinzip der kollektiven Bindung nach § 4 Satz 1 SchVG und dem allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz des § 4 Satz 2 SchVG stehen: Dem Schutz der Verkehrsfähigkeit der einzelnen Teilschuldverschreibungen.<sup>33</sup> Nur inhaltlich identisch ausgestaltete Wertpapiere sind untereinander aus-

<sup>28</sup> Vogel, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 5 Rn. 25.

<sup>29</sup> Bayreuther, in: Münchener Kommentar zum BGB (9. Aufl. 2021), § 184 Rn. 5.

<sup>30</sup> BGH, Urteil vom 1. 7. 2014 – II ZR 381/13, BGHZ 202, 7 = ZIP 2014, 1876.

<sup>31</sup> BGH, Urteil vom 1. 7. 2014 – II ZR 381/13, BGHZ 202, 7 (Rz. 25) = ZIP 2014, 1876 (1879).

<sup>32</sup> Zum Begriff des Geltungsgrunds siehe oben § 3.

<sup>33</sup> Regierungsbegründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Neuordnung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 18 (rechte Spalte); a. A. allein Vogel, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 5 Rn. 25: „Das Verbot

tauschbar und können deshalb einen gemeinsamen Markt bilden. Mit jeder inhaltlichen Differenzierung entsteht eine neue Klasse von Schuldverschreibungen. Könnte sich der Markt nicht darauf verlassen, dass sich hinter derselben Bezeichnung (WKN bzw. ISIN) jeweils bestimmte inhaltsgleiche Wertpapiere verbergen, würden die Transaktionskosten infolge erforderlicher Nachforschungen erheblich ansteigen, und würde die Effizienz und Funktionalität des Kapitalmarkts beeinträchtigt. Ergänzend lässt sich konstatieren, dass sich auch bei eindeutiger Kennzeichnung der „abgespaltenen“ Tranche Effizienzeinbußen ergeben dürften. Mit jeder solchen Abspaltung einzelner Tranchen verkleinert sich der Markt je Tranche und verringert dadurch zwar nicht die prinzipielle, gleichwohl aber die praktische Umlauffähigkeit der betroffenen Schuldverschreibungen, was der Attraktivität des Handels in den Papieren abträglich wäre. Dem beugt das Gleichbehandlungsgebot vor, indem es eine Fragmentierung der ursprünglich einheitlichen Anleihe jedenfalls insoweit erschwert, als ein verkleinerter Markt nur mit Zustimmung der betroffenen Obligationäre entsteht. Die gesetzlich vorbehaltene Möglichkeit einer Aufspaltung bei ausdrücklicher Zustimmung aller Obligationäre der inhaltlich schlechter gestellten Tranche vor diesem Hintergrund als „verwunderlich“, „kaum sachgerecht“ und die „Notwendigkeit eines gesetzgeberischen Eingriffs“ begründend zu bewerten,<sup>34</sup> schießt weit über das Ziel hinaus. Eine gewisse Markttiefe für einzelne Papiere zu erhalten ist kein im „öffentlichen Interesse“<sup>35</sup> gebotener Selbstzweck, sondern liegt zuvorderst im Interesse der gegenwärtigen Inhaber der betreffenden Papiere, die deshalb selbstverständlich zur Disposition über die Markttiefe befugt sind und befugt bleiben sollten.

Vom Gesetzgeber nicht ausdrücklich zur Rechtfertigung des Gleichbehandlungsgebots herangezogen wurde ein Umstand, der für die erforderliche Reichweite der Beschlusskontrolle von nicht zu unterschätzender Bedeutung ist und oben (§ 3 C III 1 e), § 4 B III) bereits ausführlich behandelt wurde: Das Gleichbehandlungsgebot sorgt für einen „reflexiven Schutz der Minderheit“,<sup>36</sup> bzw. auf funktionalem Wege für eine grundsätzliche Richtigkeitsgewähr der Beschlüsse, indem es die Selbstbetroffenheit der beschlusstragenden Mehrheit vom Beschlussinhalt garantiert.

---

ungleicher Bedingungen besteht nicht im öffentlichen, sondern allein im individuellen Gläubigerinteresse“.

<sup>34</sup> So aber *Schulenburg*, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 281.

<sup>35</sup> Hierauf beruft sich *Schulenburg*, a. a. O., S. 281.

<sup>36</sup> *Vogel*, ZBB 2010, 211 (219); *ders.*, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 11.

## E. Reichweite des Gleichbehandlungsgebots

### I. Keine anleiheübergreifende Gleichbehandlung

Was die Reichweite des Gleichbehandlungsgebots betrifft, entspricht es der gesetzgeberischen Konzeption, dass das Gleichbehandlungsgebot nur gegenüber den Obligationären derselben Anleihe Geltung beansprucht. Ein Anfechtungskläger kann also (jedenfalls) nicht aufgrund von § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG geltend machen, dass den Obligationären einer anderen Anleihe des Schuldners mit vergleichbaren Bedingungen bessere Konditionen angeboten worden wären. Das Schuldverschreibungsgesetz ermöglicht keine „anleiheübergreifende“ oder „aggregierte“ Restrukturierung; über jede Anleihe sind separate Beschlüsse einzuholen, weshalb auch das Gleichbehandlungsgebot „myopischer“ Natur ist und nur die Bedingungen der von dem Beschluss ins Auge gefassten Anleihe erfasst. Das mag man rechtspolitisch unbefriedigend weil ineffizient finden,<sup>37</sup> an der unzweideutigen Rechtslage lässt sich deshalb aber nicht rütteln.

Für ineffizient erachten es einzelne Stimmen andererseits auch, dass die formale Strenge des Gleichbehandlungsgebots keine Verschiedenbehandlung von z.B. Klein- und Großgläubigern oder eine – sachlich wohl durchaus gerechtfertigte – Bevorzugung eines Gläubigers erlaubt, der außerhalb der Anleihebeziehung einen zusätzlichen Sanierungsbeitrag etwa in Form dringend benötigter Barmittel (*fresh money*) leistet, der im Ergebnis allen Gläubigern zugutekommt.<sup>38</sup> So viel Sympathie dieses Anliegen auch in der Sache verdient, so erscheint es dennoch als richtig, an der formalen Strenge des Gleichbehandlungsgebots festzuhalten. Ein Gebot nur verhältnismäßiger Gleichheit, ein „Prinzip relativer Gleichheit“, wie es im Gesellschaftsrecht herrscht,<sup>39</sup> würde, von den Implikationen für die Umlauffähigkeit der Anleihe abgesehen,<sup>40</sup> zum einen das Anfechtungsrisiko drastisch erhöhen und zum anderen den Gerichten Entscheidungen abverlangen (und ihnen entsprechendes Ermessen einräumen), die ihrer Natur nach unternehmerischer Natur sind und für die ihnen das Gesetz keine normative Leitlinie vorgibt. Insbesondere lässt sich keine Bindung an „gemeinsame Interessen“ oder einen (gemeinsamen oder Verbands-) Zweck stichhaltig begründen, worauf an späterer Stelle noch vertieft einzugehen sein wird (dazu unten § 12 A, C).

---

<sup>37</sup> Eine Aggregationsmöglichkeit zu schaffen hält der *Arbeitskreis Reform des Schuldverschreibungsrechts* für einen „besonders dringenden Reformpunkt“, *ders.*, ZIP 2014, 845 (846).

<sup>38</sup> *Vogel*, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 152 (schon zum SchVG 1899).

<sup>39</sup> Vgl. oben A.

<sup>40</sup> Siehe dazu oben D.; auf diesen Aspekt weisen auch *Röh/Dörfler*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 4 Rn. 50 hin.



## II. Gebot zu übergreifender Gleichbehandlung aus anderen Gründen?

Vereinzelte wird vertreten, Anfechtungskläger könnten sich zwar nicht auf Grundlage des Gleichbehandlungsgebots, jedoch aus anderen Gründen auf eine (angemessene) Gleichbehandlung mit anderen (Gruppen von) Interessenträgern ihres Schuldners berufen. Soweit dazu auf ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung von Mehrheitsbeschlüssen gepocht wird, sei auf die Diskussion in § 11 verwiesen. Zu beachten wäre ein (anleihe-)übergreifendes Gleichbehandlungsgebot freilich dann, wenn es in die Anleihebedingungen Einzug gefunden hätte. Ausdrückliche Gleichbehandlungsversprechen sind in der Praxis bislang nicht bekannt.<sup>41</sup> Vor dem Hintergrund neuerer Rechtsentwicklungen im Recht internationaler Staatsanleihen lohnt aber eine kurze Diskussion der Frage, inwieweit sich aus der – auch in Unternehmensanleihen deutschen Rechts absolut üblichen – *Pari-passu*-Klausel eine Pflicht zur Gleichstellung aller gleichrangigen (Finanz-)Gläubiger ableiten lässt.

### 1. *Pari passu* – *equal rank* vs. *ratable payment*

Die *Pari-passu*-Klausel gehört zum Standard-Repertoire gläubigerschützender Covenants in Unternehmensanleihen. Ihr Wortlaut liest sich stets ähnlich:

„Die Schuldverschreibungen begründen unmittelbare, unbedingte, nicht nachrangige und nicht besicherte Verbindlichkeiten der Emittentin und stehen im gleichen Rang untereinander und mindestens im gleichen Rang mit allen anderen gegenwärtigen und zukünftigen nicht besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin, soweit bestimmte zwingende gesetzliche Bestimmungen nichts anderes vorschreiben.“<sup>42</sup>

Die Klausel enthält eine Zusicherung und ein Versprechen:<sup>43</sup> Die Zusicherung, dass *gegenwärtig* keine anderen unbesicherten Verbindlichkeiten bestehen, die im Rang vorgehen, und das Versprechen, dass der Emittent es auch *zukünftig* unterlassen werde, vorrangige unbesicherte Verbindlichkeiten einzugehen. Nach klassischer Lesart soll so gewährleistet werden, dass die unbesicherten Anleihegläubiger in der Insolvenz des Schuldners bei der Verteilung der Liquidationserlöse nicht gegenüber anderen unbesicherten Gläubigern benachteiligt werden („*equal rank*“). Vereinzelt findet sich eine entsprechende Klausel auch in besicherten Anleihen, wo sie eine proratarische Teilhabe an den Erlösen aus der Verwertung des Sicherungsgegenstands sicherstellen soll.

<sup>41</sup> Vgl. stichprobenartig aus jüngster Zeit ACCENTRO Real Estate AG, Anleihebedingungen der EUR 100.000.000 3.75 % Notes due 2021, abrufbar unter [bourse.lu](http://bourse.lu); publicity AG, Anleihebedingungen der publicity-Anleihe 2020/2025, abrufbar unter <http://publicity.org>.

<sup>42</sup> Vgl. etwa Constantin Medien AG, Wertpapierprospekt EUR 65.000.000 7,0 % Schuldverschreibungen fällig am 23. April 2018, S. 12, abrufbar unter [anleihen-finder.de/wp-content/uploads/2013/04/Wertpapierprospekt.pdf](http://anleihen-finder.de/wp-content/uploads/2013/04/Wertpapierprospekt.pdf).

<sup>43</sup> Dazu *Hinsch/Horn*, Das Vertragsrecht der internationalen Konsortialkredite und Projektfinanzierungen, S. 106.

Neben dieser klassischen Lesart existiert auch eine extensive, wonach die *Pari-passu*-Klausel die gleichmäßige Teilhabe an Zahlungen des Schuldners an seine Gläubiger gewährleisten soll („*ratable payment*“).<sup>44</sup> Diese Lesart stammt aus dem Kontext internationaler Staatsanleihen. Auch Staaten können ihre fällig werdenden Schulden nicht immer bedienen. Ein förmliches Insolvenzverfahren, das die Befriedigung der Gläubiger nach Priorität der Rangordnung ihrer Forderungen festschreiben würde, gibt es für Staaten hingegen nicht. Entsprechend muss die *Pari-passu*-Klausel, wo sie gleichwohl Verwendung findet, eine andere, der Rangwahrung vergleichbare Funktion haben, so die Argumentation. Eine *de facto*-Rangordnung stellt sich in der Staateninsolvenz ein, wenn der Staat die vorhandenen Gläubiger ungleichmäßig befriedigt. Überwiegend anerkannt ist die vorrangige Befriedigung internationaler Institutionen wie des Internationalen Währungsfonds (IMF). Umstritten ist die ungleichmäßige Befriedigung von Anleihegläubigern speziell nach einer freiwilligen Umschuldung. So hatte etwa *Argentinien* seinen Anleihegläubigern 2005 und 2010 freiwillige Umtauschangebote gemacht, die von einigen *Holdout*-Gläubigern nicht angenommen wurde. Als *Argentinien* auf die umgetauschten Anleihen zahlen wollte, klagten die *Holdout*-Gläubiger auf Grundlage der *Pari-passu*-Klausel vor dem US District Court for the Southern District of New York auf *ratable payment* – mit Erfolg, was vom US Court of Appeals for the Second Circuit<sup>45</sup> bestätigt wurde.

## 2. Würdigung

Vor diesem Hintergrund könnte ein Anfechtungskläger geneigt sein zu argumentieren, dass die Anleihebedingungen kraft der *Pari-passu*-Klausel nur solche Mehrheitsbeschlüsse zuließen, denen eine gleichmäßige Verteilung der Sanierungslast zwischen allen *pari passu* rangierenden Gläubigern zugrunde liegt, weil die Klausel andernfalls *de facto* funktionslos wäre. Denn man darf nicht vergessen, dass es mittlerweile wohl keine Rechtsordnung mehr gibt, die es zuließe, bestehende Gläubiger ohne ihre Zustimmung durch Begründung neuer vorrangiger Verbindlichkeiten im Rang zurückzusetzen. Der Wortlaut der typischen *Pari-passu*-Klauseln erscheint auch offen genug und lässt es nicht als von vornherein ausgeschlossen erscheinen, dass die versprochene Rangwahrung auch wirtschaftlich mit gleichmäßiger Liquidationserlösverteilung vergleichbare Sachverhalte umfasst, wofür sich eine gleichmäßige Verteilung vorinsolvenzlicher Sanierungslast geradezu anbietet.

Gleichwohl sprechen die besseren Gründe gegen eine solch extensive Auslegung von *Pari-passu*-Klauseln. Der Wortlaut mag eine extensive Auslegung zwar nicht ausschließen, auf konkrete Anknüpfungspunkte oder ein gewachsenes extensives

<sup>44</sup> Zum Ganzen *Buchheit/Pam*, 23 International Financial Law Review (2004), 20 (21 f.); *Buchheit/Martos*, Journal of International Banking and Financial Law (2014), 491 (491 ff.); ausführlich zur Historie der Klausel *Buchheit/Pam*, 23 International Financial Law Review (2004), 47 (47 ff.).

<sup>45</sup> NML Capital, Ltd. V. The Republic of Argentina, 699 F.3d 246 (2012).

Verständnis in den relevanten Verkehrskreisen kann sich die extensive Auslegung aber gleichfalls nicht stützen. Dabei ist daran zu erinnern, dass Maßstab insoweit der *sachkundige Anleger* in Unternehmensanleihen ist (§ 3 SchVG),<sup>46</sup> und dieser wird eine Pari-passu-Klausel „klassischen“ Verständnisses schon schlicht aufgrund ihrer Marktüblichkeit sowie zur Klarstellung – auch nachrangige Anleihen sind schließlich verbreitet – erwarten.

Auch aus der üblichen systematischen Stellung der Pari-passu-Klausel im „Kopfbereich“ der Anleihebedingungen lassen sich Argumente allein für die klassische Lesart ableiten, denn bei unterstellter Richtigkeit der extensiven Lesart würde man erwarten, eine solche Beschränkung der Mehrheitsmacht in dem Abschnitt zu finden, der das Organisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG für anwendbar erklärt.

Letztlich ist es auch nicht richtig, dass der Klausel andernfalls keinerlei (gläubigerschützende) Funktion zukomme. Das beweist aktuell ein Blick in die bis Juli 2021 umzusetzende EU-Restrukturierungsrichtlinie. Diese stellt es in Art. 17 Abs. 4 den Mitgliedstaaten frei, Vorschriften zu erlassen, wonach den Gebern von „Zwischenfinanzierungen“ oder „neuen Finanzierungen“ im Rahmen der Vorbereitung bzw. Umsetzung eines Restrukturierungsplans ein Anspruch auf die Einräumung eines insolvenzrechtlichen Vorrangs gegenüber Altgläubigern zusteht. Lässt sich auch aktuell noch nichts konkreteres darüber sagen, wie sich Pari-passu-Klauseln in Anleihebedingungen zu solchen möglicherweise kommenden Vorschriften verhalten werden, so zeigt der Blick in die Restrukturierungsrichtlinie doch zumindest, dass sich die Rechtslage hinsichtlich der Möglichkeit eines unfreiwilligen Nachrangs während der Laufzeit einer Anleihe jederzeit ändern kann und ein Festschreiben des Gleichrangs deshalb keineswegs so funktionslos ist, wie es auf den ersten Blick erscheint.

## F. Fazit

Das Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG zwingt vorbehaltlich einer ausdrücklichen Zustimmung der Benachteiligten zu formal streng gleichen Bedingungen für alle vom Beschluss betroffenen Obligationäre. Damit schützt es einerseits vor einem Verlust der Fungibilität der Anleihe und wirkt sich positiv auf den Erhalt der erreichten Markttiefe aus, und sorgt andererseits für die Selbstbetroffenheit der beschlusstragenden Mehrheit und damit für die grundsätzliche Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsbeschlüssen der Anleihegläubiger. Anfechtungskläger können unter Berufung auf das Gleichbehandlungsgebot nur eine Schlechterstellung gegenüber anderen Obligationären derselben Anleihe geltend machen. Eine Pflicht zur (angemessenen) Gleichbehandlung mit den Inhabern anderer Anleihen oder Finanzinstrumente kann sich im Einzelfall aus den Anleihe-

---

<sup>46</sup> Dazu umfassend *Schroeter*, ZGR 2015, 769 (773 ff.); *Sester*, AcP 209 (209), 628 (648 ff.).

bedingungen ergeben; aus der Pari-passu-Klausel üblicher Form lässt sich ein solches Gleichstellungsversprechen aber nicht herauslesen.

## § 7 Bindung an die guten Sitten (§ 138 Abs. 1 BGB)

Mit dem Gebot guter Sitten gemäß § 138 Abs. 1 BGB ist die Untersuchung an der ersten *ungeschriebenen* und *beweglichen*, also die Umstände des Einzelfalls mit berücksichtigenden Schranke der Stimmrechtsmacht angelangt. Während das Gebot guter Sitten im Schuldverschreibungsrecht von einer starken Mindermeinung als einzige ungeschriebene Schranke gesehen wird,<sup>47</sup> spielt es im Kapitalgesellschaftsrecht heute keine relevante Rolle mehr.<sup>48</sup> Das war einst anders – weshalb sich ein kurzer Blick auf die Entwicklungsgeschichte des Gute-Sitten-Begriffs in der Rechtsprechung des Reichsgerichts zu Mehrheitsbeschlüssen im Gesellschaftsrecht lohnt (dazu A.II.). Da sich seither das zur Regulierung von Stimmrechtsmacht zur Verfügung stehende Instrumentarium – und mit ihm das Verständnis von guten Sitten – gewandelt hat, bieten die vom Reichsgericht entwickelten Formeln aber letztlich nur wenige Anhaltspunkte dafür, welchen Inhalt das Gebot guter Sitten für Mehrheitsbeschlüsse von Obligationären heute annehmen kann. Als nützlich erweist sich vor allem das Verbot einer groben Schädigung aus Eigensucht (dazu B.IV.), an dem sich die Stimmrechtsausübung in Fällen einer *Vereitelung* oder *Verkürzung* messen lassen muss (dazu C.).

### A. Begriff der guten Sitten

Nach § 138 Abs. 1 BGB ist ein Rechtsgeschäft, das gegen die guten Sitten verstößt, nichtig. Als in hohem Maße unbestimmte Generalklausel ist das an die römischen *boni mores* angelehnte<sup>49</sup> Gebot guter Sitten in der Sache ein Werkzeug, mit dem sich die *lex scripta* durch den Richter zugunsten der *aequitas* korrigieren lässt.<sup>50</sup> Eine Partei kann dank § 138 Abs. 1 BGB im Ergebnis stets etwas *nicht verlangen*, was ihr nach dem Buchstaben des Vertrags oder Gesetzes *eigentlich zustünde*, weil sich die Gegenseite erfolgreich auf die Sittenwidrigkeit der Vereinbarung beruft, oder um-

<sup>47</sup> So namentlich von *Bialluch*, Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, S. 218 f.; *Bliesener/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, SchVG § 20 Rn. 47; *Cağal*, Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 345; *H. Schneider*, ILF WP Series No. 135 (3/2013), S. 7; wohl auch *Veranneman*, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 5 Rn. 14.

<sup>48</sup> *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 241 Rn. 146; *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 121.

<sup>49</sup> *Haferkamp*, in: Historisch-kritischer Kommentar zum BGB, § 138 Rn. 1.

<sup>50</sup> Vgl. *Lindacher*, AcP 173 (1973), 124 (125): „Pendant und Korrigens rechtsgeschäftlicher Privatautonomie“.

gekehrt etwas *verlangen*, was ihr eigentlich *nicht zustehen würde*, weil sie sich erfolgreich auf die Sittenwidrigkeit eines der Gegenseite eingeräumten Vorbehalts oder anderen Gegenrechts berufen kann.<sup>51</sup> Die „guten Sitten“ sind damit ein Ort, an dem sich der Richter für den Einzelfall auf dem Spektrum zwischen Individualismus und Kollektivismus, Rechtssicherheit und Einzelfallgerechtigkeit, Richterfreiheit und Richterbindung (den „unauflösbaren Antinomien des Privatrechts“) zu positionieren hat.<sup>52</sup> Doch an welchen Maßstäben darf und muss sich der Richter bei der argumentativen Entwicklung und Begründung seiner Positionierung<sup>53</sup> orientieren?

## I. Anstandsformel

Nach der vom Reichsgericht nach Vorbild der Motive<sup>54</sup> postulierten<sup>55</sup> und vom Bundesgerichtshof in ständiger Rechtsprechung gebrauchten<sup>56</sup> sog. „Anstandsformel“ hat der Richter den Maßstab für den Begriff der guten Sitten „dem Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden“ zu entnehmen. Vordergründig verweist die Anstandsformel damit vor allem auf außerrechtliche Gebote der Ethik, Moral oder Sittlichkeit.<sup>57</sup> In jedem Fall geht es um grundlegende gesellschaftliche Wertvorstellungen,<sup>58</sup> ohne deren Berücksichtigung das „reine“ Recht seinen Anspruch auf Gerechtigkeit nicht einzulösen vermögen würde. Was die Herkunft derlei Werte transportierender Normen betrifft, wird verbreitet zwischen solchen „sozial-ethischen“ und solchen „rechtsethischen“ Ursprungs unterschieden.<sup>59</sup> Weil sich in einer pluralistisch strukturierten Gesellschaft wenige allgemein anerkannte sozial-ethische Anschauungen finden lassen,<sup>60</sup> gilt die Rezeption sozialetischer Normen

<sup>51</sup> Vgl. Auer, Materialisierung, Flexibilisierung, Richterfreiheit, S. 170.

<sup>52</sup> Auer, Materialisierung, Flexibilisierung, Richterfreiheit, S. 9.

<sup>53</sup> Zur Aufgabe des Richters im Bereich der guten Sitten vgl. Canaris, Die Feststellung von Lücken im Gesetz, S. 26 f.: Das Gesetz „weist (...) dem Richter nur die Richtung, in der die Entscheidung zu suchen ist, überlässt es aber im Übrigen ihm selbst, wie weit er in dieser Richtung gehen will“.

<sup>54</sup> Motive zu dem Entwurfe eines Bürgerlichen Gesetzbuches für das Deutsche Reich, Band II, S. 727: „ein Missbrauch ist es aber, wenn seine Handlungsweise den in den guten Sitten sich ausprägenden Auffassungen und dem Anstandsgefühle aller billig und gerecht Denkenden widerspricht“ (zum heutigen § 826 BGB).

<sup>55</sup> RG, Urteil vom 11. 4. 1901 – VI 443/00, RGZ 48, 114 (124) (zu § 826 BGB); *dass.*, Urteil vom 15. 10. 1912 – VII 231/12, RGZ 80, 219 (221) (zu § 138 BGB).

<sup>56</sup> BGH, Urteil vom 18. 12. 2008 – VII ZR 201/06, BGHZ 179, 213 = NJW 2009, 835 (836) m. w. N.

<sup>57</sup> Diese Funktion hatte der historische Gesetzgeber vor allem vor Augen, dazu Larenz, Juristen-Jahrbuch 1966/67, 98 (104); Wieacker, JZ 1961, 337 (342 f.).

<sup>58</sup> Ellenberger, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2020), § 138 Rn. 1: „Grundprinzipien unserer Rechts- und Sittenordnung“.

<sup>59</sup> Diese Begriffe verwendet u. a. Wendtland, in: BeckOK BGB (58. Ed. 2021), § 138 Rn. 16 f.

<sup>60</sup> Sack, NJW 1985, 761 (767).

heute<sup>61</sup> als nicht mehr in jedem Rechtsbereich zeitgemäß<sup>62</sup> und ist überwiegend einer „innerrechtlichen“ Rezeption solcher Werte gewichen, die dem geltenden Recht, insbesondere der Verfassung, bereits innewohnen. Dadurch finden sowohl „Wertungen und Grundsätze, die einzelnen Vorschriften oder Rechtsgebieten als gesetzliche Leitidee zugrunde liegen“<sup>63</sup> als auch die objektive Wertordnung der Grundrechte Einzug, die im Wege der „mittelbaren Drittwirkung“<sup>64</sup> mittels des Gute-Sitten-Begriffs in das Privatrecht „ausstrahlen“.<sup>65</sup>

Die Konkretisierung dessen, was mit den guten Sitten nicht mehr vereinbar ist, erfolgt in der Spruchpraxis und Kommentarliteratur weniger durch den Versuch einer weiteren begrifflich-dogmatischen Zergliederung der Anstandsformel als vielmehr durch die Bildung kontextspezifischer Fallgruppen. Für Mehrheitsbeschlüsse hat die Entwicklung vor allem das Reichsgericht auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts vorangetrieben – lassen sich daraus wertvolle Erkenntnisse für den Begriff der guten Sitten bei der Kontrolle von Beschlüssen von Obligationären ziehen?

---

<sup>61</sup> Das Bürgerliche Gesetzbuch sah sich eigentlich schon bei seinem Inkrafttreten einer Mehrklassengesellschaft (Bürgertum und Arbeiterstand) mit jeweils distinktivem Klassenbewusstsein gegenüber. Dazu und zur daraus folgenden Kritik an der Fassung des heutigen § 138 Abs. 1 BGB vonseiten der Sozialdemokraten *Arzt*, Die Ansicht aller billig und gerecht Denkenden, S. 6, 8 f.

<sup>62</sup> *Eckert*, AcP 199 (1999), 337 (348 f.) spricht sogar davon, dass die Vorschrift „nicht mehr als Verweisung auf eine außerrechtliche Sollensordnung verstanden“ wird (eigene Hervorhebung).

<sup>63</sup> *Wendtland*, in: BeckOK BGB (58. Ed. 2021), § 138 Rn. 17; ähnlich *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 20; vgl. auch *Simitis*, Gute Sitten und ordre public, S. 172: „Es muss klargestellt werden, dass durch den ordre public Vorstellungen über die Ordnung des gesellschaftlichen Geschehens verwirklicht und die Rechtsinstitute sowie die Prinzipien der Rechtsordnung geschützt und durchgesetzt werden sollen. Es muss auch Aufgabe des ordre public sein, das reibungslose Funktionieren der Rechtsinstitute zu sichern“; noch weiter gehend für einen „ordre public économique“ *Esser*, ZHR 134 (1971), 320 (336 f.): Im Wirtschaftsleben heiße „gute Sitten“ die „Vereinbarkeit mit den Voraussetzungen, von denen her Privatautonomie ihre Aufgabe in unserer Wirtschaftsordnung erfüllen kann. (...) Im Wirtschaftsverkehr (...) ist ein unpolitischer ethischer Konsens nicht mehr verbindlich. Hier geht es um die Kontrolle von legitim-egoistischen Zielverfolgungen durch Abstellen nicht auf die Moralität, sondern auf die Kompatibilität der Techniken mit dem vorausgesetzten Funktionieren der privatautONOMEN rechtlichen Gestaltung“; zustimmend *Damm*, JZ 1986, 913 (921), der das Sittengebot in wirtschaftsrechtlichen Anwendungsbereichen mit einer „Tendenz zu marktbezogener Sittenwidrigkeit“ fortentwickelt sehen möchte; a. A. (Begrenzung auf sozialethische Gebote) *Larenz*, Schuldrechts Allgemeiner Teil (14. Aufl. 1987), § 10 I, S. 128.

<sup>64</sup> Begrifflich und dogmatisch ablehnend, stattdessen auf die Schutzgebotsfunktion der Grundrechte abstellend *Canaris*, JuS 1989, 161 (162 f.).

<sup>65</sup> *Ahrens*, in: Prütting/Wegen/Weinreich, BGB (16. Aufl. 2021), § 138 Rn. 16 f.; *Armb-rüster*, in: Münchener Kommentar zum BGB (9. Aufl. 2021) § 138 Rn. 32; *Eckert*, AcP 199 (1999), 337 (348 f.); *Larenz*, Juristen-Jahrbuch 1966/67, 98 (119).

## II. Entwicklung des Sittengebots als Stimmrechtsschranke

### 1. Entwicklung bis zum AktG 1937

Das Reichsgericht differenzierte früh zwischen solchen Beschlüssen, die ihrem *Inhalt* nach gegen die guten Sitten verstoßen, und solchen, die § 138 Abs. 1 BGB nur in der *Art ihres Zustandekommens* verletzen.<sup>66</sup> Interessante Entwicklungsschritte sind vor allem zur letzteren Art von Beschlüssen zu beobachten: Unter welchen Umständen konnte sich die Minderheit erfolgreich darauf berufen, dass die Mehrheit einen Beschluss durch sittenwidrigen Missbrauch ihrer Mehrheitsmacht zustande gebracht hat?

#### a) Umgehungsformel

Die Frühphase der Entwicklung ist davon geprägt, dass das Reichsgericht sich zwar formal zu den guten Sitten gemäß § 138 Abs. 1 BGB als materielle Schranke der Stimmrechtsmacht bekennt,<sup>67</sup> der Mehrheitsmacht aber durch eine äußerst restriktive Handhabung des Gebots guter Sitten keine effektiven Grenzen auferlegt. In einem Urteil von 1914 bringt das Reichsgericht den Grundtenor der Entscheidungen dieser Phase auf den Punkt: „In der Aktiengesellschaft entscheidet eben die Mehrheit des Aktienbesitzes und die Minderheit muss sich die Beschlüsse der Mehrheit gefallen lassen, wenn sie auf gesetzlichem Boden bleiben“.<sup>68</sup> Verlassen würde der gesetzliche Boden nach damaliger Ansicht des Reichsgerichts im Wesentlichen erst bei einer *gezielten Umgehung gesetzlicher Vorschriften*.<sup>69</sup> In dem Umstand, dass die Minderheit durch eine Mehrheitsentscheidung im gegebenen Fall geschädigt wird, sah das Reichsgericht demgegenüber kein grundsätzliches Problem. Denn, in den Worten der legendär gewordenen „Hibernia“-Entscheidung, „dies ist eine unabwendbare Folge des im Gesetze zur Anerkennung gelangten Grundsatzes, dass die Mehrheit des Aktienbesitzes über die Verwaltung der Gesellschaft und darüber entscheidet, was im Interesse der Gesellschaft und ihrer Aktionäre zu tun und zu

<sup>66</sup> Vgl. die Nachweise oben § 2 Fn. 48.

<sup>67</sup> RG, Urteil vom 8.4.1908 – I 595/07, RGZ 68, 235 (243) („Hibernia“): „Was aber den angeblichen Verstoß gegen die guten Sitten betrifft, so ist bei der allgemeinen Bedeutung, die § 138 BGB für das ganze Rechtsgebiet hat, anzuerkennen, dass auch der Beschluss einer Generalversammlung ein Rechtsgeschäft enthalten kann, das gegen die guten Sitten verstößt und deshalb nichtig ist“.

<sup>68</sup> RG, Urteil vom 11./18.6.1914 – VI 135/14, RGZ 85, 170 (173).

<sup>69</sup> RG, Urteil vom 11./18.6.1914 – VI 135/14, RGZ 85, 170 (173): „Gegen die erwähnte Gesetzesvorschrift und gegen die Anschauungen und Anforderungen des redlichen Geschäftsverkehrs verstießen die Vertreter der Bamag erst dann, wenn entweder die Veräußerung nur zum Scheine vorgenommen wurde, um eine Vertretungsbefugnis für die Aktien durch dritte Personen nach außen herzustellen, während im inneren Verhältnis alles beim alten bleiben sollte, oder wenn wenigstens die Bamag den Willen der Erwerber beeinflusste, diese sich in die Abhängigkeit des Veräußerers begaben und sich verpflichteten, in bestimmter ihnen vorgeschriebener Weise das Stimmrecht der Aktien auszuüben“.



lassen ist. Mit dieser Tatsache muss sich jeder abgefunden haben, der Aktien erwirbt.“<sup>70</sup>

### b) Sondervorteilsformel

Eine sichtbare Materialisierung erlebte der Gute-Sitten-Begriff bei Mehrheitsbeschlüssen dann ab dem Jahr 1923. In vorgegeblicher Kontinuität zu seiner bisherigen Rechtsprechung dezidierte das Reichsgericht, dass mit den oben zitierten Maßstäben „noch keineswegs zugleich ausgesprochen [ist], dass die Mehrheit die Macht schrankenlos ausbeuten und vorsätzlich zum Nachteil der Gesellschaft handeln dürfte“. Vielmehr sei in den bisher ergangenen „Entscheidungen anerkannt, dass eine Ausbeutung der Mehrheitsrechte gegenüber der Minderheit und die *Verfolgung eigensüchtiger Interessen* hierbei *unter bewusster Hintansetzung des Wohles der Gesellschaft* einen Verstoß gegen die guten Sitten enthalten kann“.<sup>71</sup> Zur Begründung beruft sich das Gericht auf eine „moralische Pflicht“ des Gesellschafters, „seine privaten *Sonderinteressen* bei der Abstimmung zum Wohl der Gesellschaft unterzuordnen, als deren Mitglied er stimmt“.<sup>72</sup> Der Sache nach beruft sich das Gericht auf die gesetzliche Leitidee, die dem Stimmrecht des Gesellschafters seiner Ansicht nach zugrunde liegt: „Der Gesellschafter leitet seine Rechte aus dem Gesellschaftsvertrag her; seine Befugnisse sind ihm in seiner Eigenschaft als Gesellschafter verliehen; bei Ausübung dieser Rechte hat er sich grundsätzlich von dem Interesse der Gesellschaft und nicht von seinen privaten außerhalb der Gesellschaft liegenden Sonderinteressen leiten zu lassen“.<sup>73</sup> Damit hatte das Reichsgericht zu seiner „Sondervorteilsformel“ gefunden, die es in

<sup>70</sup> RG, Urteil vom 8. 4. 1908 – I 595/07, RGZ 68, 235 (245 f.) („Hibernia“).

<sup>71</sup> RG, Urteil vom 20. 10. 1923 – V 830/22, RGZ 107, 202 (204) (eigene Hervorhebung). Zuvor hatte es die Beachtlichkeit der Interessen der Gesellschaft noch ausdrücklich verneint, Urteil vom 19. 6. 1923 – II 53/23, RGZ 107, 67 (71): „Darüber, ob der Beschluss im Interesse der Gesellschaft liegt, hat allein die Generalversammlung zu befinden“. Vgl. auch das Urteil vom 30. 3. 1926 – II 226/25, RGZ 113, 188 (193): „Ein Verstoß gegen die guten Sitten liegt(t) dann vor, wenn die Mehrheit bei ihrem Vorgehen ohne Rücksicht auf das Wohl der Gesellschaft eigensüchtige Zwecke auf Kosten der Minderheit verfolg(t)“. In dieser Entscheidung verlangt das Reichsgericht noch einen „geldlichen Vorteil“ und lässt einen bloßen „Machtzuwachs“ noch nicht als relevanten Vorteil genügen (196), wovon es in späteren Entscheidungen stillschweigend abbrückt, z. B. im Urteil vom 13. 12. 1927 – II 401/27, RGZ 119, 248 (255): Bei einer „rücksichtslose(n) Verfolgung eigennütziger Machtinteressen der Verwaltung und der derzeitigen Mehrheit zum Nachteil der Minderheit und der Gesellschaft als solcher“ sei „zuzugeben [...]“, dass, wenn dies richtig wäre, die Beschlüsse wegen Verstoßes gegen die guten Sitten nichtig sein würden; ähnlich bereits Urteil vom 18. 11. 1927 – II 468/26, RGZ 119, 97 (104): „Es kann sich also entscheidend nur darum handeln, ob in der Generalversammlung [...] die für die Auflösung stimmende Mehrheit ihre Macht missbraucht und aus eigensüchtigen Interessen zum Schaden der Minderheit, ohne Rücksicht auf das Wohl der Genossenschaft, gestimmt und damit gegen die guten Sitten verstoßen hat“.

<sup>72</sup> RG, Urteil vom 20. 10. 1923 – V 830/22, RGZ 107, 202 (204) (eigene Hervorhebung).

<sup>73</sup> RG, Urteil vom 20. 10. 1923 – V 830/22, RGZ 107, 202 (204).



späteren Entscheidungen in stets leicht veränderter Form wiederholt bestätigte:<sup>74</sup> „Die Sittenwidrigkeit des Vorgehens der Mehrheit wird [...] darin gefunden, dass jene Maßnahmen [...] beschlossen wurden, nur um der [...] Mehrheit besondere Vorteile zu verschaffen und die Minderheit zu schädigen, ohne dass dabei sachliche Ziele für die Gesellschaft verfolgt wurden und das Wohl der Gesellschaft maßgebend blieb.“<sup>75</sup>

### c) *Rücksichtsformel*

Den Höhepunkt<sup>76</sup> seiner Materialisierung erlebte die gute-Sitten gestützte Stimmrechtsschranke in der Rechtsprechung des Reichsgerichts mit dessen „Victoria“-Entscheidung von 1931. Darin verlangte das Gericht aufgrund der mit der Maßnahme verbundenen „Beeinträchtigung der besonderen kapitalistischen Minderheitsrechte“ „eine sorgfältige und gewissenhafte Prüfung in der Richtung [...], ob sich der verfolgte Zweck nicht auch in sehr viel schonenderer Form erreichen lässt“, <sup>77</sup> also eine Prüfung der *Erforderlichkeit* der Maßnahme. Denn, so das Gericht, wenn „bei der Wahl der [...] ergriffenen [M]aßnahmen und ihrer Ausgestaltung weit über das erforderliche Maß hinausgegangen wurde“, könnten „zugleich in Verfolgung gesellschaftsfremder Interessen die Minderheitsrechte in macht-missbräuchlicher Weise verkümmert und verkürzt“ werden.<sup>78</sup> Das Gericht bemühte sich also erkennbar um eine Fortschreibung der Sondervorteilsformel – und berief sich dazu auf Erwägungen, welche später zur Begründung einer treuepflichtgestützten Beschlusskontrolle rezipiert wurden: „Aus der Befugnis, im Wege des Mehrheitsbeschlusses zugleich auch für die Minderheit zu beschließen und damit mittelbar über deren in der Gesellschaft gebundene Vermögensrechte zu verfügen, ergibt sich ohne weiteres die gesellschaftliche Pflicht der Mehrheit, im Rahmen des Gesamtinteresses auch den berechtigten Belangen der Minderheit Berücksichtigung angedeihen zu lassen und deren Rechte nicht über Gebühr zur

<sup>74</sup> RG, Urteil vom 23. 10. 1928 – II 54/28, RGZ 122, 159 (165): „Seine Nichtigkeit soll nun aber daraus hergeleitet werden, dass die Mehrheit (...) auf diesem Wege in eigennütziger Hintansetzung der Gesellschaftsinteressen und in rücksichtsloser Unterdrückung der Minderheit und ihrer Belange die Gesellschaft so gut wie vollständig und ohne ernst zu nehmende Gegenleistung habe in seine Hand bringen wollen. Ist dem so, dann kann allerdings der Beschluss keinen Bestand haben; es würde auf eine geflissentliche, mit den guten Sitten unvereinbare Schädigung der Klägerin als Minderheits-Gesellschafterin hinauslaufen“.

<sup>75</sup> RG, Urteil vom 23. 10. 1925 – II 575/24, RGZ 112, 14 (16).

<sup>76</sup> *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 22. *Weber* bezeichnet den in der Victoria-Entscheidung erreichten Stand gar als Höhepunkt des gesellschaftsrechtlichen Minderheitenschutzes überhaupt, der erst durch die „ITT“-Entscheidungen des *Bundesgerichtshofs* von 1975 wieder erreicht wurde, *Weber*, Vormitgliedschaftliche Treubindungen, S. 32, zit. nach *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 62.

<sup>77</sup> RG, Urteil vom 31. 3. 1931 – II 222/30, RGZ 132, 149 (163) („Victoria“).

<sup>78</sup> RG, Urteil vom 31. 3. 1931 – II 222/30, RGZ 132, 149 (165 f.) („Victoria“).

verkürzen“.<sup>79</sup> Erkennen lässt sich also eine auf den *Korrelatsgedanken*<sup>80</sup> gestützte *Rücksichtnahmepflicht* unter den Beteiligten selbst.

## 2. AktG 1937 als Zäsur

Mit dem im Jahr 1937 in Kraft tretenden Aktiengesetz schrieb der Gesetzgeber eine Variante der Sondervorteilsformel des Reichsgerichts als Anfechtungsgrund fest (§ 197 Abs. 2 AktG 1937):

„Die Anfechtung kann auch darauf gestützt werden, dass ein Aktionär mit der Stimmrechtsausübung vorsätzlich für sich oder einen Dritten gesellschaftsfremde Sondervorteile zum Schaden der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre zu erlangen suchte und der Beschluss geeignet ist, diesem Zweck zu dienen. § 101 Abs. 3 [(Die Ersatzpflicht tritt nicht ein, wenn der Einfluss benutzt wird, um einen Vorteil zu erlangen, der schutzwürdigen Belangen dient)] gilt sinngemäß.“<sup>81</sup>

Zugleich gestaltete er einen abschließenden Katalog von Nichtigkeitsgründen, wozu unter anderem ein Beschluss zählte, der „durch seinen Inhalt gegen die guten Sitten verstößt“ (§ 195 Nr. 4 AktG 1937).<sup>82</sup>

Diese unterschiedliche Behandlung zweier gleichermaßen auf § 138 Abs. 1 BGB fußender Stimmrechtsschranken – sittenwidriger Beschlussinhalt als Nichtigkeitsgrund, Verfolgung von Sondervorteilen als Anfechtungsgrund – bedeutete keine Abkehr von der Linie der Rechtsprechung,<sup>83</sup> sondern im Gegenteil ihre Bestätigung.<sup>84</sup> Als beschlussmängelrechtlichen Nichtigkeitsgrund anerkannte das Reichsgericht seit jeher im Wesentlichen nur die Verletzung zwingender, nicht zur Disposition der Beteiligten stehender Normen. Wo deshalb die Beschlussunterworfenen für den Einzelfall auf die Einhaltung bestimmter Normen verzichten konnten, kam bei deren Verletzung allenfalls ein Anfechtungsgrund in Betracht. Folgerichtig unterschied das Reichsgericht Beschlüsse, die nur in der *Art ihres Zustandekommens* gegen die guten Sitten verstießen, von solchen, die die guten Sitten durch ihren *Inhalt* verletzten, und sah nur für letztere einen Nichtigkeitsgrund gegeben, während für erstere ein Anfechtungsgrund geltend zu machen war.<sup>85</sup>

<sup>79</sup> RG, Urteil vom 31. 3. 1931 – II 222/30, RGZ 132, 149 (163) („Victoria“).

<sup>80</sup> Dazu näher oben § 3 C I.

<sup>81</sup> RGBl. 1937 I, S. 147.

<sup>82</sup> RGBl. 1937 I, S. 147.

<sup>83</sup> A. A. scheinbar *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 241 Rn. 46, die von einer „Beschränkung [des Gebots guter Sitten] auf den Inhalt des Beschlusses“ aufgrund einer „harschen Gegenreaktion“ sprechen, die dazu diene, „eine Ausuferung zu vermeiden“.

<sup>84</sup> *Hüffer/Schäfer*, in: Münchener Kommentar zum AktG (5. Aufl. 2021), § 241 Rn. 69.

<sup>85</sup> RG, Urteil vom 18. 2. 1911 – I 227/10, RGZ 75, 239 (243 f.); *dass.*, Urteil vom 11. 1. 1927 – II 178/26, RGZ 115, 378 (383); *dass.*, Urteil vom 9. 1. 1931 – II 158/30, RGZ 131, 141 (145); *dass.*, Urteil vom 22. 1. 1935 – II 198/34, RGZ 146, 385 (388).

Mit dem Aktiengesetz von 1937 überführte der Gesetzgeber deshalb im Ergebnis den bis unmittelbar vor der Victoria-Entscheidung erreichten Stand der Rechtsprechung zur Sittenwidrigkeit von Mehrheitsbeschlüssen in das Gesetz. Für die Entwicklung des Gute-Sitten-Maßstabs bei Mehrheitsbeschlüssen markiert dies eine deutliche Zäsur – mit dem Aktiengesetz von 1937 *endet* die Evolution des Gebots guter Sitten als Stimmrechtsschranke. Weder das Reichsgericht noch der Bundesgerichtshof oder die Literatur haben dem § 138 Abs. 1 BGB nach 1937 für die Beschlusskontrolle noch größere Beachtung geschenkt.

### 3. Entwicklung seit dem AktG 1937

Ein Grund für die fehlende Beachtung bzw. Weiterentwicklung des Sittengebots als Stimmrechtsschranke lag darin, dass das Beschlussmängelrecht nach 1937 generell über Jahrzehnte brachlag. Auch nachdem die Kriegswirren abgeklungen waren, wurden kaum mehr Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklagen an die Gerichte herangetragen.<sup>86</sup> Das AktG 1937 hatte Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen deutlich verteuert: War der Streitwert zuvor mangels spezieller Regelung praktisch auf den Kurswert der vom Kläger gehaltenen Aktien beschränkt, stellte § 199 Abs. 6 AktG 1937 maßgeblich auf das Interesse der Gesellschaft an der Aufrechterhaltung des Beschlusses ab, was zu deutlich höheren Streitwerten führte und das Prozesskostenrisiko für viele potentielle Kläger prohibitiv anhub.<sup>87</sup> Für eine zusätzliche Erweiterung des Kostenrisikos sorgte § 200 Abs. 2 AktG 1937, der die Haftung für Schäden aus unbegründeten Klagen auf grobfahrlässiges Verhalten erstreckte.<sup>88</sup> Erst das AktG 1965 ebnete mit seiner Streitwertbegrenzung (§ 247 Abs. 1 Satz 2 AktG) und der Streichung der Ersatzpflicht bei unbegründeten Klagen den Weg für eine Wiederbelebung der Klagekultur und der vertieften Auseinandersetzung mit dem Beschlussmängelrecht.<sup>89</sup>

Der Bundesgerichtshof knüpfte in der Folge zwar in der Sache durchaus an der Rechtsprechung des Reichsgerichts an, stellte seinen primären<sup>90</sup> Kontrollmaßstab aber in Anschluss an dahingehende Vorarbeiten in der Literatur<sup>91</sup> dogmatisch auf neue Beine: Mit denselben Erwägungen, die bereits der Victoria-Entscheidung des

<sup>86</sup> *Fehrenbach*, Der fehlerhafte Gesellschafterbeschluss in der GmbH, S. 66.

<sup>87</sup> *Fehrenbach*, Der fehlerhafte Gesellschafterbeschluss in der GmbH, S. 66, 68.

<sup>88</sup> *Fehrenbach*, ebd.

<sup>89</sup> *Fehrenbach*, a. a. O., S. 69 f.

<sup>90</sup> Eine vergleichsweise nur geringe Bedeutung kam daneben dem aktienrechtlichen Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre zu, der vom Reichsgericht noch rein formal, vom Bundesgerichtshof dann materiell im Sinne einer verhältnismäßigen Gleichbehandlung verstanden wurde. Dazu *Verse*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, Kap. 13, Rnrrn. 16 f.; *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 76 m. w. N.

<sup>91</sup> Vgl. insbesondere die Beiträge von *Lutter*, JZ 1976, 225 (225 ff.); *ders.*, JZ 1976, 562 (562 f.); *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, § 2 I 1 b bb), S. 95, § 8 II 3, S. 434 f.; *ders.*, JZ 1976, 392 (394); *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht (1. Aufl. 1986), S. 437 f., 610 f.

Reichsgerichts zugrunde lagen (Korrelatsgedanke), anerkannte der Bundesgerichtshof zunächst 1975 eine Treuepflicht zwischen GmbH-Gesellschaftern („ITT“),<sup>92</sup> 1988 dann schließlich auch zwischen Aktionären („Linotype“).<sup>93</sup> Diese lange Zurückhaltung lag auch an einem „Geburtsfehler“ des Treuepflichtgedankens im Kapitalgesellschaftsrecht: Das Reichsgericht hatte den Treuepflichtgedanken für das Verhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft 1934 unter ausdrücklicher Bezugnahme auf den das „heutige Staatswesen durchsetzenden Gemeinschaftsgedanken“<sup>94</sup> fruchtbar gemacht.<sup>95</sup> Es hatte sich damit explizit auf die NS-Ideologie berufen und den Aktionär deshalb aus vordergründig primär ideologischen Gründen angehalten, „sich bei allen seinen Maßnahmen als Glied der Gemeinschaft zu fühlen, der er angehört“ und „die Treuepflicht gegenüber dieser Gemeinschaft zur obersten Richtschnur seines Handelns zu machen“.<sup>96</sup> In bewusster Abkehr von derlei „Hypertrophierungen“ des Treuebegriffs reservierte der Bundesgerichtshof nach dem Krieg Treuepflichten denn in Anschluss an Hueck zunächst für „personenrechtliche Gemeinschaften“ mit „engen persönlichen Beziehungen“.<sup>97</sup>

Das Sittengebot verlor als Stimmrechtsschranke nach 1937 also zunächst seine praktische Bedeutung, weil schlicht die Anwendungsfälle ausblieben. Anschließend verlor es seine Stellung als dogmatisches Fundament der Beschlusskontrolle, weil die Rechtsprechung ihre Scheu vor dem flexibleren Treuepflichtgedanken ablegte, dessen erste Konturen sich bereits in der Rechtsprechung des Reichsgerichts abgezeichnet hatten. Zur Regulierung unrechtmäßiger Stimmrechtsmacht wurde das Sittengebot vor diesem Hintergrund nicht mehr gebraucht.<sup>98</sup>

### III. Begriff der guten Sitten bei Mehrheitsbeschlüssen

Was lässt sich aus dieser Entwicklung über den heutigen Begriff der guten Sitten im Kontext von Mehrheitsbeschlüssen schließen? – In der gesellschaftsrechtlichen Literatur ist man sich einig, dass die Rechtsprechung des Reichsgerichts vor allem exemplifiziert, dass das Gebot der guten Sitten „nicht als rechtliche Ableitungsbasis

<sup>92</sup> BGH, Urteil vom 5. 6. 1975 – II ZR 23/74, BGHZ 65, 15 = NJW 1976, 191 (191) („ITT“).

<sup>93</sup> BGH, Urteil vom 1. 2. 1988 – II ZR 75/87, BGHZ 103, 184 = NJW 1988, 1579 (1581) („Linotype“).

<sup>94</sup> RG, Urteil vom 4. 12. 1934 – II 62/34, RGZ 146, 71 (76).

<sup>95</sup> Eine Treuepflichtbindung *unter den Aktionären* hatte das Reichsgericht demgegenüber „wenigstens für das bis zum Inkrafttreten des Aktiengesetzes geltende Recht“ explizit abgelehnt, Urteil vom 21. 9. 1938 – II 183/37, RGZ 158, 248 (254).

<sup>96</sup> RG, Urteil vom 22. 1. 1935 – II 198/34, RGZ 146, 385 (395) zur Missbräuchlichkeit einer Anfechtungsklage.

<sup>97</sup> Hueck, Der Treuegedanke im modernen Privatrecht, S. 12, 15 ff.; vgl. dazu auch Verse, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, Kap. 13 Rnrr. 19 f.

<sup>98</sup> Vgl. Noack, Fehlerhafte Beschlüsse in Gesellschaften und Vereinen, S. 27 f.; Zöllner, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 291 f.

für die Beschlusskontrolle taugt“.<sup>99</sup> Es gilt als tatbestandlich zu „grobkörnig“, rechtsfolgenreich zu unflexibel und den modernen beweglichen Stimmrechts-schranken deshalb als unterlegen.<sup>100</sup> Nach allgemeiner Überzeugung hat das Reichsgericht auch manche Missbräuche als sittenwidrig eingestuft, die nach heutigem Verständnis allein mit der gesellschaftsrechtlichen Treuepflichtbindung in Konflikt geraten.<sup>101</sup> Als keinen genuin sittenwidrigen Missbrauch beschreibend wird man sicherlich die Rücksichtsformel der Victoria-Entscheidung einzuordnen haben, die wie erwähnt von Bundesgerichtshof und Literatur zur Begründung von Treuepflichtbindungen im Gesellschaftsrecht rezipiert worden ist.<sup>102</sup> Darüber hinaus wird aber auch das Sondervorteilsverbot gegenwärtiger Fassung überwiegend als Sonderfall treuwidrigen Verhaltens eingestuft.<sup>103</sup> Gezielte Gesetzesumgehungen fasst man heute typischerweise als rechtsmissbräuchlich auf.<sup>104</sup> Was bleibt dann noch als genuin sittenwidriger Missbrauch?

Eine abschließende Festlegung kann vor einer näheren Untersuchung des spezifisch schuldverschreibungsrechtlichen Kontexts an dieser Stelle noch nicht erfolgen. Vorläufig muss der allgemeine Maßstab genügen, dass *das Gebot guter Sitten*

<sup>99</sup> So *Hüffer/Schäfer*, in: Münchener Kommentar zum AktG (5. Aufl. 2021), § 243 Rn. 53; von Untauglichkeit sprechen auch *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 332; von Ungeeignetheit *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, § 8 II 1, S. 426; zurückhaltender *Zöllner*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 291 f.: zurückgedrängte Bedeutung des Sittengebots „wohl zu begrüßen“.

<sup>100</sup> *Noack*, Ulrich, Fehlerhafte Beschlüsse in Gesellschaften und Vereinen, S. 27 f.; *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 332; *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, § 8 II 1, S. 426; zurückhaltender *Altmeyen*, in: Altmeyen, GmbHG (10. Aufl. 2021), Anh. § 47 Rn. 38: Übergang vom sittenwidrigen Machtmissbrauch zur Treuepflichtverletzung „fließend“, weshalb das Merkmal der Sittenwidrigkeit „idR nicht mehr relevant“ ist.

<sup>101</sup> *Noack*, Fehlerhafte Beschlüsse in Gesellschaften und Vereinen, S. 27 f.; *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 241 Rn. 146.

<sup>102</sup> Oben § 3 C I.

<sup>103</sup> *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, § 8 II 1, S. 426 begründet dies damit, dass „das Sittengebot selbst keinen sachlichen Hinweis gibt, ob und unter welchen Bedingungen ein Mehrheitsinteresse anzuerkennen ist“ und „insofern (...) der Theorie des verbotenen Sondervorteils (...) unterlegen“ ist; wie hier *Dreher*, ZHR 157 (1993), 150 (153); *Ehmann*, in: Grigoleit (Hrsg.), AktG (2. Aufl. 2020), § 243 Rn. 17; *Henze*, FS Kellermann 1991, 141 (148); *Koppensteiner*, ZIP 1994, 1325 (1327); *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 256; *Schwab*, in: K. Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG (4. Aufl. 2020), § 243 Rn. 24; a. A. *Hüffer/Schäfer*, in: Münchener Kommentar zum AktG (5. Aufl. 2021), § 241 Rn. 69, § 243 Rn. 70: Fall, der „weitgehend“ Umstandssittenwidrigkeit entspreche; offenlassend *Altmeyen*, in: Altmeyen, GmbHG (10. Aufl. 2021), Anh. § 47 Rn. 39.

<sup>104</sup> Das Reichsgericht lehnte vor 1934 eine an Treu und Glauben zu messende Ausübungskontrolle noch ab, weil das Schikaneverbot des § 226 BGB insoweit eine spezielle Regelung enthalte und weil der „dehnbare“ Satz von Treu und Glauben zu „größter Unsicherheit“ beitragen würde, RG, Urteil vom 20. 11. 1912 – II 369/12, RGZ 81, 37 (40).

*die Stimmrechtsfreiheit der Obligationäre einschränkt, soweit ihre Ausübung andere in anstößiger Weise benachteiligt oder schädigt.*<sup>105</sup>

## B. Inhalt des Gebots guter Sitten

### I. Evidenzmaßstab

Klar ist, dass nicht jeder Nachteil eines Obligationärs zur Sittenwidrigkeit führen kann, der aus einem bestimmten Blickwinkel als unverdient oder ungerecht erscheint. Wegen seiner negativen Formulierung ist § 138 Abs. 1 BGB eng zu verstehen und adressiert deshalb nur unerträgliche, evident ungerechte Rechtsgeschäfte.<sup>106</sup> Der Wortlaut der Vorschrift verlangt, dass das Rechtsgeschäft *gegen* die guten Sitten *verstößt*, nicht, dass das Rechtsgeschäft positiv *mit* den guten Sitten *vereinbar* ist.<sup>107</sup> Deshalb ist es an sich nicht ganz richtig, von einem „Gebot guter Sitten“ zu sprechen – § 138 Abs. 1 BGB beinhaltet vielmehr ein „Verbot evident schlechter Sitten“. Aus ästhetischen Gründen soll im Folgenden gleichwohl an der üblicheren Formulierung festgehalten werden. Die heute kaum mehr vertretene Gegenauffassung, die Sittenwidrigkeit mit Rechtswidrigkeit gleichsetzt und mit „sozialer Ungerechtigkeit“ oder „Sozialwidrigkeit“ umschreibt,<sup>108</sup> findet im Wortlaut der Vorschrift keine Stütze und erweitert die richterliche Freiheit zulasten der Gesetzesbindung in bedenklichem Umfang.<sup>109</sup>

<sup>105</sup> Ähnlich für einen wettbewerbsrechtlichen Kontext *Auer*, Materialisierung, Flexibilisierung, Richterrecht, S. 170

<sup>106</sup> *Ahrens*, in: Prütting/Wegen/Weinreich, BGB (16. Aufl. 2021), § 138 Rn. 1; *Armbrüster*, in: Münchener Kommentar zum BGB (9. Aufl. 2021) § 138 Rn. 1; *Beater*, AcP 197 (1997), 505 (518); *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 18, 20; *Honsell*, JZ 1975, 439 (439); *Larenz*, Schuldrecht Allgemeiner Teil (14. Aufl. 1987), § 10 I, S. 128; *Schiemann*, in: Staudinger/Eckpfeiler (7. Aufl. 2020), Das Rechtsgeschäft, Rn. D 174; a. A. *Sack/Fischinger*, in: Staudinger, BGB (2017), § 138 Rn. 4 („hinreichend, dass das inkriminierende Verhalten eine gewisse Erheblichkeitsschwelle überwindet“); zurückhaltender auch *Mayer-Maly*, AcP 194 (1994), 105 (139): „Als sittenwidrig erscheinen nicht mehr nur schlechthin unerträgliche, sondern auch der Verfassungsordnung bloß zu wenig angepasste Rechtsgeschäfte“.

<sup>107</sup> *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 20; *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts II (4. Aufl. 1992), § 18 I, S. 365; *Hueck*, Der Treuegedanke im modernen Privatrecht, S. 10; *Medicus/Petersen*, Allgemeiner Teil des BGB (11. Aufl. 2016), S. 680; *Sack/Fischinger*, in: Staudinger, BGB (2017), § 138 Rn. 4; *Schmidt-Räntsch*, in: Erman, BGB (16. Aufl. 2020), § 138 Rn. 1; vgl. auch *Armbrüster*, in: Münchener Kommentar zum BGB (9. Aufl. 2021), § 138 Rn. 1: „Eliminationszweck“.

<sup>108</sup> Dafür insbesondere *Damm*, JZ 1986, 913 (918); gegen ein Verständnis der guten Sitten als „nichts anderes als soziale Gerechtigkeit“ bereits *Mayer-Maly*, JZ 1981, 801 (804).

<sup>109</sup> Zur Gesetzesbindung in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts vgl. *Neuner*, JZ 2016, 435 (435 ff.).

## II. Anknüpfungspunkt und Fehlerfolgen

Es können sowohl der Beschluss selbst, als auch Einzelstimmen gegen die guten Sitten gemäß § 138 Abs. 1 BGB verstoßen.<sup>110</sup> Die Fehlerfolge sittenwidriger Einzelstimmen bereitet keine besonderen Schwierigkeiten: Sittenwidrig abgegebene Einzelstimmen sind nichtig. Werden sie bei der Feststellung des Beschlussergebnisses berücksichtigt, begründet dies einen Anfechtungsgrund, wenn die sittenwidrigen Stimmen für das festgestellte Ergebnis ausschlaggebend sind.<sup>111</sup>

Bei sittenwidrigen Beschlüssen ist zu entscheiden, ob für die Fehlerfolge zwischen Inhalt einerseits und Zustandekommen des Beschlusses andererseits zu unterscheiden ist, wie es das Reichsgericht getan hat.<sup>112</sup> In Übereinstimmung mit den Grundsätzen des allgemeinen Beschlussmängelrechts<sup>113</sup> und der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs<sup>114</sup> ist dies zu bejahen: Nichtigkeitsgründe kommen nur dort in Frage, wo die Betroffenen auch für den Einzelfall nicht über die Geltung der verletzten Norm disponieren können. Ist die in einem Beschluss enthaltene Regelung für sich betrachtet mit den Normen und Grundsätzen der Rechtsordnung vereinbar, liegt es an den betroffenen Obligationären selbst, ob sie die Regelung wegen ihres fehlerhaften Zustandekommens beseitigen oder trotz des Fehlers gegen sich gelten lassen wollen. Deshalb begründet nur ein *inhaltlicher* Verstoß gegen die guten Sitten (dazu sogleich 1.) einen Nichtigkeitsgrund, während ein Sittenverstoß beim *Zustandekommen* des Beschlusses (dazu sogleich 2.) lediglich zur Anfechtbarkeit des Beschlusses führt.<sup>115</sup>

## III. Sittenwidrige Beschlüsse

### 1. Sittenwidriger Beschlussinhalt

Um zu bestimmen, ob ein Beschluss seinem Inhalt nach gegen die guten Sitten verstößt, ist nicht allein der Wortlaut des Beschlusses zu beachten, sondern sein *objektiver Sinngehalt*. Andernfalls wäre die Vereinbarkeit mit dem Gebot guter Sitten allein vom Formulierungsgeschick des Antragstellers abhängig und unschwer

---

<sup>110</sup> Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 364 f.

<sup>111</sup> Näher oben § 2 B II 2.

<sup>112</sup> Nachweise oben in § 2 Fn. 48.

<sup>113</sup> Dazu oben § 2 B III 2.

<sup>114</sup> Der *Bundesgerichtshof* hat die Rechtsprechung des *Reichsgerichts* ausdrücklich fortgeführt und folgt diesem auch in der Begründung, zieht sich insbesondere nicht auf das systematische Argument aus § 241 Nr. 4 AktG zurück, BGH, Urteil vom 28. 1. 1953 – II ZR 265/51, BGHZ 8, 348 = NJW 1953, 740 (741).

<sup>115</sup> A. A. Vogel, ZBB 2010, 211 (217); ders., ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 8 f.



zu umgehen.<sup>116</sup> Als Nichtigkeitsgrund schützt die Stimmrechtsschranke vor allem die Interessen derjenigen, die nicht zur Anfechtung des Beschlusses befugt sind.<sup>117</sup> Nichtig sind deshalb insbesondere solche Beschlüsse, die nach ihrem objektiven Sinngehalt auf eine Schädigung Dritter abzielen. Wie die Beteiligten subjektiv zu dem Beschlussinhalt stehen, spielt demgegenüber keine Rolle – ein Beschluss ist auch dann inhaltlich sittenwidrig, wenn die Schädigung von niemandem gewollt oder auch nur vorhergesehen war.

Für das Schuldverschreibungsrecht sind solche Beschlüsse kaum denkbar. Am nächsten lägen noch Beschlüsse, die es auf eine umfassende (Über-)Sicherung der bislang ungesicherten Obligationäre abgesehen haben zu Lasten der ausfallbedrohten übrigen Gläubiger des Schuldners durch dessen letztes freies Vermögen. Eine *Verkürzung* oder *Vereitelung* schädigt hingegen allenfalls primär die Obligationäre selbst und ist deshalb nicht verdächtig, auf inhaltlich sittenwidrigen Beschlüssen zu beruhen.

## 2. Sittenwidriges Zustandekommen

Die Prüfung, ob ein Beschluss nach der Art seines Zustandekommens gegen die guten Sitten verstößt, umfasst eine Gesamtwürdigung aller Umstände des Einzelfalls, wozu nun anders als in Fällen der Inhaltssittenwidrigkeit insbesondere auch subjektive Elemente wie die Beweggründe, Motive und Zwecke des oder der Handelnden zählen.<sup>118</sup>

Eine bloße Täuschung der oder einzelner Obligationäre über Hintergrund oder Tragweite des Beschlusses kann dazu nach der Wertung der §§ 123 BGB und 20 Abs. 1 Satz 2 SchVG für sich gesehen noch nicht ausreichen.<sup>119</sup> In Betracht kommt dagegen ein gezieltes Zusammenwirken von Schuldner und einzelnen (großen) Obligationären zur bewussten Schädigung der Minderheit (Kollusion).<sup>120</sup> An dieser Stelle gibt es Anlass daran zu erinnern, dass ein Verstoß gegen die guten Sitten nur bei sonst unerträglichen Ergebnissen angenommen werden kann. Schließlich ist es nicht nur gängige Praxis, sondern auch im Interesse aller Beteiligten wünschenswert, dass sich der Schuldner mit sich dazu zur Verfügung stellenden Obligationären (sog. Ad-hoc-Komitees) vorab über die geplante Anleiherestrukturierung austauscht bzw. in

<sup>116</sup> So für das Aktienrecht zu Recht BGH, Urteil vom 8. 12. 1954 – II ZR 291/53, BGHZ 15, 382 = NJW 1955, 221 (222).

<sup>117</sup> BGH, Urteil vom 8. 12. 1954 – II ZR 291/53, BGHZ 15, 382 = NJW 1955, 221 (222), in Anschluss an RG, Urteil vom 20.1.194 – II 96/40, RGZ 166, 129 (132) (auch zum folgenden Satz).

<sup>118</sup> *Armbrüster*, in: Münchener Kommentar zum BGB (9. Aufl. 2021), § 138 Rn. 348; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 138 Rn. 8.

<sup>119</sup> So mit Blick auf § 123 BGB für das Aktienrecht bereits das RG, Urteil vom 11. 1. 1927 – II 178/26, RGZ 115, 378 (383).

<sup>120</sup> So bereits *Vogel*, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 8 f.; allgemein zur Kollusion *Armbrüster*, in: Münchener Kommentar zum BGB (9. Aufl. 2021) § 138 Rn. 165.



Verhandlungen über deren Bedingungen tritt. Die wünschenswerte Aufnahme und der nötige Gestaltungsspielraum solcher Verhandlungen würden unnötig erschwert bzw. gestört, wenn die Schwelle eines kollusiven Zusammenwirkens all zu leicht zu übertreten wäre.

#### IV. Sittenwidrige Stimmabgabe

Für die weitere Untersuchung am interessantesten sind die Anforderungen an eine sittenwidrige Stimmabgabe. Aus den bereits genannten Gründen wird eine Stimmabgabe in den seltensten Fällen schon ihrem (sich aus dem unterstützten Beschlussantrag ergebenden<sup>121</sup>) objektiven Sinngehalt nach sittenwidrig sein, weil sie auf die Schädigung eines nicht zur Beschlussanfechtung befugten Dritten abzielt. Die Feststellung der Sittenwidrigkeit läuft deshalb auf eine Gesamtwürdigung hinaus. Auf welche Elemente kommt es dazu im Recht der Unternehmensanleihen vor allem an?

##### 1. Objektive Elemente sittenwidrigen Stimmverhaltens

###### a) Schädigung

Die *Schädigung anderer* ist als typisches Merkmal sittenwidrigen Verhaltens nicht nur im Tatbestand des § 826 BGB zu finden, sondern zieht sich auch durch die Sondervorteilsformel des Reichsgerichts, des AktG von 1937 und des heutigen § 243 Abs. 2 AktG. Auch in der vom Bundesverfassungsgericht in seiner „Feldmühle“-Entscheidung gebilligten aktienrechtlichen Sittenwidrigkeitsformel steckt das Element der Schädigung, wenn es dort heißt, dass ein Beschluss gegen die guten Sitten verstößt, wenn er unter anderem die „Interessen der Minderheit gröblich verletzt“.<sup>122</sup>

Im schuldverschreibungsrechtlichen Beschlussmängelrecht kommt es nun maßgeblich auf die *wirtschaftlichen* Interessen der Beteiligten an. Und weil sich nur Obligationäre auf die Sittenwidrigkeit von Einzelstimmen berufen können, und diese wiederum nur die Verletzung *eigener* Rechte und Interessen geltend machen können, lässt sich als erstes Merkmal eines sittenwidrigen Stimmverhaltens die *wirtschaftliche Schädigung anderer Obligationäre* festhalten.

###### b) Sondervorteil?

Dass die Schädigung mit einem *Sondervorteil* einhergeht ist hingegen *kein* Merkmal spezifisch sittenwidrigen Stimmverhaltens. Im Aktienrecht gilt als Son-

<sup>121</sup> Zur Bedeutung des Beschlussantrags für den Inhalt der Stimmabgabe siehe oben § 2 A.

<sup>122</sup> BVerfG, Urteil vom 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263 = NJW 1962, 1667 (1668 f.) („Feldmühle“).

dervorteil „ohne Rücksicht auf die Art seiner Erlangung jeder Vorteil, sofern es bei einer Gesamtwürdigung der Fallumstände als sachwidrige, mit den Interessen der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre unvereinbare Bevorzugung erscheint, dem Aktionär oder einem Dritten den Vorteilerwerb zu gestatten oder den bereits vollzogenen Erwerb hinzunehmen“. <sup>123</sup> Das Konzept des Sondervorteils setzt eine Unterscheidung zwischen *regulären* und *besonderen* Vorteilen und demnach eine Norm voraus, wonach die Aktionäre mit Blick auf die aus der Unternehmung realisierbaren regulären Vorteile in gewissem Maße *materiell gleich* zu behandeln sind. Die Unterscheidung zwischen einer sachgemäßen und einer sachwidrigen materiellen Ungleichbehandlung kann nur anhand eines weiteren normativen Maßstabs erfolgen. Die Unterscheidung mag daher möglich sein, wo eine Norm existiert, nach der es ausschließlich legitim ist, nur bestimmte, mit einem übergeordneten Interesse kompatible Individualinteressen zu verfolgen. Mit anderen Worten, wo die Stimmberechtigten einer besonderen Interessen- und damit <sup>124</sup> *Zweckbindung* unterliegen. Den Inhalt einer solchen Bindung kann aber jedenfalls nicht das Gebot guter Sitten vorgeben. Das Konzept des Sondervorteils ist deshalb nicht beim Gebot guter Sitten zu verorten, sondern – wie die herrschende Meinung in der aktienrechtlichen Literatur zu Recht erkennt – bei (gesellschaftsrechtlicher) Treuepflicht und Gleichbehandlungsgebot. <sup>125</sup>

## 2. Subjektive Elemente sittenwidrigen Stimmverhaltens

### a) Vorsatz

Wenn es zur Prüfung der Sittenwidrigkeit auf eine Gesamtwürdigung aller Umstände ankommt, wie es bei der Bewertung einzelner Stimmabgaben der Fall ist, kommt subjektiven Merkmalen eine besondere Bedeutung zu. <sup>126</sup> Wo die relevanten Fallgestaltungen objektiv nur eine Schadenszufügung voraussetzen können, kann auf Vorsatz keinesfalls verzichtet werden. Eine bloß akzidentielle, unbewusste Schädigung gehört nicht zu den unerträglichen Ergebnissen, die das Gebot guter Sitten regulieren soll. Schließlich ist es grundsätzlich zulässig, gegen – auch mehrheitlich gewollte – Sanierungsmaßnahmen zu stimmen. Selbst die unbeabsichtigte Schädigung zur Erzielung eines bloßen „Mitnahmegewinns“ erscheint nicht schlechterdings unerträglich. Dass sich der Obligationär nicht von den Erfolgsaussichten des Sanierungsversuchs überzeugen ließ bedeutet aus Sicht geschädigter Obligationäre mehr Unglück denn Unrecht. Wer gutgläubig, wenn auch fälschlich, von fehlender Zweckmäßigkeit des Sanierungsversuchs ausgeht, steht insoweit auf derselben Stufe wie jeder andere gutgläubig irrende und gegen die Sanierung stimmende Obliga-

<sup>123</sup> Hüffer/Schäfer, in: Münchener Kommentar zum AktG (5. Aufl. 2021), § 243 Rn. 75.

<sup>124</sup> Zur notwendigen Wechselbeziehung zwischen Interessen- und Zweckbindung unten § 10.

<sup>125</sup> Siehe die Nachweise oben in Fn. 103.

<sup>126</sup> Siehe die Nachweise oben in Fn. 118.

tionär, wodurch sich das Sonderinteresse letztlich nicht entscheidend auf das Abstimmungsverhalten auswirkt.

Es ist deshalb ein *vorsätzlich* schädigendes Stimmverhalten vorauszusetzen, wozu freilich bereits genügt, dass dem betreffenden Obligationär die schädigende Folge seines Verhaltens bewusst ist und er sich damit abfindet.<sup>127</sup> Das Vorsatzerfordernis findet sich außer in § 826 BGB bereits in den noch aus § 138 Abs. 1 BGB entwickelten Sondervorteilsformeln des Reichsgerichts und des AktG von 1937.<sup>128</sup> Das aktuelle Sondervorteilsverbot des § 243 Abs. 2 AktG kennt demgegenüber nur ein eingeschränktes Vorsatzerfordernis, das zwar den Sondervorteil, nicht aber den Schaden umfasst.<sup>129</sup> Das unterstreicht einmal mehr den Inhaltswandel, den das Gebot guter Sitten in Abgrenzung zu spezielleren Schranken wie der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht durchlaufen hat – als konzeptuell zur Treuepflichtbindung gehörig lässt sich der Sondervorteilsgedanke stärker objektivieren, als es bei einer Einordnung als Fall der Umstandssittenwidrigkeit möglich wäre.

### b) Eigensucht

Zusätzlich kommt als weiteres besonderes subjektives Merkmal der Beweggrund der *Eigensucht* hinzu, auf den nicht verzichtet werden sollte. Schließlich gibt es den Grundsatz, dass eine Schädigung nicht unrechters ist, wenn sie aus der Ausübung eines bestehenden Rechts resultiert (*neminem laedit qui iure suo uiditur*). Darauf kann sich aber nicht berufen, wer einem anderen gezielt einen Nachteil zufügt, um daraus einen eigenen Vorteil zu schöpfen (*dolum facit qui ex aliena iactura lucrum quaerit*).<sup>130</sup> Bei einer Schädigung aus Eigensucht wird dem Gegenüber nämlich nicht nur geschadet. Zur Schädigung tritt vielmehr noch eine Vermögensverschiebung zum eigenen Vorteil hinzu – das Verhalten dient dazu, dem Gegenüber etwas „wegzunehmen“, was diesem zu behalten gebührt. Fälle der eigensüchtigen Schädigung verdienen gegenüber der bloß akzidentiellen oder gleichgültigen Schädigung eine schärfere Sanktion in Form eines Sittenwidrigkeitsverdikts, da das positive Interesse an der Schädigung einen besonders bedrohlichen Anreiz für die Interessen des Gegenübers setzt.<sup>131</sup>

## 3. Grobe Schädigung aus bewusster Eigensucht

Die Stimmabgabe eines Obligationärs ist deshalb als gemäß § 138 Abs. 1 BGB sittenwidrig und damit nichtig zu werten, wenn sie auf eine *grobe Schädigung anderer Obligationäre aus bewusster Eigensucht* abzielt. Damit ist der Maßstab ge-

<sup>127</sup> Grüneberg, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2021), § 276 Rn. 10.

<sup>128</sup> Siehe oben A II 1.

<sup>129</sup> Hüfner/Schäfer, in: Münchener Kommentar zum AktG (5. Aufl. 2021), § 243 Rn. 85 f.

<sup>130</sup> Digesten 13, 3, 17.

<sup>131</sup> So bereits Engert, Die Haftung für drittschädigende Kreditgewährung, S. 154 f.

funden, an dem sich die Fälle einer *Vereitelung* und einer *Verkürzung* messen lassen müssen: Das Stimmverhalten muss sich *bewusst*, also in Kenntnis der Umstände auf eine *grobe Schädigung anderer Obligationäre* richten, aus der ein *eigener Vorteil* resultieren soll.

## C. Reichweite des Gebots guter Sitten

Dieser abstrakte Maßstab lässt sich noch weiter konkretisieren. Entscheidende Bedeutung kommt dabei dem Begriff der Schädigung zu (dazu unten I.), der im Kontext einer *Verkürzung* (dazu unten II.) einen leicht anderen Inhalt hat als im Kontext einer *Vereitelung* (dazu unten III.).

### I. Grobe Schädigung

Von einer Schädigung lässt sich nach der Differenzhypothese sprechen, wenn und soweit ein Ereignis den (realen) Vermögensstand des Betroffenen unter den Stand herabsenkt, der ohne das Ereignis bestehen würde (hypothetischer Vermögensstand)<sup>132</sup>. Diese Definition lässt sich auch für die Zwecke der Beschlusskontrolle fruchtbar machen. Das für die Zwecke der Beschlusskontrolle relevante Vermögen der übrigen Obligationäre besteht in ihrem Gesamtportfolio, auf dessen Wert sich eine Wertveränderung der Anleiheforderung annahmegemäß unverzerrt auswirkt, in kurz also im Wert der Anleiheforderung. Um von einer Schädigung durch *Verkürzung* bzw. *Vereitelung* sprechen zu können, müsste der reale Wert der Anleiheforderung durch die *Verkürzung* bzw. *Vereitelung* also niedriger sein als ihr Wert infolge eines hypothetischen, gerade noch zulässigen Eingriffs. Gesucht ist damit nach einer Wertuntergrenze der Anleihe, deren Unterschreiten bei Hinzutreten von Eigensucht eine sittenwidrige Schädigung der Obligationäre begründet.

### 1. Rechtsgeleitete Bewertung

Die Schwierigkeit bei der Bestimmung einer solchen Wertuntergrenze besteht darin, dass kein Gegenstand einen objektiven, für alle Menschen gleichen, einen „Wert an sich“ hat.<sup>133</sup> Dafür fehlt es an einem allgemeingültigen Maßstab. Maßstab jeder Wert-Zuschreibung ist schließlich der jeweils erwartete Nutzen, den eine bestimmte Person aus dem zu bewertenden Gegenstand für sich ziehen kann, verglichen mit den erwarteten Nutzen aus allen anderen Handlungsmöglichkeiten, die derselben

<sup>132</sup> Statt aller *Oetker*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 249 Rn. 18.

<sup>133</sup> Vgl. *Hüttemann*, in: Fleischer, Holger/Hüttemann, Rainer (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Köln 2019, Rz. 1.6; *Jonas*, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, Rz. 3.1.

Person alternativ offenstehen („bewerten heißt vergleichen“<sup>134</sup>).<sup>135</sup> Unterstellt man den Obligationären rein finanzielle Motive, ergibt sich der Wert der Anleihe demnach für jeden Obligationär aus einem Vergleich zwischen seinem erwarteten finanziellen Nutzen einer (fortgesetzten) Investition in die Anleihe mit seinem erwarteten finanziellen Nutzen aus anderen Handlungs-, insbesondere Anlagemöglichkeiten.<sup>136</sup> Da sich die für diesen Vergleich relevanten Umstände von Obligationär zu Obligationär unterscheiden, gibt es prinzipiell so viele die Grenze zur Schädigung markierende Wertuntergrenzen der Anleihe, wie es Inhaber der Anleihe gibt (der Anleihewert ist *subjektspezifisch*<sup>137</sup>).

Das Beschlussmängelrecht ist gleichwohl auf eine einheitliche Schädigungs- und damit Wertuntergrenze angewiesen, um sachgerecht und operabel zu sein. Das von einem einzelnen Anfechtungskläger erstrittene Urteil hat der Schuldner schließlich auch zugunsten der übrigen, nicht klagenden Obligationäre derselben Anleihe anzuwenden,<sup>138</sup> weshalb es nicht auf die individuellen Attribute des Anfechtungsklägers ankommen kann, und der Maßstab guter Sitten hat gleichfalls den Anspruch, die rechtliche Gültigkeit eines Erklärungsinhalts ohne Ansehung der individuellen Merkmale des Erklärenden zu beurteilen. Dies gelingt mithilfe typisierender Annahmen, die der Bestimmung der Wertuntergrenze zugrunde gelegt werden. Diese Annahmen lassen sich in Bewertungsmodelle einpflegen, die von der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre zur Verfügung gestellt werden, wodurch der Richter (mithilfe eines Sachverständigengutachtens) zu einer rational nachvollziehbaren und falsifizierbaren Aussage über die maßgebliche Wertuntergrenze gelangen kann.<sup>139</sup> Die typisierenden Annahmen betreffen dabei insbesondere das Bewertungsobjekt mit seinen bewertungsrelevanten Attributen (den „typisierten Obligationär“), das Bewertungsobjekt sowie die empirische Datenbasis, auf die der typisierte Obligationär seine Überlegungen stützt.<sup>140</sup> Da die Bewertung von einer Rechtsnorm, hier dem Gebot guter Sitten, veranlasst ist, muss der Richter außerdem sicherstellen, dass sich die Ratio des § 138 BGB in den Modellannahmen fortsetzt. Das betrifft beispielsweise den Charakter des Sittengebots als Evidenzmaßstab mit der Konsequenz, dass in das Modell im Zweifel eher pessimistische Annahmen einzustellen sind. Das

<sup>134</sup> Zurückgehend auf *Moxter*, Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, S. 123, zit. nach *Jonas*, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2. Aufl. 2019), Rz. 3.27; ebenso *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung (9. Aufl. 2020), Rn. 4.

<sup>135</sup> Vgl. *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 1; *Böcking/Rauschenberg*, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2. Aufl. 2019), Rz. 2.1.

<sup>136</sup> Vgl. *Adolff*, a. a. O., S. 1.

<sup>137</sup> Wörtlich *Adolff*, a. a. O., S. 2.

<sup>138</sup> Dazu oben § 2 C I 3 b.

<sup>139</sup> Vgl. *Jonas*, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2. Aufl. 2019), Rz. 3.2.

<sup>140</sup> Vgl. *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 5; *Jonas*, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2. Aufl. 2019), Rz. 3.40.

Ergebnis einer solchen „rechtsgeleiteten Bewertung“<sup>141</sup> (der sog. „normadäquate Wert“<sup>142</sup> oder „Normwert“<sup>143</sup>) kann deshalb durchaus von dem Ergebnis abweichen, das ein Sachverständiger bei sonst gleichen Annahmen, aber ohne richterliche Anleitung nach der „reinen Lehre“ gefunden hätte. (Eine rechtsgeleitete Bewertung veranlassen beispielsweise auch die in § 1 SpruchG aufgezählten aktien-, umwandlungs-, SE- und SCE-rechtlichen Strukturmaßnahmen.)

## 2. Denkbare Wertuntergrenzen

Die einzelnen maßgeblichen Modellannahmen müssen von den Umständen des jeweiligen Einzelfalls informiert werden. Worauf jedoch im Folgenden eine Antwort gegeben werden kann und muss ist die Frage, welche Annahmen sich speziell aus dem Sittengebot ableiten lassen. Die Ratio des Sittengebots informiert richtigerweise vor allem die Frage, von welchem Grundmodell die Ermittlung der Wertuntergrenze auszugehen hat. Im Kontext der Bewertung notleidender Unternehmen und ihrer Finanzinstrumente ist dabei im Wesentlichen zu entscheiden, ob von einer Liquidation des Unternehmensträgers und seiner Vermögensgegenstände (Liquidationswertbetrachtung) oder von seiner Fortführung nach Umsetzung geeigneter Reorganisationsmaßnahmen (Fortführungswertbetrachtung) auszugehen ist. Die zum Aktienrecht ergangene Rechtsprechung in Sachen Feldmühle und DAT/Altana veranlasst daneben zu erwägen, welche Bedeutung dem regelmäßig vorhandenen Börsenwert der Anleihe zukommen (Börsenwertbetrachtung).

### a) Liquidationswertbetrachtung

Bei der Liquidationswertbetrachtung handelt es sich um eine abgeleitete Bewertung der Anleihe: Bewertet wird primär das Unternehmen des Schuldners, aus dessen Wert der Wert der Anleihe abgeleitet wird. Dazu wird die Quote ermittelt, zu der die Schulden durch das vorhandene Gesellschaftsvermögen gedeckt sind (Deckungsquote). Reicht das vorhandene Vermögen beispielsweise aus, um 100 % der erstrangigen (besicherten), aber nur mehr 30 % der unbesicherten und nicht nachrangigen Schulden zu bedienen, sind erstere mit 100 %, letztere mit 30 %, alle nachrangigen Schulden mit 0 % zu bewerten.<sup>144</sup> Dabei wird unterstellt, dass das

<sup>141</sup> Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 183; vgl. auch Fleischer, ZIP 2012, 1633 (1636): „rechtsgeprägte“ Bewertung; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung (9. Aufl. 2020), Rn. 25: „rechtsgebundene“ Bewertung.

<sup>142</sup> Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 184; Hüttemann, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2. Aufl. 2019), Rz. 1.47.

<sup>143</sup> Fleischer, ZIP 2012, 1633 (1636); Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung (9. Aufl. 2020), Rn. 79.

<sup>144</sup> Die angemessene Bewertung etwaiger Sicherheiten stellt dabei ein Sonderproblem dar, da eine Verwertung der Sicherheit gerade nicht erfolgen soll. Vgl. Brinkmann, WM 2011, 97 (101).

vorhandene Vermögen des Schuldnerunternehmens auf Rechnung des bisherigen Unternehmensträgers am Markt veräußert (liquidiert) wird.

*Den einen* Liquidationswert gibt es dabei nicht. Je nachdem, mit welcher *Intensität* die Liquidation durchgeführt wird, lassen sich mindestens drei Begriffe für Liquidationswerte unterscheiden: Der Zerschlagungswert, der Wert bei übertragender Sanierung, und der Wert bei Betriebsveräußerung. Von höchster Intensität lässt sich sprechen, wenn jeder Vermögensgegenstand einzeln veräußert wird (Einzelverwertung). Tendiert die Liquidation in diese Richtung, spricht man von einer Zerschlagung des Unternehmens und seinem *Zerschlagungswert*.<sup>145</sup> Von geringster Intensität ist eine Liquidation, in Rahmen derer das Unternehmen im Ganzen veräußert wird (Gesamtverwertung). Eine solche Liquidation bezeichnet man auch als *übertragende Sanierung*. Bei mittlerer Intensität lassen sich einzelne Unternehmensteile als Einheit veräußern, während andere zerschlagen werden (Betriebsveräußerung<sup>146</sup>). In der Realität existieren innerhalb dieser Kategorien freilich unzählige Abstufungen.

Tendenziell wird der Liquidationswert umso niedriger ausfallen, je intensiver die Liquidation erfolgt, und umgekehrt. Neben der Intensität ist die *Geschwindigkeit* der Liquidation (tatsächliche bzw. unterstellte Abwicklungszeitspanne<sup>147</sup>) der zweite wesentliche Werttreiber. Je schneller liquidiert wird, desto geringer werden in der Regel die erzielbaren Preise ausfallen, *vice versa*.

Um die voraussichtliche Deckungsquote zu ermitteln, müssen auf Grundlage der getroffenen Annahmen hinsichtlich der Intensität und Geschwindigkeit der Liquidation die am Markt für die Vermögensgegenstände erzielbaren Preise geschätzt werden. Von der Summe dieser Preise sind noch die Kosten der Liquidation abziehen.<sup>148</sup> Werden ganze Unternehmensteile oder gar das Unternehmen im Ganzen veräußert, kommen insoweit prinzipiell Methoden zur Unternehmensbewertung auf Fortführungswerten zum Einsatz – wobei im Rahmen einer Liquidation in aller Regel mit massiven Abschlägen auf den sonst erzielbaren Kaufpreis für das Unternehmen bzw. den Unternehmensteil zu rechnen ist.<sup>149</sup>

In der Betriebswirtschaftslehre gilt der Liquidationswert als Wertuntergrenze des Unternehmens, sofern eine Liquidation nicht rechtlich oder faktisch ausgeschlossen ist.<sup>150</sup> Ausgeschlossen ist eine Gesamtverwertung etwa dann, wenn zum Betrieb des Unternehmens(teils) bestimmte Konzessionen notwendig sind, die nicht mit über-

<sup>145</sup> Mölls/Diderrich, ZHR 183 (2019), 617 (619).

<sup>146</sup> Schäfer/Wüstemann, ZIP 2014, 1757 (1764).

<sup>147</sup> Schäfer/Wüstemann, ebd.

<sup>148</sup> Vgl. die Aufstellung bei Eidenmüller, ZHR 160 (1996), 343 (348).

<sup>149</sup> Zum Ganzen Böcking/Rauschenberg, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2. Aufl. 2019), Rz. 2.38.

<sup>150</sup> Vgl. Böcking/Rauschenberg, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2. Aufl. 2019), Rz. 2.39.

tragen werden können und die sich der neue Unternehmensträger nicht (in hinreichender Zeit mit hinreichendem Aufwand) neu beschaffen kann.

### *b) Fortführungswertbetrachtung*

Die Fortführungswertbetrachtung unterscheidet sich von der Liquidationswertbetrachtung durch eine entscheidende Grundannahme: Das Unternehmen wird – nach Durchführung geeigneter Reorganisationsmaßnahmen („Reorganisation“) – durch den bisherigen Unternehmensträger fortgeführt. Teil einer solchen Reorganisation sind insbesondere auch die Maßnahmen, über welche die Gläubiger nach § 5 Abs. 3 SchVG beschließen können.

Steht eine Reorganisation an, wird das Unternehmen finanziell nur nach einer (teilweisen) Entschuldung fortführungsfähig sein. In welchem Umfang eine Entschuldung erforderlich ist, um am Ende mit einer tragfähigen Finanzierung dazustehen, ist davon abhängig, welche weiteren Sanierungsmaßnahmen getroffen werden. Relevant ist beispielsweise die Frage, in welchem Umfang neues Eigenkapital nachgeschossen und freies Vermögen durch die Veräußerung nicht betriebsnotwendigen Betriebsvermögens gebildet werden kann und soll. Erst in der Gesamtschau lässt sich die erforderliche Entschuldung als Sanierungslast der Finanzgläubiger ermitteln. Diese Sanierungslast ist sodann auf die einzelnen Gläubiger(gruppen) zu verteilen, woraus sich auch der den Anleihegläubigern abverlangte Sanierungsbeitrag ergibt.

Die gesamte Reorganisation steht unter der Annahme, nach ihrer Umsetzung wieder über ein nachhaltig wettbewerbsfähiges und rentables Unternehmen zu verfügen. Bleiben die Anleihegläubiger nach Umsetzung der Reorganisation als Gläubiger an dem Unternehmen beteiligt, wären ihre (um den Sanierungsbeitrag gekürzten) Forderungen annahmegemäß vollwertig und ließen sich anhand der Barwertmethode bewerten. Wechseln die Obligationäre „ins Eigenkapital“, wäre der Wert ihrer Position vom neuen Unternehmenswert abzuleiten.

Für die Bewertung der Anleihe „zu Fortführungswerten“ im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Obligationäre über ihren Sanierungsbeitrag bedeutet dies, dass sich der Wert der Anleihe aus zweierlei ableitet: Aus der den Obligationären im reorganisierten Unternehmen zugedachten Position und den allgemeinen Erfolgsaussichten des Sanierungskonzepts.

Eine Bewertung zu Fortführungswerten ist für die Gläubiger regelmäßig günstiger als zu Liquidationswerten. Darauf deuten jedenfalls Zahlen aus den USA hin. Dort kam eine Untersuchung von 88 im Chapter 11-Verfahren reorganisierten Unternehmen zu dem Ergebnis, dass den Gläubigern in einer Liquidation durchschnittlich ein Drittel des Werts verloren gegangen wäre.<sup>151</sup>

---

<sup>151</sup> Nach *Altman/Hotchkiss*, Corporate Financial Distress and Bankruptcy, S. 116 f.



### c) Börsenwertbetrachtung

Als drittes naheliegendes Modell kommt eine Berücksichtigung des Börsenwerts als Wertuntergrenze in Betracht. Der Börsenwert darf seit dem „DAT/Altana“-Beschluss des Bundesverfassungsgerichts nicht unberücksichtigt bleiben, wo aufgrund einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme ein Ausgleich bzw. eine Abfindung geschuldet wird. Da Unternehmensanleihen üblicherweise öffentlich gelistet sind, liegt eine entsprechende Übertragung der zum Aktienrecht entwickelten Grundsätze nicht gänzlich fern.

Der Börsenkurs eines Wertpapiers lässt sich prinzipiell leicht ermitteln – die Schwierigkeit besteht allein darin, zu bestimmen, auf *welchen* Kurs es ankommen soll, zu welchem *Zeitpunkt* der Börsenkurs also abzulesen ist. Der abfindungs- bzw. ausgleichsberechtigte Aktionär ist so zu stellen, wie er stünde, hätte er sich im Zeitpunkt der Maßnahme freiwillig von seinen Aktien getrennt, und hätte niemand von der Strukturmaßnahme gewusst. Erlöst hätte der Aktionär in diesem Zeitpunkt den Börsenpreis seiner Aktien – vorausgesetzt, für die Aktien bestand ein funktionierender Markt, und mit der Einschränkung, dass sich der relevante Börsenpreis freilich nicht am tatsächlichen Kurs am Tag der Maßnahme (Stichtag) ablesen lässt, schließlich war der Markt da bereits über die Strukturmaßnahme informiert. Zu ermitteln ist vielmehr der hypothetische Börsenkurs, der sich am Stichtag voraussichtlich ergeben hätte, wäre die Strukturmaßnahme nie angebahnt oder bekannt geworden (Desinvestitionswert<sup>152</sup>). Der Kurs, zu dem die Papiere unmittelbar vor der öffentlichen Ankündigung oder dem Bekanntwerden der Maßnahme gehandelt wurden (Ankündigungskurs), eignet sich ebenso wenig. Schließlich entsteht der Anspruch auf Ausgleich bzw. Abfindung erst zum Stichtag, und es gibt keinen Grund anzunehmen, dass sich der Kurs zwischen diesen beiden Zeitpunkten nicht verändert hätte. Der Desinvestitionswert ist daher zu schätzen. Der Bundesgerichtshof stellt dafür auf den um außergewöhnliche Ausschläge bereinigten Durchschnittskurs eines dreimonatigen Referenzzeitraums ab, der mit dem Stichtag endet.<sup>153</sup>

### 3. Stellungnahme

Wie eingangs dargelegt, ist das Gebot guter Sitten darauf angewiesen, durch den Import andernorts auffindbarer rechtsethischer Wertungen und Grundsätze operabel gemacht zu werden. Wo es wie vorliegend um den Schutz wirtschaftlicher Vermögenswerte vor dem Zugriff Dritter geht, liegt es nahe, die Stimmrechtsschranke des

<sup>152</sup> So der Begriff bei *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 334.

<sup>153</sup> BGH, Beschluss vom 12. 3. 2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 = NJW 2001, 2080 (2080) („DAT/Altana“); a. A. *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 336: Der Referenzzeitraum habe am Tag der Ankündigung zu enden, die Kursentwicklung bis zum Stichtag sei auf Basis des Beta-Faktors des Capital Asset Pricing Models (CAPM) zu schätzen.

§ 138 BGB insbesondere als Einfallstor für die Wertungen der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG zu betrachten. Obligationen nehmen an der Eigentumsgarantie nach vergleichbaren Grundsätzen teil, wie sie für das Aktieneigentum entwickelt worden sind (dazu unten a). Das Obligationseigentum genießt deshalb sowohl eine Bestandsgarantie, die sich in einem Gebot effektiven Rechtsschutzes gegen einen Missbrauch wirtschaftlicher Macht ausdrückt (vgl. „Feldmühle“) (dazu unten b), als auch eine gewisse Wertgarantie, die vor einem Zugriff auf die wirtschaftliche Substanz der Anleihe schützt (vgl. „Feldmühle“ i. V. m. „DAT/Altana“) (dazu unten c). Diese Abschrumpfung der wirtschaftlichen Substanz verlangt – anders als im Aktienrecht – nur in einem speziellen Kontext nach einer Beachtung des Börsenwerts der Anleihe als Wertuntergrenze (dazu unten c) aa). Im hier vor allem interessierenden Kontext einer krisenbedingten Restrukturierung lässt sich aus einer Börsenwertbetrachtung hingegen keine sachgerechte Wertuntergrenze ableiten. Nach verfassungsrechtlichen Grundsätzen schützenswert ist demgegenüber in erster Linie der hier sog. innere Wert der Anleihe, der regelmäßig mit ihrer Bewertung auf Grundlage von Liquidationswerten identisch ist (dazu unten c) bb).

#### a) Obligationseigentum

Die in ihren Teilschuldverschreibungen verbrieften Forderungen der Obligationäre gegen den Emittenten sind Eigentum im Sinne des Art. 14 GG.<sup>154</sup> Der spezifisch verfassungsrechtlich<sup>155</sup> zu verstehende Eigentumsbegriff des Art. 14 GG schützt alle „vermögenswerten Rechte, die dem Berechtigten von der Rechtsordnung in der Weise zugeordnet sind, dass er die damit verbundenen Befugnisse nach eigenverantwortlicher Entscheidung zu seinem privaten Nutzen ausüben darf“<sup>156</sup> und deshalb auch obligatorische Rechte, sofern sie einen Vermögenswert repräsentieren,<sup>157</sup> wie es bei Obligationen als Zahlungsversprechen des Ausstellers gegenüber den Inhabern der Fall ist.

<sup>154</sup> BVerfG, Beschluss vom 5.2.2002 – 2 BvR 305, 348/93, BVerfGE 105, 17 (30) für Anleihen in Form von Sozialpfandbriefen. Verfassungsrechtliches Eigentum besteht dabei sowohl am verbrieften Recht als auch an der Urkunde, *Dederer*, in: Bonner Kommentar zum GG (188. Akt. Dez. 2017), Art. 14 Rn. 42; *Papier/Shirvani*, in: Maunz/Dürig (93. EL Oktober 2020), GG, Art. 14 Rn. 313.

<sup>155</sup> A. A. *Mülbert/Leuschner*, ZHR 170 (2006), 615 (615); *Leuschner*, NJW 2007, 3248 (3249), die den Eigentumsbegriff des Art. 14 GG sehr viel näher an dem des Sacheigentums i. S. d. § 903 BGB sehen und vom Gestaltungsauftrag des Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG alle unter Inanspruchnahme der Privatautonomie begründeten subjektiven Rechte des Privatrechts ausparen möchten. Maßstab der Ausgestaltung der Privatrechtsordnung sollen stattdessen, ohne hier wesentliche Unterschiede im Ergebnis, die aus Art. 2 Abs. 1 GG abzuleitenden verfassungsrechtlichen Grenzen der Privatautonomie sein.

<sup>156</sup> BVerfG, Beschluss vom 9.1.1991 – 1 BvR 929/89, NJW 1991, 1807 (1807); Beschluss vom 31.3.1998 – 2 BvR 1877/97, 50/98, BVerfGE 97, 350 (371) = NJW 1998, 1934; Beschluss vom 7.12.2004 – 1 BvR 1804/03, BVerfGE 112, 93 (107) = NJW 2005, 879; *Jarass*, in: Jarass/Pieroth, GG (16. Aufl. 2020), Art. 14 Rn. 5.

<sup>157</sup> *Deppenheuer/Froese* in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG (7. Aufl. 2018), Art. 14 Rn. 153.

Nicht alle der Obligation in irgendeiner Weise anhaftenden Aspekte nehmen jedoch am Schutz der Eigentumsgarantie teil. Zur näheren Bestimmung des Schutzbereichs der Eigentumsgarantie bei Obligationen lässt sich auf die zum Anteilseigentum ergangene Rechtsprechung zurückgreifen, da es sich in beiden Fällen um Wertpapiere handelt, die einerseits *selbst* Gegenstand des Rechtsverkehrs sind, andererseits ein gewisses „Bündel“ an separaten Einzelrechten verkörpern. Wenn deshalb das Bundesverfassungsgericht die „Substanz“ des Anteilseigentums „in seiner mitgliedschaftlichen und vermögensrechtlichen Ausgestaltung“ schützt,<sup>158</sup> lässt sich analog auch bei Obligationen zwischen der hier sog. rechtlichen und der wirtschaftlichen Substanz<sup>159</sup> des Obligationseigentums unterscheiden: Zur *rechtlichen* Substanz gehören das „Haben“ (Bestand) und „Gebrauchen“ (Nutzung, Veräußerung, Verfügung) der Obligation.<sup>160</sup> Zu ihrer *wirtschaftlichen* Substanz gehören die konkretisierten vermögenswerten Ansprüche, welche die Obligation ihrem Inhaber verleiht.<sup>161</sup> Der Wert der Obligation als solcher gehört deshalb ebenso wenig<sup>162</sup> zur geschützten Substanz wie wertbildende Faktoren<sup>163</sup> und mit der Innehabung der Forderung verbundene bloße (Gewinn-)Chancen, Aussichten und Erwartungen, auf welche kein rechtlich gesicherter Anspruch besteht.<sup>164</sup>

Da es sich bei Eigentum um keine „natürliche“, dem Gesetz vorangehende Kategorie handelt, ist die Eigentumsgarantie ein normgeprägtes Grundrecht und sind Inhalt und Schranken des Eigentums der Ausgestaltung durch den Gesetzgeber vorbehalten (Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG). Deshalb richten sich auch Inhalt und

<sup>158</sup> BVerfG, Urteil vom 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07, 1569/08, BVerfGE 132, 99 = NJW 2012, 3081 (3082) („Delisting“).

<sup>159</sup> Den Begriff der wirtschaftlichen Substanz verwendet namentlich auch das BVerfG, Urteil vom 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07, 1569/08, BVerfGE 132, 99 = NJW 2012, 3081 (3082) („Delisting“).

<sup>160</sup> BVerfG, Beschluss vom 18.1.2006 – 2 BvR 2194/99, BVerfGE 115, 97 = NJW 2006, 1191 (1192 Rz. 33) („Halbteilungsgrundsatz“).

<sup>161</sup> Dederer, in: Bonner Kommentar zum GG (188. Akt. Dez. 2017), Art. 14 Rn. 72 zur wirtschaftlichen Substanz des Aktieneigentums.

<sup>162</sup> BVerfG, Beschluss vom 5.2.2002 – 2 BvR 305/93 u. a., NJW 2002, 3009 (3009) zum Marktwert von Wertpapieren; Dederer, in: Bonner Kommentar zum GG (188. Akt. Dez. 2017), Art. 14 Rn. 224; Depenheuer/Froese in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG (7. Aufl. 2018), Art. 14 Rn. 160; Wieland, in: Dreier (Hrsg.), GG (3. Aufl. 2013), Art. 14 Rn. 63.

<sup>163</sup> Bloß wertbildender Faktor ist auch die Umlauffähigkeit der Schuldverschreibungen als solche, vgl. für das Aktienrecht BVerfG, Urteil vom 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07, 1569/08, BVerfGE 132, 99 = NJW 2012, 3081 (3083) („Delisting“). Deshalb berührt ein Umtausch von Schuldverschreibungen in nicht umlauffähige GmbH-Anteile im Rahmen eines Debt Equity Swaps die Eigentumsgarantie nicht. Zur Frage, inwiefern die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zum Pflichtangebot übertragbar ist und ein solcher Umtausch deshalb unzulässig ist vgl. Otto, DNotZ 2012, 809 (812 f.).

<sup>164</sup> BVerfG, Beschluss vom 31.10.1984 – 1 BvR 35/82 u. a., BVerfGE 68, 193 (222) = NJW 1985, 1385; Beschluss vom 14.1.1987 – 1 BvR 1052/79, BVerfGE 74, 129 (148) = NZA 1987, 347; Beschluss vom 23.8.2000 – 1 BvR 68/95, 1 BvR 147/97, NJW 2001, 279 (280) („Moto Meter“); Beschluss vom 26.6.2002 – 1 BvR 558/92 u. a., BVerfGE 105, 252 (277) = NJW 2002, 2621; Jarass, in: Jarass/Pieroth, GG (16. Aufl. 2020), Art. 14 Rn. 19.

Schranken von Forderungsrechten aus Unternehmensanleihen zuvorderst nach dem einfachen Recht, insbesondere den §§ 793 ff. BGB und den §§ 1 ff. SchVG.

Die *Institutsgarantie* und die *Schutzgebotsfunktion* des Art. 14 GG verlangt in diesem Zusammenhang die Bereitstellung einer geeigneten Privatrechtsordnung, die kollidierende Rechtspositionen einem gerechten (verhältnismäßigen) Ausgleich zuführt und die bei der Ausgestaltung neuer Eigentumsrechte die Belange sowohl der Betroffenen (Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG) als auch der Allgemeinheit (Sozialpflichtigkeit des Eigentums gemäß Art. 14 Abs. 2 GG) sachgerecht berücksichtigt.<sup>165</sup> Insbesondere in der Frage der Angemessenheit steht dem Gesetzgeber dabei generell ein erheblicher Beurteilungs- und Prognosespielraum zu.<sup>166</sup> Praktisch gesehen realisiert sich die Schutzgebotsfunktion der Eigentumsgarantie bei der Ausgestaltung privatrechtlicher Rechtsverhältnisse in erster Linie über die zivilrechtlichen Generalklauseln, wie insbesondere das Gebot guter Sitten gem. § 138 BGB, als „Einbruchstellen“ für die „Ausstrahlungswirkung“<sup>167</sup> des Art. 14 GG. Das Problem der Herstellung eines gerechten Interessenausgleichs zwischen den Beteiligten verlagert sich auf diesem Wege auf die Ebene der Rechtsanwendung, wo das Gericht (Art. 1 Abs. 3 GG) die „mittelbare Drittwirkung“<sup>168</sup> der Grundrechte zu beachten und die Schutzgebotsfunktion der Eigentumsgarantie mit Leben zu füllen hat.<sup>169</sup>

#### *b) Bestandsgarantie – Effektiver Schutz vor Missbrauch der Mehrheitsmacht*

Wo ein Obligationär Rechtsschutz gegen einen ihn belastenden Mehrheitsbeschluss sucht, kollidiert die Handlungsfreiheit des Schuldners<sup>170</sup> und der beschlusstragenden Obligationäre mit dem Eigentumsrecht des Anfechtungsklägers. Schuldner und beschlusstragende Obligationäre können sich dabei darauf berufen,

<sup>165</sup> *Depenheuer/Froese* in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG (7. Aufl. 2018), Art. 14 Rn. 223; *Jarass*, in: *Jarass/Pieroth*, GG (16. Aufl. 2020), Art. 14 Rn. 31; *Stumpf*, NJW 2003, 9 (10).

<sup>166</sup> BVerfG, Beschluss vom 11. 10. 1988 – 1 BvR 777/85 u. a., BVerfGE 79, 1 (25) = NJW 1992, 1303; Beschluss vom 19. 7. 2011 – 1 BvR 1916/09, BVerfGE 129, 78 (101) = NJW 2011, 3428; *Stumpf*, NJW 2003, 9 (10).

<sup>167</sup> *Dederer*, in: *Bonner Kommentar zum GG* (188. Akt. Dez. 2017), Art. 14 Rn. 370.

<sup>168</sup> *Depenheuer/Froese* in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG (7. Aufl. 2018), Art. 14 Rn. 199; entschieden ablehnend (Missachtung der Gewaltenteilung) *Honsell*, in: *Staudinger/Eckpfeiler* (6. Aufl. 2018), Einleitung zum BGB Rn. A 67 ff.

<sup>169</sup> BVerfG, Beschluss vom 10. 6. 1964 – 1 BvR 37/62, BVerfGE 18, 85 (92); Beschluss vom 8. 1. 1985 – 1 BvR 792/83, BVerfGE 68, 361 (372 f.); *Dederer*, in: *Bonner Kommentar zum GG* (188. Akt. Dez. 2017), Art. 14 Rn. 370; *Jarass*, in: *Jarass/Pieroth*, GG (16. Aufl. 2020), Vorb. Vor Art. 1 Rn. 8; *Wieland*, in: *Dreier* (Hrsg.), GG (3. Aufl. 2013), Art. 14 Rn. 199; vgl. für das Aktienrecht zum Ganzen *Wandrey*, *Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht*, S. 94 f.

<sup>170</sup> Eine Änderung der Anleihebedingungen kommt nicht ohne Umsetzung des Beschlusses durch den Schuldner zustande (§§ 2 Satz 3, 21 Abs. 1 SchVG), weshalb es das konzertierte *Zusammenwirken* von Schuldner und beschlusstragenden Obligationären ist, das in den Bestand des Forderungsrechts eingreift.

dass die §§ 5 ff. SchVG private Eingriffe in den Bestand der Forderung als diese ausgestaltende Inhalts- und Schrankenbestimmung grundsätzlich legitimieren.<sup>171</sup> Verfassungskonform ausgestaltet ist das Mehrheitsprinzip gleichwohl nur, solange die schutzwürdigen Interessen der überstimmten und ferngebliebenen Obligationäre hinreichend gewahrt bleiben. Das Bundesverfassungsgericht hat diese Anforderungen in seiner „Feldmühle“-Entscheidung für das Aktienrecht dahingehend konkretisiert, dass den nachteilig Betroffenen „wirksame Rechtsbehelfe gegen einen Missbrauch der wirtschaftlichen Macht zur Verfügung stehen“ müssen.<sup>172</sup> Demgegenüber ist es verfassungsrechtlich nicht geboten, Mehrheitsbeschlüsse generell oder im Einzelfall dem Erfordernis einer besonderen sachlichen Rechtfertigung zu unterwerfen.<sup>173</sup>

Das Erfordernis effektiven Rechtsschutzes gegen Machtmissbrauch beansprucht auch für das Schuldverschreibungsrecht uneingeschränkt Geltung. Den verfassungsrechtlich gebotenen Mindestschutz gewähren die Anfechtungsklage des § 20 SchVG und die Bindung an die guten Sitten gemäß § 138 Abs. 1 BGB. In „Feldmühle“ entschied das Bundesverfassungsgericht, dass das allgemeine Aktienrecht durch Nichtigkeits- und Anfechtungsklage ausreichend wirksamen Schutz biete. In materieller Hinsicht lässt es dabei genügen, dass es nach geltender Rechtslage einen Anfechtungsgrund begründet, „wenn ein Hauptversammlungsbeschluss nach Beweggrund und Zweck gegen die guten Sitten verstößt, indem die Mehrheit bewusst eigensüchtig die Interessen der Minderheit gröblich verletzt, ohne dass das Interesse der Gesellschaft es erheischt“.<sup>174</sup> Diesen Maßstäben wird auch der im Schuldverschreibungsrecht verfügbare Rechtsschutz gerecht, weil ungeachtet des Streits um die einfachgesetzliche Reichweite der Stimmrechtsmacht *jedenfalls* ohne Zweifel die guten Sitten nicht verletzt werden dürfen.

### c) Wertgarantie – Gebot zum Erhalt der wirtschaftlichen Substanz

Die Bestandsgarantie kann ausnahmsweise<sup>175</sup> in eine Wertgarantie „umschlagen“.<sup>176</sup> Diesen Umschlagspunkt erreicht jede Enteignung, er kann aber auch von

<sup>171</sup> Unstreitig. Für die Mehrheitsklauseln des Kapitalgesellschaftsrechts als Inhalts- und Schrankenbestimmung bereits von *Falkenhausen*, Verfassungsrechtliche Grenzen der Mehrheitsherrschaft nach dem Recht der Kapitalgesellschaften (AG und GmbH), S. 203.

<sup>172</sup> BVerfG, Urteil vom 7. 8. 1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 13, 263 (283) = NJW 1962, 291 („Feldmühle“).

<sup>173</sup> BVerfG, Beschluss vom 23. 8. 2000 – 1 BvR 68/95, 147/97, NJW 2001, 279 (281) („Moto Meter“).

<sup>174</sup> BVerfG, Urteil vom 7. 8. 1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 13, 263 (283) = NJW 1962, 291 („Feldmühle“).

<sup>175</sup> Nach einer vereinzelt vertretenen Mindermeinung beinhaltet die Eigentumsgarantie „auch, wenn nicht vorrangig“ eine *Eigentumswertgarantie*, da nur dies den Verhältnissen einer „durchgehend monetarisierenden Marktwirtschaft“ entsprechen soll – „Eigentum ist Wertsicherung, in erster Linie in Form des Bestandsschutzes“, *Leisner*, in: Isensee/Kirchhof, (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland VIII, § 173 Rn. 71 ff.

einer Inhalts- und Schrankenbestimmung überschritten werden, wenn diese „nur bei Zahlung einer Entschädigung als noch zumutbar und damit verhältnismäßig erscheint“.<sup>177</sup> Um solche *ausgleichspflichtigen Inhaltsbestimmungen*<sup>178</sup> handelt es sich auch bei den der „Feldmühle“-Entscheidung zugrunde liegenden aktienrechtlichen Vorschriften, die einen Verlust des aktienrechtlichen Mitgliedschaftsrechts bewirkten. Deshalb musste „Vorsorge getroffen sein, dass (die nachteilig Betroffenen) für den Verlust ihrer Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt“ werden.<sup>179</sup> In seiner späteren „DAT-Altana“-Entscheidung hielt das Gericht fest, dass die Wertgarantie nicht nur bei einem formalen Verlust des Aktieneigentums Platz greift (Verlust rechtlicher Substanz), sondern bei jeder Beeinträchtigung, die einem rechtlichen Verlust jedenfalls wirtschaftlich gleich steht (Verlust wirtschaftlicher Substanz).<sup>180</sup> Dem sollte prinzipiell jede nachteilige Veränderung der vermögenswerten Rechte der Obligationäre aus den Anleihebedingungen und damit die Fallgruppe der *Verkürzung* dem Grunde nach genügen. Bereits an dieser Stelle deutet sich aber an, dass die Fälle einer *Vereitelung* die Schwelle möglicherweise nicht ohne Weiteres überschreiten.

Zunächst aber ist festzuhalten, dass ein Entschädigungsanspruch niemals direkt aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG (oder analog Art. 14. Abs. 3 GG) folgen kann, sondern stets einer gesetzlichen Grundlage bedarf.<sup>181</sup> Es gilt kein „dulde und liquidiere“; Betroffene müssen sich gegen unverhältnismäßige Eingriffe vielmehr auf der Primärebene zur Wehr setzen und Rechtsschutz gegen den Eingriff als solchen anstrengen. Eine ausgleichspflichtige Inhaltsbestimmung findet sich denn lediglich in § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG i. V. m. § 246a Abs. 1 Satz 1, Abs. 4 Satz 1 AktG, wonach ein angefochtener Beschluss unter Umständen bereits vor einer rechtskräftigen Entscheidung über die Anfechtungsklage vollzogen werden darf („Freigabe“), der Anfechtungskläger aber zu entschädigen ist, wenn sich seine Klage nachträglich als begründet herausstellt. Hier versagt das Gesetz dem eigentlich im Recht befindlichen Obligationär den primären Rechtsschutz, was nur angemessen ist, wenn er zumindest auf sekundärer Ebene für seinen tatsächlich erlittenen Nachteil entschädigt wird.

<sup>176</sup> BVerfG, Beschluss vom 5.2.2002 – 2 BvR 305/93 u. a., NJW 2002, 3009 (3009); *Dederer*, in: Bonner Kommentar zum GG (188. Akt. Dez. 2017), Art. 14 Rn. 222; *Depenheuer/Froese*, in: v. Mangoldt/Klein/Starck, GG (7. Aufl. 2018), Art. 14 Rn. 240; *Jung*, JZ 2001, 1004 (1013).

<sup>177</sup> *Dederer*, in: Bonner Kommentar zum GG (188. Akt. Dez. 2017), Art. 14 Rn. 223.

<sup>178</sup> *Jung*, JZ 2001, 1004 (1013).

<sup>179</sup> BVerfG, Urteil vom 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 13, 263 (283) = NJW 1962, 291 („Feldmühle“).

<sup>180</sup> BVerfG, Beschluss vom 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = NZG 1999, 931 (931) („DAT/Altana“).

<sup>181</sup> BVerfG, Beschluss vom 26.10.1977 – 1 BvL 9/72, BVerfGE 46, 268 = NJW 1978, 1367 (1367 f.); *Jarass*, in: Jarass/Pieroth, GG (16. Aufl. 2020), Art. 14 Rn. 54; *Papier/Shirvani*, in: Maunz/Dürig (93. EL Oktober 2020), GG, Art. 14 Rn. 705 f.

Weil der Gesetzgeber im Übrigen keine Ausgleichspflicht etwa im Wege eines Spruchverfahrens geschaffen hat, ist das Mehrheitsprinzip im Schuldverschreibungsrecht deshalb nur verhältnismäßig, wenn und solange die anwendbaren Stimmrechtsschranken – hier insbesondere § 138 BGB als Einfallstor verfassungsrechtlicher Wertungen – im Einzelfall solche Eingriffe abwehren können, die ohne eine Ausgleichspflicht nicht mehr angemessen wären. Eingriffe dürfen also die Schwelle nicht überschreiten, ab dem der Bestandsschutz in einen Wertschutz umschlagen würde. Diesen Umschlagspunkt gilt es schuldverschreibungsrechtsspezifisch zu bestimmen.

aa) Verkürzung über den Börsenwert hinaus als Umschlagspunkt?

In seiner „DAT/Altana“-Entscheidung hat das Bundesverfassungsgericht diesen Umschlagspunkt für bestimmte aktienrechtliche Strukturmaßnahmen mit dem Vorenthalten des Verkehrswerts der Aktie gleichgesetzt, der bei börsennotierten Unternehmen „nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden“ dürfe; der Börsenkurs stelle deshalb regelmäßig die Untergrenze der Abfindungs- oder Ausgleichszahlung dar.<sup>182</sup> Unternehmensanleihen sind üblicherweise im Freiverkehr eines Börsenhandelsplatzes gelistet und haben deshalb für gewöhnlich einen Börsenpreis – als Wertuntergrenze taugt ihr Börsenpreis aber nur in Ausnahmefällen.

Der DAT/Altana-Entscheidung liegt die Vorstellung einer „Doppelnatur“ der Aktie zugrunde: Bei einer Aktie handelt es sich nicht nur um ein Instrument zur Teilhabe am Gesellschaftsvermögen (Dividendenanspruch, Residualanspruch), sondern auch um einen isoliert am Markt verwertbaren Vermögensgegenstand.<sup>183</sup> Wer deshalb als Aktionär aufgrund bestimmter Strukturmaßnahmen einen Anspruch auf „angemessenen“ Ausgleich bzw. Abfindung für den Verlust seiner Aktie hat, ist zumindest so zu stellen, meint das Bundesverfassungsgericht, wie er stünde, hätte er sich im Zeitpunkt der Maßnahme freiwillig von seinen Aktien getrennt, und hätte niemand von der Strukturmaßnahme gewusst.<sup>184</sup>

Auf den ersten Blick scheint es durchaus gewisse Gemeinsamkeiten zwischen den Abfindungsfällen des Aktienrechts und Sanierungsbeschlüssen des Schuldverschreibungsrechts zu geben. Auch Schuldverschreibungen aus Anleihen sind am Markt frei disponible Vermögensgegenstände. Und aktienrechtlich abzufinden ist etwa der im Rahmen eines Squeeze-out ausgeschlossene Aktionär, dem sein Aktieneigentum zugunsten des Mehrheitsaktionärs entzogen wird – ein Sanierungsbeschluss mit „übermäßiger Verkürzung des Forderungswerts“, der in die Rechte der Obligationäre eingreift und einen Vermögenstransfer zugunsten des Sonderinteresses

<sup>182</sup> BVerfG, Beschluss vom 27. 4. 1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = NZG 1999, 931 (932) („DAT/Altana“).

<sup>183</sup> Dazu *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 297.

<sup>184</sup> Zu den Einzelheiten siehe oben C I 2 c.



ses einzelner Obligationäre bewirkt, erscheint als damit durchaus vergleichbare Fallkonstellation.

Schwierig wird es aber, wenn man sich die einzelnen Bewertungsvorgaben der Rechtsprechung und ihre normative Rechtfertigung ansieht. Anlass zur Bewertung gibt im Aktienrecht allein die Strukturmaßnahme selbst. Ihr Äquivalent im Schuldverschreibungsrecht wäre ein Sanierungsbeschluss der Obligationäre – der wiederum durch eine finanzielle Krise des Emittenten veranlasst ist. Im schuldverschreibungsrechtlichen Kontext sind sowohl das Bekanntwerden der Krise als auch die Details des (vorgeschlagenen) Sanierungsbeschlusses selbst börsenpreis-relevante Informationen. Um die Parallele zum Aktienrecht beizubehalten, müsste Ziel der Schätzung der hypothetische Börsenkurs sein, der sich eingestellt hätte, hätte der Markt während des maßgeblichen Referenzzeitraums von der Krise gewusst, ohne zugleich Informationen darüber zu besitzen, ob überhaupt eine Sanierung versucht wird, geschweige denn, zu welchen Konditionen. Schon die Unsicherheit über das „Ob“ eines Sanierungsversuchs schlägt sich freilich im Kurs nieder, weshalb ein isoliert die Information „Krise“ bewertender Markt schlechthin unmöglich ist. Auf die Verhältnisse im Schuldverschreibungsrecht lassen sich die Vorgaben der DAT/Altana-Entscheidungen daher jedenfalls bei krisenbedingten Anleiherestrukturierungen nicht übertragen.<sup>185</sup>

Anders sind lediglich diejenigen Fälle zu bewerten, in denen nicht eine Unternehmenskrise, sondern ein „technischer“ oder strategischer Grund den Anlass zur Restrukturierung der Anleihe liefert. Solche Sachverhalte sind mit den Prämissen der DAT/Altana-Rechtsprechung in jeder relevanten Hinsicht vereinbar. Ziel der Schätzung ist in diesen Fällen der Kurs, der sich am Stichtag ohne Kenntnis des Marktes von der technischen oder strategischen Maßnahme eingestellt hätte. Es sprechen sogar gute Gründe dafür, dass zur Ermittlung des maßgeblichen Kurses auf einen längeren Referenzzeitraum verzichtet werden kann: Da es auf den Anleihemärkten im Allgemeinen zu deutlich geringeren Kursschwankungen als an den Aktienmärkten kommt, dürfte regelmäßig bereits der Ankündigungskurs repräsentativer Anknüpfungspunkt zur Schätzung des maßgeblichen Werts der Anleihe sein.

#### bb) Verkürzung über den Liquidationswert hinaus als Umschlagspunkt (Eingriff in den inneren Wert der Anleihe)

Die Entscheidung über den Umschlagspunkt hat für krisenbedingte Restrukturierungen demnach zwischen einem Eingriff in den Fortführungswert der Anleihe und in ihren Liquidationswert zu fallen.

Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Werten besteht darin, dass der Fortführungswert auch den Barwert erwarteter Mehrungen des gegenwärtig vorhandenen Gesellschaftsvermögens mit einpreist. Das Problem verdichtet sich so

---

<sup>185</sup> Vgl. im Ergebnis *Verse*, ZGR 2010, 299 (311 f.); gegen eine Maßgeblichkeit des Börsenwerts selbst für die Bewertung „notleidender“ Aktien *Dechert/Voland*, ZIP 2013, 103 (111).



gesehen auf die Frage, ob die Erwartung zukünftiger Zuwächse zur verfassungsrechtlich geschützten wirtschaftlichen Substanz der Anleihe gehört oder nicht. Dafür spricht auf den ersten Blick, dass die Obligationäre aus den Anleihebedingungen einen rechtlich gesicherten Anspruch auf solche zukünftigen Zuwächse haben, solange und soweit ihre Ansprüche auf den Nennbetrag und die Zinsen unter der Anleihe noch nicht vollständig befriedigt sind. Allerdings besteht dieser Anspruch bei wirksamem Opt-in von vornherein eben nur vorbehaltlich eines abweichenden Mehrheitsbeschlusses, dessen verfassungsrechtliche Grenzen es gerade auszuloten gilt.

Es bedarf eines Konzepts, das nachvollziehbar zwischen dem absolut geschützten „Kern“ und dem zur Disposition stehenden Teil des wirtschaftlichen Substrats der Anleihe unterscheiden lässt. Dabei gilt es, die Brücke zu schlagen zwischen den normativen Kategorien der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG einerseits und den analytisch-ökonomischen Kategorien der Bewertungslehre andererseits. Dem wird eine Differenzierung zwischen dem hier sog. inneren Wert der Anleihe und ihrem hier sog. Zeitwert gerecht: Die Begriffe des inneren Werts und des Zeitwerts entstammen der Optionspreistheorie, die sich auch auf Anleihen übertragen lässt (dazu unten 1). Im Kontext eines Sanierungsversuchs entspricht der innere Wert der Anleihe wertmäßig ihrem Liquidationswert, ihr Zeitwert dem (nur im Fortführungswert mit enthaltenen) möglichen Sanierungsmehrwert (dazu unten 2). Der innere Wert reflektiert dabei den gegenwärtig realisierbaren Teil des wirtschaftlichen Gesamtwerts der Anleihe, während der Zeitwert den auf der Erwartung zukünftig sich einstellender Zuwächse beruhenden Teil ihres Gesamtwerts widerspiegelt. Diese Differenzierung zwischen bereits materialisierten Werten einerseits und Hoffnungswerten andererseits findet ihre Entsprechung in zu Art. 14 GG entwickelten Denkmustern – der Schutzbereich der Eigentumsgarantie umfasst lediglich bereits rechtlich konkretisierte Ansprüche, keine bloßen Expektanzen. Das zentrale Argument lautet also, dass sich der Wert rechtlich konkretisierter Ansprüche aus Anleihen bei wirtschaftlicher Betrachtung in einen bereits konkretisierten Teil und einen noch nicht konkretisierten Teil aufspalten lässt, und dass nur der bereits konkretisierte Teil – der innere Wert – absoluten Schutz vor dem Zugriff Dritter genießt, während der noch nicht konkretisierte Teil – der Zeitwert – dem Grunde nach zur Disposition der Mehrheit steht.

### *(1) Anleihe als (zusammengesetztes) Optionsgeschäft*

#### *(a) Grundbegriffe*

Optionen gehören zu den Termingeschäften und bilden innerhalb dieser die Gruppe der bedingten Geschäfte. Eine Option gewährt ihrem Inhaber gegen Bezahlung einer einmaligen *Prämie* das Recht, einen bestimmten Gegenstand (*Basiswert*) zu einem bestimmten Preis (*Ausübungspreis*) während (*amerikanisch*) oder am Ende der Laufzeit (*europäisch*) von dem Verkäufer der Option (*Stillhalter*) zu

kaufen (*Call*) oder an den Stillhalter zu verkaufen (*Put*). Die Position des Inhabers bezeichnet man auch als *long*, die des Stillhalters als *short*.

#### (b) Grundkonzept

Wie bereits angedeutet, entspricht der Wert einer Option der Summe aus ihrem inneren Wert und ihrem Zeitwert. Um zum inneren Wert einer Call-Option zu gelangen, subtrahiert man schlicht den Ausübungspreis vom Marktpreis des Basiswerts; für den inneren Wert einer Put-Option zieht man umgekehrt den Marktpreis vom Ausübungspreis ab. Die Option, einen Gegenstand zum Preis von 15 Euro zu kaufen, der einen Marktwert von 20 Euro hat, hat demnach einen inneren Wert von  $(20 - 15 =) 5$  Euro. Der innere Wert sinkt niemals unter 0, da es naturgemäß keine Pflicht gibt, die Option auszuüben, wenn sie keinen positiven inneren Wert hat, also „aus dem Geld“ ist.

Der Zeitwert einer Option ist schwieriger zu bestimmen. Im Zeitwert bildet sich die Chance ab, dass die Option am Ende der Laufzeit „im Geld“ ist, also einen positiven inneren Wert hat. Mit dem Zeitwert als Preisbestandteil der Option lässt sich der Stillhalter das Risiko vergüten, aus der Option in Anspruch genommen zu werden. Der Zeitwert ist dementsprechend eine Funktion insbesondere aus Restlaufzeit der Option und Volatilität des Marktpreises (sowie des Marktzinses). Als Heuristik lässt sich sagen, dass die Option während der ersten Laufzeithälfte etwa ein Drittel, während der zweiten Hälfte etwa zwei Drittel ihres Zeitwerts verliert.

#### (c) Modell bei Anleihen

Auf Merton<sup>186</sup> zurückgehend, lässt sich eine klassische verzinsliche Unternehmensanleihe als Kombination einer zinslosen Anleihe mit einem Put-short auf den Unternehmenswert des Schuldners modellieren.<sup>187</sup>

Als Ausgangsüberlegung ist davon auszugehen, dass ein Unternehmer, der über kein eigenes Kapital verfügt, ein risikoloses Projekt umsetzen möchte. Besorgt er sich das dazu nötige Geld durch Ausgabe einer Anleihe, zahlt er dafür den Referenzzinssatz ohne Risikoaufschlag. Die Gläubiger der Anleihe erhalten am Ende der Projektlaufzeit Zins und Hauptforderung aus der Anleihe, der Unternehmer streicht den Gewinn ein.

Nun soll angenommen werden, dass der Unternehmer ein riskantes Projekt wagen möchte. Die Gläubiger seien zur Finanzierung nunmehr nur unter den Bedingungen bereit, dass ihnen das Risiko eines Scheiterns des Projekts vergütet wird, und sie sich im Fall des Scheiterns entweder an den Unternehmer halten oder zumindest aus dem verbleibenden Vermögen befriedigen können. Der Unternehmer ist an keiner persönlichen Haftung interessiert und gründet deshalb einen haftungsbeschränkten Unternehmensträger. Unternehmer und Gläubiger kommen nun zusammen, indem

<sup>186</sup> Merton, *Journal of Finance* 29 (1974), 449 ff.

<sup>187</sup> Vgl. auch Altman/Hotchkiss, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, S. 194, 309.

der Unternehmer vom Unternehmensträger eine Call-Option auf das Vermögen des Unternehmens erwirbt, deren Ausübungspreis dem Nennwert der Anleihe entspricht. Wenn das Projekt gelingt, d.h., wenn am Ende seiner Laufzeit mehr Vermögen vorhanden ist, als die Rückzahlung der Anleihe erfordert, übt der Unternehmer die Option aus und erhält den Gewinn der Unternehmung ausgezahlt, und die Gläubiger erhalten ihre Hauptforderung. Gelingt das Projekt nicht, wird der Unternehmer seine Option nicht ausüben. Für diesen Fall wollen sich die Gläubiger aus dem verbliebenen Vermögen befriedigen dürfen. Deshalb verkaufen sie dem Unternehmensträger zeitgleich mit der Zeichnung der Anleihe eine Put-Option auf das Unternehmensvermögen mit dem Nennwert der Anleihe als Ausübungspreis. Bei einem Scheitern des Projekts übt der Unternehmensträger die Put-Option aus und wird gegen Überlassung seines verbliebenen Vermögens von der Anleiheforderung frei. Die vom Unternehmensträger für die Put-Option an die Gläubiger gezahlte Prämie spiegelt sein anfängliches Ausfallrisiko wider – und erfüllt damit die Bedingung der Gläubiger, für dieses Risiko entschädigt zu werden.

Wirtschaftlich entspricht die Stillhalte-Prämie dem im Zins der Anleihe eingepreisten Risikoaufschlag, der Erwerb des Unternehmensvermögens durch die Gläubiger nach Ausübung der Put-Option dem Verwertungsrecht zugunsten der Gläubiger in der Insolvenz.

## (2) Innerer Wert und Zeitwert im Fall eines Sanierungsversuchs

Lässt man die Stillhalteprämie bzw. Zinsen außer Acht, entspricht der Wert der Anleihe ( $W$ ) zunächst der Differenz aus Nennwert (gleich Ausübungspreis  $A$ ) und Put-Wert  $p$ :  $W = A - p$ . Bei unterstellter Überschuldung ( $M < A$ ) und Ausübung der Put-Option verbleibt den Obligationären nurmehr der Marktwert  $M$  des Unternehmensvermögens:  $W = M$ . Der Marktwert des Unternehmensvermögens entspricht dem *Liquidationswert* der Anleihe.

Was nun, wenn der Schuldner eine Reorganisation versucht und den Obligationären ein Angebot zur Änderung der Anleihebedingungen macht? Die Obligationäre haben zwei Handlungsmöglichkeiten (und verfügen insoweit über eine Realoption<sup>188</sup>): Das *Ausschlagen* des Angebots führt zur Auszahlung  $M$ . Das *Annehmen* des Angebots führt nach Abschluss der Sanierung zur Auszahlung  $M + S$  (die dem *Fortführungswert* der Anleihe entspricht), wobei  $S$  den Sanierungsmehr- oder -minderwert (Risiko einer Folgeinsolvenz<sup>189</sup>) darstellt und dementsprechend auch einen negativen Wert annehmen kann. Wirtschaftlich betrachtet führt das Angebot zur Änderung der Anleihebedingungen also zu einer Auswechslung im Portfolio der Anleihegläubiger: Die Position  $A - p$  wird durch die Realoption  $s$  ersetzt, deren sofortige Ausübung (Verweigerung der Sanierung) zur Auszahlung  $M$  führt, während am Ende der Laufzeit (Begleitung der Sanierung) die Auszahlung  $M + S$  erfolgt. Es handelt sich damit um eine Call-Option auf den Fortführungswert der Anleihe zum

<sup>188</sup> Instrukktiv *Amram/Kulatilaka*, Real Options, S. 3 ff.

<sup>189</sup> Dazu oben § 4 B II 1.

Ausübungspreis 0. Bei ihrer Einräumung entspricht der Wert der Option dem Barwert von  $M + S$  mit  $S = 0$ . Mit anderen Worten, die „Sanierungsoption“ hat (bei Außerachtlassen von Zinsen) einen *inneren Wert* von  $M$  (Liquidationswert der Anleihe) und einen *Zeitwert* von  $S$  (Sanierungsmehr- oder -minderwert der Anleihe).

#### d) Zwischenfazit

Bewertungstheoretische Parallelwertungen sprechen dafür, dass *Verkürzungen* über den Liquidationswert hinaus – Eingriffe in den hier sog. inneren Wert der Anleihe – den Umschlagspunkt markieren, jenseits dessen ein Eingriff in die vermögenswerte Rechtsposition der übrigen Obligationäre unverhältnismäßig im verfassungsrechtlichen Sinne wird. Für *Vereitelungen* hält das Verfassungsrecht demgegenüber zwar keine Implikationen bereit. Das heißt aber nicht, dass die Stimmrechtsschranke des § 138 BGB *Vereitelungen* von vornherein nichts entgegenzusetzen hätte – solcher Schutz hat dann aber aufgrund anderer Wertungen als solcher spezifisch verfassungsrechtlicher Art zu erfolgen.

## II. Verkürzung

In Fällen einer *Verkürzung*, wo der Obligationär also einen positiven Beschluss herbeiführt, um positiv mit dem Unternehmenswert korrelierende Positionen seines Portfolios auf Kosten der Anleihegläubiger zu fördern, liegt eine Schädigung aus Eigensucht auf den ersten Blick sehr nahe. Doch wann genau lässt sich von einer groben Schädigung der übrigen Obligationäre sprechen, und macht es vielleicht einen Unterschied, wenn der Obligationär sein Sonderinteresse gar nicht gezielt für eine Vermögensverschiebung aufgebaut hat?

### 1. Grobe Schädigung

Die übrigen Obligationäre werden dem Grunde nach geschädigt, wenn die Stimmabgabe auf einen Beschluss abzielt, nach dessen Umsetzung ihnen weniger als der Liquidationswert der Anleihe verbleibt. Die soeben herausgearbeiteten verfassungsrechtlichen Wertungen gebieten lediglich einen Schutz vor Eingriffen in den inneren Wert der Anleihe, der sich auf Grundlage einer Liquidationswertbetrachtung ermitteln lässt. Dieses Ergebnis lässt sich durch spezifisch bürgerlich-rechtliche Erwägungen bekräftigen. Das zweifelhafte Verhalten besteht hier in einer positiven, zustimmenden Stimmabgabe. Eine ablehnende Stimmabgabe oder Enthaltung – aus welcher der konfligierte Obligationär in dieser Fallgruppe keinen Vorteil auf Kosten eines anderen ziehen kann – ist deshalb ein *rechtmäßiges Alternativverhalten*. Darf der konfligierte Obligationär aber sanktionslos einen Sanierungsbeschluss verhindern, der *conditio sine qua non* eines möglichen Sanierungsmehrwerts der übrigen Obligationäre ist, entsteht diesen auch dann kein i. S. d. § 138 Abs. 1 BGB relevanter

Schaden, wenn ihnen (die Aussicht auf) diesen Sanierungsmehrwert aufgrund einer positiven Stimmabgabe des konfligierten Obligationärs entsteht.

Offen blieb aber zuletzt, von welcher Geschwindigkeit und Intensität der Liquidation für die Bestimmung der maßgeblichen Wertuntergrenze auszugehen ist. Sicher bejahen lässt sich ein Schaden der übrigen Obligationäre jedenfalls dann, wenn die Stimmabgabe auf die Herbeiführung eines Beschlusses gerichtet ist, der die Anleihe zu weniger als ihrem Liquidationswert auf Basis von Zerschlagungswerten (Einzelwertbetrachtung) bewertet. Denn niedriger lässt sich die Anleihe nach keiner anerkannten Methode bewerten. Zweifelhaft ist demnach nur das „Mittelfeld“ zwischen einer Einzelwertbetrachtung (Einzelbewertung jedes Wirtschaftsguts) und einer Gesamtwertbetrachtung (Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens – insoweit des Unternehmens – als einheitliches Ganzes). Die Festlegung eines *generellen* Maßstabs verbietet sich an dieser Stelle. Maßgeblich müssen stets die Umstände des Einzelfalls sein. In Zweifelsfällen gibt der Charakter des Sittengebots als Evidenzmaßstab aber eine Tendenz zugunsten falsch negativer Sittenwidrigkeitsverdichte vor: Das Sittengebot soll nur unerträgliche, evident ungerechte Fälle aussortieren. Dem konfligierten Obligationär wird man im Prozess deshalb nur evident unplausible Bewertungsannahmen entgegenhalten können. Liegt also beispielsweise eine verbindliche Offerte eines Kaufinteressenten vor, der das Unternehmen oder einzelne Unternehmensteile übernehmen möchte, lässt sich keine Bewertung der Anleihe rechtfertigen, deren prognostizierte Deckungsquote hinter dem auf die Anleihegläubiger entfallenden Anteil an der Offerte zurückbleibt. Das birgt zwar das Risiko eines falsch-negativen Beschlusskontrollergebnisses (der Beschluss bleibt aufrechterhalten, obgleich sich *contrafaktisch* ein höherer Liquidationswert hätte erzielen lassen) – nach der speziellen Wertung des § 138 BGB<sup>190</sup> ist dies aber einem falsch-positiven Sittenwidrigkeitsverdikt (*ex post* stellt sich heraus, dass sich sogar ein noch niedrigerer Liquidationswert als erwartet erzielen lässt) vorzuziehen.

Für die Bestimmung der Schwelle einer groben Schädigung ist demnach dasjenige Szenario maßgeblich, das von der relativ höchsten, noch plausibel begründbaren Intensität und Geschwindigkeit der Liquidation ausgeht.

## 2. Eigensucht

### a) Zum eigenen Vorteil in Kenntnis der relevanten Umstände

Der eigene Vorteil des konfligierten Obligationärs ist offensichtlich. Wer positiv mit dem Unternehmenswert, aber negativ mit der Anleihe korrelierende Positionen hält, deren Wertsteigerung etwaige Verluste aus der Anleiheposition überkompensieren, profitiert durch eine *Verkürzung* in Gestalt einer Wertsteigerung seines Gesamtportfolios. Dass dem Obligationär diese Effekte entgehen könnten, ist abwegig;

<sup>190</sup> Dazu oben B I.

er handelt deshalb in aller Regel aus bewusster Eigensucht auf Kosten der übrigen Obligationäre.

*b) Differenzierung nach dem Zeitpunkt der Begründung des Sonderinteresses?*

Erwägenswert ist die Frage, inwiefern es bei all dem auf den Zeitpunkt ankommt, zu dem der Obligationär sein Sonderinteresse begründet hat. Derjenige, der sein Sonderinteresse erst nachträglich, also nach Bekanntwerden des Sanierungsbedarfs begründet hat, dessen Vorteile, Beweggründe und Ziele erscheinen weniger schützenswert als die eines Obligationärs, der schon anfänglich, vor Bekanntwerden der Krise über ein entsprechendes Portfolio verfügte. Hierauf kann es aber bei einer groben Schädigung aus Eigensucht im Ergebnis nicht ankommen. Der von § 138 Abs. 1 BGB gewährte Schutz entspricht ohnehin nur dem Mindestschutz, der schon von Verfassungen wegen jedem majorisierten Obligationär zusteht. Zu rechtfertigen wäre deshalb allenfalls ein strengerer Verhaltensmaßstab für nachträglich, keineswegs aber ein nachlässigerer Maßstab für anfänglich konfligierte Obligationäre.

Ein solcher strengerer Maßstab lässt sich aber auf Grundlage des Gebots guter Sitten nicht begründen. Sicher, die Möglichkeit, durch einen nachträglichen Umbau des eigenen Portfolios ein Vermögensverschiebung zum eigenen Vorteil zu bewirken, ist noch gefährlicher für das Vermögen der übrigen Obligationäre und erscheint als noch verwerflicher als die Möglichkeit, eine sich zufällig ergebende Chance zur Vermögensverschiebung auszunutzen. Wenn aber mangels eines einschlägigen Stimmverbots ein solchermaßen sich verhaltender Obligationär gleichwohl mitstimmen darf, kann eine differenzierende Behandlung der beiden Fälle nur auf Ebene der maßgeblichen Schädigungsschwelle erfolgen. Und dazu bietet das Gebot guter Sitten schlicht keine weiteren passenden Anhaltspunkte; es erweist sich an dieser Stelle als zu „grobkörnig“, um eine Differenzierung zwischen anfänglich und nachträglich begründetem Sonderinteresse zu ermöglichen.

### **3. Zwischenergebnis**

Als Zwischenergebnis lässt sich festhalten, dass eine *Verkürzung* als grobe Schädigung aus Eigensucht nur dann gegen die guten Sitten gemäß § 138 Abs. 1 BGB verstößt, wenn die Stimmabgabe auf die Herbeiführung eines Beschlusses gerichtet ist, der die Anleihe geringer bewertet, als sich auf Grundlage desjenigen Szenarios ergibt, das auf der relativ höchsten, noch plausibel begründbaren Intensität und Geschwindigkeit der Liquidation des Schuldnerunternehmens beruht.

### III. Vereitelung

Ein Obligationär, der eine Sanierung zu vereiteln sucht,<sup>191</sup> kann die Beschlussfassung auf zwei Wegen manipulieren: Indem er der Abstimmung fernbleibt, um dadurch für ihre Beschlussunfähigkeit zu sorgen, oder indem er durch seine ablehnenden Stimmen einen Negativbeschluss herbeiführt.

#### 1. Vereiteln durch Fernbleiben

Das „Vereiteln durch Fernbleiben“ lässt sich im Ergebnis nicht mit den Mitteln des Beschlussmängelrechts fassen. Das würde eine individuelle Teilnahmepflicht des Obligationärs voraussetzen, für die es keine Grundlage gibt. Insbesondere besteht keine solche Teilnahmepflicht aus Treuepflichtgesichtspunkten, dazu näher unten (§ 9 C I 1 a)). Bleibt der Obligationär der Versammlung bzw. Abstimmung gänzlich fern, fehlt es der Beschlusskontrolle deshalb an einem tauglichen Anknüpfungspunkt. Insbesondere kann die Versammlung sich nicht über die fehlende Beschlussfähigkeit hinwegsetzen und einen positiven Beschluss fassen mit der Begründung, die auf den fernbleibenden Obligationär entfallenden Schuldverschreibungen seien wegen pflichtwidrigen Fernbleibens als vertreten zu behandeln.

Wie bereits erörtert, kann ein solches gezieltes Manipulieren des Sanierungsversuchs u.U. den Vorwurf verbotenen Insiderhandels begründen<sup>192</sup> – in beschlussmängelrechtlich relevanter Weise sittenwidrig ist ein aus diesen Gründen gegebenenfalls rechtswidriges Verhalten aber nicht.

#### 2. Vereiteln durch Gegenstimmen

Nimmt der Obligationär an der Abstimmung teil und verhindert er mit seinen Gegenstimmen eine positive Beschlussfassung, besteht mit seiner Stimmabgabe ein Anknüpfungspunkt für die Beschlusskontrolle. Doch wann ist die Stimmabgabe auch auf die Bewirkung einer eigensüchtigen groben Schädigung gerichtet und damit sittenwidrig?

##### *a) Grobe Schädigung*

Es lässt sich mit guten Gründen bezweifeln, ob es in Fällen einer Vereitelung überhaupt zu einem relevanten Schaden kommt. Schließlich verbleibt den übrigen Obligationären jedenfalls der Anleihewert, der sich – regelmäßig wohl in Gestalt der Insolvenzquote – auch bei einer beschlussmängelrechtlich unverdächtigen, weil durch keinerlei Sonderinteressen getragene Ablehnung eines Sanierungsbeschlusses ergäbe. Bei einer *Vereitelung* bleibt den übrigen Obligationären also stets der innere

<sup>191</sup> Zu dieser Fallgruppe ausführlich oben § 4 C II 2.

<sup>192</sup> Vgl. oben § 4 C II 2 d bb.

Wert ihrer Forderungen. Verloren geht nur ihr noch nicht manifestierter und deshalb weniger schützenswerter Zeitwert. Verfassungsrechtlich geboten ist ein Schutz der übrigen Obligationäre vor einer *Vereitelung* deshalb, wie gesehen, nicht.

Gleichwohl erscheint es nicht sachgerecht, einen Schutz des Zeitwerts *kategorisch* auszuschließen. Ein begrenzter Schutz des Zeitwerts lässt sich für Fälle einer Vereitelung mit dem Charakter des § 138 Abs. 1 BGB als Evidenzmaßstab begründen. Dass der Zeitwert einen geringeren Schutz genießt hat den Grund, dass er auf Erwartungen zukünftiger Zuwächse beruht, die sich noch nicht im Vermögen des Schuldnerunternehmens manifestiert haben. Dabei darf man aber nicht übersehen, dass manche Erwartungen begründeter sind als andere und Erwartungen im Einzelfall auch bereits derart „handfest“ sein können, dass sie bei wirtschaftlicher Betrachtung einer bereits realisierten Vermögenssteigerung deutlich näher stehen als einer bloßen unbegründeten Hoffnung. Freilich ist es keineswegs ausgemacht, dass prognostizierte Sanierungsmehrwerte in diesem Sinne handfest sind, nur weil sich ein Gutachter findet, der die positiven Erfolgsaussichten eines Sanierungskonzepts – *de lege artis* – bescheinigen und plausibel darlegen kann. Es läuft deshalb auf eine Abwägung hinaus, unter welchen Gegebenheiten das Risiko eines falsch-positiven Sittenwidrigkeitsverdiktis eher zu ertragen ist als das Risiko eines falsch-negativen Beschlusskontrollergebnisses. Die Entscheidung ist in diesem Sinne falsch-positiv, wenn sich *ex post* herausstellt, dass sich entgegen der Erwartung kein positiver Sanierungsmehrwert realisiert, und falsch-negativ, wenn sich *contrafaktisch* ein positiver Sanierungsmehrwert eingestellt hätte. Da das Gebot guter Sitten nur unerträgliche, evident ungerechte Fälle aussortieren soll, gibt § 138 Abs. 1 BGB eine Tendenz zugunsten falsch-negativer Ergebnisse vor. Als *zu* hoch erscheint dieses Risiko aber jedenfalls dort, wo *keine begründbaren Zweifel an den Erfolgsaussichten eines Sanierungsversuchs* bestehen. Hier droht den übrigen Obligationären, dem Unternehmen, seinen Beschäftigten und sonstigen Interessenträgern ein unerträglich höherer Schaden als den Interessen des opponierenden Obligationärs. (Nur) unter diesen Voraussetzungen lässt sich in einer *Vereitelung* deshalb eine für § 138 Abs. 1 BGB relevante grobe Schädigung erblicken.

#### *b) Zum eigenen Vorteil*

Der eigene Vorteil des vereitelnden Obligationärs liegt auf der Hand. In den Fällen, in denen der Obligationär aus einem negativen wirtschaftlichen Interesse an der Anleihe (*net short position*) heraus handelt, das er mithilfe negativ mit dem Unternehmenswert korrelierender Instrumente hergestellt hat, fließt ihm bei einer erfolgreichen Vereitelung der Sanierung ein Vorteil in Form einer Wertsteigerung seines Gesamtportfolios zu.<sup>193</sup>

---

<sup>193</sup> Näher oben § 4 C II.



### c) In Kenntnis der relevanten Umstände

An der erforderlichen Kenntnis vom fremden Schaden und eigenen Vorteil wird es selten fehlen. Dass der Obligationär um die wirtschaftliche Vorteilhaftigkeit seiner Stimmabgabe weiß, wird man regelmäßig unterstellen können. Schließlich macht der Aufbau einer *net short position* mithilfe von negativ mit dem Unternehmenswert korrelierenden Instrumenten wirtschaftlich betrachtet nur dann Sinn, wenn die Unternehmenskrise bereits bekannt ist; niemand „stolpert“ ohne eine bewusste Wette gegen die Sanierung in ein solchermaßen zusammengesetztes Portfolio hinein.<sup>194</sup>

### d) Indizien und Beweislast

Problematisch ist freilich die Erkenn- und Beweisbarkeit eines Schädigungsvorsatzes. Immerhin wird man es als Indiz für einen Schädigungsvorsatz werten können, wenn der Obligationär sein Sonderinteresse nach Bekanntwerden der Krise, aber noch vor Bekanntmachung eines Sanierungsplans aufgebaut hat. Mit hinreichend großem Aufwand ist schließlich theoretisch jedes Unternehmen auf eine Weise reorganisierbar, die ein nachhaltiges profitables Wirtschaften erlaubt, notfalls eben durch Austausch des Unternehmensgegenstands unter Umbau der gesamten aktiven und passiven Vermögensseite.<sup>195</sup> Gewisse mittelbare Erleichterungen folgen schließlich noch aus dem Umstand, dass die Sittenwidrigkeit einer *Vereitelung* ohnehin allenfalls bei objektiv evidenter Zweckmäßigkeit des Sanierungsversuchs begründbar ist. In solchen Fällen wird sich eine sekundäre Darlegungs- und Beweislast des Obligationärs begründen lassen, so dass es an diesem läge, plausibel zu machen, warum er den sich aufdrängenden Schaden der übrigen Beteiligten nicht als solchen erkannt hat.

## 3. Zwischenergebnis

Als Zwischenergebnis lässt sich festhalten, dass eine *Vereitelung* nur dann als eigensüchtige Schädigung gegen die guten Sitten verstößt, wenn der Obligationär aufgrund einer Wette gegen den Unternehmenswert aktiv gegen die Zustimmung zu Sanierungsmaßnahmen stimmt, obwohl das Unternehmen objektiv evident sanierungsfähig ist und er dies subjektiv erkannt hat. In den meisten Fällen wird das Sittengebot deshalb nicht greifen, denn seine Aufgabe, lediglich unerträglichen Ergebnissen die rechtliche Anerkennung zu versagen, lässt es nicht zu, in den nicht-evidenten Fällen das Risiko falsch-positiver Sittenwidrigkeitsurteile einzugehen.

<sup>194</sup> Näher oben § 4 C II d.

<sup>195</sup> Eidenmüller, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 290.

### D. Fazit

Das Gebot guter Sitten gemäß § 138 Abs. 1 BGB kann sowohl am Beschluss selbst als auch an einzelnen Stimmabgaben anknüpfen. Dabei begründet nur ein wegen seines *Inhalts* sittenwidriger Beschluss einen Nichtigkeitsgrund, in allen anderen Fällen liegt im gegebenen Fall lediglich ein Anfechtungsgrund vor. Dann sind nämlich jeweils nur Interessen der betroffenen Obligationäre berührt, die selbst darüber disponieren können, ob sie auf sittenwidrigem Wege zustande gekommene bzw. auf sittenwidrigen Stimmabgaben beruhende Beschlüsse gegen sich gelten lassen wollen oder nicht (und deshalb anfechten). Inhaltssittenwidrigkeit in diesem Sinne ist nur gegeben, wo der Beschluss auf eine vorsätzliche Schädigung Dritter abzielt; von einem umstandssittenwidrigen Beschluss kann bei kollusivem Zusammenwirken von Schuldner und einzelnen Obligationären zum Nachteil anderer Obligationäre ausgegangen werden. Einzelne Stimmabgaben sind sittenwidrig, wenn sie auf eine Schädigung anderer Obligationäre aus bewusster Eigensucht abzielen. Nach diesem Maßstab ist eine *Vereitelung* sittenwidrig, wenn das Schuldnerunternehmen objektiv evident sanierungsfähig ist und der den Sanierungsversuch vereitelnde Obligationär gezielt gegen die Sanierung wettet, obgleich er von der Zweckmäßigkeit der Maßnahmen überzeugt ist. Eine *Verkürzung* schließlich ist als sittenwidrig zu bewerten, wenn der Beschluss einen Anleihewert impliziert, der nicht an das heranreicht, was die Anleihe auf Grundlage der höchsten plausiblen Liquidierungsintensität und -geschwindigkeit wert ist.

## § 8 Bindung an das Verbot des Rechtsmissbrauchs (§ 242 BGB)

Als zweite bewegliche Schranke der Stimmrechtsmacht ist das aus Treu und Glauben folgende Verbot des Rechtsmissbrauchs im hier sog. engeren Sinn zu untersuchen.<sup>196</sup> Gemeint sind damit diejenigen Verhaltensmaßstäbe, die unmittelbar aus der Billigkeitsfunktion des Treu-und-Glauben-Grundsatzes gemäß § 242 BGB folgen und mit Blick auf die berührten Interessen bzw. den Sinn und Zweck des zum Einsatz kommenden Rechtsinstituts unerträgliche Ergebnisse verhindern sollen (dazu A.). Die Stimmrechtsausübung hat sich deshalb sowohl anerkannten Fallgruppen eines individuellen Rechtsmissbrauchs zu stellen, als auch eine Kontrolle auf ihre Vereinbarkeit mit dem Sinn und Zweck des Obligationärsstimmrechts zu dulden (dazu B.). Gegenüber dem Gebot guter Sitten folgt aus dem Verbot des

---

<sup>196</sup> Für eine (teils viel) weitergehende Verwendung des Missbrauchsbegriffs siehe *Bliesener/Schneider*, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, § 20 SchVG Rn. 47: Missbrauch „gem. § 138 BGB“, ebenso *Cagalj*, Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 345 Fn. 1904; *Müller*, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (5. Aufl. 2020), Kap. 13, § 20 SchVG Rn. 6; für eine auf „Loyalitätsbindungen“ beruhende „Missbrauchskontrolle“ hingegen *Kiem*, in: Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, § 20 Rn. 92.

Rechtsmissbrauchs im engeren Sinn im Ergebnis ein nur verhalten strengerer Maßstab (dazu C.).

### A. Begriff des Rechtsmissbrauchs

Nach allgemeinem Sprachgebrauch setzt ein „Rechtsmissbrauch“ den Miss-, also Fehl-Gebrauch eines an sich bestehenden Rechts voraus – das Recht wird anders *ausgeübt*, als gesollt. Je nach zur Anwendung kommendem Verhaltensmaßstab lassen sich verschiedene Kategorien des Rechtsmissbrauchs unterscheiden. Misst man die Rechtsausübung allein am Grundsatz von Treu und Glauben (§ 242 BGB) in seiner Funktion als Prinzip allgemeiner Billigkeit,<sup>197</sup> gelangt man zum Rechtsmissbrauchsverbot *im engeren Sinne*, das richtigerweise bei jedweder Rechtsausübung stets Geltung beansprucht.<sup>198/199</sup> Misst man die Rechtsausübung demgegenüber an spezifischen, nicht für Jedermann geltenden Pflichtbindungen, lässt sich vom Rechtsmissbrauchsverbot *im weiteren Sinne* sprechen, das nur bei Vorliegen einer Sonderverbindung zur Anwendung kommt.<sup>200</sup> In beiden Fällen rechtfertigt sich das

<sup>197</sup> Dazu näher *Haferkamp*, in: Historisch-kritischer Kommentar zum BGB, § 242 Rn. 20; *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 6.

<sup>198</sup> Das entspricht insbesondere der Linie der (älteren) Rechtsprechung, siehe BGH, Urteil vom 27. 5. 1977 – IV ZR 143/76, BGHZ 68, 299 = NJW 1977, 1234 (1235): „Die Anwendung des § 242 BGB ist in keinem Rechtsbereich ausgeschlossen und muss daher, soweit die gesetzlichen Vorschriften einen im Einzelfall bestehenden Interessenkonflikt nicht hinreichend zu erfassen vermögen und für einen der Beteiligten ein unzumutbar unbilliges Ergebnis zur Folge haben würde, immer in Betracht gezogen werden“; offengelassen dann aber in BGH, Urteil vom 22. 10. 1987 – VII ZR 12/87, BGHZ 102, 95 = NJW 1988, 255 (257); aus der Literatur *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 12, 64; *Teichmann*, in: Soergel, BGB (12. Aufl. 1990), § 242 Rn. 25.

<sup>199</sup> Eine Sonderverbindung setzen demgegenüber voraus *Grüneberg*, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2021), § 242 Rn. 39; *Looschelders/Olzen*, in: Staudinger, BGB (2019), § 242 Rn. 125; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 35; *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 88 f., 215 (im Sinne einer „Sonderverbindung tatsächlicher Art“); ebenso *Schulze*, in: Schulze/Dörner/Ebert (Hrsg.), BGB (10. Aufl. 2019), § 242 Rn. 3, 23; vgl. auch RG, Urteil vom 24. 3. 1939 – III 118/38, RGZ 160, 349 (357): „irgendwelche Rechtsbeziehungen“. Da zwischen den Obligationären derselben Anleihe bei Anwendung der §§ 5 ff. SchVG ohnehin eine Sonderverbindung besteht (siehe unten § 11 B II 2), ist diese kleine Meinungsdivergenz vorliegend ohne Bedeutung.

<sup>200</sup> Eine einheitliche Kategorisierung hat sich in der Literatur bislang nicht durchgesetzt. So spricht etwa *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 239 ff. zwar auch von einem „Rechtsmissbrauch im engeren Sinne“, unter den er die „Missbilligte Rechtsausübung“ fasst, die (anders als hier vertreten) aber auch den „Rechtsmissbrauch wegen Pflichtverletzung“ umfasst, der hier zur Kategorie des „Rechtsmissbrauchs im weiteren Sinne“ gehört. Die hier erfolgte Kategorisierung ist angelehnt an die von *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 39 ff. und (entfernter) an die von *Teichmann*, in: Soergel, BGB (12. Aufl. 1990), § 242 Rn. 11 ff.

Verbot zumeist<sup>201</sup> durch die Verletzung bestimmter (Rechte, Rechtsgüter oder) Interessen des Gegenübers, Dritter oder der Allgemeinheit, die sich nicht mit den durch die Rechtsausübung geförderten Eigeninteressen aufwiegen lassen. Man spricht insoweit auch vom „individuellen“ Rechtsmissbrauch, der am *Verhalten* desjenigen anknüpft, der ein subjektives Recht in Anspruch nimmt.<sup>202</sup> Knüpft der Vorwurf demgegenüber daran an, den Sinn- und Zweckgehalt des in Anspruch genommenen *Rechtsinstituts* verfehlt zu haben, steht ein „institutioneller“ Rechtsmissbrauch in Rede.<sup>203</sup> Hält die Rechtsausübung einer „Ausübungskontrolle“<sup>204</sup> nach diesen Maßstäben nicht stand, ist die Rechtsausübung unzulässig, lässt aber das geltend gemachte Recht als solches unberührt – die Ausübungskontrolle unterscheidet sich insofern von der „Inhaltskontrolle“ der §§ 134, 138 BGB, die das Bestehen eines Rechts als solches in Zweifel zieht.<sup>205</sup>

Auch das Stimmrecht ist ein Rechtsinstitut und subjektives Recht seines Inhabers,<sup>206</sup> das deshalb dem Rechtsmissbrauchsverbot und einer entsprechenden Ausübungskontrolle unterliegt. Die unzulässige Ausübung des Stimmrechts bezeichnet man gemeinhin als „Stimmrechtsmissbrauch“. Vom soeben skizzierten Missbrauchsbegriff ausgehend lässt sich von einem Stimmrechtsmissbrauch *im weiteren Sinne* immer dann sprechen, wenn die Stimmrechtsausübung in irgendeiner Weise pflichtwidrig erfolgt, sie etwa gegen die guten Sitten<sup>207</sup> oder die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht<sup>208</sup> verstößt. In diesem Abschnitt soll es demgegenüber um den Stimmrechtsmissbrauch *im engeren Sinne* gehen, also speziell um den Maßstab,

<sup>201</sup> In Gerichtspraxis und Literatur kommt dem individuellen Rechtsmissbrauch weitaus größere (praktische) Bedeutung und (akademische) Aufmerksamkeit zu als dem institutionellen Rechtsmissbrauch. Das ist durchaus zu begrüßen, denn der Rekurs auf den Sinn und Zweck des in Anspruch genommenen Rechtsinstituts droht viel eher zum Vehikel rechtspolitischer Wünsche des Sprechers zu verkommen als es die inzwischen herausgearbeiteten Grundsätze über den individuellen Rechtsmissbrauch erlauben würden. Vgl. insoweit *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 50.

<sup>202</sup> Ähnlich *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 69.

<sup>203</sup> Für den institutionellen Rechtsmissbrauch kursieren verschiedene Maßstäbe. Das Bundesarbeitsgericht differenziert ähnlich wie hier anhand des Anknüpfungspunkts – individueller Rechtsmissbrauch als am Verhalten, an der Ausübung eines subjektiven Rechts anknüpfend, institutioneller Rechtsmissbrauch als an der (objektiven) Verfehlung des Zwecks der Norm und des Rechtsinstituts anknüpfend, BAG, Urteil vom 18. 8. 2012 – 7 AZR 443/09, BAGE 142, 308 = NZA 2012, 1351 (1356 f.); ebenso *Grüneberg*, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2021), § 242 Rn. 40; vgl. auch *Habersack*, Vertragsfreiheit und Drittinteressen, S. 36 f.

<sup>204</sup> *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 24.

<sup>205</sup> *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 24 f.; *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 26.

<sup>206</sup> Dazu bereits oben § 2 B I 1.

<sup>207</sup> Für diesen Fall ebenfalls von Rechtsmissbrauch sprechend etwa *Larenz*, Schuldrecht Allgemeiner Teil (14. Aufl. 1987), § 10 II, S. 132.

<sup>208</sup> *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 241; vgl. auch die Darstellung des Stimmrechtsmissbrauchs im Recht der GmbH bei *Drescher*, in: Münchener Kommentar zum GmbHG (2019), § 47 Rn. 257 ff.

den die Billigkeitsfunktion von Treu und Glauben an die Ausübung des Stimmrechts anlegt. Ein Stimmrechtsmissbrauch im engeren Sinne setzt nach dem Gesagten, allgemein gesprochen, voraus, dass die Ausübung des Stimmrechts im konkreten Einzelfall mit Blick auf die von ihr berührten Interessen oder auf den Sinn und Zweck des Stimmrechts zu einem mit Treu und Glauben unvereinbaren, schlechthin untragbaren Ergebnis führt.<sup>209</sup>

## B. Inhalt des Rechtsmissbrauchsverbots

Wie auch das Gebot guter Sitten dient das Prinzip von Treu und Glauben im Allgemeinen und das Rechtsmissbrauchsverbot im Besonderen der Korrektur der *lex scripta* zugunsten der *aequitas*.<sup>210</sup> Die Korrektur erfolgt dergestalt, dass eine unzulässige Rechtsausübung keinerlei Rechtswirkungen induziert. Eine missbräuchlich abgegebene Stimme ist deshalb nichtig und darf sich nicht im Beschluss fortsetzen.<sup>211</sup> Werden missbräuchliche Stimmen im Rahmen der Beschlussfeststellung berücksichtigt, begründet dies demgemäß einen Verfahrensfehler, der als Anfechtungsgrund geltend gemacht werden kann, wenn er sich im festgestellten Beschlussergebnis ausgewirkt hat.<sup>212</sup> Welche Kriterien gelten nun allgemein für individuellen bzw. institutionellen Rechtsmissbrauch im Schuldverschreibungsrecht?

### I. Individueller Rechtsmissbrauch

Der individuelle Rechtsmissbrauch knüpft maßgeblich an den bei der Rechtsausübung berührten Interessen an. Um die relative „Schutzwürdigkeit“ der berührten Interessen anhand von Treu und Glauben zu beurteilen, bedarf es prinzipiell stets einer umfassenden Interessenabwägung, in die alle relevanten Umstände des Einzelfalls einfließen.<sup>213</sup> Dazu gehören insbesondere gesetzliche oder vertragliche Risikozuweisungen, subjektive Beweggründe, Dauer und Intensität der Beziehung, und etwaig betroffene Interessen Dritter oder der Allgemeinheit.<sup>214</sup> Als Richtschnur gilt bei all dem stets, dass Treu und Glauben im Allgemeinen und das Rechtsmiss-

---

<sup>209</sup> Vgl. BAG, Urteil vom 21. 9. 2017 – 2 AZR 865/16, NZA 2018, 358 (362); *Grüneberg*, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2021), § 242 Rn. 40; *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 64; *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 461.

<sup>210</sup> Vgl. oben § 7 A.

<sup>211</sup> Vgl. oben § 2 B I 1.

<sup>212</sup> Vgl. oben § 2 B II 2.

<sup>213</sup> BGH, Urteil vom 28. 10. 2009 – IV ZR 140/08, NJW 2010, 289 (291); *Looschelders/Olzen*, in: Staudinger, BGB (2019), § 242 Rdnr. 220, 251; *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 46.

<sup>214</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 15.

brauchsverbot im Besonderen nicht zur bloßen Chiffre einer allgemeinen Billigkeitsjustiz verkommen dürfen. Nicht jede unbillige Rechtsausübung widerspricht Treu und Glauben,<sup>215</sup> „ein korrigierender Eingriff in rechtsgeschäftlich oder gesetzlich begründete Rechte und Rechtspositionen ist grundsätzlich versagt“.<sup>216</sup> Gerechtfertigt ist ein korrigierender Eingriff vielmehr erst, wo die „Rechtsausübung im Einzelfall als eine grob unbillige, mit der Gerechtigkeit nicht zu vereinbarende Benachteiligung des Schuldners“<sup>217</sup>, als „schlechthin unzumutbares“<sup>218</sup> Ergebnis erscheint.<sup>219</sup>

Freilich haben sich im Laufe der Zeit bestimmte Konstellationen „klassischen“ Rechtsmissbrauchs herausgebildet, jedoch entfalten diese streng genommen lediglich indizielle Wirkung als Elemente eines „beweglichen Systems“.<sup>220 221</sup> Diese Fallgruppen werden üblicherweise dreigliedrig geordnet: Unredliches früheres Verhalten, unredliches gegenwärtiges Verhalten, und Widerspruch zwischen früherem und gegenwärtigem Verhalten.

Bei einer *Verkürzung* bzw. einer *Vereitelung* dürfte *widersprüchliches Verhalten* in der Regel ausscheiden, da dem bloßen Halten oder Aufbau einer bestimmten Position in der Anleihe kein Erklärungswert beikommt, zu dem sich ein späteres Abstimmverhalten in Widerspruch setzen könnte. Aus den beiden verbleibenden Fallgruppen sind zwei Anwendungsfälle besonders naheliegend: Das auf einem erst nachträglich begründeten Sonderinteresse beruhende Abstimmungsverhalten könnte einen Fall *unredlichen früheren Verhaltens* (dazu 1.) darstellen, und sowohl mit einer *Verkürzung* als auch mit einer *Vereitelung* könnten gegenwärtig *nicht schützenswerte Eigeninteressen* (dazu 2.) verfolgt werden.<sup>222</sup>

<sup>215</sup> Ähnlich *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 41: „kein Verbot bloß „unbilliger Rechtsausübung““.

<sup>216</sup> Wörtlich *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 461; vgl. auch BGH, Urteil vom 27.5.1977 – IV ZR 143/76, BGHZ 68, 299 = NJW 1977, 1234 (1235): „Anwendung des § 242 BGB, soweit sie von der gesetzlichen Regelung abweicht, (muss) auf Ausnahmefälle beschränkt werden“.

<sup>217</sup> Wörtlich *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 41.

<sup>218</sup> BGH, Urteil vom 27.5.1977 – IV ZR 143/76, BGHZ 68, 299 (304) = NJW 1977, 1234 (1235).

<sup>219</sup> Ähnlich auch *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 461: „als grob und unerträglich empfundene Unbilligkeit“; vgl. ferner erneut BGH, Urteil vom 27.5.1977 – IV ZR 143/76, BGHZ 68, 299 (304) = NJW 1977, 1234 (1235): „unzumutbar unbilliges Ergebnis“.

<sup>220</sup> Im Sinne Wilburgs, vgl. *Wilburg*, Entwicklung eines beweglichen Systems im bürgerlichen Recht, insbesondere S. 12 ff.

<sup>221</sup> Ähnlich *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 461: „Es bleibt [...] ein amorpher Bereich einzelfallbezogener Interessenabwägung“.

<sup>222</sup> Verbreitet werden auch Fälle eines rücksichtslosen oder übermäßigen Eigennutzes dem Rechtsmissbrauch (im hier sog. engeren Sinne) zugeschrieben, so etwa durch *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 43. Solche Fälle setzen aber (termino-)logisch eine irgendwie geartete Rücksichtspflicht voraus, die über das zumutbare Maß hinaus verletzt wird. Es liegt daher näher, diese Fälle dem hier sog. Rechtsmissbrauch im weiteren Sinne zuzuordnen.

### 1. Unredliches früheres Verhalten

Die Fallgruppe des unredlichen früheren Verhaltens knüpft am Rechtsgedanken des § 162 Abs. 2 BGB an, wonach der Eintritt einer Bedingung als nicht erfolgt gilt, wo er von der Partei, zu deren Vorteil er gereicht, wider Treu und Glauben herbeigeführt worden ist. Rechtsmissbräuchlich ist dementsprechend die Rechtsausübung, die auf einer vertraglichen oder gesetzlichen Rechtsgrundlage oder einer sonstigen günstigen Rechtsstellung beruht, deren Voraussetzungen der Rechtsausübende in missbilligenswerter gesetzes-, sitten- oder vertragswidriger Weise selbst geschaffen hat.<sup>223</sup>

### 2. Verfolgen nicht schutzwürdiger Eigeninteressen

Die Fallgruppe der Verfolgung nicht schützenswerter Eigeninteressen nimmt sich das Schikaneverbot des § 226 BGB zum Vorbild, wonach die Ausübung eines Rechts unzulässig ist, wenn sie nur den Zweck haben kann, einem anderen Schaden zuzufügen. Nach Treu und Glauben rechtsmissbräuchlich gilt vor diesem Hintergrund die Ausübung eines Rechts, die „als Vorwand zur Erreichung vertragsfremder oder unlauterer Zwecke dient“,<sup>224</sup> die „mangels irgendeines sachlichen Eigeninteresses des Ausübenden völlig nutzlos ist“<sup>225</sup> oder aus anderen, besonderen Gründen keinen Schutz verdient.<sup>226</sup>

## II. Institutioneller Rechtsmissbrauch

Für den institutionellen Rechtsmissbrauch lassen sich kaum allgemeine Kriterien aufzählen, denn seine Voraussetzungen und Grenzen werden maßgeblich durch das betroffene Rechtsinstitut mitbestimmt.<sup>227</sup> In den Worten des Bundesarbeitsgerichts

---

Gegenüber dem Standard der guten Sitten erhöhen Treu und Glauben den Schutz vor übermäßiger Schädigung eben nur innerhalb von Sonderverbindungen – was unmittelbar einleuchtet, wenn man sich vergegenwärtigt, dass sich die Maßstäbe der guten Sitten und von Treu und Glauben sonst insoweit völlig decken würden.

<sup>223</sup> *Grüneberg*, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2021), § 242 Rn. 43; *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 75.

<sup>224</sup> Wörtlich *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 84, unter Verweis auf BGH, Urteil vom 21. 2. 1952 – IV ZR 120/51, BGHZ 5, 186 = NJW 1952, 701; ebenso *Grüneberg*, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2021), § 242 Rn. 51.

<sup>225</sup> Wörtlich *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 84; vgl. ferner *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021/18), § 242 Rn. 38; *Grüneberg*, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2021), § 242 Rn. 51.

<sup>226</sup> Zu letzterem *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 492; vgl. ferner BGH, Urteil vom 23. 1. 1997 – IX ZR 69/96, BGHZ 134, 330 = DNotZ 1998, 571 (574).

<sup>227</sup> *Grüneberg*, in: Palandt, BGB (80. Aufl. 2021), § 242 Rn. 40.



ist institutioneller Rechtsmissbrauch gegeben, wenn die eine Seite einer Rechtsbeziehung „eine an sich rechtlich mögliche Gestaltung in einer mit Treu und Glauben unvereinbaren Weise entgegen dem Sinn und Zweck des Rechtsinstituts nur dazu verwendet, sich zum Nachteil des anderen [Teils] Vorteile zu verschaffen“ und die sich daraus ergebenden Rechtsfolgen „zu einem mit Treu und Glauben unvereinbaren, untragbaren Ergebnis führen würden“. <sup>228</sup> Zu welchem Sinn und Zweck ist den Obligationären also ihr Stimmrecht verliehen? Dient das Stimmrecht dem Grunde nach zuvorderst der Förderung der Individualinteressen seines Inhabers – oder dient es von vornherein primär einem (typisierten?) Kollektivinteresse?

### 1. Sinn und Zweck des Obligationärsstimmrechts?

In letztere Richtung tendiert namentlich Schmidtleicher, der eine hier sog. „starke positive teleologische Gebundenheit“ <sup>229</sup> des Stimmrechts annimmt (dazu a)). Schwächer ausgeprägt ist die teleologische Gebundenheit des Stimmrechts demgegenüber bei Servatius, der aber gleichfalls von einer hier sog. – abzulehnenden – „positiven“ Richtung der teleologischen Bindung ausgeht (dazu b)).

#### a) Fassen objektiv nützlicher Beschlüsse?

Nach Schmidtleicher dient das Stimmrecht der Obligationäre von Gesetzes wegen dazu, *objektiv nützliche Beschlüsse* zu fassen, was regelmäßig beinhalten soll, dass „der Erwartungswert nach Beschlussfassung und aufgrund dieser nicht geringer sein darf als vor der Beschlussfassung“. <sup>230</sup>

Zur Begründung lässt er die rechtstechnischen und institutionenökonomischen Erwägungen, die für ein Mehrheitsprinzip im Anleiherecht sprechen, auf die Ebene der Stimmrechtsausübung bzw. Beschlusskontrolle durchschlagen: Weil der Koordinationsmechanismus <sup>231</sup> der §§ 5 ff. SchVG der Überwindung der Kollektivhandlungsprobleme diene, die einer (einstimmigen) kollektiv-rationalen Entscheidung entgegenstehen, diene prinzipiell jedes Rechtsinstitut des Schuldverschreibungs-

<sup>228</sup> BAG, Urteil vom 21. 9. 2017 – 2 AZR 865/16, NZA 2018, 358 (362).

<sup>229</sup> Angelehnt an *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (58): „starke teleologische Rechtfertigung“ des Abspaltungsverbots durch Autoren, die eine Vereinigung von Stimmrechtsmacht und wirtschaftlicher Betroffenheit als notwendige Voraussetzung einer Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsbeschlüssen sehen.

<sup>230</sup> *Schmidtleicher*, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 265. Er lässt dabei offen, ob das Kriterium objektiver Nützlichkeit „aus Natur der Sache [..], hier die mit Mehrheitsmacht verbundene Gefahr für die Minderheit“ resultiert (Korrelatsgedanke, siehe oben § 3 C I) oder „im Rahmen des § 242 als allgemeiner Rechtsgedanke Einzug [erhält]“, *Schmidtleicher* a.a.O. Rn. 267. Zu seiner älteren Idee, das Schuldverschreibungsgesetz nach Maßgabe der Vorschriften über die Rechtsgemeinschaft ausulegen, siehe ausführlich unten § 11 C IV.

<sup>231</sup> *Schmidtleicher*, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 88.



gesetzes dazu, „kollektiv irrationales Verhalten [zu] verhindern“.<sup>232</sup> Insbesondere wolle das Schuldverschreibungsgesetz daher „nicht der jeweils notwendigen Mehrheit erlauben, kollektiv irrationale Beschlüsse zu fassen“ – denn solche, also „objektiv schädliche Beschlüsse“ würden der Idee, kollektiv irrationales Verhalten zu verhindern, diametral widersprechen.<sup>233</sup>

### *b) Subjektiv kollektiv bestmögliche Befriedigung?*

Servatius sieht den Sinn und Zweck des Stimmrechts darin, auf eine (kollektiv) *bestmögliche Befriedigung* der Obligationäre hinzuwirken.<sup>234</sup> Es stehe den Obligationären frei zu entscheiden, ob die bestmögliche Befriedigung im Einzelfall durch die Unterstützung eines Sanierungsversuchs oder durch seine Ablehnung bzw. die kollektive Geltendmachung ihrer Rechte gegenüber dem Schuldner erreicht werden kann.<sup>235</sup> Das scheint nichts anderes als eine Umschreibung bzw. Variation des Nützlichkeitskriteriums zu sein, anders als Schmidtbleicher versteht Servatius den Maßstab aber *subjektiv*.<sup>236</sup>

Seine Begründung entwickelt Servatius aus dem Gedanken der Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsentscheidungen. Wie auch bei gesellschaftsrechtlichen Personenverbänden sei das Mehrheitsprinzip im Schuldverschreibungsrecht auf einen Interessengleichlauf der Beteiligten aufgrund ihrer gleichen Betroffenheit angewiesen, um Legitimität beanspruchen zu können.<sup>237</sup> In Ermangelung einer *eigentlichen* Zweckbindung *finriere* das Schuldverschreibungsgesetz eine Zweckbindung der Obligationäre,<sup>238</sup> die in Servatius' Konzept im Ergebnis dafür sorgt, dass nur die Stimmabgaben von solchen Obligationären als gültig gezählt werden können, die sich so verhalten, *als ob* ihre Interessen den typisierten „gemeinsamen Interessen“ von Anleihegläubigern entsprächen. Diese fingierte Zweckbindung habe in § 1 Abs. 1 SchVG 1899 Anerkennung erfahren, wonach bindende Mehrheitsbeschlüsse nur „zur Wahrung der gemeinsamen Interessen“ gefasst werden durften, und sei durch das Gebot gleicher Bedingungen abgesichert.<sup>239</sup> Die fehlende Übernahme des „gemeinsame Interessen“-Kriteriums in das reformierte Schuldverschreibungsgesetz stelle keine Abkehr von diesen Grundsätzen dar, zumal der Rechtsschutz der Obligationäre nunmehr nach dem Vorbild gesellschaftsrechtlicher Personenverbände ausgestaltet sei, welche zur Legitimation gleichfalls auf Interessengleichlauf

<sup>232</sup> Schmidtbleicher, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 264.

<sup>233</sup> Ders., ebd.

<sup>234</sup> Servatius, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 253, 257.

<sup>235</sup> Ders., a. a. O., S. 255 f.

<sup>236</sup> Ders., a. a. O., S. 253.

<sup>237</sup> Ders., a. a. O., S. 253.

<sup>238</sup> Ders., a. a. O., S. 255.

<sup>239</sup> Ders., a. a. O., S. 254.

angewiesen seien.<sup>240</sup> Der Inhalt der fingierten Zweckbindung sei den typischen Beschlussgegenständen des Schuldverschreibungsgesetzes zu entnehmen. Weil die Obligationäre einerseits kollektive Rechtsverzicht zugunsten, andererseits kollektive Rechtsverfolgung zulasten des Emittenten beschließen könnten, würde das Schuldverschreibungsgesetz unterstellen, dass die Obligationäre typischerweise kurzfristige Einbußen zugunsten der Aussicht auf einen langfristigen Mehrwert in Kauf nehmen würden, wo dies mehrheitlich für sinnvoll erachtet wird;<sup>241</sup> dass es den Obligationären also unterstelltermaßen auf eine „bestmögliche Befriedigung“ ihrer Forderungen anzukommen habe.<sup>242</sup>

## 2. Stellungnahme

Sowohl Schmidtbleicher als auch Servatius gehen von einer hier sog. positiven teleologischen Bindung des Stimmrechts aus, d.h. von der Vorstellung, dass das Schuldverschreibungsgesetz selbst bereits ein positives Ziel vorgibt (objektive Nützlichkeit bzw. bestmögliche Befriedigung), welches erreicht (Schmidtbleicher – „stark“-positive teleologische Bindung) bzw. angestrebt (Servatius – „schwach“-positive teleologische Bindung) werden muss, um die Gültigkeit der Stimmabgabe zu begründen. Das kann im Ergebnis nicht überzeugen. Dem Schuldverschreibungsgesetz selbst lässt sich allenfalls entnehmen, dass seine Instrumente nicht entgegen ihrem rechtstechnischen Zweck verwendet werden dürfen, und dass deshalb eine Beschlussfassung der Obligationäre nicht um der Verhinderung Willens selbst verhindert werden darf („schwach-negative“ teleologische Bindung) – im Übrigen sind materielle Vorgaben zur Regulierung der Stimmrechtsausübung den spezifischen Wertungen insb. der §§ 138, 242 BGB zu entnehmen, lassen sich aber nicht (allein) aus den Vorschriften des Schuldverschreibungsgesetzes selbst gewinnen.

Das Schuldverschreibungsgesetz bedient sich des rechtstechnischen Mittels des Mehrheitsbeschlusses, um es den Obligationären zu ermöglichen, ihre Kollektivhandlungsprobleme zu überwinden. Mit Blick auf die Frage, zu welchem Zweck die Obligationärsmehrheit von diesem Instrument Gebrauch machen darf, verhält sich das Schuldverschreibungsgesetz hingegen ambivalent. Insbesondere lässt sich dem Gesetz nicht entnehmen, dass lediglich kollektiv-rationale Entscheidungen Gültigkeit haben sollen. Dass sich jeder einzelne Obligationär so verhalten sollte, wie es nach institutionenökonomischen Maßstäben kollektiv rational wäre, ist ein rechtspolitisches Argument, das für die Auslegung und Anwendung des Schuldverschreibungsgesetzes nur dann maßgeblich sein kann, wenn sich dessen Vorschriften ein konkreter Hinweis darauf entnehmen lässt. Der bloße Umstand, dass die Obligationäre überhaupt Mehrheitsbeschlüsse fassen können, die für alle Obligationäre

---

<sup>240</sup> *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 255 Fn. 21.

<sup>241</sup> *Ders.*, a. a. O., Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 255 f.

<sup>242</sup> *Ders.*, a. a. O., S. 257.

verbindlich sind, kann nicht als solcher Hinweis verstanden werden. Schmidtbleicher schließt „von der Form auf die Substanz“, ohne einen logisch-zwingenden Zusammenhang zwischen beidem nachzuweisen. Es ist sicher richtig, dass das Schuldverschreibungsgesetz rechtstechnisch die Form des Beschlusses wählt, um kollektiv rationales Verhalten der Obligationäre zu *katalysieren* – das zwingt aber nicht zu dem Schluss, dass deshalb auch nur eine *inhaltlich kollektiv-rationale* Wahrnehmung des zur Verfügung gestellten Instruments möglich sein soll.

Faktisch kehrt Schmidtbleicher mit seiner Argumentationslinie das Regel-Ausnahme-Verhältnis in Bezug auf die Freiheit der Stimmrechtsausübung um. Das Stimmrecht steht den Obligationären als subjektives Recht zu und untersteht in seiner Ausübung deshalb wie jedes andere subjektive Recht auch im Grundsatz dem Schutz der Privatautonomie. Jede Beschränkung der grundsätzlichen Stimmrechtsausübungsfreiheit bedarf deshalb einer besonderen Rechtfertigung. Das gilt insbesondere auch für eine gerichtliche Ausübungskontrolle. Schmidtbleichers Maßstab objektiver Nützlichkeit läuft darauf hinaus, dass nicht die gerichtliche Kontrolle, sondern die autonome Ausübung des Stimmrechts rechtfertigungsbedürftig wird. Für diesen Schluss gibt aber jedenfalls<sup>243</sup> das Schuldverschreibungsgesetz selbst – und auf dessen Vorschriften kommt es für eine teleologische Argumentation maßgeblich an – keinen Anlass. Insbesondere legt das Schuldverschreibungsgesetz die Entscheidung darüber, sich an einem Sanierungsversuch des Schuldnerunternehmens zu beteiligen, ohne irgendwelche auf eine Regulierung der Zweckmäßigkeit abzielende Schranken in die Hände der Obligationäre. Dies ist auch kein Versehen des Gesetzgebers, das es zu korrigieren gilt, sondern ausweislich der Materialien ausdrücklich so gewollt – die Obligationäre „bedürfen keines übertriebenen Schutzes durch die gesetzliche Einschränkung ihrer Entscheidungsbefugnisse“. <sup>244</sup> Damit tragen die Obligationäre dem Grunde nach auch das Risiko einer „törichten“ Entscheidung – was mit einem teleologisch begründeten *objektiven* Nützlichkeitsanfordernis, welchem „törichte“ Entscheidungen diametral widersprechen, nicht vereinbar ist.

Die grundsätzliche Ambilanz des Schuldverschreibungsgesetzes gegenüber den mit seinen Instrumenten verfolgten Zwecken unterstreicht ferner der Umstand, dass sich gem. § 6 Abs. 1 Satz 1 SchVG die Stimmkraft jedes Obligationärs allein anhand des Nominalwerts seiner Berechtigung an der Anleihe bemisst, nicht hingegen an seinem wirtschaftlichen Interesse an selbiger. Obligationären mit einer *net short position* in der Anleihe<sup>245</sup> steht nach dem Gesetz dieselbe Stimmkraft je Teilschuldverschreibung zu wie Obligationären, die dem Risiko eines Wertverlusts der

<sup>243</sup> Zur Frage, inwiefern sich aus Treu und Glauben ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung in Gestalt eines objektiven Nützlichkeitskriteriums ableiten lässt, siehe unten § 11 C IV.

<sup>244</sup> Begründung eines Gesetzentwurfs der Bundesregierung zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 14 (linke Spalte).

<sup>245</sup> Dazu oben § 4 C II.

Anleihe voll<sup>246</sup> oder gar erhöht<sup>247</sup> ausgesetzt sind. Deshalb lässt sich dem Schuldverschreibungsgesetz auch keine schwach-positive teleologische Bindung des Stimmrechts im Sinne Servatius' entnehmen. Wenn das Schuldverschreibungsgesetz Obligationären mit wirtschaftlich völlig konträren Anreizen dieselben Rechte zu-billigt, lässt sich dem Gesetz schlicht keine positive Zielsetzung entnehmen.

In sich widersprüchlich würde das Regelungsregime des Schuldverschreibungsgesetzes aber, wenn es die Vereitelung des Zugangs zu seinen Instrumenten billigen würde. Man kann insoweit von einer hier sog. schwach-negativen teleologischen Bindung des Stimmrechts sprechen. Das Organisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG soll i. V. m. den Anleihebedingungen eine Überwindung der Kollektivhandlungsprobleme erleichtern. Aus dem Verbot institutionellen Rechtsmissbrauchs folgt deshalb, dass kein Obligationär sein Stimmrecht dazu verwenden darf, eine Überwindung der Kollektivhandlungsprobleme *um der Verhinderungs Willen selbst* zu verhindern.

## C. Reichweite des Rechtsmissbrauchsverbots

Was heißt dies nun für die Reichweite des Rechtsmissbrauchsverbots in Fällen einer *Verkürzung* oder einer *Vereitelung*?

### I. Verkürzung

#### 1. Unredlicher Erwerb der günstigen Position?

Ein Obligationär kann sein Sonderinteresse bereits anfänglich, d.h. vor Bekanntwerden des Restrukturierungsbedarfs innehaben oder sich diese erst nachträglich beschaffen. Den Verdacht der Unredlichkeit veranlasst allenfalls die zuletzt genannte Alternative. Dabei macht es wertungsmäßig keinen Unterschied, ob der Obligationär sich lediglich die konkurrierende Portfolio-Position, seine Stimmrechtsmacht aus Schuldverschreibungen, oder beides nachträglich verschafft; in jedem Fall erzeugt er selbst den für die übrigen Obligationäre gefährlichen Interessenskonflikt zielgerichtet und in Kenntnis des Restrukturierungsbedarfs.

##### a) „Gekaufter“ Konsens illegitim?

Florstedt ist nun der Ansicht, dass „ein ‚gekaufter‘ Konsens ersichtlich keine Zwangseingriffe rechtfertigen [kann]“.<sup>248</sup> Dabei meint Florstedt keineswegs ledig-

<sup>246</sup> Dazu oben § 4 A II.

<sup>247</sup> Dazu oben § 4 C I 2.

<sup>248</sup> Florstedt, ZIP 2014, 1513 (1519).

lich den Fall des (verbotenen) sog. „Stimmenkaufs“, bei dem einzelne Obligationäre für ein bestimmtes Abstimmverhalten entlohnt werden (§ 6 Abs. 2 SchVG). Sondern er meint eine hier als sog. *Verkürzung* interessierende Konstellation. Er beschreibt nämlich eine Situation, in der „Finanzinvestoren den erforderlichen Konsens unbemerkt und ohne rechtliche Kontrolle ‚kaufen‘“, um einen Beschluss „einer kleinen Minderheit – in extremis mit einem Anteil von 18,75 % nach § 15 Abs. 3, § 5 Abs. 3 SchVG“ herbeizuführen, „der andere gleichrangige Gläubiger besser stellt“.<sup>249</sup> In die hier verwendete Terminologie übersetzt ist Florstedt demnach der Ansicht, dass die nachträgliche Begründung eines Sonderinteresses (jedenfalls in Form der nachträglichen Verschaffung der Stimmrechtsmacht) *per se* einen Grund darstellt, dem darauf beruhenden Beschluss die Gültigkeit zu versagen. Nach dem Maßstab von Treu und Glauben wäre das insbesondere möglich, wenn das „Kauf eines Konsenses“ als unredliches früheres Verhalten der Stimmausübung den Vorwurf der Rechtsmissbräuchlichkeit einbrächte.

### b) Würdigung

Das allerdings lässt sich nicht überzeugend begründen. Damit der nachträgliche Hinzuerwerb von Stimmrechtsmacht oder einer konkurrierenden Portfolio-Position (oder beider) die spätere Stimmrechtsausübung „infizieren“ kann, müsste der Hinzuerwerb für sich betrachtet gegen eine (gesetzliche, vertragliche, sittliche) Norm verstoßen. Eine solche ist aber nicht ersichtlich. Selbst, wenn man in eine zwischen den Obligationären bestehende Rücksichtspflicht ein dahingehendes „Manipulationsverbot“ hineinlesen wollte, ließe sich damit jedenfalls kein Rechtsmissbrauch im engeren Sinne wegen unredlichen früheren Verhaltens begründen, da die verletzte Norm dann in der Rücksichtspflicht bestünde, nicht jedoch in einem (gesetzlichen, vertraglichen, sittlichen) „Hinzuerwerbsverbot“. Der Hinzuerwerb selbst stellt sich vielmehr als rechtmäßig sowie als wertungsmäßig zumindest ambivalent dar. Schließlich wäre es völlig unverdächtig, würde ein Obligationär sich ohne Sonderinteressen und mit besten Absichten Schuldverschreibungen hinzuerwerben, die ihm zusätzliche Stimmrechtsmacht verleihen, um etwa das Risiko einer zu großen Zahl rational apathischer Obligationäre abzubauen und dadurch die Sanierungschancen zu erhöhen.<sup>250</sup> Ebenso unverdächtig verhielte sich ein Obligationär, würde er eine konkurrierende Position hinzuerwerben, die ihm eine partielle Absicherung gegen eine besorgte übermäßige Wertminderung der Anleiheforderung verschafft.<sup>251</sup> Verdacht erregt ein Hinzuerwerb vielmehr allenfalls erst in Zusammenschau mit der Stimmrechtsausübung selbst. Für diese Konstellation liegt dann aber die Verfolgung eines nicht schutzwürdigen Eigeninteresses näher.

<sup>249</sup> Florstedt, ZIP 2014, 1513 (1519).

<sup>250</sup> Vgl. dazu oben § 4 B.

<sup>251</sup> Vgl. dazu oben § 4 C I 1.

## 2. Verfolgen nicht schutzwürdiger Eigeninteressen

Das Eigeninteresse des konfligierten Obligationärs besteht in der hier vorzunehmenden typisierenden Betrachtung darin, den Nettogesamtwert seines Portfolios zu steigern bzw. seine individuelle Sanierungslast zu minimieren.<sup>252</sup> Für sich allein betrachtet ist dieses Interesse nicht illegitim, entspricht es gar dem Individualinteresse jedes typischen Gläubigers, weshalb auch die übrigen (hier: typisierten) Umstände mit in die Abwägung einzubeziehen sind.

### *a) Überschreiten der Grenze einer sittenwidrigen Schädigung*

Das Eigeninteresse des konfligierten Obligationärs ist jedenfalls dann nicht schützenswert, wenn er mit seiner Stimmabgabe die Schwelle der sittenwidrigen Schädigung aus Eigensucht (siehe oben § 7 C II) überschreitet. Was sittenwidrig ist, ist erst recht nicht mit den von Treu und Glauben an Jedermann gestellten Grundanforderungen redlichen Verhaltens vereinbar. Von Interesse ist deshalb, inwiefern sich aus dem Rechtsmissbrauchsverbot gegenüber dem Gebot guter Sitten *strengere* Verhaltensmaßstäbe ableiten lassen. Es liegt nahe, dazu zwischen einem bereits anfänglich angelegten und einem erst nachträglich begründeten Interessenkonflikt zu unterscheiden.

### *b) Anfänglich angelegter Interessenkonflikt*

Ist der Interessenkonflikt bereits vor Bekanntwerden des Restrukturierungsbedarfs angelegt worden (und bleibt das Portfolio bis zur Abstimmung im Wesentlichen unverändert), erscheint es schwierig, eine darauf beruhende Stimmabgabe zugunsten einer *Verkürzung* als „grob unbilliges, mit der Gerechtigkeit nicht zu vereinbarendes“ Verhalten einzuordnen. Denn bei wirtschaftlicher Betrachtung fungiert die Stimmrechtsmacht aus den Schuldverschreibungen gleichsam einer Sicherheit gegen einen Wertverfall der konkurrierenden Portfolio-Position. Das Problem liegt dann eher in der fehlenden Publizität (da sich die übrigen Obligationäre nicht darauf einstellen können, dass sich einer unter ihnen derart „versichert“ hat), als in dem Umstand des Versichertseins selbst. Sich zu versichern bzw. Versichertsein ist alles andere als illegitim, und das „moralische Risiko“, dass dem Versicherten an dem versicherten Gegenstand nur ein geringeres oder kein Erhaltungsinteresse verbleibt, haben nach den allgemeinen Gefahrtragsregeln Versicherer und Allgemeinheit zu tragen. Schließlich kennt weder das Bürgerliche Recht noch das Schuldverschreibungsrecht einen allgemeinen Grundsatz, wonach nur derjenige Rechtsmacht ausüben darf, der auch die wirtschaftlichen Konsequenzen daraus trägt.<sup>253</sup> Die Konstellation ist auch nicht vergleichbar mit einer gläubigerbenachteiligenden Besicherung im Vorfeld einer Insolvenz, da der Aufbau der konkurrierenden Portfolio-Position ja unter-

<sup>252</sup> Dazu näher oben § 4 C II 1 b.

<sup>253</sup> Dazu ausführlich *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (60 ff.).

stelltermaßen „gutgläubig“ vor Bekanntwerden des Restrukturierungsbedarfs erfolgt ist und ein Benachteiligungsvorsatz deshalb regelmäßig auszuschließen ist.

Im Ergebnis lässt sich einem Obligationär, der aufgrund eines anfänglich angelegten Interessenkonflikts eine *Verkürzung* unterstützt, deshalb regelmäßig kein Vorwurf des Rechtsmissbrauchs im hier sog. engeren Sinne in Gestalt einer Verfolgung nicht schutzwürdiger Eigeninteressen machen, sofern er dabei nicht die Grenze zur sittenwidrigen Schädigung aus Eigensucht überschreitet. Das hier virulent werdende Problem der fehlenden Publizität von Fremdkapital-Positionen lässt sich nur durch den Gesetzgeber mitgieren.<sup>254</sup> Eine *generelle* Offenlegungspflicht ginge dabei freilich deutlich über das Maß hinaus, das der Anlass rechtfertigen würde; eine Offenlegungspflicht bestimmter, für die übrigen Obligationäre besonders gefährlicher Positionen sollte hingegen ernsthaft erwogen werden (dazu näher unter § 12 A I).

### c) Nachträglich begründeter Interessenkonflikt

Anders stellt sich die Situation im Fall eines erst nachträglich, nach Bekanntwerden des Restrukturierungsbedarfs begründeten Interessenkonflikts dar. Hier jenseits der Sittenwidrigkeitsschwelle eine unbeschränkte Vermögensverschiebung zuzulassen, hätte unerträgliche Konsequenzen. Denn die in Rede stehende Strategie würde dem sie „spielenden“ Obligationär stets einen *risikolosen Vorteil* auf Kosten der übrigen Obligationäre einbringen, die sich gegen ihre Zurücksetzung *nicht schützen können*. Würde das Recht eine solchermaßen dominante Strategie ihrem Schutz unterstellen, würde es die schutzwürdigen Interessen der übrigen Obligationäre völlig preisgeben. Ein solches Ergebnis erscheint durchaus als grob unbillig und mit der Gerechtigkeit nicht mehr vereinbar.

Die Interessenlage entspricht im Übrigen der eines Falles, für den auch der Bundesgerichtshof bereits ein rechtsmissbräuchliches Vorgehen bejaht hat: Im entschiedenen Fall hatte eine Bank, deren (gegenwärtige wie zukünftigen) Forderungen gegen den insolvenzbedrohten Schuldner aufgrund der Banken-AGB umfassend besichert waren, Forderungen ungesicherter Gläubiger hinzuerworben, um (nicht zuletzt auch in deren Interesse) die zugunsten der Bank bestellten Sicherheiten voll „ausschöpfen“ zu können. Für den Bundesgerichtshof ist „(e)ine solche Verhältnungsweise (...) mit den zwischen Bank und Bankkunden bestehenden, auf einem Vertrauensverhältnis beruhenden Rechtsbeziehungen und dem schutzwürdigen Interesse des späteren Gemeinschuldners an einer möglichst gleichmäßigen und weitgehenden Befriedigung seiner Gläubiger schlechthin nicht zu vereinbaren.“<sup>255</sup> Im Fall einer *Verkürzung* ist das Vorgehen des konfligierten Obligationärs mit dem „Auffüllen“ noch ungenutzter, aber bereits bestellter Sicherheiten wirtschaftlich

<sup>254</sup> Zur Ablehnung einer Offenlegungspflicht konkurrierender Positionen *de lege lata* vgl. unten § 9 C I 1 b.

<sup>255</sup> BGH, Urteil vom 30. 10. 1974 – VIII ZR 81/73, NJW 1975, 122 (123).

durchaus vergleichbar. Als Sicherheit fungiert hier die mit der Anleihe-Position verbundene Stimmrechtsmacht, die eine Verschiebung der Sanierungslast von den übrigen gegen den Schuldner gerichteten Positionen des konfligierten Obligationärs auf die übrigen Obligationäre ermöglicht. Der Schuldner hat ein schützenswertes Interesse an einer als möglichst „fair“ empfundenen Verteilung der Sanierungslast, weil andernfalls seine Reputation am Markt für Fremdkapital leiden und sich seine zukünftigen (Re-)Finanzierungskonditionen verschlechtern können. Allein ein besonderes Vertrauensverhältnis wird man typischerweise zwischen einem Anleiheemittenten und seinen (auch sonstigen Finanz-)Gläubigern nicht bejahen können. Bei dem Vertrauensverhältnis handelt es sich aber um ein Merkmal, auf das Lehre und Rechtsprechung schon seit längerem nicht mehr zurückgreifen, um den Grundsatz von Treu und Glauben zur Anwendung zu bringen;<sup>256</sup> es trägt die Begründung des Urteils also nach heutigem Verständnis nicht.

Es handelt deshalb rechtsmissbräuchlich, weil ohne schutzwürdiges Eigeninteresse, wer aufgrund eines nachträglich begründeten Interessenkonflikts einen Beschlussantrag unterstützt, der die übrigen Obligationäre gezielt schlechter stellt.

#### d) Indizien und Beweislast

Offen blieb bislang, woran zu erkennen ist, dass ein Obligationär aufgrund eines nachträglich begründeten Interessenkonflikts eine *Verkürzung* unterstützt. Man wird hier maßgeblich an seiner Initiative für den Beschlussantrag anknüpfen können. Macht ein Obligationär einen Beschlussvorschlag bzw. stellt er einen Gegenantrag zu einem anderweitig eingebrachten Vorschlag, der eine niedrigere Bewertung der Anleihe impliziert, als es die übrigen Vorschläge bzw. Anträge tun, lässt dies *prima facie* den Schluss auf einen Interessenkonflikt zu, wenn der Beschluss ohne seine (und die ihm zuzurechnenden) Stimmen keine Mehrheit fände; wenn also ein relativ zu den zur Abstimmung stehenden Varianten ungünstigerer Beschluss nur dank der Stimmen eines Obligationärs und gegebenenfalls von ihm abhängiger Unternehmen zustande kommt. Denn man wird insoweit zumindest für die Verteilung der prozessualen Darlegungslast unterstellen dürfen, dass er die Mehrheit der übrigen Obligationäre davon hätte überzeugen können, dass von mehreren Vorschlägen nur sein Vorschlag bzw. Antrag ausreicht, um für die erforderliche Entlastung des Schuldners zu sorgen, wenn die dem Vorschlag bzw. Antrag zugrunde liegende Bewertung nicht lediglich der Förderung seiner Sonderinteressen dienlich ist. Es liegt dann im Falle einer Anfechtung des Beschlusses an dem beklagten Schuldner, den Verdacht auf geeignetem Wege auszuräumen. Für den Schuldner ist dies nicht notwendig unmöglich, auch wenn dies auf den ersten Blick anders erscheinen mag (zumal er sich der Hilfe des den Beschluss stützenden Obligationärs sicher sein dürfte). Denn wie oben (§ 4 C II 1 a)) bereits dargelegt wurde, geht die Strategie einer *Verkürzung* regelmäßig (bei Abwesenheit von Hebeleffekten) nur auf, wenn der sie

---

<sup>256</sup> Vgl. zur parallelen Entwicklung im Kapitalgesellschaftsrecht oben § 7 A II 3.



spielende Obligationär mindestens einen Anteil aller profitierenden Positionen hält, der seinem Anteil an der Anleihe entspricht. Soweit der Schuldner einen hinreichend großen Teil seiner Gläubiger kennt, was im Rahmen von Sanierungsverhandlungen nicht fernliegend ist, ist es ihm daher auch prinzipiell möglich zu zeigen, dass der Beschluss nicht lediglich auf einem Sonderinteresse beruhen kann: Indem er nämlich zeigt, dass von der *Verkürzung* zuvorderst Gläubiger profitieren, die nicht mit dem verdächtigten Obligationär identisch oder mit ihm verbunden sind, und der verbleibende Rest an umverteiltem Vermögen nicht ausreicht, um die Verluste des verdächtigten Obligationärs aufzuwiegen.

### 3. Kein institutioneller Rechtsmissbrauch

Ein institutioneller Rechtsmissbrauch scheidet in Fällen einer *Verkürzung* von vornherein aus. Durch seine positive Stimmabgabe trägt der konfligierte Obligationär schließlich zur Überwindung der Kollektivhandlungsprobleme der Anleihegläubiger bei – und zum Inhalt der Stimmabgabe verhält sich das Verbot institutionellen Rechtsmissbrauchs nicht.

## II. Vereitelung

### 1. Verfolgen nicht schutzwürdiger Eigeninteressen

#### *a) Überschreiten der Grenze einer sittenwidrigen Schädigung*

Wer eine positive Beschlussfassung aufgrund eines Interessenkonflikts zu vereiteln sucht, handelt jedenfalls dann ohne schutzwürdiges Eigeninteresse, wenn er dadurch die übrigen Obligationäre zugleich in sittenwidriger Weise aus Eigensucht schädigt.

#### *b) Keine strengeren Verhaltensregeln nach Treu und Glauben*

Dass sich aus Treu und Glauben ein strengerer Maßstab ableiten lässt, der schon früher als bei objektiv evidenter Schädigung und subjektiv vorsätzlichem Vorgehen greift, kann demgegenüber nicht überzeugen:

An der objektiven Evidenz ist schon deshalb festzuhalten, weil sich ohne zweifelsfreien Nachteil für die übrigen Obligationäre keine „Unerträglichkeit“ des Ergebnisses begründen lässt. Die Billigkeitsfunktion von Treu und Glauben misst schließlich mit einem Unerträglichkeits-Maßstab – wozu sie das Risiko falsch-positiver Eingriffe minimieren und dazu falsch-negative Beschlusskontrollen in Kauf nehmen muss, wo sich kein eindeutiger Nachteil nachweisen lässt.

Wollte man den konfligierten Obligationär auf subjektiver Ebene strenger behandeln, hieße das im praktischen Ergebnis, auf besondere subjektive Merkmale in

aller Regel zu verzichten. Denn eine objektiv evident zweckmäßige Maßnahme ist *per definitionem* als solche ohne Weiteres erkennbar, einem jedem opponierenden Obligationär wäre deshalb stets (auch grob) fahrlässiges Verkennen der Lage vorwerfbar. Ein rechtsmissbräuchliches Vereiteln im praktischen Ergebnis aber allein daran festzumachen, dass die Maßnahme evident zweckmäßig ist und ihre Ablehnung dem opponierenden Obligationär einen Vorteil bringt, erscheint vor dem Hintergrund einer fehlenden „Sanierungspflicht“ von Gläubigern als nicht mehr vertretbar. An dem Vorsatzerfordernis ist deshalb auch für Zwecke der Prüfung eines (individuellen) Rechtsmissbrauchs in Gestalt der Verfolgung nicht schutzwürdiger Eigeninteressen festzuhalten – ein (grob) fahrlässiges Verkennen der objektiven Lage nimmt der Stimmrechtsausübung eines konfligierten Obligationärs noch nicht ihre Schutzwürdigkeit.

## 2. Institutioneller Rechtsmissbrauch

Keinen größeren Schutz gewährt im Ergebnis auch das Verbot des institutionellen Rechtsmissbrauchs. Eine „Vereitelung um der Vereitelungs Willen“ setzt gleichfalls voraus, dass der konfligierte Obligationär subjektiv von der Zweckmäßigkeit des Sanierungsversuchs ausgeht; andernfalls stellt sich sein ablehnendes Stimmverhalten schon begrifflich nicht als *Vereitelung* dar.

## D. Fazit

Ein Stimmrechtsmissbrauch im engeren Sinne gemäß § 242 BGB setzt voraus, dass die Ausübung des Stimmrechts im konkreten Einzelfall mit Blick auf die von ihr berührten Interessen (individueller Rechtsmissbrauch) oder auf den Sinn und Zweck des Stimmrechts (institutioneller Rechtsmissbrauch) zu einem mit Treu und Glauben unvereinbaren, schlechthin untragbaren Ergebnis führt. Mit Blick auf den individuellen Rechtsmissbrauch ist eine *Verkürzung* insbesondere an den Fallgruppen eines unredlichen Erwerbs der eigenen (Rechts-)Position sowie eines fehlenden schutzwürdigen Eigeninteresses zu messen; bei einer *Vereitelung* liegt nur letzteres nahe. Da der Hinzuerwerb von Stimmrechtsmacht nach Bekanntwerden des Restrukturierungsbedarfs nicht *per se* gesetzes-, sitten- oder vertragswidrig ist, kann eine *Verkürzung* nicht wegen unredlichen Erwerbs der eigenen Position missbräuchlich sein. Als missbräuchlich, weil kein schutzwürdiges Eigeninteresse verfolgt erweist sich hingegen eine *Verkürzung*, die auf einem erst nachträglich nach Bekanntwerden des Restrukturierungsbedarfs begründeten Sonderinteresse beruht. Solche Fallgestaltungen generieren einen risikolosen Vorteil als Kehrseite von Nachteilen, gegen die sich die Betroffenen nicht selbst wehren können, und können deshalb nicht als legitim zugelassen werden. Für die Fälle einer *Vereitelung* ergibt sich aus dem individuellen Rechtsmissbrauchsverbot hingegen kein strengerer Maßstab als aus dem Gebot guter Sitten. Dasselbe gilt für das Verbot institutionellen

Rechtsmissbrauchs. Diesem ist lediglich zu entnehmen, dass eine Überwindung der Kollektivhandlungsprobleme nicht um ihrer selbst willen verhindert werden darf – was im Ergebnis nur dann der Fall ist, wenn die Voraussetzungen vorliegen, unter denen eine *Vereitelung* sich als sittenwidrig erweist. Eine stärkere teleologische Aufladung des Stimmrechts ist abzulehnen, weil sich den Normen des Schuldverschreibungsgesetzes letztlich keine besonderen inhaltlichen Vorgaben für die Stimmrechtsausübung entnehmen lassen.

## § 9 Bindung an die Rücksichtspflicht (§§ 241 Abs. 2, 242 BGB)

Als dritte bewegliche Schranke ist auf die Rücksichtspflicht gemäß §§ 241 Abs. 2, 242 BGB einzugehen. Nach verbreiteter Ansicht spielt eine Rücksichtspflicht die entscheidende Rolle zur Regulierung der Stimmrechtsmacht im Recht der Unternehmensanleihen – doch welche Gestalt diese Pflichtbindung konkret anzunehmen hat, steht in Streit. So ist bei den einen von einer „allgemeinen Treuepflicht in gesteigertem Maße“<sup>257</sup> die Rede, andere sprechen von „Kooperationspflichten“,<sup>258</sup> wieder andere von einer „Loyalitätsverpflichtung“,<sup>259</sup> zum Teil werden auch „Treuepflichten“<sup>260</sup> nach gesellschaftsrechtlichem Vorbild vertreten. Alle diese Pflichtbindungen lassen sich unter den Begriff der Rücksichtspflicht fassen (dazu A.) und sind auf das Bestehen einer Sonderverbindung unter den Obligationären als Entstehungsgrundlage angewiesen (dazu B.). Inhaltlich überzeugt allein eine Rücksichtspflicht in Gestalt der allgemeinen Loyalitätspflicht (dazu C.), die das Schutzniveau gegenüber den bisher untersuchten Schranken noch einmal leicht anhebt (dazu D.).

### A. Begriff der Rücksichtspflicht

Wer zur Rücksicht verpflichtet ist, hat sich nach allgemeinem Sprachgebrauch auf eine Weise zu verhalten, die die besonderen Interessen anderer beachtet.<sup>261</sup> Im juristischen Sprachgebrauch wird näher dahingehend differenziert, welche Art von Interessen in welcher Intensität durch welche Art von Verhalten zu beachten sind. So

<sup>257</sup> *Seibt/Schwarz*, ZIP 2015, 401 (411).

<sup>258</sup> *Steffek*, in: FS Hopt, 2597 (2607).

<sup>259</sup> *Vogel*, ILF WP Series No. 137 (03/2013), S. 3; ähnlich *Kiem*, in: Hopt/Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, § 20 Rn. 92: „Loyalitätsbindungen“.

<sup>260</sup> *Heldt*, in: FS Teubner 2009, 315 (325); *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 254 ff.; *U. Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 220 ff.; *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 320 ff.

<sup>261</sup> Vgl. [www.duden.de](http://www.duden.de).

unterscheidet man gemeinhin zwischen einer Rücksicht auf das *Integritätsinteresse* einerseits und auf das *Leistungsinteresse* andererseits; zwischen *Schutzpflichten*, *Loyalitätspflichten* und *allgemeinen* wie *speziellen Treuepflichten*. Da das Gesetz nur die wenigsten dieser Begriffe selbst verwendet, differiert die Zuordnung konkreter Inhalte zu den verschiedenen Unterbegriffen der Rücksichtspflicht von Autor zu Autor. Wohl am üblichsten, und deshalb auch im Folgenden zugrunde gelegt, ist eine Paarung von Integritätsinteressen mit Schutzpflichten auf der einen Seite und von Leistungsinteressen mit Treuepflichten auf der anderen, während Loyalitätspflichten vorwiegend mit vorsätzlichem Verhalten assoziiert werden.

## I. Schutzpflicht

Die sog. Schutzpflicht<sup>262</sup> ist seit der Schuldrechtsreform in § 241 Abs. 2 BGB normiert. Hiernach kann ein Schuldverhältnis nach seinem Inhalt jeden Teil zur Rücksicht auf die Rechte, Rechtsgüter und Interessen des anderen Teils verpflichten. Die Schutzpflicht übernimmt die Funktion, innerhalb einer Sonderverbindung das Integritätsinteresse vor Schäden zu schützen und verlangt von ihrem Schuldner ein entsprechend sorgfältiges Verhalten und gegebenenfalls ein schadenvermeidendes Tätigwerden.<sup>263</sup>

## II. Treuepflicht

### 1. Allgemeine Treuepflicht

Demgegenüber zielen die aus § 242 BGB folgenden allgemeinen Treuepflichten zuvorderst auf den Schutz des Leistungsinteresses ab, sollen also das Erreichen des Leistungszwecks der Sonderbeziehung fördern.<sup>264</sup> Neben einer Pflicht zur gegenseitigen Rücksicht hinsichtlich der Art und Weise der Leistungserbringung und

---

<sup>262</sup> Diesen Begriff verwendet insbesondere die Begründung des Entwurfs eines Gesetzes zur Modernisierung des Schuldrechts, BT-Drucks. 14/6040, S. 93 (linke Spalte), 125 (linke und rechte Spalte); und ebenso *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 241 Rn. 19, 44; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 241 Rn. 9; *Schulze*, in: Schulze/Dörner/Ebert (Hrsg.), BGB (10. Aufl. 2019), Vor §§ 241–853 Rn. 21.

<sup>263</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 241 Rn. 45; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 241 Rn. 10; *Schulze*, in: Schulze/Dörner/Ebert (Hrsg.), BGB (10. Aufl. 2019), Vor §§ 241–853 Rn. 21; a. A. *Bachmann*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 241 Rn. 50, 57, der in § 241 Abs. 2 außer Schutzpflichten „i. e. S.“ auch „alle über die Leistung hinausgehenden weiteren Verhaltenspflichten des Schuldners“ verankert und insoweit auch die Verwirklichung des Leistungsinteresses geschützt sieht.

<sup>264</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 5; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 241 Rn. 9.

-annahme<sup>265</sup> gehören dazu auch die Leistungstreuepflicht<sup>266</sup> sowie etwaige Mitwirkungs-,<sup>267</sup> Auskunfts- und Aufklärungspflichten.<sup>268</sup>

## 2. Treuepflicht im engeren Sinne, insbesondere gesellschaftsrechtliche Treuepflicht

Wo diese allgemeinen Treuepflichten des § 242 BGB einen besonders prominenten Platz innerhalb der Sonderverbindung einnehmen, lässt sich von einer hier sog. „Treuepflicht im engeren Sinne“ sprechen. Das gilt richtigerweise insbesondere für die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht.<sup>269</sup> Bei der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht handelt es sich genau genommen um einen Oberbegriff, der drei verschiedene Schranken in sich vereint: Die subjektiv-individuelle Treuepflicht („gesellschaftsrechtliche Treuepflicht im engeren Sinne“), das Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen, und das Erfordernis sachlicher Rechtfertigung (häufig „materielle Beschlusskontrolle“).<sup>270</sup> Zur Kategorie der hier interessierenden (individuellen) Rücksichtspflicht gehören lediglich die beiden zuerst genannten Schranken; das Erfordernis sachlicher Rechtfertigung wird deshalb an späterer Stelle gesondert behandelt (dazu § 13). Die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht im engeren Sinne verlangt von einem Gesellschafter, im Rahmen des Zumutbaren „das Erreichen des Gesellschaftszwecks aktiv zu fördern, alles zu unterlassen, was den gemeinsamen Zweck gefährden oder gar vereiteln könnte, und bei der Ausübung seiner Rechte und Pflichten als Gesellschafter auf die legitimen Belange der Gesellschaft und seiner

<sup>265</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 40 f.; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 17 f.

<sup>266</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 43 ff.; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 27; für *Bachmann*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 241 Rn. 95 ff. gehören die entsprechenden Fallgruppen zu den „Leistungssichernden Nebenpflichten“.

<sup>267</sup> *Bachmann*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 241 Rn. 72 ff. (diese allerdings dem § 241 BGB zuordnend, vgl. oben Fn. 263); *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (3. Aufl. 2016), § 242 Rn. 46 ff.; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 23.

<sup>268</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 49 ff.; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 19 ff.

<sup>269</sup> Als spezieller Fall der allgemeinen Treuepflicht i.S.d. § 242 BGB wird die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht eingestuft von u. a. – aus der gesellschaftsrechtlichen Literatur: *Altmeyen*, in: Altmeyen, GmbHG (10. Aufl. 2021), § 13 Rn. 30 f.; *Boese*, Die Anwendungsgrenzen des Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung bei HV-Beschlüssen, S. 62; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht (4. Aufl. 2002), § 20 IV 1 b, S. 588; *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 242 ff.; aus der zivilrechtlichen Literatur: *Canaris*, ZHR 143 (1979), 113 (116); *Krebs*, Sonderverbindung und außerdeliktsche Schutzpflichten, S. 121; *ders.*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 56; *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 27 (als Ausprägung der Leistungstreuepflicht); *Schubert*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 242 Rn. 193.

<sup>270</sup> *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 252.

Mitgesellschafter angemessen Rücksicht zu nehmen“.<sup>271</sup> Was im Einzelnen zumutbar ist, bestimmt sich vor allem nach den Einflussmöglichkeiten des Einzelnen und der Realstruktur des betreffenden Verbands.<sup>272</sup> So tritt im Recht der Publikums-Aktiengesellschaft das Moment der aktiven Förderungspflicht nahezu<sup>273</sup> gänzlich zurück und die Treuepflichtbindung beschränkt sich im Wesentlichen darauf, Zuwiderhandlungen gegen den Verbandszweck zu unterlassen.<sup>274</sup> Wer sich auf die Treuwidrigkeit eines Eingriffs in seine Mitgliedschaftsrechte beruft, hat darzulegen, dass die Maßnahme nicht geboten, nicht erforderlich oder unverhältnismäßig ist.<sup>275</sup>

So definiert, lassen sich die Schutzbereiche der Schutzpflichten (Integritätsinteresse) und der allgemeinen Treuepflichten (Leitungsinteresse) mehr oder weniger trennscharf auseinanderhalten, während die Treuepflicht im engeren Sinne beide Schutzbereiche in sich vereint.

### III. Loyalitätspflicht

Ähnlich verhält es sich auch mit der sog. Loyalitätspflicht:<sup>276</sup> Sie schützt sowohl das Integritäts- als auch das Leistungsinteresse, beschränkt sich aber als eine „Art § 826 der Sonderverbindung“ auf vorsätzliche Schädigungen der Gegenseite.<sup>277</sup> Das „Verbot illoyalen Verhaltens“ verlangt also nur einen „absoluten Mindeststandard“<sup>278</sup> und beschränkt sich darauf, vorsätzlich schädigendes Verhalten zu verbieten, verlangt aber kein aktives Tätigwerden. In Austauschbeziehungen dient das Verbot illoyalen Verhaltens der Rechtfertigung außerordentlicher Rechtsfolgen, insbesondere einer vorzeitigen Beendigung der Beziehung.<sup>279</sup>

<sup>271</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 57; vgl. auch die Formulierungen bei *Mansel*, in: Jauernig, BGB (18. Aufl. 2021), § 242 Rn. 27; *Fastrich*, in: Baumbach/Hueck, GmbHG (22. Aufl. 2019), § 13 Rn. 21; *Habersack*, Die Mitgliedschaft als subjektives und ‚sonstiges‘ Recht, S. 97; *Hüffer*, FS Steindorff 1990, 59 (69); *Winter*, Mitgliedschaftliche Treupflichten im GmbH-Recht, S. 96 f.

<sup>272</sup> BGH, Urteil vom 1.2.1988 – II ZR 75/87, BGHZ 103, 184 (195) = ZIP 1088, 301 („Linotype“); Urteil vom 20.3.1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739 (1741) („Girmes“); *Seibr*, TIP 2014, 1909 (1910); *Timm*, WM 1991 481 (483).

<sup>273</sup> Im Ausnahmefall können Zustimmungspflichten bestehen, vgl. BGH, Urteil vom 20.3.1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739 (1743) („Girmes“); *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 281.

<sup>274</sup> *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 281; *Kort*, ZIP 1990, 294 (295 f.).

<sup>275</sup> *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 255.

<sup>276</sup> *Bachmann*, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 241 Rn. 101 ff. setzt hingegen Loyalitätspflichten mit allgemeinen Treuepflichten gleich.

<sup>277</sup> Wie hier *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 5.

<sup>278</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 54.

<sup>279</sup> *Krebs*, ebd.

## B. Entstehungsgrundlage einer besonderen Rücksichtspflicht

Allen diesen Varianten der Rücksichtspflicht im weiteren Sinne ist gemein, dass sie nicht gegenüber Jedermann geschuldet sind – innerhalb der „Jedermannsbeziehungen“ gilt lediglich der allgemeine deliktische Haftungsmaßstab. Besondere Rücksichtspflichten bedürfen vielmehr eines besonderen Entstehungsgrundes, der weithin als „Sonderverbindung“<sup>280</sup> bezeichnet wird. Es müsste sich demnach eine Sonderverbindung unter den Obligationären nachweisen lassen, um ihre Stimmrechtsausübung an einer Schutzpflicht, Treuepflicht (im engeren Sinne) oder Loyalitätspflicht messen zu können.

### I. Sonderverbindung als Entstehungsgrund gegenseitiger Rücksichtspflichten

#### 1. Begriff und Funktion der Sonderverbindung

Der Begriff der Sonderverbindung fungiert als Sammelbegriff für alle Schuldverhältnisse im engeren Sinne (mit primärer Leistungs- oder Unterlassungspflicht i. S. v. § 241 Abs. 1 BGB) sowie die sog. Schutzpflichtverhältnisse (Schuldverhältnisse ohne primäre Leistungs- oder Unterlassungspflicht, § 241 Abs. 2 BGB).<sup>281</sup> Ausgehend von den Rechtsfolgen lassen sich drei Funktionen der Sonderverbindung identifizieren:<sup>282</sup> Zum einen kompensiert das gegenüber dem Deliktsrecht strengere Haftungsregime<sup>283</sup> die sonderverbindungsspezifisch erhöhten Einwirkungsmöglichkeiten der Gegenseite auf die Rechtsgüter des Gefährdeten und dessen reduzierte Verteidigungsmöglichkeiten. Zum anderen fördert die Sonderverbindung einen etwaig bestehenden Leistungs- bzw. Unterlassungszweck. Und schließlich ermöglicht sie eine Ausdifferenzierung der Pflichten nach Art und konkreten Anforderungen der spezifischen Beziehung. Diese Funktionen einer Sonderverbindung sind im Hinterkopf zu behalten, wo es um die Frage geht, ob sich bestimmte Lebenssachverhalte als Sonderverbindung qualifizieren lassen oder nicht.

<sup>280</sup> Zurückgehend auf *Stammler* (1897), *Krebs*, Sonderverbindung und außerdeliktische Schutzpflichten, S. 3.

<sup>281</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 241 Rn. 24; *Schulze*, in: Schulze/Dörner/Ebert (Hrsg.), BGB (10. Aufl. 2019), Vor §§ 241–853 Rn. 9, 15, 22.

<sup>282</sup> Zum Folgenden *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 241 Rn. 31.

<sup>283</sup> Innerhalb von Sonderverbindungen gelten insbesondere die Zurechnung des Verschuldens von Hilfspersonen gemäß § 278 BGB (im Deliktsrecht demgegenüber lediglich § 831 BGB), die Umkehrung der Darlegungs- und Beweislast hinsichtlich des Vertretenmüssens gemäß § 280 Abs. 1 Satz 2 BGB (anders § 823 Abs. 1 BGB), sowie ein umfassender Vermögensschutz, § 280 Abs. 1 Satz 1 BGB (anders § 823 BGB).

## 2. Abgrenzungskriterien

Zur Abgrenzung der Sonderverbindungen von den deliktischen Jedermannsbeziehungen bedarf es Kriterien, die eine möglichst trennscharfe und für die Betroffenen vorhersehbare Unterscheidung der Haftungsregimes ermöglichen. Im Rahmen der Schuldrechtsreform haben die im Allgemeinen auf Treu und Glauben gemäß § 242 BGB beruhenden Schutzpflichtverhältnisse in § 311 Abs. 2 und 3 BGB eine – teilweise – Positivierung erfahren. Die gesetzliche Normierung hat das Abgrenzungsproblem zwar für einige der wichtigsten Fallgruppen entschärft (insbesondere für die vorvertraglichen Beziehungen, die *culpa in contrahendo*, § 311 Abs. 2 Nr. 1 und 2 BGB), ist jedoch keineswegs abschließend gemeint.<sup>284</sup> Insbesondere erfasst § 311 Abs. 2 Nr. 3 BGB, wonach ein Schutzpflichtverhältnis auch durch „ähnliche geschäftliche Kontakte“ entstehen kann, anerkanntermaßen nicht die Gesamtheit aller Sonderverbindungen außerhalb von Schuldverhältnissen i. S. v. § 241 Abs. 1 BGB und vorvertraglichen Beziehungen, sondern lediglich solche Sonderverbindungen, die den vorvertraglichen Beziehungen der Nr. 1 und 2 ähneln (siehe die amtliche Überschrift der Norm: „*rechtsgeschäftsähnliche* Schuldverhältnisse“).<sup>285</sup> Es ist bis heute nicht abschließend geklärt, ob und inwiefern sich die Gesamtheit aller Sonderverbindungen auf einen einheitlichen Haftungsgrund zurückführen lässt.<sup>286</sup> Im Rennen sind im Wesentlichen drei (Gruppen von) Erklärungsmustern, die häufig auch kombiniert herangezogen werden:

### *a) Gesteigerte Einwirkungsmöglichkeit durch qualifizierten Kontakt*

Nach der sog. Lehre vom sozialen Kontakt liegt der zentrale Haftungsgrund von Sonderverbindungen in den gesteigerten Einwirkungsmöglichkeiten, die ein geschäftlicher bzw. organisierter bzw. finaler („qualifizierter“) Kontakt herstellt. Diese Lehre hat ihren Niederschlag in § 311 Abs. 2 Nr. 2 BGB gefunden.<sup>287</sup>

Als alleiniges Kriterium reicht ein qualifizierter Kontakt mit gesteigerter Einwirkungsmöglichkeit jenseits einer Vertragsanbahnung in aller Regel nicht aus, um eine Sonderverbindung zu begründen. Andernfalls bestünde auch unter den Teilnehmern im Straßenverkehr eine Sonderverbindung, oder jedenfalls dann, wenn sich zwei von ihnen Signale geben<sup>288</sup> – was ersichtlich nicht richtig sein kann. Die Lehre vom sozialen Kontakt wird deshalb zumeist mit weiteren Aspekten kombiniert.

<sup>284</sup> Begründung des Entwurfs eines Gesetzes zur Modernisierung des Schuldrechts, BT-Drucks. 14/6040, S. 125 (rechte Spalte).

<sup>285</sup> Becker, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 311 Rn. 99.

<sup>286</sup> Nach Emmerich, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 311 Rn. 41 muss der Versuch, einen einheitlichen Haftungsgrund zu finden, „wohl aufgegeben werden“.

<sup>287</sup> Krebs, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 241 Rn. 27.

<sup>288</sup> Krebs, Sonderverbindung und außerdeltische Schutzpflichten, S. 175.



### *b) Gewährtes und in Anspruch genommenes Vertrauen*

Häufig kombiniert wird die Lehre vom sozialen Kontakt mit dem Gedanken der Haftung für gewährtes und in Anspruch genommenes besonderes Vertrauen, der maßgeblich auf die von Canaris<sup>289</sup> entwickelten Konzepte der Erklärungs haftung und der Anvertrauenshaftung zurückgeht und auf dem die Regelung in § 311 Abs. 2 Nr. 1 BGB beruht.<sup>290</sup>

### *c) Rechtskreiseröffnung bzw. -überschneidung*

Von Frost stammt die Idee, die Sonderverbindung als den Bereich zu denken, in dem die deliktsrechtliche „abwehrbereite Isolation“ aufgegeben ist.<sup>291</sup> Das ist zum einen bei einer gewillkürten Rechtskreiseröffnung der Fall („Sonderverbindung mit positiver Zielsetzung“), wo also die Rechtskreise der Beteiligten zueinander hin geöffnet werden, um ein bestimmtes (heteronorm vom Gesetz oder autonom von den Parteien selbst gesetztes) positives Ziel zu fördern;<sup>292</sup> zum anderen in Fällen situationsbedingter Rechtskreisüberschneidung („Sonderverbindung mit negativer Zielsetzung“), wo sich die Rechtskreise der Beteiligten insbesondere aufgrund mehrfacher (sachen-)rechtlicher Zuordnung bestimmter Gegenstände überlagern bzw. überschneiden und deshalb eine Abgrenzung der jeweiligen Rechte und Pflichten in Bezug auf den Gegenstand erforderlich wird.<sup>293</sup>

## **II. Sonderverbindung unter den Obligationären**

Wo ist vor dem Hintergrund dieser Abgrenzungskriterien das Verhältnis der Obligationäre untereinander zu verorten: innerhalb der Jedermannsbeziehungen oder als Sonderverbindung? – Zur Beantwortung dieser Frage ist es sinnvoll, danach zu unterscheiden, ob die §§ 5 ff. SchVG (Mehrheitsentscheidungssystem) anwendbar sind (sog. Opt-in, dazu 2.) oder nicht (dazu 1.).

### **1. Ohne Opt-in**

Ohne einen Opt-in in das Organisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG lässt sich eine Sonderverbindung unter den Obligationären jedenfalls nicht begründen.<sup>294</sup> Zwar

<sup>289</sup> Canaris, Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht, S. 491 ff.; ders., FS Larenz 1983, 27; ders., AcP 200 (2000), 273 (304 ff.).

<sup>290</sup> Krebs, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 241 Rn. 28.

<sup>291</sup> Frost, „Vorvertragliche“ und „vertragliche“ Schutzpflichten, S. 64.

<sup>292</sup> Dies., ebd.

<sup>293</sup> Dies., a. a. O., S. 65.

<sup>294</sup> Im Ergebnis ebenso, aber mit abweichender Begründung Freudenberger, Das Schuldverschreibungsgesetz und die kollektive Bindung von Anleihebedingungen, S. 36 f.; vgl. auch

gilt auch ohne erfolgten Opt-in stets der Grundsatz der kollektiven Bindung gemäß § 4 Satz 1 SchVG. Die aus der kollektiven Bindung folgenden Konsequenzen rechtfertigen aber nach keinem der oben skizzierten Maßstäbe eine „Aufwertung“ der Beziehung unter den Obligationären zu einer Sonderverbindung in Form eines Schutzpflichtverhältnisses. Unabhängig von der Frage, inwieweit sich die Obligationäre auf qualifizierte Weise im Sinne der Lehre vom sozialen Kontakt begegnen, ist mit der kollektiven Bindung jedenfalls keinerlei gesteigerte Einwirkungsmöglichkeit auf Rechtsgüter anderer Obligationäre verbunden. Im Gegenteil *unterbindet* die kollektive Bindung eine Beeinträchtigung des Interesses (auch) der Obligationäre an einer jederzeitigen inhaltlichen Austauschbarkeit der zur Gesamtemission gehörenden Teilschuldverschreibungen.<sup>295</sup> Aus diesem Grund lässt sich auch nicht von einer Rechtskreisöffnung sprechen – die Rechtskreisgrenzen der einzelnen Obligationäre werden durch die kollektive Bindung im Gegenteil zusätzlich verschlossen, indem im „Schutzbereich“ der kollektiven Bindung sogar eine von einzelnen Obligationären gewollte Öffnung untersagt wird. Auch von einer situationsbedingten Rechtskreisüberschneidung kann keine Rede sein, da dies eine *rechtliche* Mehrfachzuordnung desselben Gegenstands voraussetzt, von den Obligationären aber allenfalls das *wirtschaftliche* Ausfallrisiko ihres gemeinsamen Schuldners „gemeinsam“ getragen wird.<sup>296</sup> Insbesondere steht den Obligationären weder der ausstehende Gesamtbetrag aus der Anleihe noch ein „mehrseitiges Gestaltungsrecht“ zur Änderung der Anleihebedingungen gemeinsam zu.<sup>297</sup> Schlussendlich sind auch keine Gründe ersichtlich, in dem solcherart „unverbundenen“ Nebeneinander ein Moment des gegenseitigen Anvertrauens der eigenen anleihebezogenen Vermögensinteressen zu erblicken. Die Obligationäre stehen sich mit Blick auf ihre jeweiligen Vermögensinteressen ohne Opt-in kaum näher als beliebige andere Gläubiger desselben Schuldners.

---

*Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 37 f.; a. A. *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 364 f., 394 (dazu näher unter § 11 C 2; ihm folgend *Grünwald*, Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkung in der Unternehmenssanierung, S. 218 f., 222.

<sup>295</sup> Näher zur Funktion der kollektiven Bindung oben § 6 B.

<sup>296</sup> Dagegen spricht sich *Eidenmüller* dafür aus, dass „das in Reorganisationssituationen präsente Kollektivhandlungsrisiko (.) zwischen den an einem Reorganisationsvorhaben Beteiligten eine *gesellschaftsähnliche Verbindung* begründet, die (...) dort, wo eine [schuldrechtliche] Verbindung noch nicht bestand, eine Sonderverbindung erstmalig begründet“, *ders.*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 583 f. Eine gesetzliche Sonderverbindung überall anzunehmen, wo es kollektiv rational wäre, einen „Kooperationsertrag“ zu schließen (a. a. O. S. 619), untergewichtet aber die Selbstverantwortung der Beteiligten ebenso wie den Gestaltungsauftrag des Gesetzgebers und ist deshalb abzulehnen. *De lege lata* gilt vor Eröffnung eines förmlichen Insolvenzverfahrens nun einmal der Prioritätsgrundsatz, wonach Gläubiger ihre Forderungen grundsätzlich ohne Rücksicht auf andere Gläubiger betreiben können. Dazu und zu weiterer Kritik an Eidenmüllers Ansatz *Müller*, Der Verband in der Insolvenz, S. 272 ff.

<sup>297</sup> Dazu unten § 11 C IV.

## 2. Nach Opt-in

Gänzlich anders stellt sich die Situation nach erfolgtem Opt-in dar.<sup>298</sup> Aufgrund des nun anwendbaren Organisationsrechts der §§ 5 ff. SchVG i. V. m. den Anleihebedingungen versteht es sich von selbst, dass sich die Obligationäre auf „organisierte“ Weise begegnen – sobald von dem Mechanismus im Einzelfall tatsächlich Gebrauch gemacht wird. Das Mehrheitsprinzip vermittelt den Obligationären dann eine gesteigerte Einwirkungsmacht auf die Forderungsrechte und Vermögensinteressen der übrigen Obligationäre, da jeder – gleichsam einer partiell verdrängenden Gesamtvertretungsbefugnis<sup>299</sup> – über den Inhalt der vermögenswerten Forderungsrechte der anderen (mit-)entscheiden kann. Mit der Ermächtigung der §§ 5 ff. SchVG, in Anleihebedingungen ein Mehrheitsentscheidungssystem zu installieren, ermöglicht der Gesetzgeber eine Öffnung der Rechtskreise der Obligationäre (welche sich bei einer „Aktivierung“ des Koordinationsmechanismus vollzieht). Damit zielt der Gesetzgeber darauf ab, im wohlverstandenen Interesse der beteiligten Obligationäre selbst wie auch des Schuldners und anderer Interessenträger die Kollektivhandlungsprobleme der Obligationäre zu lindern und ihnen insbesondere das Leisten eines kollektiven Sanierungsbeitrags zu erleichtern, setzt den Verwendern insoweit also einen positiven Zweck.<sup>300</sup> Indem die Obligationäre Teilschuldverschreibungen erwerben, die einem solchen Mehrheitsentscheidungssystem unterstellt sind, vertrauen sie schließlich auch faktisch ihre darin gebundenen Vermögensinteressen der jeweiligen Mehrheit an. Es lässt sich deshalb von einem hier sog. „Gläubigerverbund“<sup>301</sup> sprechen, der gemäß § 242

<sup>298</sup> So ist wohl auch *Horn*, BKR 2009, 446 (450) zu verstehen, demzufolge zwar „bereits § 4 [...] die Kennzeichnung zu[lässt], dass die Gläubiger eine Rechtsgemeinschaft bilden, indem sie nämlich mit der kollektiven Bindung, welche ihre Rechte in gewisser Weise einschränkt, zugleich die Option zu einer gesetzlich vorgezeichneten Gläubigerorganisation erhalten haben und damit zusätzlich zu ihren Individualrechten ein gemeinsames Recht i. S. einer Rechtsgemeinschaft“ – mit der „Option“ kann er nur den Fall eines vorherigen *Opt-ins* meinen, denn ohne solchen steht es gerade nicht in der Macht der Obligationäre, sich gemäß der §§ 5 ff. SchVG zu organisieren.

<sup>299</sup> Siehe dazu *Bialluch*, Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, S. 144, die das Stimmrecht der Obligationäre aber als „echte“ solche Vertretungsbefugnis deutet und eine Sonderverbindung unter den Obligationären ablehnt.

<sup>300</sup> Dazu näher oben § 8 B II 2.

<sup>301</sup> Der Begriff ist *Florstedt*, RIW 2013, 583 (588) entlehnt, der von einem „Zufallsverbund von Gläubigern“ spricht. Andere sprechen stattdessen schlicht von „Kollektiv/Gemeinschaft *sui generis*“, so *Cağalç*, Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 107; *Freudenberger*, Das Schuldverschreibungsgesetz und die kollektive Bindung von Anleihebedingungen, S. 55; *Grüneberg*, WM 2017, 927 (929); *Heldt*, FS Teubner 2009, 315 (325); *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 230 f.; *Moser*, Missbrauchsgefahren durch opponierende Anleihegläubiger nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 119; *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 39; *Ruf*, Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger in der Krise des Emittenten, S. 28; *Schmidtbleicher*, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 87; *Schulenburg*, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 299.

BGB<sup>302</sup> als Sonderverbindung in der Form eines Schutzpflichtverhältnisses i. S. v. § 241 Abs. 2 BGB zu qualifizieren ist,<sup>303</sup> und dem alle Obligationäre derselben Gesamtemission angehören, wenn und soweit die Anleihebedingungen dem Organisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG unterstellt sind *und* hiervon im Einzelfall Gebrauch gemacht wird.

Dem lässt sich nicht entgehen, dass die Annahme einer Sonderverbindung zwischen den Obligationären mit der Legaldefinition des § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB konfliktieren würde, wonach zulässiger Gegenstand einer Schuldverschreibung allein ein Forderungsrecht gegen den Aussteller sein kann.<sup>304</sup> Das wäre nur der Fall, wenn die Existenz der Sonderverbindung – wie es für die Existenz eines Personenverbands der Fall ist<sup>305</sup> – auf eine Verbriefung ihres Inhalts in den Anleihebedingungen angewiesen wäre. Dem ist aber nicht so – der Gläubigerverbund ist eine gesetzliche Sonderverbindung, die lediglich an den tatsächlichen und (durch die Anleihebedingungen und das Schuldverschreibungsgesetz geprägten) rechtlichen Umständen *anknüpft*, wie sie nach Begebung der Anleihe, Erwerb der Teilschuldverschreibungen durch verschiedene Obligationäre und Gebrauchmachen des Organisationsrechts bestehen, die ihrerseits aber allein auf dem Gesetz *beruht*, nämlich auf § 241 Abs. 2 i. V. m. § 242 BGB. Es bedarf deshalb auch im Zusammenhang mit einem Handel von Teilschuldverschreibungen am Sekundärmarkt nach einer Aktivierung des Koordinationsmechanismus keines „Übergangs“ der „Mitgliedschaft“ im Obligationärsverbund vom Alt-Obligationär zum Neu-Obligationär. Vielmehr „scheidet“ der Alt-Obligationär mit Veräußerung seiner letzten Teilschuldverschreibung *ex lege* aus der Sonderverbindung „aus“, während der Neu-Obligationär mit Erwerb seiner ersten Teilschuldverschreibung *ex lege* Partei der Sonderverbindung wird.

<sup>302</sup> A. A. Heldt, in: FS Teubner 2009, 315 (325), die § 311 Abs. 2 Nr. 3 BGB bemüht.

<sup>303</sup> Im Ergebnis bejahen eine Sonderverbindung ebenfalls Eidenmüller, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 647 f. (noch zum SchVG 1899); Heldt, in: FS Teubner 2009, 315 (325) (auf Grundlage von § 311 Abs. 2 Nr. 3 BGB); Reys, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 39; Ruf, Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger in der Krise des Emittenten, S. 24; Schulenburg, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 302; U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 183 f., 214 ff. (offenbar unentschieden, ob auf Grundlage des § 311 Abs. 2 Nr. 3 oder des § 242 BGB); wohl auch Steffek, in: FS Hopt 2010, 2597 (2607): „etwa die Sonderverbindung“ stehe als „dogmatisch handhabbare[s] Instrumentari[um]“ zur Lösung der „Kollektivhandlungsprobleme wirtschaftlicher Interessengemeinschaften“ zur Verfügung, weshalb „die besseren Gründe für die Anerkennung von Kooperationspflichten der Gläubiger“ sprächen; nicht speziell für die Obligationäre, aber allgemein für jede „Aufopferungslage“, in der sich auch Obligationäre befinden Bitter, ZGR 2010, 147 (184); dezidiert a. A. Bliesener/Schneider, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, SchVG, § 4 Rn. 4.

<sup>304</sup> Dies offen lassend Bialluch, das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, S. 56 f.

<sup>305</sup> Dazu unten § 10 C II: Ein Personenverband beruht auf dem Konzept der Mitgliedschaft, einem subjektiven Recht, das mit Veräußerung und Erwerb von Teilschuldverschreibungen übergehen und deshalb in den Anleihebedingungen mitverbrieft sein müsste.

### C. Inhalt der Rücksichtspflicht

Zwischen den Obligationären können also dem Grunde nach besondere Rücksichtspflichten bestehen. Inwiefern und mit welchem konkreten Inhalt solche Rücksichtspflichten tatsächlich bestehen, gilt es im Folgenden herauszuarbeiten. In jedem Fall würde eine Stimmabgabe, die eine bestehende Rücksichtnahmepflicht verletzt, unwirksam sein und dürfte im Rahmen der Beschlussfeststellung nicht berücksichtigt werden.

#### I. Treuepflichtbindung im engeren Sinne?

Ließe sich eine Treuepflicht im engeren Sinne unter den Obligationären begründen, wäre nicht nur dem Integritätsinteresse gedient, sondern auch darüber hinausreichende (Vermögens-)Interessen wären geschützt. In der Literatur werden mehrere konkrete Gegenstände einer solchen Treuepflichtbindung behandelt (dazu 1.), für deren Begründung es aber an einer primären Leistungspflicht der Obligationäre als notwendiger Anknüpfungspunkt fehlt, die sich auch nicht im Wege der Rechtsfortbildung finden lässt (dazu 2.).

#### 1. Gegenstand einer Treuepflichtbindung

Intensität und konkreter Inhalt der Treuepflichtbindung im engeren Sinne sind abhängig von der „Realstruktur“ der Sonderverbindung, der Einflussmacht des Einzelnen und von der sachlichen Notwendigkeit.<sup>306</sup>

##### *a) Positive Stimmpflichten*

Verschiedentlich werden auf Grundlage einer zwischen Obligationäre bestehenden Treuepflicht positive Stimmpflichten begründet.<sup>307</sup> U. Simon hält die Obligationäre für „in engen Grenzen verpflichtet, einer Sanierungsmaßnahme zuzustimmen“, „soweit Gesellschafter zur Zustimmung zu einer Sanierungsmaßnahme in Gestalt einer Kapitalerhöhung verpflichtet sind“.<sup>308</sup> Diesen Maßstab sieht U. Simon als erfüllt, „wenn [der Obligationär] bei einem Zusammenbruch des Emittenten wirtschaftlich schlechter stehen würde als bei einem Verkauf der

---

<sup>306</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 58. Für das Gesellschaftsrecht ist dabei vor allem entscheidend, wo sich die Realstruktur der besehenen Gesellschaft auf dem Spektrum zwischen personalistisch geprägtem Familienunternehmen und kapitalistisch geprägtem Publikumsverband befindet, dazu *Lutter*, AcP 180 (1980), 84 (105 f.); *Henze*, ZHR 162 (1998), 186 (188).

<sup>307</sup> Neben den nachfolgend Genannten auch *Seibt/Schwarz*, ZIP 2015, 401 (411).

<sup>308</sup> U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 270.

Anleihe zum Zeitpunkt der Beschlussfassung und das gesamte Sanierungskonzept den Fortbestand des Emittenten zu sichern geeignet ist, um das Risiko eines totalen Forderungsausfalls abzuwehren“.<sup>309</sup> Liebenow befürwortet „in Anknüpfung an die ‚Girmes‘-Entscheidung“ eine Zustimmungspflicht, wo „die Vorteilhaftigkeit der Anleiherestrukturierung [...] gewissermaßen ‚auf der Hand‘ liegt[t]“.<sup>310</sup>

Positive Stimmpflichten für Obligationäre sind schon unabhängig von der Frage abzulehnen, inwiefern sie dem Grunde nach treuepflichtgebunden sind. Da Gläubigerversammlungen einerseits anders als Hauptversammlungen auf eine gewisse Mindestpräsenz angewiesen sind, um beschlussfähig zu sein, und andererseits anders als die Gesellschafterversammlungen archetypischer Personengesellschaften nicht dem Einstimmigkeitsprinzip unterliegen, ist nicht ganz klar, was die von U. Simon und Liebenow befürworteten Stimmpflichten konkret umfassen sollen. Denn zum einen ist ein positiver Beschluss dank des Mehrheitsprinzips nicht auf die Zustimmung einzelner Obligationäre angewiesen, solange nur eine genügende Anzahl überhaupt an der (physischen oder virtuellen) Versammlung teilnimmt und keine für eine Sperrminorität ausreichende Anzahl *gegen* den Sanierungsbeschluss stimmt. Insoweit würde also eine (gegenüber einer positiven Stimmpflicht mildere) *Enthaltungspflicht* teilnehmender Obligationäre genügen.<sup>311</sup> Die notwendige Mindestpräsenz bringt es andererseits mit sich, dass sich das Fernbleiben eines Obligationärs ebenso schädlich auswirken kann wie seine Gegenstimme. Insoweit würde also eine Enthaltungspflicht nur in Ergänzung mit einer *Teilnahmepflicht* das Ziel einer positiven Beschlussfassung erreichen. Da die Teilnahme (auch an einer virtuellen Versammlung) nicht ohne eigene (finanzielle und – bei der vom Schuldverschreibungsgesetz anvisierten *informierten* Teilnahme insbesondere: zeitliche) Aufwendungen möglich ist, erscheint es schon aus diesen Gründen kaum zumutbar, den Obligationären positive Verhaltenspflichten in Hinblick auf ihr Stimmverhalten aufzuerlegen. Mit einer Teilnahmepflicht ist eine positive Stimmpflicht bislang lediglich im Recht der personalistisch strukturierten Personengesellschaften verbunden, mit der ein typischer Obligationärsverbund nichts Wesentliches gemein hat. Würde man auf die Teilnahmepflicht verzichten, eine Enthaltungspflicht aber bejahen, bestünde darin nach dem Gesagten ein Wertungswiderspruch, da Fernbleiben und Gegenstimme mit Blick auf das von der Treuepflicht vermeintlich gebotene Ziel einer positiven Beschlussfassung gleichermaßen illegitim wären. Dieser Wertungswiderspruch lässt sich nur auflösen, indem man anerkennt, dass das Schuldverschreibungsgesetz die Entscheidung der Obligationäre über ihre Beteiligung an dem Sanierungsversuch in keine Richtung

---

<sup>309</sup> U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 271.

<sup>310</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 326 f.

<sup>311</sup> Zum Aktienrecht bereits Timm, WM 1991, 481 (486).

hin vorprägt und deshalb auch keinerlei Grundlage für positive Verhaltenspflichten in Hinblick auf das Stimmverhalten bildet.<sup>312</sup>

### *b) Offenlegungspflicht*

Liebenow vertritt die Auffassung, dass jeder Obligationär aufgrund einer Treuepflichtbindung verpflichtet sei, „zu Protokoll zu erklären, ob er gleichzeitig als Aktionär, Inhaber von Obligationen anderer Gattung oder sonstiger Gläubiger am Anleiheschuldner wirtschaftlich interessiert ist, oder ob er anreizverzerrende Derivate hält“.<sup>313</sup> Der Nutzen einer solchen Erklärungspflicht liegt klar auf der Hand – die Sonderinteressen einzelner Obligationäre wären bei Befolgung aufgedeckt und Anfechtungskläger wie Gericht hätten es erheblich leichter, das Beruhen eines Beschlusses auf illegitimen Interessen nachzuweisen bzw. zu erkennen.<sup>314</sup>

Ungeachtet der noch zu behandelnden Frage, ob es eine Treuepflicht dem Grunde nach überhaupt gibt, ist es doch äußerst zweifelhaft, dass sich auf ihr eine solch spezifische Erklärungspflicht begründen ließe. Schon aus Zumutbarkeitserwägungen wird man nicht verlangen können, jede ungünstig mit der Anleihe korrelierende Position aufzudecken; wo genau die Grenze zu ziehen ist, bedarf aber einer Entscheidung, wie sie in den klassischen Zuständigkeitsbereich des Gesetzgebers fällt. Neben methodischen sprechen auch wertungsmäßige Gründe gegen eine ungeschriebene Erklärungspflicht. Für Anleihen und andere Fremdkapitalinstrumente existieren nämlich bislang keinerlei Offenlegungspflichten, wie sie mit der Beteiligungspublizität des § 33 WpHG für börsennotierte Aktien bestehen, obgleich sich Anleihen mit Blick auf § 5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG in mancherlei Hinsicht ähnlich für einen substanziellen Beteiligungserwerb oder gar eine Übernahme eignen wie Aktien. Dieses „beredete“ Schweigen des Gesetzgebers würde durch eine treuepflichtbasierte Erklärungspflicht, für die sich weder im Schuldverschreibungsgesetz noch andernorts auch nur andeutungsweise eine gesetzgeberische Legitimierung findet, konterkariert. Ohne gesetzliche Grundlage ist eine Erklärungspflicht für Obligationäre deshalb auch unabhängig von der Frage nach einer Treuepflichtbindung abzulehnen.<sup>315</sup>

<sup>312</sup> Im Ergebnis ebenso, aber mit abw. Begründung *Schmidtbleicher*, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 223.

<sup>313</sup> *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 324 unter Berufung auf *Bernstein*, Über Obligationärsvertretung, S. 68 f. sowie *Vogel*, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 131.

<sup>314</sup> Dazu *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 324.

<sup>315</sup> Zur Frage, inwieweit sich eine Erklärungspflicht *de lege ferenda* empfiehlt, unten § 12 A I.



### *c) Partizipation am Sanierungsmehrwert*

Verbreitet sind schließlich noch Erwägungen, die in der Sache auf ein (treuepflichtbasiertes) Recht der Minderheits-Obligationäre auf Partizipation an der durch einen positiven Beschluss begründeten Chance auf einen positiven Sanierungsmehrwert hinauslaufen. In diese Richtung stoßen im Ergebnis alle Autoren, die verlangen, dass ein positiver Beschluss „objektiv geeignet“ sowie zumindest „erforderlich“ sein muss, die Befriedigungsaussichten der Obligationäre zu verbessern.<sup>316</sup> Bei U. Simon kommt darüber hinaus noch die Forderung hinzu, durch den Beschluss müsse die Sanierungslast „angemessen“ auf die verschiedenen Stakeholdergruppen verteilt werden.<sup>317</sup>

Diese Kriterien implizieren ein Anrecht der Obligationäre auf mehr als den bloßen Erhalt des von der Schutzpflicht adressierten Integritätsinteresses, wo die beschlusstragende Mehrheit einen positiven Beschluss fasst, setzen also den Schutz eines gewissen *Leistungsinteresses* und dementsprechend auch eine (zumindest: Art) *Leistungspflicht* der Obligationäre als Grundlage eines Partizipationsrechts im Besonderen und Anknüpfungspunkt einer Treuepflichtbindung im Allgemeinen voraus.

## **2. Anknüpfungspunkt für eine Treuepflichtbindung**

Treuepflichten dienen der Verwirklichung der primären Leistungs- oder Unterlassungspflicht der betreffenden Sonderverbindung und setzen deshalb grundsätzlich eine vorhandene Primärpflicht voraus. Wo sich keine solche Primärpflicht findet, handelt es sich um ein reines Schutzpflichtverhältnis i. S. v. § 241 Abs. 2 BGB, das dem Grunde nach nicht auf zusätzliche Treuepflichten angewiesen ist. Ausnahmsweise lässt sich aber auch in solchen Sonderverbindungen eine Treuepflicht im engeren Sinne begründen, nämlich im Wege der Rechtsfortbildung. Die Einhaltung der rechtsfortbildend begründeten Treuepflicht würde dann ihrerseits die primäre Pflicht der Sonderverbindung darstellt.

### *a) Keine primäre Leistungs- oder Unterlassungspflicht der Obligationäre*

Der erstgenannte Weg zur Begründung einer Treuepflicht der Obligationäre führt ins Leere; eine primäre Leistungs- oder Unterlassungspflicht schulden die Obligationäre nicht. Insbesondere trifft sie keine primäre Beitrags- bzw. Zweckförde-

---

<sup>316</sup> Siehe die Nachweise in § 11 Fn. 415, 416.

<sup>317</sup> U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 252: „Dieser Voraussetzung [der Angemessenheit] werden Sanierungsvorhaben nicht gerecht, die eine Sanierung des Emittenten überwiegend auf Kosten der Anleihegläubiger anstreben“, S. 256: „[...] Abstimmung der Beiträge zu anderen Gläubigern erforderlich. Dass einzelne Anleihegläubiger, die zugleich Gläubiger anderer Großforderungen sind, eine Sanierung auf Kosten der Anleihegläubiger betreiben, würde die Sanierungsbeiträge der Anleihegläubiger unangemessen werden lassen“.



rungspflicht, wie sie im Aktien- und sonstigen Gesellschaftsrecht besteht und deshalb als Anknüpfungspunkt einer (allgemeinen) Treuepflichtbindung in Frage kommt.<sup>318/319</sup>

### *b) Rechtsfortbildend begründbare primäre Treuepflicht?*

Zum Ziel kann deshalb allenfalls eine rechtsfortbildend zu begründende Treuepflicht führen. Voraussetzung ist, dass erstens eine *sachliche Notwendigkeit* besteht, das Verhalten der Obligationäre durch Treuepflichtbindungen zu regulieren, und sich zweitens eine *ausreichende gesetzliche Legitimationsbasis* für eine solche Rechtsfortbildung findet.<sup>320</sup>

#### aa) Keine sachliche Notwendigkeit

Eine sachliche Notwendigkeit lässt sich noch am ehesten für die von Liebenow ins Spiel gebrachte Erklärungsspflicht begründen; für positive Stimmpflichten (bzw. Enthaltungspflichten und gegebenenfalls Teilnahmepflichten oder schlicht „Sanierungspflichten“) sowie ein Partizipationsrecht fehlt es hingegen an handfesten Hinweisen auf inakzeptable oder auch nur unerwünschte systematische Fehlentwicklungen. Es lässt sich bislang nicht empirisch feststellen, dass Sanierungsvorschläge zu selten die erforderlichen Mehrheiten fänden oder Obligationäre reihenweise um die Früchte einer gelingenden Sanierung gebracht würden und deshalb die Akzeptanz von Anleihen mit Mehrheitsbeschlussystem litte. Im Gegenteil ist es eine Seltenheit, dass eine anvisierte Anleiherestrukturierung auch nach einer zweiten Gläubigerversammlung an fehlender Präsenz oder fehlender Zustimmung scheitert, wie ein Blick in den Bundesanzeiger verrät, wo die Abstimmungsergebnisse von Gläubigerversammlungen der Obligationäre veröffentlicht werden (vgl. § 17 Abs. 1 Satz 1 SchVG). Und im Mittelstandssegment gibt es zwar immer wieder den Vorwurf, die Eigenkapitalgeber würden versuchen, die Gesellschaft einseitig auf Kosten der Obligationäre zu sanieren, in bislang keinem Fall ist aber eine Konstellation publik geworden, die den in § 4 als legitimitätsgefährdet eingestuften Fallgruppen entspräche – der Vorwurf geht stets eher in die Richtung eines zu geringen Engagements der Eigenkapitalgeber, die sich zu sehr auf den Beitrag der Obligationäre verlassen würden, und betrifft damit die in den Händen der Obligationäre selbst

---

<sup>318</sup> Eine primäre *positive Förderpflicht* scheidet in der Aktiengesellschaft nach Leisten der Einlage in aller Regel aus. Die Pflichtbindungen der Aktionäre sind, verglichen mit denjenigen innerhalb von Personengesellschaften, erheblich herabgesetzt; dazu *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 242 Rn. 62; *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 281.

<sup>319</sup> Ausführlich zum Fehlen einer besonderen Zweckbindung der Obligationäre unten § 10 C.

<sup>320</sup> *Wank*, Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung, S. 257; speziell für die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht *Hüffer*, FS Steindorff 1990, 59 (70).

liegende Frage nach der Sanierungswürdigkeit des Schuldnerunternehmens, ohne Interessenskonflikte innerhalb der Gruppe der Obligationäre zu unterstellen.

#### bb) Keine hinreichende gesetzliche Legitimationsbasis

Schlussendlich fehlt es auch an einer hinreichenden gesetzlichen Legitimationsbasis für Treuepflichtbindungen der Obligationäre.<sup>321</sup> Eine Rechtsfortbildung darf sich nicht im „leeren Raum“ vollziehen, sondern muss sich stets auf im positiven Recht zum Ausdruck kommende Entscheidungen des zur Rechtssetzung primär zuständigen Gesetzgebers stützen können. Solche „Andeutungen“, an denen eine Treuepflicht als Grundlage einer Sanierungspflicht, einer Erklärungsspflicht oder eines Partizipationsrechts anknüpfen könnte, finden sich weder im Schuldverschreibungsgesetz noch in anderen Gesetzen, deren Wertung für die hier interessierende Frage maßgeblich sein könnte. Das Schuldverschreibungsgesetz überantwortet nicht allein das Wie, sondern auch das Ob eines kollektiven Sanierungsbeitrags der Obligationäre der Abstimmungsmehrheit. Wie stets unter Geltung des Mehrheitsprinzips gilt daher auch für die Obligationäre, dass sie auch „törichte“ Entscheidungen treffen können, ohne sich nachträglich von einzelnen Obligationären und dem Gericht eines Besseren belehren lassen zu müssen.<sup>322</sup> Ohne eine gesellschaftsrechtsähnliche Zweckbindung der Obligationäre (dazu unten § 10 C) – deren (implizierte) Förderpflicht in ihrer Intensität an die in personalistisch geprägten Personengesellschaften geltenden Verhältnisse heranreichen müsste – lässt sich auch keine ausnahmsweise Reduzierung des Ermessensspielraums „auf Null“ rechtfertigen. Dieselben Erwägungen gelten auch mit Blick auf ein Partizipationsrecht, das gleichfalls auf eine – im Schuldverschreibungsgesetz irgendwie ange deutete – Sanierungsförderungs pflicht der Obligationäre angewiesen wäre. Dass sich im Gleichbehandlungsgebot keine Andeutung für eine gleichmäßige Partizipation an etwaigen Sanierungsmehrwerten findet, wurde in § 6 E bereits ausführlich begründet.

### 3. Zwischenergebnis

Eine Treuepflichtbindung der Obligationäre lässt sich deshalb nicht begründen. Es fehlt dazu an einer primären Leistungspflicht als Anknüpfungspunkt der allgemeinen Treuepflicht, die sich mangels sachlicher Notwendigkeit und ausreichender gesetzlicher Legitimationsbasis auch nicht im Wege der Rechtsfortbildung durch

---

<sup>321</sup> So auch *Grünwald*, Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkung in der Unternehmenssanierung, S. 229 (keine „besonderen“ Treuepflichten); speziell für Zustimmungspflichten auch *Schmidtbleicher*, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 223.

<sup>322</sup> Ähnlich *Thole*, ZIP 2014, 2365 (2367): „Das Gericht darf sich nicht dazu aufschwingen, die mehrheitlich getroffene Entscheidung mit der (unterschwellig) Begründung für anfechtbar zu erklären, die Mehrheit sei ‚im Unrecht‘“.

eine „primäre Treuepflicht“ ersetzen lässt. Damit fehlt zugleich verschiedenen Vorstößen aus der Literatur in Richtung einer Sanierungspflicht, einer Erklärungs- pflicht bei Interessenskonflikten sowie eines Rechts auf Partizipation an etwaigen Sanierungsmehrwerten die rechtliche Grundlage.

## II. Schutzpflichtbindung

Schutzpflichten bestehen in Sonderverbindungen nur, soweit es der Inhalt der jeweiligen Sonderverbindung gebietet, § 241 Abs. 2 BGB. Einzelne Schutzpflichten bedürfen deshalb einer gesonderten Begründung.<sup>323</sup> Dazu sind insbesondere das Schutzbedürfnis der Gegenseite, das nicht zuletzt von der Intensität der Einwirkungsmöglichkeiten und der Verfügbarkeit sonstiger Verteidigungsmittel abhängt, einerseits und die Zumutbarkeit der Schutzpflichtbindung für den Verpflichteten andererseits zu bewerten und gegeneinander abzuwägen.<sup>324</sup>

### 1. Gegenstand der Schutzpflichtbindung

Bezugspunkt dieser Abwägung ist stets das Integritätsinteresse eines typisierten Obligationärs. Dabei stehen seine finanziellen Interessen ganz im Vordergrund; die Anleiheforderung hält der typisierte Obligationär primär um des in ihr verkörperten Vermögenswerts willens.<sup>325</sup> Das Integritätsinteresse umfasst deshalb weniger die formale Rechtsposition des Obligationärs als solche, wie sie sich nach den ursprünglichen und unveränderten Anleihebedingungen darstellt, sondern in erster Linie den verbliebenen *wirtschaftlichen Wert* seiner Position. Es geht also um den Schutz vor wirtschaftlichem Schaden.

### 2. Schutzbedürfnis

Das Bedürfnis des Obligationärs nach einem Schutz des wirtschaftlichen Werts seiner Position ist dem Grunde nach relativ hoch. Dem Mehrheitsprinzip ist kein bestimmter Vermögensschutz immanent, im Gegenteil ermöglichen positive Beschlüsse prinzipiell eine (nahezu) vollständige Vernichtung des in der Anleihe verkörperten Werts. Weniger gefährlich erscheinen demgegenüber negative Beschlüsse, da sie den Obligationären lediglich die Chance auf einen positiven Sanierungsmehrwert verbauen. Zum Integritätsinteresse kann diese Chance ersichtlich nur in krassen Ausnahmefällen zählen, wo die Erwirksamkeit eines Sanierungsmehrwerts evident ist und deshalb als handfester Vermögenswert erscheint.

<sup>323</sup> *Krebs*, in: Dauner-Lieb/Langen (Hrsg.), BGB (4. Aufl. 2021), § 241 Rn. 46 m. w. N.

<sup>324</sup> *Krebs* a. a. O. Rn. 45.

<sup>325</sup> Dazu näher oben § 4 A I.

Effektive Verteidigungsmittel stehen dem Obligationär nicht zur Verfügung. Eine Absicherung seines Risikos durch den Aufbau gegenläufiger Positionen (Hedging) ist erstens mit einigem finanziellen Aufwand verbunden und schon deshalb kaum zumutbar, und entwertet zweitens den sozialen Zweck von Unternehmensanleihen, der aus Anlegersicht gerade auch darin besteht, eine dem geschätzten Ausfallrisiko entsprechende Renditemöglichkeit zu bieten. Hedging-Geschäfte, die die bei leistungsstörungsfreier Laufzeit erzielbare Rendite schmälern, können deshalb auch wertungsmäßig nicht zum Kreis präsumtiv zumutbarer Verteidigungsmaßnahmen zählen. Dasselbe gilt im Ergebnis für das Mittel der rechtzeitigen Veräußerung der gehaltenen Teilschuldverschreibungen vor einer möglicherweise nachteiligen Beschlussfassung. Dieses Mittel ist schon nicht generell tauglich, das Integritätsinteresse jedes Obligationärs zu wahren, weil dazu ein Andienungsrecht „aussteigewilliger“ gegenüber „beschlusstragungswilliger“ Obligationäre vorauszusetzen wäre. Schließlich müsste sich auch derjenige noch von seinen Papieren trennen können, der bis zuletzt auf eine Beschlussfassung gesetzt hat, die mit seinen Vermögensinteressen vereinbar ist.

In Summe ist das Schutzbedürfnis der Obligationäre deshalb jedenfalls in Ansehung positiver Beschlüsse grundsätzlich hoch, da prinzipiell eine sehr hohe Einwirkungsintensität möglich und keine effektiven Verteidigungsmitteln verfügbar sind. In Ausnahmefällen ist auch bei negativen Beschlüssen ein Schutzbedürfnis der Obligationäre denkbar.

### 3. Zumutbarkeit

#### *a) Bewertungsproblem*

Für die Frage der Zumutbarkeit ist die Perspektive der beschlusstragenden Obligationäre einzunehmen. Hier sind es vor allem zwei Gesichtspunkte, die für die Frage einer Schutzpflicht zu bedenken sind: Die Erkennbarkeit des verlangten Veraltens und der geforderte Sorgfaltsmaßstab. Zum einen muss es für die Obligationäre *ex ante* hinreichend erkennbar sein, mit welchem Verhalten sie das Integritätsinteresse der übrigen Obligationäre berühren. Hier kommt erneut zum tragen, dass sich das in der Anleihe gebundene Vermögensinteresse nicht objektiv bewerten lässt.<sup>326</sup> Die Verfügbarkeit anerkannter und objektiver Bewertungsmodelle lässt es aber als zumutbar erscheinen zu erkennen, ob eine bestimmte Bewertung den übrigen Obligationären zum Nachteil gereicht oder nicht. Auf die dabei maßgebliche Bewertungsgrundlage wird zurückzukommen sein.<sup>327</sup> Einer Schutzpflichtbindung stehen Bewertungsunsicherheiten jedenfalls nicht kategorisch entgegen.

---

<sup>326</sup> Dazu näher oben § 7 C I 1.

<sup>327</sup> Dazu unten D I 1 a.

### b) Sorgfaltsmaßstab

Der zweite Gesichtspunkt betrifft den zumutbaren Sorgfaltsmaßstab. Dabei hat man zumindest konzeptuell zwischen dem Maßstab für die Frage einer *Haftung* für schutzpflichtwidriges Verhalten einerseits (dazu aa)) und für die Frage der *beschlussmängelrechtlichen Wirksamkeit* einer pflichtwidrigen Stimmabgabe andererseits (dazu bb)) zu unterscheiden.

#### aa) Haftung

Nach der allgemeinen Regel des § 276 Abs. 1 Satz 1 BGB bestimmt sich der anwendbare Sorgfaltsmaßstab nach dem Inhalt des Schuldverhältnisses und kann hier deshalb nicht schlicht mit einfacher Fahrlässigkeit gleichgesetzt werden. Es gibt im Gegenteil gute Gründe, die Schutzpflicht nur bei gezielt-vorsätzlichem Handeln gegen die Vermögensinteressen der übrigen Obligationäre verletzt zu sehen. Eine Schutzpflichtbindung impliziert in gewisses Haftungsrisiko für die ihr Stimmrecht ausübenden Obligationäre, weil dem Grunde nach jede sorgfaltswidrige Pflichtverletzung zu Ersatzansprüchen des Verletzten führt, §§ 280 Abs. 1, 276 BGB. Mit der grundsätzlichen Freiheit der Stimmrechtsausübung und dem auch allgemeinen Interesse (breite Legitimationsbasis für Mehrheitsentscheidungen) an hohen Teilnahme- und Abstimmungsquoten ist eine solche Haftung nicht zu vereinbaren. Für das Aktienrecht ist nicht zuletzt auch aus diesen Gründen seit der „Girmes“-Entscheidung anerkannt, dass eine Haftung für pflichtwidrige Stimmrechtsausübung nur bei vorsätzlichen Verstößen gegen die mitgliedschaftliche Treuepflicht in Betracht kommt.<sup>328</sup> Ebenso wie in der typischen Aktiengesellschaft herrscht auch unter typisierten Obligationären kein tatsächliches gegenseitiges Vertrauensverhältnis. Der Grad der Anonymität unter den Beteiligten dürfte bei Obligationären mangels eines Analogons zur Beteiligungspublizität sogar noch höher sein als bei Aktionären, und Obligationäre sind typischerweise auch noch weniger aufeinander angewiesen als Aktionäre, die zumindest aufgrund der jährlichen Hauptversammlung nicht ohne ein gewisses Mindestmaß an Kooperation auskommen. Deshalb wäre es unzumutbar, die Obligationäre für weniger als vorsätzliche Schutzpflichtverletzungen haften zu lassen.

#### bb) Beschlussmängelrechtliche Wirksamkeit

Die Frage der beschlussmängelrechtlichen Wirksamkeit einer Stimmabgabe folgt nicht notwendig denselben Maßstäben wie die Frage der Haftung für schuldhaftes Pflichtverletzungen. Es wäre denkbar, dass bereits jedes objektiv pflichtwidrige Verhalten zur Unwirksamkeit der entsprechenden Stimmabgabe führt, ohne dass damit aber auch zugleich eine Haftung des betreffenden Obligationärs verbunden

<sup>328</sup> BGH, Urteil vom 20.3.1995 – II ZR 1995, BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739 (1746) („Girmes“); vgl. dazu auch Lutter, JZ 1995, 1053 (1954 f.).

wäre.<sup>329</sup> Das Anfechtungsrecht gegen fehlerhafte Beschlüsse steht einem quasinegatorischen Anspruch entsprechend § 1004 Abs. 1 BGB nahe,<sup>330</sup> der eine *rechtswidrige*, nicht aber notwendig *schuldhaft*e Beeinträchtigung der geschützten Interessen voraussetzt. Für die Frage, wann eine Stimmabgabe in diesem Sinne rechtswidrig ist, kommt es wiederum auf den Inhalt der Schutzpflicht an. Soll die Schutzpflicht das Integritätsinteresse der Obligationäre also *schlechthin* vor Beeinträchtigungen schützen, oder soll sie die Obligationäre lediglich *vor vorsätzlichen Beeinträchtigungen* ihres Integritätsinteresses in Schutz nehmen?

Wo das Beschlussmängelrecht an der Verletzung einer individuellen Rücksichtspflicht anknüpft, wird man für die Zwecke der Verteilung der Begründungslast von der Regel ausgehen können, dass der beschlussmängelrechtliche Maßstab dem Haftungsmaßstab gleicht. Mit Blick auf das gesellschaftsrechtliche Beschlussmängelrecht scheint sich nun die Regel umzukehren: Nach Lutter „sanktioniert [§ 243 AktG] den objektiven Fehler, die objektive Rechtsverletzung, nicht die subjektive Intention“.<sup>331</sup> Für die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht muss man aber differenzieren. Die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht im weiteren Sinne knüpft am gemeinsamen bzw. überindividuellen Gesellschaftszweck an, dessen Verwirklichung sie zu dienen bestimmt ist. Wo eine Maßnahme deshalb bereits objektiv dem Gesellschaftsinteresse widerspricht, kann es für die Zwecke des Beschlussmängelrechts richtigerweise nicht mehr auf subjektive Merkmale ankommen. Es lässt sich aber nicht jede Maßnahme am Gesellschaftsinteresse messen. Eine Vielzahl denkbarer Maßnahmen ist mehr oder weniger „zweckneutral“ und berührt vornehmlich die Interessen nur der übrigen Mitgesellschafter. Das gilt beispielsweise für einen Squeeze-out, bei dem der Mehrheitsgesellschafter die Minderheit gegen Abfindung aus der Aktiengesellschaft ausschließt (§ 327a AktG). *Eben solche* Maßnahmen sind an der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht *im engeren Sinne* zu messen, die sich als *subjektiv-individuelle* Pflichtbindung versteht und für deren Verletzung es sehr wohl auch auf subjektive Merkmale ankommt.

Nun ist der „Gläubigerverbund“ der Obligationäre kein Zweckverband, der auf die Förderung eines gemeinsamen oder überindividuellen Zwecks ausgerichtet ist.<sup>332</sup> Das Stimmrecht der Obligationäre findet seine ungeschriebenen Schranken allein in den schutzwürdigen Interessen der übrigen betroffenen Obligationäre. Die Bindung an die Schutzpflicht ist deshalb als *subjektiv-individuelle* Pflichtbindung zu verstehen; ihre allein objektive Verletzung reicht für die Zwecke des Beschlussmängelrechts nicht aus.

<sup>329</sup> Für eine „objektive Rücksichtspflicht“ spricht sich namentlich *Schulenburg* aus, auf dessen Ansicht im Rahmen der Diskussion eines Sachgrunderfordernisses eingegangen wird, unten § 11 C II.

<sup>330</sup> Vgl. für das Gesellschaftsrecht *Habersack*, Die Mitgliedschaft als subjektives und „sonstiges“ Recht, S. 228 ff.

<sup>331</sup> *Lutter*, JZ 1995, 1053 (1054).

<sup>332</sup> Ausführlich unten § 10 C II 2.

Dieses Ergebnis lässt sich mit Blick auf die sonst drohenden Rechtsfolgen weiter untermauern. Würde eine allein objektive Verletzung des Integritätsinteresses der übrigen Obligationäre genügen, um einen Anfechtungsgrund auszulösen, liefe dies auf eine im Schuldverschreibungsgesetz nirgendwo angedeutete *allgemeine Bewertungsrüge* i. S. d. § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG hinaus: Unzufriedene Obligationäre könnten stets die Gerichte anrufen und eine zu geringe Bewertung ihrer Anleiheforderung behaupten, ohne darlegen zu müssen, dass ihre vermeintliche Zurücksetzung auf anderen Gründen als einer bloßen Meinungsverschiedenheit über die Zweckmäßigkeit der beschlossenen Maßnahme beruht. Solche Meinungsverschiedenheiten sind aber von vornherein ohne beschlussmängelrechtliche Relevanz.<sup>333</sup>

#### 4. Zwischenergebnis

Eine Schutzpflicht hinsichtlich der in der Anleihe gebundenen Vermögensinteressen der übrigen Obligationäre ist nach dem Gesagten jedenfalls in Ansehung positiver Beschlüsse erforderlich und in Ansehung negativer Beschlüsse nicht schlechterdings ausgeschlossen. Zumutbar ist eine solche Schutzpflichtbindung aber nur, wenn sichergestellt ist, dass ihre Grenzen hinreichend erkennbar sind und die Haftung auf vorsätzliche Verstöße begrenzt bleibt.

### III. Loyalitätspflichtbindung

Als dritte mögliche Rücksichtnahmepflicht ist auf die Loyalitätspflicht zurückzukommen. Nachdem nun geklärt ist, dass den Obligationären eine Schutzpflicht obliegt, sie jedoch keiner Treuepflicht unterliegen, ist zugleich klargestellt, dass die Obligationäre dem Verbot illoyalen Handelns unterliegen, als dessen Anknüpfungspunkt aber nur eine vorsätzliche Verletzung der Schutzpflicht in Betracht kommt. Da jedoch bereits die Schutzpflicht nicht mehr verlangt, als ein vorsätzliches Außerachtlassen der in der Anleihe gebundenen vermögenswerten Interessen der übrigen Obligationäre zu unterlassen, steht in Frage, ob dem Verbot illoyalen Handelns überhaupt eine eigenständige Funktion zukommt.

#### 1. Funktion der Loyalitätspflicht im Kontext von Beschlüssen?

In Austauschverträgen hat das Verbot illoyalen Handelns in erster Linie die Funktion, eine außerordentliche Beendigung der Beziehung bei vorsätzlichen Schädigungshandlungen der Gegenseite zu rechtfertigen. Für das Beschlussmängelrecht interessiert demgegenüber allein die Frage, ob das Stimmrecht pflichtgemäß oder pflichtwidrig ausgeübt und die abgegebenen Stimmen deshalb gültig oder

<sup>333</sup> Dazu oben § 4 B.

ungültig sind und bei der Beschlussfeststellung mitzuzählen sind oder unberücksichtigt zu bleiben haben.

Eine eigenständige Funktion hätte die Loyalitätspflicht vor diesem Hintergrund nur dann, wenn sich begründen ließe, dass die Verletzung einer Schutzpflicht dem Grunde nach nicht auf die Gültigkeit der Stimmabgabe durchschlägt, die Verletzung der Loyalitätspflicht jedoch schon. Es ist aber kein einleuchtender Grund ersichtlich, insofern zwischen der Schutzpflicht und der Loyalitätspflicht zu unterscheiden, zumal sich der Schutzbereich der Schutzpflicht ohnehin im Wesentlichen nur auf das Stimmverhalten erstrecken kann und sie deshalb ihrerseits weithin funktionslos würde, hätte ihre Verletzung keine Konsequenzen für die Gültigkeit der Stimmabgabe.

Es bleibt deshalb dabei, dass sich – den besonderen Umständen im Schuldverschreibungsrecht geschuldet – sowohl Inhalt als auch Funktion der Schutzpflicht und der Loyalitätspflicht im praktischen Ergebnis jeweils decken. Das hindert freilich nicht daran, zur Regulierung der Stimmrechtsmacht den *Begriff* der Loyalitätspflicht zu verwenden bzw. gar in den Vordergrund zu stellen. Letzteres bietet sich vor allem deshalb an, weil im Begriff der Illoyalität das Vorsatzerfordernis bereits mitschwingt, woran es im Begriff der Schutzpflichtverletzung fehlt.

## **2. Zwischenergebnis**

Zusammengefasst sind die Obligationäre dem Grunde nach an die Loyalitätspflicht gebunden, die ihnen verbietet, den übrigen Obligationären vorsätzlich zu schaden, insbesondere durch eine vorsätzliche Verletzung der ihnen obliegenden Schutzpflicht. In der Sache gilt damit kein anderer Maßstab als für die hier gleichfalls auf vorsätzliches Handeln angewiesenen Verletzung der Schutzpflicht. Im Rahmen des Beschlussmängelrechts primär auf die Loyalitätspflicht der Obligationäre abzustellen ist gleichwohl sinnvoll, da hierdurch das Erfordernis eines vorsätzlichen Handelns wider die übrigen Obligationäre deutlicher zum Ausdruck kommt.

## **D. Reichweite der Rücksichtnahmepflicht**

### **I. Verkürzung**

#### **1. Verbot illoyalen Verhaltens**

Die Rücksichtspflicht in Gestalt der Loyalitätspflicht verbietet es den Obligationären, anderen Obligationären mit ihrem Stimmverhalten vorsätzlich zu schaden.



### a) Objektiver Schaden

Das Verbot illoyalen Verhaltens schützt hier nur das Integritätsinteresse, welches es noch zu konkretisieren gilt. An dieser Stelle trägt in besonderem Maße die oben hergeleitete Differenzierung zwischen dem inneren Wert und dem Zeitwert der Anleihe Früchte: Das Integritätsinteresse der Obligationäre entspricht konzeptuell dem inneren Wert der Anleihe, weil beide Konzepte auf die tatsächlich bereits vorhandenen Werte abstellen und sich klar von dem erhofften künftigen Zuwachs abgrenzen, wie er den Konzepten des Leistungsinteresses und des Zeitwerts eigen ist. Das Integritätsinteresse entspricht deshalb summenmäßig dem Ergebnis einer Bewertung der Anleihe auf Basis von Liquidationswerten.

Was das maßgebliche Liquidationsszenario betrifft, macht der Telos der Loyalitätspflichtbindung andere Vorgaben als derjenige der bisher untersuchten Schranken. Wo dem Grunde nach gegenseitige Rücksichtspflichten gelten, ist dem Verpflichteten ein vergleichsweise höheres Risiko falsch-positiver Pflichtwidrigkeitsverdikte zumutbar. Zugleich darf das Risiko aber auch nicht einseitig zu Lasten des sein Stimmrecht ausübenden Obligationärs verteilt werden. Dem wird am besten gerecht, wenn man auf das relativ am plausibelsten begründbare Liquidationsszenario abstellt, dessen Bewertung nicht evident unterschritten werden darf.

### b) Differenzierung nach dem Zeitpunkt der Entstehung des Interessenkonflikts?

Anders als nach dem Maßstab des Rechtsmissbrauchs im engeren Sinne kommt es für eine Loyalitätspflichtverletzung nicht darauf an, ob der betreffende Obligationär schon anfänglich über eine *net short position* verfügte oder sie sich erst nachträglich verschafft hat. Auf den Beweggrund der Eigensucht kommt es für das Verbot illoyalen Verhaltens nicht an; es wird deshalb zwar in aller Regel so sein, dass einer Loyalitätspflichtverletzung eine *net short position* vorausgeht – zwingende Voraussetzung ist der mit dem Innehaben einer solchen Position verbundene eigene Vorteil aus der Stimmrechtsausübung aber nicht. Dann kann es aber auch nicht auf den Zeitpunkt ankommen, in dem die Position begründet worden ist.

### c) Vorsatz

Bei einer *Verkürzung* wird der Obligationär stets mit dem erforderlichen Wissen und Wollen hinsichtlich der Schädigung handeln, weil es ihm ja gerade auf die Vermögensverschiebung ankommt, die aus der Schadenszufügung zu seinem Vorteil resultiert. Auf das Merkmal des Vorteilsstrebens kommt es für eine Loyalitätspflichtverletzung freilich nicht mehr an. Das sorgt für erheblich Darlegungs- und Beweiserleichterungen: Es braucht nicht mehr dargelegt zu werden, dass der *Verkürzung* eine *net short position* zugrunde liegt; der Nachweis einer objektiven Schädigung wird regelmäßig genügen, um einen *prima facie*-Schluss auf das erforderliche Wissen und Wollen zu erlauben.

## 2. Zwischenergebnis

Eine *Verkürzung* ist als Loyalitätspflichtverletzung zu werten, wenn der betreffende Obligationär vorsätzlich auf die Herbeiführung eines Beschlusses abzielt, der einen Anleihewert impliziert, der evident unterhalb desjenigen Wertes bleibt, der auf Grundlage des plausibelsten Liquidationsszenarios voraussichtlich zu erwarten ist.

## II. Vereitelung

In Fällen einer *Vereitelung* sorgt die Loyalitätspflichtbindung im Ergebnis für keinen höheren Schutz der sanierungswilligen Obligationäre, als er aufgrund des Sittengebots und des Rechtsmissbrauchsverbots bereits besteht. Bei einer *Vereitelung* ist in aller Regel weniger das Integritäts- als vielmehr das (fehlende) Leistungsinteresse der Obligationäre berührt. Nur in seltenen Ausnahmefällen kann die Sanierung so aussichtsreich sein, dass ein Teil des möglichen Sanierungsmehrwerts wirtschaftlich bereits zum gegenwärtigen Vermögen und damit zum Integritätsinteresse der Obligationäre gezählt werden kann. Dazu muss der Sanierungsversuch objektiv evident zweckmäßig sein; es darf keinen vernünftigen Zweifel daran geben, dass das Schuldnerunternehmen nach Durchführung der Sanierungsmaßnahmen nachhaltig Gewinne erwirtschaften wird. Subjektiv muss der betreffende Obligationär um die evidente Zweckmäßigkeit des Sanierungsversuchs wissen und eine Schädigung der übrigen Obligationäre in Kauf nehmen. Die Loyalitätspflicht folgt damit im praktischen Ergebnis nahezu demselben Maßstab, wie er bereits für die guten Sitten<sup>334</sup> sowie das Rechtsmissbrauchsverbot<sup>335</sup> gefunden wurde.

## E. Fazit

Die Obligationäre sind dem Grunde nach an gegenseitige Rücksichtspflichten gebunden, da zwischen ihnen – wenn und soweit das Organisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG i.V.m. den Anleihebedingungen konkret zur Anwendung kommt – eine Sonderverbindung im Sinne eines Schutzpflichtverhältnisses nach § 241 Abs. 2 BGB besteht. Geboten und zumutbar ist dabei lediglich eine Bindung an eine Schutzpflicht und die allgemeine Loyalitätspflicht, die es den Obligationären beide verbieten, den übrigen Obligationären vorsätzlich zu schaden. Weil die Voraussetzung einer vorsätzlichen Schädigung üblicherweise allein mit dem Begriff der Loyalitätspflicht assoziiert wird, ist es sinnvoll, vornehmlich von einer Loyalitätspflichtbindung der Obligationäre zu sprechen. Der Schutzbereich der Loyalitätspflicht umfasst nur das Integritätsinteresse der Obligationäre. Ein Leistungsinteresse wird nicht geschützt, weil die Obligationäre keiner primären Leistungspflicht un-

<sup>334</sup> Siehe oben § 7 C.

<sup>335</sup> Siehe oben § 8 C.

terliegen und sich auch keine besondere Treuepflicht mit leistungspflichtähnlichen Inhalten begründen lässt.

Bei einer *Verkürzung* wird die Schädigungsgrenze erreicht, wenn der unterstützte Beschlussantrag einen Anleihewert impliziert, der evident niedriger ist als derjenige Wert, der sich auf Grundlage des plausibelsten Liquidationsszenarios ermitteln lässt. Eine *Vereitelung* führt nur dann zu einer vorsätzlichen Schädigung, wenn der Sanierungsversuch objektiv evident zweckmäßig ist und der betreffende Obligationär wider besseres Wissen gehandelt hat.

## § 10 Keine Bindung an einen besonderen Verbundzweck

Die im vorangegangenen Abschnitt behandelte Loyalitätspflicht markiert nach hier vertretener Ansicht den Höhe- und Schlusspunkt der materiellen Pflichtbindungen des Obligationärsstimmrechts. Eine Bindung an weitere ungeschriebene Schranken ist abzulehnen. Die Gegenansicht bemüht sich vorwiegend um gesellschaftsrechtliche Transplantate. Als erstes solches Transplantat ist auf die besondere Zweckbindung einzugehen. Versteht man die Bindung an den Telos des Gesetzes als „allgemeine“ Zweckbindung, umfasst die hier sog. „besondere“ Zweckbindung die Bindung an einen gemeinsamen oder überindividuellen Zweck im gesellschaftsrechtlichen Sinne, aber auch an die gemeinsamen Interessen aller Obligationäre (dazu A.). Eine derartige besondere Zweckbindung würde das Schutzniveau nochmals gegenüber dem bereits erreichten Stand erhöhen (dazu B.) – lässt sich aber auf Grundlage des geltenden Rechts nicht stichhaltig begründen (dazu C.).

### A. Begriff der Zweckbindung

Die Bindung der Obligationäre an einen bestimmten Zweck meint das Vorhandensein einer „normativen Leitlinie“,<sup>336</sup> eines „materiellen Leitprinzips“,<sup>337</sup> an dem sich das anleihebezogene Verhalten der Obligationäre auszurichten hat.<sup>338</sup> Je nach ihrem Entstehungsgrund finden sich unterschiedliche Begriffe der Zweckbindung.

<sup>336</sup> So für den Verbundzweck *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 140.

<sup>337</sup> So für die „gemeinsamen Interessen“ der Obligationäre *Vogel*, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 14.

<sup>338</sup> *Zöllner* spricht insoweit vom Zweck als „Element, das den Sonderinteressen der einzelnen Mitglieder die gemeinsame Richtung gibt“, *ders.*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 24. Ähnlich *Hofmann*: Durch den Zweck entstehe „ein gemeinsamer Nenner der privatrechtlichen Verbindung oder, anders ausgedrückt, ein neutraler Bezugspunkt, an dem Beeinträchtigungen der Rechtspositionen gemessen werden können“, *Hofmann.*, Der Minderheitenschutz im Gesellschaftsrecht, S. 134.

Es gibt die Bindung an den „gemeinsamen Zweck“, was eine autonome Zwecksetzung aller an den Zweck gebundenen Parteien impliziert und sich im Grundtypus der Gesellschaft bürgerlichen Rechts wiederfindet. Aus dem Verbandsrecht ist demgegenüber das Konzept des „überindividuellen Zwecks“ bekannt, der von den tatsächlich verfolgten Einzelzwecken der Verbandsmitglieder abstrahiert ist. Und schließlich kennen wir den Telos, den Sinn und Zweck von Rechtsnormen und Rechtsinstituten, der gleichfalls unabhängig vom Bindungswillen der Rechtsunterworfenen Geltung beansprucht. Nachdem letzterer bereits im Rahmen der Darstellung des institutionellen Rechtsmissbrauchs gewürdigt worden ist,<sup>339</sup> ist im Folgenden primär von Interesse, ob die Obligationäre an einen *besonderen*, über den Telos hinausreichenden, also einen gemeinsamen oder überindividuellen Zweck gebunden sind.

In der schuldverschreibungsrechtlichen Literatur wird verbreitet zwar keine Zweck- wohl aber eine *Interessenbindung* befürwortet.<sup>340</sup> Bei der Bindung an die „gemeinsamen Interessen“ aller Obligationäre (vgl. § 1 Abs. 1 SchVG 1899) handelt es sich aber um nichts anderes als eine Chiffre für eine besondere Zweckbindung: Die Natur der Zweckbindung bringt es mit sich, dass von ihr erfasste Personen im „Schutzbereich“ der Zweckbindung nicht mehr jedwedes private Interesse verfolgen dürfen, sondern nur noch solche Interessen, die mit dem vorgegebenen Zweck kompatibel sind.<sup>341</sup> Die Interessen der gebundenen Personen einerseits und der vorgegebene Zweck andererseits stehen also in einer notwendigen Wechselbeziehung zueinander – eine Zweckbindung schließt die Verfolgung inkompatibler Interessen als illegitim aus und legt den Gebundenen stattdessen zumindest eine Obliegenheit<sup>342</sup> zur Verfolgung nur kompatibler Interessen auf. Eine Zweckbindung impliziert deshalb logisch zwingend eine entsprechende „Interessenbindung“, und umgekehrt.<sup>343</sup> Für das Verbandsrecht spricht Zöllner insoweit davon, das Ver-

---

<sup>339</sup> Dazu oben § 8 B II.

<sup>340</sup> So beispielsweise von *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 38; *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 321; *Vogel*, ZBB 2010, 211 (219).

<sup>341</sup> Dazu *Hofmann*, Der Minderheitenschutz im Gesellschaftsrecht, S. 133: „Da sich die Gesellschafter zur Förderung eines gemeinsamen Zwecks zusammenschließen, ordnen sie die eigenen Belange dem Gemeinschaftsinteresse im notwendigen Umfang unter. Durch die Verbandszugehörigkeit entsteht eine Gesellschaftssphäre, innerhalb derer sich die Handlungen und Entscheidungen der Mitglieder nicht mehr allein am freien Gutdünken ausrichten dürfen.“

<sup>342</sup> Eine Pflicht zur aktiven Zweckförderung enthält die Zweckbindung nur im Ausnahmefall, vgl. unten Fn. 348.

<sup>343</sup> Wie hier *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 147. Schon die Regierungsbegründung zum AktG 1965 ging davon aus, dass „das gemeinsame Interesse aller Aktionäre“ der (Stimm-)Rechtsausübung dort Grenzen setzt, wo die Interessen der Gesellschaft nachteilig berührt werden, BT-Drucks. IV/171, S. 214 (linke Spalte), S. 229 (rechte Spalte). *Mülbert* betont zu Recht, dass mit dem „gemeinsamen Interesse aller Aktionäre“ nichts anderes gemeint gewesen ist als der (gemeinsame) Verbandszweck als normative Leitlinie des Verbandshandelns, *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 155.

bandsinteresse sei der „siamesische Zwillingbruder“ des Verbandszwecks.<sup>344</sup> In der Sache meint die in der Literatur verbreitet befürwortete Bindung an die „gemeinsamen Interessen“ aller Obligationäre deshalb im praktischen Ergebnis nichts anderes als eine (der Wahrung der „gemeinsamen Interessen“ dienende) Zweckbindung des anleihebezogenen Verhaltens der Obligationäre.<sup>345</sup>

## B. Inhalt einer besonderen Zweckbindung

### I. Subjektive Bindung

Im Sinne des Beschlussmängelrechts schädlich ist in der Regel nicht der Widerspruch mit dem Zweck selbst, sondern nur der Widerspruch mit der Zweckbindung.<sup>346</sup> Mit anderen Worten: Eine *objektive* Verfehlung des Zwecks ist irrelevant, solange sie nicht schuldhaft herbeigeführt wurde.<sup>347</sup> Das gilt jedenfalls überall dort, wo den Zweckgebundenen lediglich eine pflichtgemäße Zweckförderung<sup>348</sup> obliegt – was bei der Bindung an einen „gemeinsamen“ sowie einen „überindividuellen“ Zweck der Regelfall ist.<sup>349</sup> Die Zweckbindung verlangt deshalb grundsätzlich (nur), dass die subjektiv verfolgten Zwecke mit dem (gemeinsamen oder überindividuellen) Zweck kompatibel sind.<sup>350</sup> Worin besteht nun der möglicherweise von Obligationären zu wahrende besondere Zweck?

---

<sup>344</sup> Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 318.

<sup>345</sup> Deshalb ist die von Liebenow befürwortete (gesellschaftsrechtliche) Zweckbindung nicht bloßes (funktionales) „Äquivalent“ der Interessenwahrungspflicht des § 1 Abs. 1 Satz 1 SchVG 1899, wie er meint, Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 274; wie hier hingegen bereits Servatius, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 255: „fingierte“ Zweckbindung.

<sup>346</sup> Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 320.

<sup>347</sup> Zöllner, a. a. O., S. 321.

<sup>348</sup> Oder, präziser, eine pflichtgemäße Unterlassung zweckwidrigen Verhaltens. Eine aktive Zweckförderungspflicht konstituiert im Grundsatz nur ein „gemeinsamer“ Zweck, wohingegen es dazu unter Geltung eines „überindividuellen“ Zwecks einer besonderen dahingehenden Pflichtbindung („Treuepflicht“) bedarf. Auch der Telos einer Norm oder eines Rechtsinstituts verlangt nur zweckkompatibles Verhalten.

<sup>349</sup> So für das Verbandsrecht Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 321. Eine *objektive* Zweckbindung läuft demgegenüber auf ein Erfordernis sachlichen Rechtfertigung i. S. d. Kali + Salz-Rechtsprechung hinaus, dazu unten § 11.

<sup>350</sup> So ausdrücklich denn auch Rufs, Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger in der Krise des Emittenten, S. 147 f.; vgl. auch Vogel, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 15 f.: „Bestehen Sonderinteressen der Mehrheit nicht und ist der Beschluss fehlerfrei zustande gekommen, scheidet eine Anfechtbarkeit auch dann aus, wenn die beschlossene Maßnahme letztendlich nicht zu einer höheren Befriedigungsquote führt“.

## II. Verbesserung der kollektiven Befriedigungsaussichten

Nach Liebenow sind die Obligationäre an den Zweck der „Verbesserung der Befriedigungsaussichten“ gebunden.<sup>351</sup> Damit sind nicht die individuellen Befriedigungsaussichten des einzelnen Obligationärs gemeint, die sich in den problematischen Fällen wie gesehen<sup>352</sup> durch opportunistisches Abstimmungsverhalten auf Kosten der übrigen Obligationäre verbessern ließen. Gemeint sind vielmehr die *kollektiven* Befriedigungsaussichten der *Gruppe* von Obligationären derselben Gesamtemission.<sup>353</sup> Die Zweckbindung soll den einzelnen Obligationären deshalb im Ergebnis verbieten, „anleiheexterne Sonderinteressen“ zu verfolgen.<sup>354</sup>

## III. Wahrung der gemeinsamen Interessen

Auf im Wesentlichen dasselbe Ergebnis laufen auch die Ansätze derjenigen hinaus, die von einer subjektiven<sup>355</sup> Bindung an die „gemeinsamen Interessen aller Obligationäre“ ausgehen. Nach verbreiteter Ansicht bestehen die gemeinsamen Interessen in dem „Interesse aller Gläubiger an bestmöglicher Befriedigung aus dem konkreten Leistungsversprechen“.<sup>356</sup> Die Verfolgung anderer Interessen als derjenigen der bestmöglichen kollektiven Befriedigung soll demnach einen Anfechtungsgrund begründen.<sup>357</sup>

## IV. Abgrenzung zur Loyalitätspflichtbindung

Von der Bindung an die Loyalitätspflicht unterscheidet sich die besondere Zweckbindung folglich insoweit, als hier an der bewussten Verfolgung illegitimer

---

<sup>351</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 271.

<sup>352</sup> Dazu oben § 4 C II 1.

<sup>353</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 271 f.

<sup>354</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 324.

<sup>355</sup> Die ebenfalls verbreitet vertretene *objektive* Bindung an „gemeinsame Interessen“ läuft demgegenüber auf das Erfordernis eines sachlichen Grunds i. S. d. Kali + Salz-Rechtsprechung hinaus, dazu unten § 11 A.

<sup>356</sup> Statt vieler Vogel, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 15; von „bestmöglicher Befriedigung“ sprechen auch Ruf, Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger in der Krise des Emittenten, S. 147 f., und zum SchVG 1899 auch schon Servatius, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 257. Etwas zurückhaltender spricht U. Simon (der allerdings eine objektive Zweckbindung vertritt) von einer der „Sicherung der Befriedigung der Forderungen“, U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 214 f.

<sup>357</sup> Vogel, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 15.

Sonderinteressen, dort an der bewussten Schadenszufügung angeknüpft wird. Eine besondere Zweckbindung würde das Schutzniveau für die überstimmten und ferngebliebenen Obligationäre demnach erhöhen: Die Zweckbindung wird nämlich regelmäßig auch das „Partizipationsinteresse“ der Obligationäre an der Chance auf einen positiven Sanierungsmehrwert vor einer Verschiebung schützen. Die Loyalitätspflichtbindung schützt dieses Interesse demgegenüber nicht – denn illoyal wird eine Stimmrechtsausübung erst, wenn sie bewusst in das Integritätsinteresse der übrigen Obligationäre eingreift, wozu die Aussicht auf einen positiven Sanierungsmehrwert in aller Regel nicht zählt.

### C. Rechtsgrund einer besonderen Zweckbindung

Eine besondere Zweckbindung kann nur bestehen, wenn sich dafür ein rechtlicher Grund findet. Eher fernliegend ist es, einen „gemeinsamen Zweck“ aller Obligationäre auf Grundlage eines gegenseitigen Vertrags zu begründen. Ein dahingehender Vertragsschluss mag sich im Ausnahmefall unter einzelnen Obligationären begründen lassen, nicht aber für die Gesamtheit der Obligationäre einer Gesamtemission (dazu I.). Liebenow schlägt – im Ergebnis nicht überzeugend – vor, die Obligationäre als Mitglieder einer „Anleihegesellschaft“ zu betrachten, eines nichtrechtsfähigen Innenverbands, der dem oben skizzierten überindividuellen Verbandszweck zu dienen bestimmt ist (dazu II.). Und Vogel stellt auf eine „treuhänderische Bindung“ der Obligationäre ab, aus der sich die besondere Interessen- bzw. Zweckbindung ergeben soll (dazu III.).

### I. Gegenseitiger Vertrag?

Jedenfalls aussichtslos ist der Versuch, die Obligationäre derselben Gesamtemission als Zweckgemeinschaft auf schuldvertraglicher Grundlage zu konstruieren. Da das Bestehen eines gegenseitigen Vertragsverhältnisses unter allen an der Anleihe beteiligten Gläubigern derzeit wohl von niemandem vertreten wird,<sup>358</sup> können sich die Ausführungen auf das Wesentliche<sup>359</sup> beschränken.

<sup>358</sup> Insbesondere auch nicht von *Horn*, ZHR 173 (2009), 12, obgleich ihm dies verbreitet in den Mund gelegt wird, z.B. von *Friedl/Schmidtbleicher*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 4 Fn. 54, und *Röh/Dörfler*, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 4 Fn. 61. *Horn* erkennt in der Gläubigergesamtheit zwar „Elemente“ einer Personengesellschaft, weshalb insoweit das Recht der Personengesellschaften bei Auslegung und Anwendung des SchVG „Hilfe bieten“ könne, qualifiziert das Kollektiv selbst aber als „Rechtsgemeinschaft“, lediglich deren „Rechtsausübung im Rahmen der Anwendung des SchVG gesellschaftsrechtlich geprägt (ist)“, ZHR 173 (2009), 12 (49) und *ders.*, BKR 2009, 446 (450): „Rechtsgemeinschaft“, bei der im Falle der tatsächlichen „kollektive[n] Durchsetzung ihrer individuellen Rechte“ „das personengesellschaftsrechtliche Merkmal einer gemeinsamen Zweckverfolgung i.S. § 705 BGB hinzu[tritt]“.

## 1. Kein gegenseitiger Vertragsschluss durch Zeichnung bzw. Kauf

Das Entstehen einer Gesellschaft auf schuldvertraglicher Grundlage i.S.v. §§ 705 ff. BGB setzt einen gegenseitigen (Gesellschafts-)Vertragsschluss unter allen an der Anleihe beteiligten Gläubigern voraus. Mit der Zeichnung bzw. dem Kauf von Teilschuldverschreibungen müsste also jeder Neu-Obligationär gegenüber allen anderen – ihm freilich in aller Regel vollkommen unbekannten – Obligationären zumindest konkludent erklären, sich mit diesen zur Verfolgung eines gemeinsamen Zwecks verbinden zu wollen, und alle übrigen Obligationäre müssten dieses Angebot – von dem sie freilich nie etwas mitbekommen werden – annehmen. Dem Verhalten der Obligationäre solche Erklärungen beizulegen, wäre reine Fiktion und ist deshalb abzulehnen.<sup>360</sup>

Die Konstruktion einer Gesellschaft schuldvertraglichen Typs krankt noch an weiteren Geburtsfehlern. Vorauszusetzen sind nämlich weiterhin gleichgerichtete individuelle Zwecke, Interessen und Leistungen der Gesellschafter. Gerade für die problematischsten Fälle versagt demnach die Konstruktion, denn dem Obligationär, der in Kenntnis des anstehenden Sanierungsversuchs durch (Zu-)Kauf von Teilschuldverschreibungen „beitritt“, um seine individuellen Sonderinteressen durchsetzen zu können, fehlt es ersichtlich an der Gleichgerichtetheit seiner Zwecke und Interessen mit denjenigen der übrigen typischen Obligationäre. Darüber hilft auch nicht die Unbeachtlichkeit geheimer Vorbehalte (§ 116 BGB) hinweg, denn gerade in der beschriebenen Situation ist der Einstieg „strategischer“ Investoren mit atypischer Interessenlage nicht unüblich, ja geradewegs zu erwarten, weshalb einer fiktiven „Erklärung“ auch aus Perspektive des objektiven Empfängerhorizonts kein mit den Zwecken und Interessen der übrigen Obligationäre vereinbarer Inhalt beigelegt werden kann.

## 2. Sanierungskonsortien

Im Ausnahmefall kann sich freilich gleichwohl eine Gesellschaft schuldvertraglichen Typs unter Gläubigern derselben Anleihe bilden, die dann aber schlicht „neben“ der anleiherechtlichen Beziehung besteht und für die Frage der Beschlusskontrolle ohne unmittelbare<sup>361</sup> Bedeutung ist, da sich ihre Willensbildung nicht nach den Vorschriften des Schuldverschreibungsgesetzes richtet. So mögen

<sup>359</sup> Weitere Argumente gegen eine Deutung der Obligationäre als Gesellschaft bürgerlichen Rechts z. B. bei *Oulds*, in: Veranneman (Hrsg.), SchVG (2. Aufl. 2016), § 4 Rn. 17 f.

<sup>360</sup> Ebenso *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 267; ähnlich *Schulenburg*, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsrecht in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 295.

<sup>361</sup> *Mittelbare* Auswirkungen mögen z. B. interne Stimmbindungen haben, auf die sich ein solches Konsortium einigen mag. Ein „Durchschlagen“ auf die Beschlusskontrolle ist freilich auch für etwaige Stimmbindungsverträge ausgeschlossen, denn die Verletzung eines Stimmbindungsvertrags begründet weder eine Verletzung des Gesetzes noch der Anleihebedingungen gemäß § 20 Abs. Satz 1 SchVG.



sich einzelne Gläubiger(gruppen) zur Wahrung ihrer gleichgerichteten Interessen im Rahmen eines Sanierungsversuchs zusammenschließen, um ihre Verhandlungs- und Abstimmungsmacht zu bündeln und gegebenenfalls erforderliche doppelte Aufwendungen zu sparen.<sup>362</sup> Ein solches „Sanierungskonsortium“ kann in der Tat Gesellschaft bürgerlichen Rechts sein, wenn die daran beteiligten Gläubiger im Einzelfall mit dem notwendigen Rechtsbindungswillen handeln. Die Ad-hoc-Komitees von Obligationären, die sich im Vorfeld von Anleiherestrukturierungen regelmäßig bilden, werden sich allerdings in aller Regel nicht als „Sanierungsgesellschaft“ qualifizieren, da es den Beteiligten in der Regel an einem rechtsverbindlichen „commitment“ zur Sanierung fehlt und sie sich stattdessen stets alle Handlungsmöglichkeiten offen halten wollen.

## II. Anleihebedingungen als Verbandssatzung?

Auf wechselseitig ausgetauschte Beitritts- und Aufnahmeerklärungen bei gegenwärtig gleichgerichteten Interessen und Zwecken ließe sich verzichten, wenn sich die Gesamtheit der an einer Anleihe beteiligten Obligationäre als gesellschaftsrechtlicher Verband konstruieren ließe. Denn ein Verband fungiert als von den einzelnen Gesellschaftern abstrahierte Zurechnungseinheit, die einem von den Einzelinteressen der Gesellschafter abstrahierten, „überindividuellen“ Zweck dient, als solche selbständig neben die Gesellschafter tritt und deshalb insbesondere auch unabhängig von Ein- und Austritten einzelner Gesellschafter wie anfänglich errichtet identisch fortbesteht.<sup>363</sup> Der Verband ist deshalb insbesondere auf die Idee der Mitgliedschaft angewiesen. An die Stelle eines gegenseitigen Vertrags unter den Mitgliedern tritt eine Satzung als objektives Organisationsrecht – als eine solche Satzung kämen die Anleihebedingungen in Frage. Lassen sich die Anleihebedingungen also als Satzung eines Verbandes konstruieren, mit den Obligationären als Mitglieder, die an einen überindividuellen Verbandszweck gebunden sind?

### 1. Obligationäre als Mitglieder einer Anleihegesellschaft?

Wenn es nach Liebenow geht, ist diese Frage zu bejahen. Liebenow qualifiziert die Obligationäre derselben Gesamtemission, wo die Anleihebedingungen einen Opt-in in das Gläubigerorganisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG vorsehen, als Mit-

<sup>362</sup> Vgl. *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (49).

<sup>363</sup> Vgl. auch *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 268: „Gesellschaftsrechtlicher Verband (im engeren Sinne)“ als „eine durch Gesellschaftsvertrag oder Satzung verfasste, auf Mitgliedschaft beruhende und gegenüber ihren Mitgliedern verselbständigte, einem Verbandszweck dienende gesellschaftsrechtliche Organisation“.

glieder einer „Anleihegesellschaft“,<sup>364</sup> präziser: eines nicht rechtsfähigen<sup>365</sup> „Publikums-Innenverbands“, der trotz seiner körperschaftlichen Struktur eine Personengesellschaft darstelle, die als „Innenkörperschaft“ charakterisiert und aufgrund der zahlreichen Parallelen zur Aktiengesellschaft auch als „Innen-AG“ beschrieben werden könne.<sup>366</sup> Der Verband diene der „Verbesserung der Befriedigungsaussichten der Obligationäre durch kollektives anleiheorganisationsrechtliches Handeln auf Basis und im Rahmen der Beschlussfassung“ nach den §§ 5 ff. SchVG<sup>367</sup> und sei deshalb ein zunächst „schlafender“ Verband, „der bei Anleiheemission *ex ante* eingerichtet wird, im besten Fall – bei störungsloser Bedienung der Anleihe – inaktiv bleibt, bei Leistungsstörungen in der Anleihe ‚erwacht‘ und dann ein kollektives Handeln der Obligationäre ermöglicht“.<sup>368</sup>

Ein jeder solcher Verband bedarf eines gesellschaftsrechtlichen Organisationsvertrags („Satzung“). Als solche fungieren laut Liebenow die Anleihebedingungen, soweit diese die „vorgezeichnete Verbandsverfassung“ der §§ 5 ff. SchVG durch den Opt-in inkorporierten.<sup>369</sup> „Eingerichtet“ würde der Verband durch den Opt-in in die §§ 5 ff. SchVG,<sup>370</sup> und „errichtet“, sobald mindestens zwei Obligationäre Teilschuldverschreibungen aus der Gesamtemission gezeichnet haben.<sup>371</sup> Jeder neue Obligationär trete mit dem Erwerb von Teilschuldverschreibungen „unter vorgeprägten Bedingungen“ dem „vorgeprägten“ Verband durch „strikt vertikale“ Willenserklärung gegenüber der Obligationärsgemeinschaft als Mitglied bei; mit Erwerb und Veräußerung einzelner Teilschuldverschreibungen vollziehe sich simultan ein Mitgliederwechsel.<sup>372</sup> Nicht fehlen darf in einem Verband auch eine Beitragspflicht. Nach Liebenow können „Beiträge zur Zweckförderung in den kollektiven Rechtsverzichten zugunsten des Anleihe-schuldners gesehen werden“.<sup>373</sup>

Nach Liebenow stehen den Obligationären ihre Einberufungs-, Auskunfts-, Stimm- und Anfechtungsrechte aus den §§ 5 ff. SchVG deshalb *als Mitglied-schaftsrechte* zu.<sup>374</sup>

---

<sup>364</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 256, 266.

<sup>365</sup> Ders., a. a. O., S. 286.

<sup>366</sup> Ders., a. a. O., S. 298 f.

<sup>367</sup> Ders., a. a. O., S. 271.

<sup>368</sup> Ders., a. a. O., S. 280.

<sup>369</sup> Ders., a. a. O., S. 269.

<sup>370</sup> Ders., a. a. O., S. 269.

<sup>371</sup> Ders., a. a. O., S. 270.

<sup>372</sup> Ders., a. a. O., S. 270.

<sup>373</sup> Ders., a. a. O., S. 272 f.

<sup>374</sup> Ders., a. a. O., S. 279.

## 2. Würdigung

Liebenows Position hat bislang zu Recht keine Anhängerschaft gefunden.<sup>375</sup> Nicht vertieft werden soll an dieser Stelle die Diskussion, ob die Figur des „Innenverbands“ als solche überhaupt anzuerkennen ist;<sup>376</sup> jedenfalls unter Obligationären lässt sich auf Grundlage des geltenden Rechts ein Innenverband nicht konstruieren.

### a) Einrichtung ohne Beteiligung der Gründungsmitglieder?

Nicht gänzlich überzeugend ist schon die von Liebenow der Verbandsgründung zugrunde gelegte Mechanik. Zu Erinnerung: Der Schuldner „richtet“ den Verband durch den Opt-in „ein“, ohne freilich jemals selbst Mitglied des Verbands zu werden, der sodann „errichtet“ wird, sobald mindestens zwei Obligationäre beigetreten sind. Üblicherweise geht jeder Verbandsgründung ein Vertragsschluss zwischen den Gründern voraus, einer Einpersonen-Gründung eine nicht empfangsbedürftige Willenserklärung des Gründers.<sup>377</sup> Bei Liebenow gibt es nun weder das eine noch das andere. Im Wege der „Einrichtung“ legt der Schuldner die Verbandsverfassung fest, wodurch scheinbar schon „etwas“ entsteht, worin Obligationäre „beitreten“ können, eine Art Verbandshülle, die zunächst völlig ohne Mitglieder existiert. Das unterscheidet sich von der üblichen Einpersonen-Gründung, wo der Gründer anfängliches Mitglied des Verbands wird. Im Wege der „Errichtung“ wird die Hülle dann automatisch zum Verband, sobald eine Mehrzahl von Obligationären „beitreten“ ist. Auch dieser Vorgang ist nicht mit der üblichen Mehrpersonen-Gründung vergleichbar, die auf einem gegenseitigen Vertragsschluss beruht und hier übersprungen bzw. durch die „Einrichtung“ der Verbandshülle ersetzt wird. Diese Gründungsmechanik spricht für sich betrachtet nicht notwendig zwingend gegen eine Qualifizierung als Verband – dass es zur Gründung des Obligationärsverbands allerdings einer Sonderdogmatik bedarf, die sich doch wesentlich von den gängigen Erklärungsmustern unterscheidet, ist ein erster Hinweis darauf, dass die Obligationärs Gesamtheit nicht ohne Weiteres den verbandsrechtlichen Grundtatbestand zu erfüllen vermag.

<sup>375</sup> Auch K. Schmidt, der bereits in ZGR 2011, 108 (134) eine Betrachtung der Gesamtheit der Obligationäre als „durch die Anleihebedingungen vorgeprägten Verband oder Quasi-Verband“ und ihrer Rechte als „mindestens mitgliedschaftsähnlich“ angeregt hatte, hält sich mit einer Befürwortung bislang zurück: „Ob (die Obligationäre) dadurch zu einer Als-ob-Bruchteilsgemeinschaft [im Sinne Schmidtleichers, Anm. d. Verf.] an den gemeinschaftlich ausübenden Rechten oder zu einer Gesellschaft [im Sinne Liebenows, Anm. d. Verf.] zusammengefasst werden, ist vorerst noch umstritten“, ders. in Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2029), § 741 Rn. 77.

<sup>376</sup> Ablehnend etwa Altmeyden, NZG 2010, 1321 (1326); Flume, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts I/2, § 1 III, S. 6; Habersack, Die Mitgliedschaft – subjektives und „sonstiges“ Recht, S. 102; befürwortend Florstedt, Der stille Verband, S. 77 ff.; K. Schmidt, ZHR 178 (2014), 10 (10 ff.).

<sup>377</sup> Fleischer, in: Münchener Kommentar zum GmbHG (3. Aufl. 2018), § 1 Rn. 68.

### b) Beitragspflicht?

Zumindest konkretisierungsbedürftig sind Liebenows Aussagen hinsichtlich der Beitragspflicht der Obligationäre. Wenn die Beiträge zur Zweckförderung (allein) in den „kollektiven Rechtsverzichten zugunsten des Anleiheschuldners“ zu sehen wären,<sup>378</sup> stößt dies auf mehrere Bedenken. Keinesfalls sind die Obligationäre zu einem unbedingten Sanierungsbeitrag verpflichtet, andererseits ist ein Verband mit bloß bedingter Beitragspflicht nicht denkbar – „erwacht“ der „schlafende“ Verband also überhaupt nur für den Fall und erst in dem Moment einer positiven Beschlussfassung über einen Sanierungsbeitrag? Das erscheint doch eher abwegig. Und wie erklärt sich eine Beschlussfassung über eine Ausweitung der Obligationärsrechte?

Auch die mit der kollektiven Bindung gemäß § 4 Satz 1 SchVG einhergehende Beschränkung der Rechtsmacht der einzelnen Obligationäre kann nicht als Beitrag gesehen werden. Kollektiv gebunden in diesem Sinne sind die Obligationäre schließlich auch bereits ohne einen Opt-in, ohne welchen es aber an einer „Verbandsverfassung“ fehlt. Als Gegenstand einer Beitragspflicht kommt aber nichts in Betracht, was die Obligationäre auch schon ohne Verbandsmitgliedschaft bindet.

Schützenhilfe leistet Liebenow an dieser Stelle der Bundesgerichtshof. Diesem „[genügt] als Beitragspflicht [...] regelmäßig bereits die aus dem Halten der Beteiligung folgende Verpflichtung, den gemeinsamen Zweck zu fördern“.<sup>379</sup> Der Identifizierung eines gegenständlichen Beitrags bedarf es also nicht. An der fehlenden Konstruierbarkeit einer Beitragspflicht scheitert die Qualifikation als Verband damit im Ergebnis nicht.<sup>380</sup>

### c) In Schuldverschreibung verbrieft Mitgliedschaft?

Es gibt jedoch einen Punkt, auf den Liebenow selbst an keiner Stelle eingeht, der eine Qualifikation der Obligationäre als Mitglieder eines gesellschaftsrechtlichen Verbands aber unmöglich macht: Die Verbriefung einer Mitgliedschaft in einer Schuldverschreibung ist schlechthin ausgeschlossen. Die Mitgliedschaft ist als

<sup>378</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 272, unter Verweis auf U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 206, der in einer beschlossenen und „die Anleihegläubiger [...] benachteiligende[n] Änderung der Anleihebedingungen“ „die Leistung eines Beitrages“ sieht, im Ergebnis aber keine (rein) gesellschaftsrechtliche Qualifizierung befürwortet.

<sup>379</sup> BGH, Urteil vom 11. 1. 2011 – II ZR 187/09, NJW 2011, 921 (923 Rz. 15) mit Verweis auf Ulmer/Schäfer, in: Münchener Kommentar zum BGB (5. Aufl. 2009), § 706 Rn. 17 sowie K. Schmidt, Gesellschaftsrecht (4. Aufl. 2002), § 59 II 4, S. 1736.

<sup>380</sup> Anders sieht dies offenbar Bialluch, Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, S. 126 f., ohne jedoch auf die zitierte Rechtsprechung einzugehen; wie hier dagegen bereits Schulenburg, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 293.

subjektives Recht<sup>381</sup> dem Grunde nach ohne Weiteres ein Gegenstand, über den rechtsgeschäftlich verfügt werden kann.<sup>382</sup> Des Weiteren ist es wertpapierrechtlich auch durchaus zulässig, eine Mitgliedschaft zu verbrieften – jedoch nicht in einer Schuldverschreibung. Nach der Legaldefinition des § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB kann in einer Schuldverschreibung lediglich ein Leistungsversprechen des Ausstellers verbrieft werden. Der *numerus clausus* des Wertpapierrechts verbietet es damit, eine Mitgliedschaft zum Gegenstand einer Schuldverschreibung zu machen.<sup>383</sup>

Etwas gegensätzliches ergibt sich auch nicht aus den Ermächtigungsnormen des §§ 5 ff. SchVG. Die Ermächtigung des Schuldverschreibungsgesetzes, Mehrheitsklauseln in Anleihebedingungen aufzunehmen, die ein „Anleiheorganisationsrecht“ etablieren, ist nicht dahingehend zu verstehen, dass über den Wortlaut des § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB hinaus die Mitgliedschaft in einem Obligationärsverband Gegenstand einer Schuldverschreibung sein kann. Das Organisationsrecht der Anleihebedingungen i. V. m. den §§ 5 ff. SchVG lässt sich dogmatisch schließlich auch ohne mitgliedschaftsrechtliche Überwölbung erklären. Das Leistungsversprechen des Ausstellers steht bei einem Opt-in schlicht unter dem Vorbehalt, der auflösenden Bedingung, dass es vor dem jeweils bestimmten Leistungszeitpunkt zu keiner Änderung des Leistungsinhalts gemäß dem anwendbaren Verfahren gekommen ist.<sup>384</sup>

#### d) Zwischenergebnis

Unabhängig davon, ob man Innenverbände dem Grunde nach anerkennen möchte, sind nach dem Gesagten die Obligationäre derselben Gesamtemission jedenfalls keine Mitglieder in einem solchen. Dem steht *de lege lata* unüberwindbar das allgemeine Wertpapierrecht des § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB entgegen, der es nicht zulässt, eine Mitgliedschaft – eine *conditio sine qua non* jedes Verbands – in einer Schuldverschreibung zu verbrieften.

### III. Treuhänderische Bindung?

#### 1. Treuhänderische Bindung

Vogel spricht von einer „treuhänderischen Bindung der Mehrheit gegenüber den Vermögensinteressen der Gläubigergesamtheit“, die als solche „Grundlage der

---

<sup>381</sup> Umfassend *Habersack*, Die Mitgliedschaft – subjektives und ‚sonstiges‘ Recht, S. 98 ff.; vgl. auch *Lutter*, AcP 180 (1980), 84 (102); *Hüffer*, ZGR 2001, 833 (835); *Casper*, in: Spindler/Stilz, AktG (4. Aufl. 2019), Vorb. zu §§ 241 ff. Rn. 16.

<sup>382</sup> *Lutter*, AcP 180 (1980), 84 (99).

<sup>383</sup> So bereits *Bialluch*, Das Anleiheschuldverhältnis, S. 129 f.

<sup>384</sup> Siehe bereits oben § 2 B III 1 b.

materiellen Beschlusskontrolle“<sup>385</sup> sein soll, welche sich ihrerseits an den „gemeinsamen Interessen“ auszurichten habe.<sup>386</sup> Worauf sich diese „treuhänderische Bindung“ dogmatisch stützen soll, bleibt im Dunkeln. Vogel hält die Annahme einer treuhänderischen Bindung schlicht für geboten, um eine folgerichtige Anwendung des Schuldverschreibungsgesetzes zu ermöglichen: Denn „[d]ass der Gesetzgeber Derartiges“ – gemeint ist eine Übervorteilung der übrigen Obligationäre durch einen konfligierten Obligationär – „hinnehmen will“, hält Vogel für „schwerlich vorstellbar“.<sup>387</sup>

## 2. Würdigung

Über das dogmatische Konzept hinter der „treuhänderischen Bindung“ lässt sich vor diesem Hintergrund nur spekulieren. Da ein Treuhänder *per definitionem* in fremdem, nicht in eigenem Interesse tätig wird, eben im Interesse des Treugebers, dessen Interessen zu wahren der Treuhänder verpflichtet ist, steht zu vermuten, dass Vogel implizit von einer entsprechenden *Interessenwahrungspflicht* der Obligationäre ausgeht, deren dogmatische Grundlage es aufzuspüren gilt.

### *a) Interessenwahrungspflicht als besondere Rücksichtspflicht?*

Die Interessenwahrungspflicht könnte ihrerseits auf einer besonderen Beziehung unter den Obligationären fußen. So betrachtet würde der Gedanke einer treuhänderischen Bindung an dogmatischen Erwägungen anknüpfen, die nach hier vertretener Ansicht zumindest dem Grunde nach – nämlich, soweit es die Existenz einer Sonderverbindung unter den Obligationären betrifft – zutreffend sind. Weil freilich die Obligationäre – anders als „echte“ Treuhänder – dem Grunde nach zuvorderst im eigenen Interesse tätig werden, keine „geborenen“ Interessenwahrer sind, sondern zu solchen „gekoren“ werden müssten, passt der Vergleich mit einer „treuhänderischen Bindung“ eher schlecht. Bei der für eine Zweckbindung notwendigen „Interessenwahrungspflicht“ würde es sich demgemäß vielmehr um eine rechtsfortbildend zu begründende besondere Ausprägung der allgemeinen Treuepflicht handeln. Dass sich eine solche aber nicht überzeugend begründen lässt, wurde bereits gezeigt.

### *b) Interessenwahrungspflicht als gesetzgeberische Fiktion?*

Nicht weiter führt auch die Überlegung, eine solche Interessenwahrungspflicht als Kehrseite der gesetzgeberischen Fiktion einer materiellen Zweckbindung in das Schuldverschreibungsgesetz hineinzulesen. Dies liefe auf die bereits diskutierten

---

<sup>385</sup> Vogel, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 13 f.

<sup>386</sup> Vogel, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 14.

<sup>387</sup> Ders., a. a. O., S. 13.

Überlegungen von Servatius hinaus,<sup>388</sup> die zwar im Ansatz durchaus überzeugend sind, jedoch keine Bindung der Obligationäre mit *positiver* Zweckrichtung begründen können.

#### IV. Zwischenergebnis

Deshalb ist als Zwischenergebnis festzuhalten, dass sich für eine besondere Zweckbindung kein überzeugender Rechtsgrund finden lässt.

#### D. Fazit

Die Bindung an einen besonderen Zweck ist als Bindung an einen gemeinsam vereinbarten Zweck, an einen überindividuellen Verbandszweck oder an die gemeinsamen Interessen aller Obligationäre denkbar. Auf Grundlage einer derartigen Zweckbindung ließe sich begründen, dass die Obligationäre so abzustimmen hätten, als verfügten sie über keine anderen wirtschaftlichen Interessen als dasjenige an der Verbesserung ihrer Befriedigungsaussichten aus der Anleihe. Weil es für eine solche Zweckbindung keine Rechtsgrundlage gibt, kann sie im Recht der Schuldverschreibungen keine Geltung beanspruchen: Mit der Zeichnung bzw. dem Erwerb von Schuldverschreibungen ist keine Erklärung verbunden, sich mit den übrigen Obligationären derselben Gesamtemission zur Förderung eines gemeinsamen Zwecks zusammenzufinden. Die Obligationäre bilden keinen Innenverband, da ein solcher auf das Konzept der Mitgliedschaft angewiesen ist und sich Mitgliedschaften nicht in Schuldverschreibungen verbrieften lassen. Und wie vorangehende Abschnitte bereits gezeigt haben, führt der Gedanke einer treuhänderischen Bindung weder dann zum Ziel, wenn er als Hinweis auf eine besondere gegenseitige Interessenwahrungspflicht der Obligationäre verstanden wird, noch dann, wenn damit eine fingierte Interessen- bzw. Zweckbindung gemeint sein sollte.

### § 11 Kein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung

Damit ist die Untersuchung bei der letzten in Betracht kommenden Schranke angelangt. Bei dem hier sog. „Erfordernis sachlicher Rechtfertigung“<sup>389</sup> handelt es sich nach der Treuepflicht im engeren Sinne um ein weiteres gesellschafts- bzw.

---

<sup>388</sup> Dazu oben § 8 B II 1 b.

<sup>389</sup> Diesen Begriff verwenden in diesem Zusammenhang auch *Boese*, Die Anwendungsgrenzen des Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung bei HV-Beschlüssen, S. 4; *Cahn*, ZHR 163 (1999), 554 (569 ff.); *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 6, 273 ff.; *Winter*, Mitgliedschaftliche Treuebindungen im GmbH-Recht, S. 132 ff.

aktienrechtliches Transplantat, das zwar nicht begrifflich (dazu A.), sehr wohl aber inhaltlich (dazu B.) weite Verbreitung in der schuldverschreibungsrechtlichen Literatur gefunden hat. Wo man von der Frage nach einer „materiellen Inhaltskontrolle“ von Beschlüssen der Obligationäre liest, verbirgt sich dahinter in aller Regel eine Diskussion derjenigen Kriterien, die einem Erfordernis sachlicher Rechtfertigung im kapitalgesellschaftsrechtlichen Sinne entsprechen – ihre Vereinbarkeit mit den zu fördernden und ihre Verhältnismäßigkeit mit Blick auf die verkürzten Interessen. Weil es sich bei dem Erfordernis sachlicher Rechtfertigung richtigerweise um eine rechtsfortbildend zu begründende Inhaltskontrolle im engeren Sinne auf Grundlage von Treu und Glauben handelt (dazu C.), lässt sich seine Anwendbarkeit im Schuldverschreibungsrecht nicht ohne Weiteres begründen – lässt man die Ergebnisse der bisherigen Untersuchung Revue passieren, zeigt sich vielmehr, dass es für ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung im Schuldverschreibungsrecht keinen Geltungsgrund gibt (dazu D.).

## A. Begriff der sachlichen Rechtfertigung

Mit dem „Erfordernis sachlicher Rechtfertigung“ verbindet sich im Aktienrecht das vom Bundesgerichtshof in seiner „Kali + Salz“-Entscheidung aufgestellte Kriterium, wonach ein Ausschluss von Bezugsrechten im Rahmen eines Kapitalerhöhungsbeschlusses „durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt“ sein muss.<sup>390</sup> Wo in der kapitalgesellschaftsrechtlichen Literatur die Schlagworte „materielle Beschlusskontrolle“<sup>391</sup>, „Sach-“ oder „Inhaltskontrolle“<sup>392</sup> fallen, ist damit häufig dieses hier sog. Erfordernis sachlicher Rechtfertigung oder auch „Sachgrunderfordernis“ gemeint. Das Sachgrunderfordernis wird verbreitet<sup>393</sup> als allgemeines gesellschaftsrechtliches Prinzip aufgefasst, das über den Ausschluss

<sup>390</sup> BGH, Urteil vom 13. 3. 1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316 (1317) („Kali + Salz“).

<sup>391</sup> Etwa bei *Altmeyen*, in: *Altmeyen, GmbHG* (10. Aufl. 2021), Anh. § 47 Rn. 46; *Hüffer*, FS Steindorff 1990, 59 (67); *Koch*, in: *Hüffer/Koch, AktG* (14. Aufl. 2020), § 243 Rn. 22; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (4. Aufl. 2018), § 6 Rn. 275, S. 177; *Schwab*, in: K. Schmidt/Lutter (Hrsg.), *AktG* (4. Aufl. 2020), § 243 Rn. 14; für ein weiteres Verständnis dieses Begriffs (Kontrolle anhand jedweder materieller Schranken) *Fastrich*, FS Kreutz 2010, 585 (586); *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 5 f. m. w. N.

<sup>392</sup> Etwa bei *Austmann*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft (5. Aufl. 2020), § 42 Rn. 71 („volle Inhaltskontrolle“).

<sup>393</sup> Eine starke Mindermeinung will auf das Sachgrunderfordernis hingegen generell verzichten, vgl. *Altmeyen*, in: *Altmeyen, GmbHG* (10. Aufl. 2020), Anh. § 47 Rn. 48; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 54 ff.; *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 310 ff., 344 f., 357 ff.; *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 273 ff., 308 ff., 326 ff. m. w. N.



von Bezugsrechten hinaus auch auf weitere Beschlussgegenstände übertragbar sein soll.<sup>394</sup>

Von diesem Verständnis gehen augenscheinlich auch Baums und Horn aus, die für das Schuldverschreibungsrecht früh postuliert haben, dass „für Beschlüsse, die in die Gläubigerrechte eingreifen“,<sup>395</sup> „ähnliche ungeschriebene Anforderungen und Prüfkriterien wie bei Eingriffen in Aktionärsrechte durch Mehrheitsbeschluss im Rahmen der materiellen Inhaltskontrolle solcher Beschlüsse“ gelten würden.<sup>396</sup> Für das Schuldverschreibungsrecht wird demgemäß verbreitet das „Interesse der Gesellschaft“ aus der Kali + Salz-Formel durch die „gemeinsamen Interessen aller vom Beschluss betroffenen Gläubiger“<sup>397</sup> ersetzt, ohne deren Wahrung Mehrheitsbeschlüssen die Wirksamkeit zu versagen sein soll. Von einem Erfordernis sachlicher Rechtfertigung ist im Schuldverschreibungsrecht demgegenüber selten die Rede<sup>398</sup> – gebräuchlicher ist die Wendung einer „(materiellen) Inhaltskontrolle“<sup>399</sup>, der Mehrheitsbeschlüsse der Obligationäre generell (nicht) unterliegen sollen.

---

<sup>394</sup> *Lutter*, ZGR 1981, 171 (176); *Winter*, Mitgliedschaftliche Treuebindungen im GmbH-Recht, S. 154. Der Bundesgerichtshof hat es indes wiederholt abgelehnt, seine Kali+Salz-Rechtsprechung auf weitere Beschlussgegenstände auszudehnen, siehe die Nachweise bei *Austmann*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft (5. Aufl. 2020), § 42 Rn. 71 Fn. 191–195.

<sup>395</sup> *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (62).

<sup>396</sup> *Baums*, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12 f. = ZBB 2009, 1 (noch zum Referentenentwurf); vgl. auch *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (62): „Baums hat zutreffend darauf hingewiesen, dass Beschlüsse, die in die Gläubigerrechte eingreifen, im Anfechtungsprozess auch einer materiellen Inhaltskontrolle unterliegen, wie dies auch nach Aktienrecht für Mehrheitsbeschlüsse, die in Aktionärsrechte eingreifen, anerkannt ist“; zustimmend *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 254.

<sup>397</sup> *Baums*, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12 = ZBB 2009, 1; *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 38.

<sup>398</sup> Explizit von „sachlicher Rechtfertigung“ spricht nur *Bialluch*, Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, S. 218; vgl. auch *Vogel*, ZBB 2010, 211 (213): „Erfordernis einer besonderen materiellen Rechtfertigung“.

<sup>399</sup> Von „materieller Inhaltskontrolle“ sprechen *Baums*, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12 f. = ZBB 2009, 1; *Horn*, ZHR 173 (2009), 12 (62); *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 328; *Moser*, Missbrauchsfahren durch opponierende Anleihegläubiger nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 210; *Podewils*, DSrR 2009, 1914 (1918); von „Inhaltskontrolle“ *Müller*, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (5. Aufl. 2020), Kap. 13, SchVG, § 20 Rn. 6; *Ruf*, Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger in der Krise des Emittenten, S. 145.

## B. Inhalt des Sachgrunderfordernisses

### I. Positive Wirksamkeitsbedingung

Das Sachgrunderfordernis versteht sich als ungeschriebene *positive Wirksamkeitsvoraussetzung* von Mehrheitsbeschlüssen.<sup>400</sup> Konzeptuell sind dem Sachgrunderfordernis unterliegende Beschlüsse deshalb nicht wie sonst grundsätzlich als rechtmäßig zu betrachten, solange keine der (negativen) Rechtswidrigkeitsvoraussetzungen (Anfechtungsgrund, Nichtigkeitseingriff) gegeben ist, stattdessen muss zu ihrer Rechtmäßigkeit eine besondere positive Voraussetzung – ein *sachlicher Grund* – vorliegen.

Konsequenterweise wird in der aktienrechtlichen Literatur denn auch verbreitet der Gesellschaft die primäre Darlegungs- und Beweislast auferlegt, wo ein dem Sachgrunderfordernis unterliegender Hauptversammlungsbeschluss angefochten wird.<sup>401</sup> Der Bundesgerichtshof geht nicht ganz so weit: Hinsichtlich der Darlegungs- und Beweislast sieht er entsprechend der allgemeinen Regeln prinzipiell den Anfechtungskläger in der Bringschuld, bürdet der Gesellschaft aber eine sekundäre Darlegungslast auf, weil allein diese über die zur Beweisführung erforderlichen Unterlagen und Informationen verfüge. Deshalb habe die Gesellschaft die rechtfertigenden Gründe darzulegen, anschließend obliege es aber wiederum dem Anfechtungskläger, diese Gründe gegebenenfalls zu widerlegen.<sup>402</sup>

### II. Objektive Nützlichkeit

Der „sachliche Grund im gemeinsamen Interesse“ wird von den Vertretern eines schuldverschreibungsrechtlichen Sachgrunderfordernisses überwiegend mit der „objektiven Nützlichkeit“ des Beschlusses identifiziert.<sup>403</sup> Was sich dahinter verbirgt, darüber ist man sich in der Sache – trotz im Einzelnen abweichender Formulierungen – doch ziemlich einig: Als objektiv nützlich gilt Baums ein Beschluss dann, wenn die Obligationäre „durch den Beschluss voraussichtlich nicht schlechter gestellt werden“, als sie „ohne den Beschluss stünden“.<sup>404</sup> Für Schmidtbleicher ist das Kriterium erfüllt, „wenn die angepassten Anleihebedingungen einen höheren oder

<sup>400</sup> BGH, Urteil vom 13.3.1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316 (1317) („Kali + Salz“): „sachliche Wirksamkeitsvoraussetzung“.

<sup>401</sup> *Ehmann*, in: Grigoleit (Hrsg.), AktG (2. Aufl. 2020), § 243 Rn. 15; *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 255; *Timm*, ZGR 1987, 403 (413).

<sup>402</sup> BGH, Urteil vom 13.3.1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316 (1317 f.). Ob er hieran weiter festhalten wird, hat der BGH jüngst offengelassen, siehe das Urteil vom 10.7.2018 – II ZR 120/16, BGHZ 219, 215 = NJW 2018, 2796 (2800).

<sup>403</sup> *Baums*, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12 = ZBB 2009, 1: „(D)ie beschlossene Maßnahme (muss) (...) objektiv nützlich (sein)“; *Vogel*, ZBB 2010, 211 (219).

<sup>404</sup> *Baums*, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12 = ZBB 2009, 1.

gleichen Net Present Value anstreben als die bestehenden Bedingungen“;<sup>405</sup> ähnlich setzt Schulenburg den objektiven Nutzen mit dem „möglichst umfassende[n] Erhalt des Wertes der Schuldverschreibungen“ gleich,<sup>406</sup> während für Leber die „erwartete Auszahlung [...] objektiv mindestens so hoch sein [muss] wie bei Untätigbleiben“.<sup>407</sup> U. Simon identifiziert das „gemeinsame Interesse“ zwar sprachlich nicht mit objektiver Nützlichkeit, sondern mit der Sicherung der Befriedigung der Forderungen aus der Anleihe. In der Sache kommt er damit gleichwohl zu einem vergleichbaren Ergebnis. Das zeigt sich nicht zuletzt darin, dass bei Sanierungsbeschlüssen seiner Auffassung nach durch einen Forderungsverzicht keinesfalls die voraussichtliche Insolvenzquote unterschritten werden dürfe.<sup>408</sup>

### III. (Kupierte) Verhältnismäßigkeitsprüfung

Mit der Kontrolle allein der objektiven Nützlichkeit des Beschlusses wollen es Schmidbleicher, Leber und Schulenburg bewenden lassen.<sup>409</sup> Überwiegend wird demgegenüber vertreten, dass sich der Prüfung der objektiven Nützlichkeit noch eine – an das gesellschaftsrechtliche Vorbild angelehnte – (kupierte) Verhältnismäßigkeitsprüfung anzuschließen habe. Der Bundesgerichtshof spricht in „Kali + Salz“ insoweit von einer „Abwägung der Interessen und der Verhältnismäßigkeit von Mittel und Zweck“,<sup>410</sup> und die ein Sachgrunderfordernis befürwortende kapitalgesellschaftsrechtliche Literatur verlangt, dass die Maßnahme zur Verwirklichung des

---

<sup>405</sup> *Schmidbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 87 f.; *ders.* in Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Auflage 2019), Kap. 12 Rn. 265; ihm folgend *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 321; ablehnend *Friedl*, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 38: „Dass dieser Nutzen streng im Sinne eines ökonomischen Nutzenbegriffs als Net Present Value verifiziert werden muss, ist hingegen wohl nicht zu fordern“. Was Friedl unter dem von ihm gleichfalls vertretenen Kriterium objektiver Nützlichkeit versteht, bleibt im Dunkeln – er schreibt zwar, der Beschluss dürfe „nicht nur ein Sonderinteresse von bestimmten Großgläubigern (...) verfolgen“, liefert aber kein *objektives* Kriterium, anhand dessen sich dies erkennen ließe.

<sup>406</sup> *Schulenburg*, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 306 f.

<sup>407</sup> *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 253.

<sup>408</sup> *U. Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 233.

<sup>409</sup> *Leber*, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, S. 253 f.; *Schmidbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 205 f., 419; *ders.*, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Auflage 2019), Kap. 12 Rn. 264 ff., und ihm folgend auch *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, S. 321; *Schulenburg*, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 306 f.

<sup>410</sup> BGH, Urteil vom 13. 3. 1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316 (1317) („Kali+Salz“).

Unternehmensinteresses geeignet und erforderlich sein und in einem angemessenen Verhältnis zu den Nachteilen der betroffenen Aktionäre stehen muss.<sup>411</sup>

## 1. Kupierte Verhältnismäßigkeitsprüfung

Die Vertreter einer „kupierten“ Verhältnismäßigkeitsprüfung wollen die Prüfungstiefe im Schuldverschreibungsrecht im Vergleich zum Aktienrecht aufgrund der abweichenden Verhältnisse – insbesondere der fehlenden gemeinsamen Zweckverfolgung und Treuepflichtbindung der Obligationäre<sup>412</sup> – herabsetzen. So spricht sich Podewils gegen eine „undifferenzierte Übertragung der aktienrechtlichen Grundsätze“ und für eine „jedenfalls restriktiv(e)“ Handhabung einer „materiellen Inhaltskontrolle“ aus, nennt aber keine konkreten Prüfungspunkte.<sup>413</sup> Jedenfalls begrifflich setzt auch Friedl auf eine kupierte Verhältnismäßigkeitsprüfung, die eine Kontrolle der *Geeignetheit*, nicht aber der *Erforderlichkeit* und *Angemessenheit* umfassen soll.<sup>414</sup> Da das Kriterium der *Geeignetheit* konzeptionell in der Prüfung der *objektiven* Nützlichkeit aufgeht, steht Friedl in der Sache gleichwohl im Lager derjenigen, die auf eine Verhältnismäßigkeitsprüfung im klassischen Sinne verzichten.

## 2. Umfassende Verhältnismäßigkeitsprüfung

Die Kriterien der (*Geeignetheit*), *Erforderlichkeit* und *Angemessenheit* werden zwar häufiger genannt,<sup>415</sup> aber selten schuldverschreibungsrechtsspezifisch mit Leben gefüllt. Eine Ausnahme stellt U. Simon dar, der „die an einer Interessenabwägung orientierte Verhältnismäßigkeitsprüfung“ gar für die „einzig denkbare [!] Form“ hält, mit der die relevanten Interessen berücksichtigt werden können.<sup>416</sup>

---

<sup>411</sup> Boese, Die Anwendungsgrenzen des Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung bei HV-Beschlüssen, S. 95 f., 99 ff.; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG (14. Aufl. 2020), § 243 Rn. 24.

<sup>412</sup> Podewils, DStR 2009, 1914 (1918): „verfolgen keinen gemeinsamen Zweck“ und „haben untereinander keine besondere Nähebeziehung“.

<sup>413</sup> Podewils, DStR 2009, 1914 (1918)

<sup>414</sup> Friedl, in: Frankfurter Kommentar zum SchVG, § 20 Rn. 38.

<sup>415</sup> Für eine Prüfung dieser Kriterien Baums, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12 = ZBB 2009, 1; Horn, ZHR 173 (2009), 12 (62); Schönhaar, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, S. 254; U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 244 ff.; anfangs auch noch Vogel, in: Berliner Kommentar zum SchVG, § 5 Rn. 19, der sich in jüngeren Stellungnahmen aber für ein bloße subjektive Interessenbindung ausspricht, Vogel, ILF WP Series No. 137 (3/2013), S. 15.

<sup>416</sup> U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 228.

### a) Geeignetheit und Erforderlichkeit

Zur Ausfüllung der Begriffe der Geeignetheit und Erforderlichkeit hält sich U. Simon an die aus den allgemeinen Grundrechtslehren bekannten Definitionen. Überraschend ist aber der Bezugspunkt seiner Verhältnismäßigkeitsprüfung: Bei Kontrolle eines Sanierungsbeschlusses müssen die getroffenen Maßnahmen der Obligationäre nach U. Simon „geeignet sein, die *Sanierung des Emittenten* zu fördern“.<sup>417</sup> Dementsprechend könne „die Beschneidung von Rechten der Anleihegläubiger auch dann unverhältnismäßig sein, wenn die Eingriffe *nicht stark genug* ausfallen“.<sup>418</sup> Weil U. Simon das „gemeinsame Interesse“ der Obligationäre zuvor mit der Sicherung ihrer (kollektiven) Befriedigungsaussichten identifiziert, dürfte die „Sanierung des Emittenten“ bloß versehentlich Bezugspunkt seiner Verhältnismäßigkeitsprüfung geworden sein – die Sanierung des Schuldners mag Mittel zum Zweck der Befriedigung der Obligationäre sein, ist aber auch in U. Simons Konzept nicht Ziel und Zweck des Mehrheitsprinzips selbst. Für die Frage der Erforderlichkeit findet U. Simon denn auch wieder zum richtigen Anknüpfungspunkt zurück: Für nicht erforderlich hält er Sanierungsmaßnahmen, „soweit weniger drastische Einschnitte eine Befriedigung der Obligationäre sichergestellt hätten als sie bei dem vorgeschlagenen Sanierungskonzept notwendig werden“.<sup>419</sup>

### b) Angemessenheit

Sehr weitreichend sind die Konsequenzen aus U. Simons Verständnis der Angemessenheits-Prüfung. U. Simon hält im Ergebnis jedes Sanierungskonzept für unangemessen und damit anfechtbar, das die Obligationäre im Vergleich zu den Eigenkapitalgebern und anderen Finanzgläubigern übermäßig belastet. Die Sanierung des Emittenten dürfe nicht „überwiegend auf Kosten der Anleihegläubiger an[ge]strebt[t]“ werden, weshalb nach U. Simon ein „Missverhältnis zwischen Sanierungsbeiträgen der Eigen- und Fremdkapitalgeber“ die „Angemessenheit von Sanierungsmaßnahmen berührt“<sup>420</sup> und auch „eine Abstimmung der Beiträge zu anderen Gläubigern erforderlich“<sup>421</sup> ist. Einen konkreten Maßstab, anhand dessen sich eine „faire“ Verteilung der Sanierungslast auf die einzelnen Gruppen beurteilen ließe, bleibt U. Simon allerdings schuldig.

<sup>417</sup> Ders., a. a. O., S. 244 f. (Hervorhebung des Verf.)

<sup>418</sup> U. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 246 f. (Hervorhebungen im Original).

<sup>419</sup> Ders., a. a. O., S. 251.

<sup>420</sup> Ders., a. a. O., S. 252.

<sup>421</sup> Ders., a. a. O., S. 256.

## C. Rechtsgrund eines Sachgrunderfordernisses

Die ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung befürwortende aktienrechtliche Literatur kann sich für die Frage nach dem dogmatischen Anknüpfungspunkt des Sachgrunderfordernisses auf die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht berufen,<sup>422</sup> wobei wohl eine Ableitung aus der Treuepflicht der Gesellschaft gegenüber ihren Aktionären und dem Gleichbehandlungsgebot des § 53a AktG am nächsten liegt.<sup>423</sup> Diese Begründungswege sind für das Schuldverschreibungsrecht versperrt. Zum einen ist die Existenz einer Treuepflicht im engeren Sinne nach gesellschaftsrechtlichem Vorbild<sup>424</sup> zwischen den Obligationären abzulehnen.<sup>425</sup> Zum anderen ist die Gläubigerversammlung weder ein Organ des Schuldners noch eines rechtsfähigen Gläubigerverbands, weshalb ihre Beschlüsse keiner Einheit zugerechnet werden können, die möglicherweise zur Rücksicht gegenüber den Obligationären verpflichtet sein könnte. An alternativen Ansätzen mangelt es gleichwohl nicht:

### I. Eingriffsgedanke?

Der hier sog. Eingriffsgedanke liegt der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zugrunde und begründet das Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung mit der besonderen Schwere des Eingriffs in die verkürzten Rechte. Grundlegend ist die „Kali + Salz“-Entscheidung, die einen mehrheitlich beschlossenen Bezugsrechteausschluss betraf:<sup>426</sup> Ein Bezugsrechteausschluss verwässere den Anteil des Aktionärs am Gesellschaftsvermögen, was seinen Gewinn- und Liquidationsanteil absenke und die Stimmrechtsquoten verschiebe. Ein solch „schwerer“ Eingriff in die Mitgliedschaft mache es „notwendig“, für einen Ausschluss von Bezugsrechten eine besondere sachliche Rechtfertigung zu fordern.

<sup>422</sup> Dafür die herrschende Lehre, u.a. *Hüffer*, ZGR 2001, 833 (845); *Lutter*, ZHR 162 (1998), 164 (185); *Timm*, ZGR 1987, 403 (409); *Wiedemann*, DB 1993, 141 (144); *Winter*, Mitgliedschaftliche Treuebindungen im GmbH-Recht, S. 147.

<sup>423</sup> Dafür *Boese*, Die Anwendungsgrenzen des Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung bei HV-Beschlüssen, S. 37 ff., 44 ff.; *Elman*, in: Grigoleit (Hrsg.), AktG (2. Aufl. 2020), § 243 Rn. 13; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG (14. Aufl. 2020), § 243 Rn. 23; *Mülbner*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 229 ff., 232 ff.; *Noack/Zetzsche*, in: Kölner Kommentar zum AktG (3. Aufl. 2018), § 243 Rn. 333 f.; *Vorse*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel II, Kap. 13, 579 (579 ff.); *ders.*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, S. 36 ff.

<sup>424</sup> Auf eine solche Treuepflicht stützt sich namentlich *U. Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Baustein eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, S. 214 ff. Liebenow geht demgegenüber davon aus, dass die (von ihm bejahte) Treuepflicht schon dem Grunde nach keine Basis für ein Sachgrunderfordernis sein kann, da sie lediglich eine einzelfallbezogene Missbrauchskontrolle begründe, *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 328.

<sup>425</sup> Dazu oben § 9 C I.

<sup>426</sup> BGH, Urteil vom 13.3.1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316 (1317) („Kali+Salz“).

Eine dogmatische Begründung liefert der Bundesgerichtshof mit dem Eingriffsgedanken allerdings nicht. Er bleibt sie auch sonst schuldig.<sup>427</sup> Der Eingriffsgedanke hilft daher für die Suche nach der Rechtsgrundlage eines schuldverschreibungsrechtlichen Sachgrunderfordernisses nicht weiter.

## II. Objektive Rücksichtnahmepflicht?

Zu verwerfen ist auch die Begründung Schulenburgs, der von der Existenz einer „objektiven Rücksichtnahmepflicht“ zwischen den Obligationären ausgeht, aus der ein „Kriterium objektiver Nützlichkeit“ folgen soll.

Schulenburg folgt einem Ansatz, der sich zumindest in wesentlichen Teilen mit dem hier vertretenen deckt, indem er nämlich von einer Sonderverbindung<sup>428</sup> unter den Obligationären ausgeht, die einem heteronom von Gesetz und Anleihebedingungen gesetztem Zweck dient.<sup>429</sup> An diesem Punkt enden aber die Gemeinsamkeiten. Schulenburg folgert aus der Beobachtung, dass das Mehrheitsprinzip es den Obligationären „wie den Aktionären ermöglicht, die Rechte der übrigen Stimmrechtsträger zu beeinträchtigen“ und aus der deshalb bestehenden „Notwendigkeit, diesen Einwirkungsmöglichkeiten als Gegengewicht die Pflicht entgegenzustellen, auf die Interessen der übrigen Stimmrechtsträger Rücksicht zu nehmen“,<sup>430</sup> die Existenz einer „treuepflichtähnlichen Rücksichtnahmepflicht“<sup>431</sup> der Obligationäre. Den Gleichlauf mit dem Aktienrecht rechtfertigt Schulenburg durch den oben bereits als nicht stichhaltig verworfenen Schluss von der Form auf die Substanz: Weil das Schuldverschreibungsrecht „dem Zweck dient, kollektiv rationale Entscheidungen der Anleihegläubiger zu ermöglichen“, bestehe wie im Aktienrecht eine Zweckbindung. Dabei konzidiert Schulenburg zwar, dass diese Zweckbindung durch Gesetz und Anleihebedingungen vorgegeben und anders als im Aktienrecht nicht

<sup>427</sup> So *Boese*, Die Anwendungsgrenzen des Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung bei HV-Beschlüssen, S. 15; *Tröger*, Treuepflicht im Konzernrecht, S. 254; *Wandrey*, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 293 Fn. 144.

<sup>428</sup> *Schulenburg* versäumt es dabei zunächst, positiv zu begründen, was die Aufwertung zur Sonderverbindung rechtfertigt. Er lehnt zunächst lediglich eine Qualifizierung als Bruchteilsgemeinschaft und als Gesellschaft ab und kommt dann ohne Weiteres zu dem Schluss, die „Verbindung der Gläubiger“ sei „als Sonderrechtsbeziehung sui generis zu qualifizieren“, *Schulenburg*, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 298 f. Erst an späterer Stelle benennt Schulenburg im Vorbeigehen die „besonderen Einwirkungsmöglichkeiten“ als „zentrale Voraussetzung“, „die Beziehung [...] als rechtliche Sonderbeziehung zu identifizieren und damit abzuheben von dem „Jedermann-Verhältnis“, S. 302. Dazu, dass dieses Kriterium allein nicht zur Abgrenzung taugt, oben § 9 B I 2 a).

<sup>429</sup> *Schulenburg*, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 300 ff.

<sup>430</sup> *Ders.*, a. a. O., S. 299.

<sup>431</sup> *Ders.*, a. a. O., S. 301.

autonom gesetzt ist,<sup>432</sup> misst dem aber keine weitere Bedeutung bei. Weil zwischen dem Telos gesetzlicher Vorschriften und einer autonomen Zwecksetzung aber sehr wohl ein bedeutender Unterschied besteht, kann Schulenburgs Herleitung einer „treuepflichtähnlichen Rücksichtnahmepflicht“ nicht überzeugen.

Dessen ungeachtet ist auch Schulenburgs weitere Ableitung eines Sachgrund-erfordernisses (er spricht von einem „Kriterium objektiver Nützlichkeit“) nicht stichhaltig. Genau genommen begründet er an keiner Stelle überhaupt positiv, woher das Erfordernis kommen soll, die Obligationäre müssten „objektive“ Rücksicht walten lassen und ein Beschluss daher „objektiv“ nützlich sein, anstelle einer lediglich „subjektiven“ Verpflichtung der Obligationäre, keine die schützenswerten Interessen der übrigen Obligationäre verletzenden Beschlüsse *anzustreben*. Schulenburgs Gedankenführung läuft darauf hinaus, dass (i) das alte Schuldverschreibungsgesetz in § 1 Abs. 1 nur ein subjektives Interessenwahrungsgebot enthielt,<sup>433</sup> (ii) das aktienrechtliche Sondervorteilsverbot gleichfalls lediglich subjektiv rücksichtsloses Vorgehen sanktioniert,<sup>434</sup> und es (iii) *folglich* im neuen Schuldverschreibungsgesetz, das weder das Interessenwahrungsgebot des Vorgängergesetzes noch das Sondervorteilsverbot des Aktiengesetzes übernommen hat, keine Beschränkung auf lediglich subjektive Rücksichtnahmepflichten gibt.<sup>435</sup> Schulenburg unterliegt offenbar dem Irrtum, dass es sich bei der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht und deshalb auch bei seiner „treuepflichtähnlichen Rücksichtnahmepflichten“ *per se* um „objektive“ Rücksichtnahmepflichten handelt, dass die gesellschaftsrechtliche Treuepflichtbindung insoweit stets mit dem Erfordernis sachlicher Rechtfertigung *identisch* ist.<sup>436</sup>

### III. Treuhänderische Bindung?

Verbreiteter ist der (im Rahmen der Diskussion einer besonderen Zweckbindung bereits angesprochene) Gedanke der treuhänderischen Bindung. Für das Schuldverschreibungsrecht geht der Gedanke auf Baums zurück, der – allerdings noch zum Referentenentwurf von 2008<sup>437</sup> – postulierte, die Obligationäre unterlägen „wie ein Treuhänder Bindungen“.<sup>438</sup>

<sup>432</sup> Ders., a. a. O., S. 300.

<sup>433</sup> Schulenburg, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsgesetz in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, S. 303 f.

<sup>434</sup> Ders., a. a. O., S. 304.

<sup>435</sup> Ders., a. a. O., S. 304.

<sup>436</sup> Zu den Kategorien der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht im weiteren Sinne oben § 9 A II 2.

<sup>437</sup> Entwurf eines Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Anleihen und zur Anpassung kapitalmarktrechtlicher Verjährungsvorschriften vom 9. 5. 2008.



Ob Baums an diesem Gedanken noch festhält, kann mit guten Gründen bezweifelt werden. Denn das heutige Schuldverschreibungsgesetz unterscheidet sich vom Referentenentwurf in einem hier durchaus relevanten Detail: Der Referentenentwurf folgte noch nicht dem „Ermächtigungsmodell“,<sup>439</sup> wonach der Emittent durch Opt-in in den Anleihebedingungen entscheidet, ob das Organisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG zur Anwendung kommen kann, sondern erklärte Mehrheitsbeschlüsse von Obligationären stets für *de lege* zulässig, ohne dass es einer dahingehenden „Einwahl“ bedurft hätte (oder eine „Abwahl“ möglich gewesen wäre).<sup>440</sup> In diesem Modell gilt das Mehrheitsprinzip demzufolge nicht aufgrund rechtsgeschäftlicher Vereinbarung, sondern aufgrund gesetzlicher Anordnung – was seinen Legitimationsbedarf erhöht, schließlich entfällt ein Moment wahrgenommener Privatautonomie. Dieser Umstand mag möglicherweise rechtfertigen, von einer (gesetzlich verordneten) Wahrnehmung fremder Interessen durch die Mehrheit und einer entsprechenden „treuhänderischen Bindung“ zu sprechen, in deren Inhalt sich die Anforderungen an einen verhältnismäßigen Interessenausgleich durch den – Inhalt und Schranken des Obligationseigentums bestimmenden – Gesetzgeber wieder spiegeln. Wo die Geltung des Mehrheitsprinzips demgegenüber auf einer privatautonomen Vereinbarung beruht, liegt – diesseits des „Umschlagspunkts“, wo also kein Eingriff in die verfassungsrechtlich geschützte wirtschaftliche Substanz des Obligationseigentums in Rede steht – eine Einzelfallkontrolle anhand der privatrechtlich normierten Grenzen der Privatautonomie (§§ 138, 242 BGB) näher als eine Übernahme verfassungsrechtlicher Prüfungsmuster (legitimer Zweck, Geeignetheit, Erforderlichkeit, Angemessenheit).

Es spricht noch ein zweiter Gesichtspunkt gegen den Gedanken einer treuhänderischen Bindung als Grundlage eines Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung. Der Treuhandgedanke verortet die Rechtfertigung des Sachgrunderfordernisses letztlich in das Verhältnis unter den Obligationären. Da es sich bei dem Sachgrunderfordernis aber um eine *objektive Wirksamkeitsvoraussetzung* handelt, ist diese Verortung nicht sachgerecht: Personen mögen sich gegenseitig ein gewisses Maß an Sorgfalt schulden – das Sachgrunderfordernis aber stellt objektive Kriterien auf, die ohne jeden Bezug zur im Einzelfall von den Obligationären beobachteten Sorgfalt Geltung beanspruchen. Objektive Wirksamkeitsbedingungen erscheinen eher als „von außen an die Obligationärsbeziehung herangetragen“ als „aus ihrem Innern hervorzuwachsen“, wie es der Gedanke einer treuhänderischen Bindung (und der Versuch, „objektive Rücksichtnahmepflichten“ zu begründen) insinuiert.

<sup>438</sup> Baums, ILF WP Series No. 90 (9/2008), S. 12 = ZBB 2009, 1; dezidiert ablehnend Bliesener/Schneider, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, SchVG, § 20 Rn. 44 f.; Hofmann/Keller, ZHR 175 (2011), 684 (719).

<sup>439</sup> Zum Begriff Bredow/Vogel, ZBB 2009, 153 (155).

<sup>440</sup> § 4 Abs. 1 Satz 1 RefE: „Die Gläubiger derselben Anleihe können nach Maßgabe dieses Abschnitts durch Mehrheitsbeschluss Änderungen der Anleihebedingungen zustimmen“; zum Referentenentwurf Bredow/Vogel, ZBB 2008, 221 (221 ff.); Cranshaw, BKR 2008, 504 (504 ff.).

Der Gedanke der treuhänderischen Bindung verweist deshalb auf keinen stichhaltigen Rechtsgrund für eine Sachgrunderfordernis im Schuldverschreibungsrecht.

#### **IV. Gebot ordnungsgemäßer Beschlüsse entsprechend § 745 Abs. 1 Satz 1 BGB?**

Schmidtbleicher hat in seiner Dissertation ein „allgemeines System“ für die Beziehungen von Obligationären entworfen, das auf den Vorschriften über die Rechtsgemeinschaft gemäß §§ 741 ff. BGB beruht und als subsidiäre Lückenfüllungs- und Auslegungshilfe fungieren will, wo das Schuldverschreibungsgesetz keine spezielle Problemlösung vorhält. Dementsprechend ließe sich für die unregelten inhaltlichen Anforderungen an Mehrheitsbeschlüsse auf § 745 Abs. 1 Satz 1 BGB zurückgreifen, wonach nur eine „ordnungsgemäße“ Benutzung des gemeinschaftlichen Gegenstands beschlossen werden darf, worunter Schmidtbleicher eine „jedenfalls nicht unzweckmäßige“ und deshalb „objektiv nützliche“ Maßnahme versteht, was auf ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung (er spricht von einer „Inhaltskontrolle am Maßstab des objektiven Nutzens“<sup>441</sup>) hinausläuft. Als gemeinschaftlichen Gegenstand identifiziert Schmidtbleicher ein gemeinschaftliches „mehrseitiges Gestaltungsrecht“, das man am treffendsten wohl als „Änderungsbefugnis hinsichtlich der Anleihebedingungen“ bezeichnen kann. Doch kann ein Rückgriff auf die Vorschriften über die Rechtsgemeinschaft und die Idee eines mehrseitigen Gestaltungsrechts wirklich überzeugen?

#### **1. Teilgläubigerschaft und Rechtsgemeinschaft an mehrseitigem Gestaltungsrecht**

Der Ausgangspunkt Schmidtbleichers dogmatischer Überlegungen ist eine *Als-ob*-Betrachtung: Wenn man so tut, als gäbe es das Schuldverschreibungsgesetz (und seinen Vorgänger) nicht, mit welchen dogmatischen Kategorien ließe sich die wirtschaftliche Verbundenheit der Obligationäre rechtlich erfassen? Die erste dogmatische Kategorie, die Schmidtbleicher identifiziert, ist die Teilgläubigerschaft i. S. d. § 420 BGB. Die Gläubiger derselben Anleihe seien alle Teilgläubiger, also Gläubiger von nebeneinander bestehenden, selbständigen Teilforderungen, die auf einem einheitlichen Entstehungsgrund, einem einzelnen Schuldverhältnis im weiteren Sinne beruhen.<sup>442</sup> Aus der Teilgläubigerschaft folgt nach den Vorschriften des BGB eine gewisse rechtliche Verbundenheit der Teilgläubiger untereinander, denn Zurückbehaltungsrechte (§ 320 Abs. 1 Satz 2 BGB), Rücktrittsrechte (§ 351 BGB) und Minderungsrechte (§ 441 Abs. 2 BGB) können nur einheitlich durch bzw. ge-

---

<sup>441</sup> Schmidtbleicher, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 265.

<sup>442</sup> Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 323.

genüber allen Teilgläubigern geltend gemacht werden.<sup>443</sup> Ein Teil der Lehre, der sich Schmidtbleicher anschließt, verallgemeinert den in diesen Einzelschriften vorzufindenden Gedanken zu dem Dogma der *unteilbaren Gestaltungsrechte*, das bei Teilgläubigerschaft grundsätzlich gelte.<sup>444</sup>

Nach herkömmlicher, von Seckel begründeter Lehre bezeichnen Gestaltungsrechte subjektive Rechte zur *einseitigen* Umgestaltung eines Rechtsverhältnisses.<sup>445</sup> Anders Schmidtbleicher: Die *einseitige* Rechtsausübung sei kein Wesensmerkmal eines Gestaltungsrechts, es gebe auch *mehrseitige* Gestaltungsrechte.<sup>446</sup> Um ein solches *mehrseitiges Gestaltungsrechte* handle es sich insbesondere bei der Befugnis, über den Inhalt der Anleihebedingungen zu disponieren.<sup>447</sup> Dabei stünden der Schuldner der Anleihe auf der einen, seine Gläubiger auf der anderen Seite des Gestaltungsrechts. Den Obligationären stünde das Gestaltungsrecht deshalb *gemeinschaftlich* i. S. d. § 741 BGB zu.<sup>448</sup> Weil sie also eine Rechtsgemeinschaft an ihrem – nur einheitlich wahrnehmbaren – Gestaltungsrecht bildeten,<sup>449</sup> seien die Obligationäre dazu berufen, die Benutzung ihres Rechts, also die Ausübung der (Mit-)Gestaltungsbefugnis in Form der Zustimmung zu einer Änderung der Anleihebedingungen, durch Mehrheitsbeschluss zu beschließen, § 745 Abs. 1 BGB.<sup>450</sup>

## 2. Würdigung

Schmidtbleicher kann aus mehreren Gründen nicht überzeugen. Eine Qualifizierung der Anleihegläubiger als Teilgläubiger ist zumindest nicht für jede Emissionsform stichhaltig, und mehrseitige Gestaltungsrechte gibt es schlicht nicht, Schmidtbleicher begeht insoweit einen Kategorienfehler.

### a) Keine Teilgläubigerschaft

Teilgläubigerschaft setzt voraus, dass eine einheitliche Leistung an mehrere verteilt erbracht werden soll. Dabei sind die „erkennbar gewordenen Vorstellungen der Parteien bei Vertragsschluss“ maßgebend. „Man kann daher nicht einfach darauf abstellen, inwieweit eine Leistung *wirtschaftlich* mehreren Gläubigern gemein-

<sup>443</sup> Heinemeyer, in: Münchener Kommentar zum BGB (8. Aufl. 2019), § 420 Rn. 16.

<sup>444</sup> Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 329.

<sup>445</sup> Seckel, FG Koch 1903, 205 (210 f.); zur heute (nahezu) einhelligen Ansicht vgl. *Hattenhauer*, Einseitige private Rechtsgestaltung, S. 5.

<sup>446</sup> Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 345.

<sup>447</sup> Ders., ebd.

<sup>448</sup> Ders., a. a. O., S. 357 f.; zustimmend *Grünwald*, Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkung in der Unternehmenssanierung, S. 222.

<sup>449</sup> Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 358 ff.; zustimmend *Grünwald*, ebd.

<sup>450</sup> Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 364 ff.; zustimmend *Grünwald*, ebd.

schaftlich zugutekommen soll.<sup>451</sup> Schmidtbleichers Begründung einer Teilgläubigerschaft der Anleihegläubiger beruht auf einer entscheidenden empirischen Prämisse, die aber nur einen Teilausschnitt der (Emissions-)Realität erfasst, mit dem unberücksichtigten Teil der Emissionsrealität nicht vereinbar ist und deshalb keine Grundlage für seine Ableitung der Teilgläubigerschaft darstellt: Schmidtbleicher geht von der – in der Tat absolut vorherrschenden – Praxis der Fremdemission großvolumiger Unternehmensanleihen durch (ein Konsortium von) Emissionsbanken aus.<sup>452</sup> Bei solchen Transaktionen mag es nicht fernliegen, dass sich sowohl Emittent als auch Übernehmer von der Vorstellung eines einheitlichen Geschäfts, eines einheitlichen Schuldverhältnisses leiten lassen, auf dem die gemeinsam abgewickelte Gesamtemission beruht. Das Bild ändert sich aber radikal, wenn man an das andere Ende des Marktes blickt: Dorthin nämlich, wo kleine und mittlere Unternehmen Minibonds und Mittelstandsanleihen im Wege der Eigenemission oder einer Kombination aus Eigen- und Fremdemission begeben. In diesen Marktsegmenten, wo das angestrebte Zielvolumen oft nicht erreicht wird und wo der Emittent seine Papiere oder einen wesentlichen Teil davon unmittelbar bei einer Vielzahl untereinander in keiner Weise organisierter institutioneller und privater Anleger platziert, liegt eine beiderseitige Vorstellung von einem die Gesamtemission umschließenden, einheitlichen Schuldverhältnis mehr als fern. Will man nicht zu einer nach der Emissionsform gespaltenen Auslegung gelangen, wird man eine Teilgläubigerschaft unter Obligationären deshalb generell ablehnen müssen.

### *b) Kein mehrseitiges Gestaltungsrecht*

In jedem Fall abzulehnen ist das Konzept mehrseitiger Gestaltungsrechte. Schmidtbleicher unterläuft an dieser Stelle ein Kategorienfehler. Das BGB ordnet die „mehrseitige Gestaltungsbefugnis“ der Kategorie *Vertrag* zu. Wollen mehrere Parteien zusammenwirken, um ein Recht(sverhältnis) zu begründen, ändern oder aufzuheben, geschieht dies durch (Änderungs- oder Aufhebungs-)Vertrag, wo ihnen das Gesetz kein anderes Instrument (insbesondere den Beschluss) zur Verfügung stellt. Und Verträge sind keine „mehrseitigen Gestaltungsrechte“, sondern: Verträge. Die Anerkennung mehrseitiger Gestaltungsrechte liefe auf eine grundlegende Reorganisation der bürgerlich-rechtlichen Kategorien hinaus: Die Kategorie *Gestaltungsrecht* wäre die Oberkategorie, innerhalb derer der *Vertrag* lediglich eine Unterkategorie neben dem einseitigen Gestaltungsrechte bildete – ohne dass das BGB den Begriff *Gestaltungsrecht* überhaupt einmal verwendete. Für eine solche Rekategorisierung fehlt im BGB jeder Anhaltspunkt. Mit einer solchen Rekategorisierung wäre auch keinerlei zusätzlicher Erkenntnisgewinn verbunden, außer, dass sich an verschiedenen Stellen eine Rechtsgemeinschaft und damit Mehrheitsherrschaft begründen ließe, wo nach Konzeption des BGB Einstimmigkeit und mit ihr (die Richtigkeitsgewähr des) Vertragsmechanismus gelten soll – wie im Fall von Obli-

<sup>451</sup> Rütten, Mehrheit von Gläubigern, S. 15.

<sup>452</sup> Schmidtbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 325 f.

gationären derselben Gesamtemission, wo es an einem Opt-in in die §§ 5 ff. SchVG fehlt.<sup>453</sup>

In Summe lässt sich die Gesamtheit der Obligationäre derselben Gesamtemission deshalb nicht als Rechtsgemeinschaft deuten, weshalb dem § 745 Abs. 1 Satz 1 BGB keine Autorität für die Frage der Existenz eines Sachgrunderfordernisses im Schuldverschreibungsrecht zukommt.

## V. Natur der Sache

In seinen jüngeren Stellungnahmen beruft sich Schmidtbleicher nicht mehr auf sein allgemeines System, um ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung in Gestalt eines Gebots objektiver Nützlichkeit zu begründen. Stattdessen verweist er wahlweise auf die „Natur der Sache“, gemeint als „die mit Mehrheitsmacht verbundene Gefahr für die Minderheit“, oder auf § 242 BGB, dem das Sachgrunderfordernis „als allgemeiner Rechtsgedanke“ immanent sei.<sup>454</sup>

Aus der Natur des Mehrheitsprinzips folgt nicht die Gebotenheit eines Sachgrunderfordernisses. Versteht man die „Natur der Sache“ als objektiv-teleologisches Auslegungskriterium, wonach sich aus der empirischen Struktur eines Lebenssachverhalts Folgerungen für seine normative Behandlung ableiten lassen, so taugt die Natur der Sache allenfalls als grobes Raster zur Aussortierung eindeutig *sachfremder* Lösungen, weist aber kaum jemals den Weg zur *allein sachgerechten*, richtigen Lösung.<sup>455</sup> So folgt aus der Beobachtung, dass das Mehrheitsprinzip stets eine gewisse Gefahr für die Minderheitsinteressen mit sich bringt, in Verbindung mit der Norm, Minderheitsinteressen schützen zu müssen (diese Norm ergibt sich schon nicht mehr aus der Natur der Sache), nicht logisch zwingend, dass ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung in Gestalt eines Gebots objektiver Nützlichkeit das einzig sachgerechte Regulat darstellt. Vielmehr bedürfte es einer Begründung dafür, warum alle weiteren denkbaren Regulate – wie eine bloße Missbrauchskontrolle oder subjektive Loyalitätspflichten – keine sachgerechten Ergebnisse erzielen können.

## VI. Inhaltskontrolle im engeren Sinn gemäß § 242 BGB

Nicht ohne Weiteres von der Hand zu weisen ist demgegenüber Schmidtbleichers Verweis auf das Prinzip von Treu und Glauben gemäß § 242 BGB, das zumindest als

<sup>453</sup> Im Ergebnis ebenso, aber mit anderer Begründung (Änderungsbefugnis kein subjektives Recht) *Bialluch*, Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, S. 113 ff.

<sup>454</sup> *Schmidtbleicher*, in: Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung (2. Aufl. 2019), Kap. 12 Rn. 267.

<sup>455</sup> *Larenz/Canaris*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft (3. Aufl. 1995), S. 236 f.; vgl. auch *Canaris*, Die Feststellung von Lücken im Gesetz, S. 119 f.

Lokus einer zur Erzielung sachgerechter Ergebnisse gebotenen Rechtsfortbildung in Frage kommt.

Was das Erfordernis sachlicher Rechtfertigung effektiv bewirkt, ist eine Umkehrung des Regel-Ausnahme-Verhältnisses in Bezug auf die Stimmrechtsausübungsfreiheit: Innerhalb seines Anwendungsbereichs ist die grundsätzliche Freiheit der Stimmrechtsausübung suspendiert, an deren Stelle die grundsätzliche *Rechtfertigungsbedürftigkeit* für Obligationärsrechte verkürzende Maßnahmen tritt. Dem Grunde nach handelt es sich bei dem Erfordernis sachlicher Rechtfertigung deshalb um eine *Inhaltskontrolle im engeren Sinn*, wie sie in der AGB-Kontrolle des § 307 BGB ihr vertragsrechtliches Pendant findet.<sup>456</sup> Ebenso wie die AGB-Kontrolle beruht auch das Sachgrunderfordernis deshalb dogmatisch auf einer richterlichen Rechtsfortbildung auf Grundlage von Treu und Glauben gemäß § 242 BGB.<sup>457</sup> *Gerechtfertigt* ist der mit einer solchen Rechtsfortbildung verbundene Eingriff in die Privatautonomie nur, wenn sich nachweisen lässt, dass autonomienähere Regulative zur Lösung des vom Sachgrunderfordernis adressierten Problems nicht ausreichen.<sup>458</sup> Worin besteht also der Geltungsgrund eines Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung, und findet er sich auch in den vom Schuldverschreibungsrecht geregelten Verhältnissen?

## D. Geltungsgrund eines Sachgrunderfordernisses

### I. Besondere Schwere des Eingriffs?

Wie erwähnt rechtfertigt der Bundesgerichtshof das Sachgrunderfordernis mit der besonderen Schwere des Eingriffs. Nun wäre es aber zu kurz gegriffen, ein Sachgrunderfordernis im Schuldverschreibungsrecht damit zu begründen, dass Beschlüsse auf Grundlage des Schuldverschreibungsgesetzes stets einen schweren, weil mit den negativen Folgen eines Bezugsrechtsausschlusses allemal äquivalenten Eingriff bedeuten würden, wo ein Beschluss auf die Verkürzung von Rechten der Obligationäre abzielt. Denn nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist auch bei schweren Eingriffen kein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung gegeben, wo sich dem Gesetz entnehmen lässt, dass für den betreffenden Beschlussgegenstand bereits der Gesetzgeber selbst die gebotene Abwägung zwischen den widerstrebenden Interessen vorgenommen und sich generell zugunsten der Mehrheitsinteressen entschieden hat. Ein Beschluss über einen solchen Gegenstand trägt seine Rechtfertigung dann bereits in sich und kann nur noch als missbräuchlich oder treuwidrig angegriffen werden, unterliegt aber keinem positiven Rechtfertigungsbedürfnis. Erkennen lassen sich diese Beschlussgegenstände daran, dass sie im

<sup>456</sup> Für das Aktienrecht Wandrey, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht, S. 299 ff.

<sup>457</sup> *Fastrich* hält demgegenüber § 138 BGB für den sachnäheren Lokus einer solchen Rechtsfortbildung, *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 72 f.

<sup>458</sup> Vgl. *Fastrich*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, S. 76.

Gesetz ausdrücklich bezeichnet und mit besonderen Wirksamkeitsvoraussetzungen versehen sind.

Um ebensolche Beschlussgegenstände handelt es sich aber bei allen Beschlüssen, die auf eine Änderung des „wesentlichen Inhalts der Anleihebedingungen“ abzielen (§ 5 Abs. 4 Satz 2 SchVG) und deshalb besonders schwerwiegend sind. Erstens sind die hierzu infrage kommenden Beschlussgegenstände in § 5 Abs. 3 Nr. 1 bis 9 SchVG im Wesentlichen vollständig gesetzlich bezeichnet. Zweitens unterliegen sie gemäß § 5 Abs. 4 Satz 2 SchVG einem qualifiziertes Mehrheitserfordernis und damit einer besonderen verfahrensrechtlichen Wirksamkeitsvoraussetzung.<sup>459</sup> Und drittens hat der Reformgesetzgeber ganz bewusst auf zusätzliche materielle Wirksamkeitsvoraussetzungen verzichtet, indem er die bis *dato* geltende Anwendungsbeschränkung schwerer Eingriffe auf finanzielle Notlagen des Emittenten gezielt abgeschafft hat.<sup>460</sup> Damit hat er den Interessen der beschlusstragenden Mehrheit bei allen relevanten schweren Eingriffen grundsätzlich den Vorrang eingeräumt – nach der Konzeption des Gesetzgebers und der Wertung des Gesetzes „bedürfen [die Obligationäre] keines übertriebenen Schutzes durch die gesetzliche Einschränkung ihrer Entscheidungsbefugnisse. Inhaltlich sind die Gläubiger in ihrer Entscheidung nach dem neuen Recht deshalb weitgehend frei“.<sup>461</sup>

## II. Systematisches und regelhaftes Versagen der Legitimationsbasis?

Die „besondere Schwere des Eingriffs“ lässt sich noch näher konkretisieren bzw. operabler machen. Den aktienrechtlichen Fällen, für die ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung dem Grunde nach in Betracht kommt, ist gemein, dass dem Beschlussgegenstand selbst ein als generell gefährlich empfundener Interessenkonflikt innewohnt. So ist einem Bezugsrechtsausschluss denknotwendig inhärent, dass die ausgeschlossenen Aktionäre schlechter behandelt werden als die (gegebenenfalls neuen) zugelassenen Aktionäre. Entsprechendes gilt dem Grunde nach auch für den Ausschluss von Minderheitsaktionären nach § 327a AktG (Squeeze-out). Hier verweist der Bundesgerichtshof denn aber auf die Barabfindung nach §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b AktG, wodurch sich im Einzelfall die schützenswerten Interessen der

<sup>459</sup> Zu diesem Gesichtspunkt auch *Simon*, CFL 2010, 159 (161).

<sup>460</sup> Begründung des Regierungsentwurfs eines Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 18 (linke Spalte): „Gesetzlich nicht mehr geregelt ist die Frage, unter welchen Umständen die Gläubiger von ihren Befugnissen Gebrauch machen können. Insbesondere ist eine wie auch immer geartete Notlage des Schuldners dafür nicht mehr vorausgesetzt“.

<sup>461</sup> Begründung des Regierungsentwurfs eines Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen etc., BT-Drucks. 16/12814, S. 14 (linke Spalte).

Minderheit wahren lassen und auf ein Sachgrunderfordernis deshalb verzichtet werden kann.<sup>462</sup>

So gesehen lässt sich argumentieren, dass dem Fehlen besonderer materieller Wirksamkeitsvoraussetzungen im Schuldverschreibungsgesetz die Prämisse zugrunde liegt, dass es dort keine Beschlussgegenstände gibt, denen ein mit den aktienrechtlichen Verhältnissen vergleichbarer struktureller Interessenkonflikt innewohnt. Ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung ließe sich deshalb für das Schuldverschreibungsrecht begründen, wenn sich nachweisen ließe, dass der Gesetzgeber sich in dieser Prämisse geirrt hat und (zumindest einzelne) Beschlussgegenstände *systematisch* und *regelmäßig* zu mit Treu und Glauben nicht mehr vereinbaren Ergebnissen führen (können), weil ihnen ein Interessenkonflikt zwischen Obligationären strukturell inhärent ist. Es müsste sich also zeigen lassen, dass die Gleichgerichtetheit der Interessen der Obligationäre aus strukturellen Gründen und regelhaft als Legitimationsbasis des Mehrheitsprinzips ausfällt.<sup>463</sup>

Ein solches systematisches und regelhaftes Versagen der Richtigkeitsgewähr von Beschlüssen der Obligationäre lässt sich mit Blick auf die gesamte bisherige Untersuchung weder analytisch noch empirisch bestätigen. Das streng formale Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG sorgt dafür, dass es auf Ebene der beschlossenen Bedingungen keine Beschlüsse geben kann, deren Folgen „die Mehrheit besonders begünstigen und die Minderheit besonders belasten“.<sup>464</sup> Eine durch anleiheexterne Sonderinteressen induzierte asymmetrische Verteilung negativer Beschlussfolgen vollzieht sich erst auf Ebene der individuellen Portfolios der Obligationäre. Eine wirtschaftlich ungleiche Betroffenheit der Obligationäre, sei es aufgrund *Verkürzung* oder *Vereitelung*, ist sowohl von ihren Bedingungen als auch ihren Folgen her betrachtet dem Schuldverschreibungsgesetz nicht systemimmanent, ist kein „Systemfehler“<sup>465</sup>, sondern allenfalls eine durch eine atypische Interessenlage im Einzelfall ermöglichte „Fehlbedienung“<sup>466</sup> des Systems.<sup>467</sup> Es bedarf daher keiner „Systemkorrektur“<sup>468</sup> in Gestalt eines Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung. Die in den vorherigen Abschnitten herausgearbeitete Missbrauchskontrolle im weiteren Sinne anhand der Loyalitätspflicht ist ausreichend, um die Richtigkeit von Mehrheitsbeschlüssen der Obligationäre auch im Einzelfall zu gewährleisten.

<sup>462</sup> BGH, Urteil vom 16. 3. 2009 – II ZR 302/06, BGHZ 180, 154 Rz. 14 = NJW-RR 2009, 828 (830).

<sup>463</sup> Ähnlich *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 329; vgl. auch *Simon*, CFL 2010, 159 (161).

<sup>464</sup> *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 329.

<sup>465</sup> *Liebenow*, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 330.

<sup>466</sup> *Ders.*, a. a. O., S. 330.

<sup>467</sup> Diesen Aspekt betont auch *Simon*, CFL 2010, 159 (161).

<sup>468</sup> *Liebenow*, a. a. O., S. 330.



### E. Fazit

Ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung würde gebieten, dass nur objektiv nützliche, also die Befriedigungsaussichten der Obligationäre jedenfalls nicht verschlechternde Beschlüsse zulässig sind, und gegebenenfalls auch, dass die beschlossenen Maßnahmen erforderlich sind und in angemessenem Verhältnis zu den Sanierungsbeiträgen anderer Gruppen von Interessenträgern stehen. Einem solches Sachgrunderfordernis fehlt es an der gesetzlichen Grundlage. Insbesondere lässt sich ein Gebot objektiver Nützlichkeit nicht entsprechend § 745 Abs. 1 Satz 1 BGB begründen, da die Obligationäre derselben Gesamtemission weder notwendig Teilgläubiger sind noch eine Rechtsgemeinschaft an einem mehrseitigen Gestaltungsrecht bilden. Der Sache nach handelt es sich bei einem Erfordernis sachlicher Rechtfertigung vielmehr um eine rechtsfortbildend zu begründende Inhaltskontrolle im engeren Sinn nach Treu und Glauben, für deren Geltungsanspruch ein besonderer Geltungsgrund nachzuweisen wäre. Die Inhaltskontrolle im engeren Sinn dient dem Zweck, Legitimationsdefizite zu kompensieren, die auf einem systematischen Versagen der Funktionsbedingungen der Richtigkeitsgewähr beruhen. Zu einem solchen Systemversagen kommt es bei Anwendung des Mehrheitsprinzips im Recht der Unternehmensanleihen nicht. Die identifizierten Legitimationsdefizite (*Verkürzung, Vereitelung*) beruhen auf einer künstlichen Verzerrung der gewöhnlichen Interessenlage durch das Eingehen risikotransferierender Geschäfte, nicht auf Gründen, die in den Beschlussgegenständen des Schuldverschreibungsgesetzes selbst angelegt wären.

### *Dritter Teil*

## **Schlussbetrachtungen**

Zum Abschluss der Untersuchung wandert der Blick zunächst nach vorn auf mögliche Reformperspektiven und die Zukunft des Schuldverschreibungsgesetzes (dazu § 14). Anschließend wandert der Blick noch einmal zusammenfassend durch die Ergebnisse der Untersuchung (dazu § 15).

### **§ 12 Reformperspektiven und Zukunft des Schuldverschreibungsgesetzes**

Was ließe sich am Schuldverschreibungsgesetz verbessern, um den Einfluss von Sonderinteressen zurückzudrängen dazu (A.)? Und hat das Schuldverschreibungsgesetz angesichts des Restrukturierungsrahmens unter dem StaRUG überhaupt eine Zukunft (dazu B.)?

#### **A. Überlegungen *de lege ferenda* zur Zurückdrängung des Einflusses von Sonderinteressen**

Aus der Feder des Arbeitskreises Reform des Schuldverschreibungsrechts stammt eine Vielzahl konkreter Reformvorschläge,<sup>1</sup> die bereits auf breiter Front rezipiert und diskutiert worden sind.<sup>2</sup> An dieser Stelle sollen deshalb Aspekte zu Wort kommen, die bislang noch wenig oder keine Beachtung gefunden haben. Dazu gehört neben der Offenlegungspflicht für anreizverzerrende Positionen, deren Geltung *de lege lata* in § 9 C II 1 b) abgelehnt wurde (dazu I.) die Frage nach einem zusätzlichen Stimmverbot für konfligierte Obligationäre (dazu II.) und nach einem doppelten Mehrheitserfordernis (dazu III.).

---

<sup>1</sup> Umfassend Arbeitskreis Reform des Schuldverschreibungsrechts, ZIP 2014, 845 (845 ff.).

<sup>2</sup> U.a. in Baums, ZHR 177 (2013), 807 (807 ff.); Bliesener/Schneider, in: Bankrechts-Kommentar (3. Aufl. 2020), Kap. 17, Einleitung Rn. 39 ff.; Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Bundesschuldenwesengesetzes – Hier: Änderung des Schuldverschreibungsgesetzes, S. 2 ff.; Florstedt, GewArch Beil. 2/2014, 155 (155 ff.).

## I. Offenlegungspflicht für anreizverzerrende Positionen

Als erstes ist auf den Vorschlag Liebenows zurückzukommen, eine Offenlegungspflicht der Obligationäre für anreizverzerrende Positionen anzuerkennen. Liebenow sieht eine Pflicht als bereits *de lege lata* aufgrund einer dahingehenden Treuepflicht der Obligationäre gegeben, was sich aber nicht mit dem – vor dem Hintergrund der übernahmerechtlichen Beteiligungspublizität „bereden“ – Schweigen des Gesetzgebers hinsichtlich einer Publizität des Fremdkapitals vereinbaren lässt.<sup>3</sup> Eine Offenlegungspflicht bedürfte vielmehr einer ausdrücklichen gesetzlichen Anordnung – die sich als im Ergebnis durchaus sachgerecht erweisen würde:

### 1. Sachlicher Bedarf

#### a) Offenlegung jedweder potenziell anreizverzerrender Position?

In der Sache jedenfalls zu weit geht Liebenows Ansicht, jeder Obligationär habe zu Protokoll der Gläubigerversammlung zu erklären, „ob er gleichzeitig als Aktionär, Inhaber von Obligationen anderer Gattung oder sonstiger Gläubiger am Anleihe-schuldner wirtschaftlich interessiert ist, oder ob er anreizverzerrende Derivate hält“.<sup>4</sup> Eine derartige Erklärungspflicht würde sämtliche potentielle Sonderinteressen im weiteren Sinn umfassen, obgleich nur die wenigsten solchen Konstellationen überhaupt von beschlussmängelrechtlicher Relevanz sind. Dieser extensive Umfang erklärt sich daraus, dass Liebenow von der Existenz einer Treuepflichtbindung ausgeht, die es den Obligationären verbietet, „anleiheexterne Sonderinteressen“ zu verfolgen.<sup>5</sup> Weil das Verfolgen individueller Sonderinteressen richtigerweise nicht *per se* rechtswidrig ist, sondern nur inzidentell, wenn es zugleich zu einer vorsätzlichen Schädigung der übrigen Obligationäre kommt, besteht kein Bedarf für eine Offenlegung sämtlicher anreizrelevanter Positionen.<sup>6</sup>

#### b) Offenlegung von net short positions

Der sachliche Bedarf beschränkt sich vielmehr auf eine Offenlegung von *net short positions*, worunter ein Gesamtportfolio zu verstehen ist, das von einem beschlussinduzierten Wertverlust der Anleihe in Saldo profitiert, wo der betreffende Obligationär also ein wirtschaftlich negatives Interesse am Anleihewert besitzt. Das

<sup>3</sup> Dazu oben § 9 C I 1 b.

<sup>4</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 324.

<sup>5</sup> Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, S. 324.

<sup>6</sup> Daneben droht eine Informationsüberflutung, vgl. zu diesem Aspekt aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive Theusinger/Möriz, NZG 2010, 607 (611).

Innehaben einer *net short position* ist beschlussmängelrechtlich für sämtliche ungeschriebenen materiellen Stimmrechtsschranken unmittelbar oder zumindest mittelbar relevant: Eine *net short position* indiziert das Vorliegen des Beweggrunds der Eigensucht, wie ihn das Verbot sittenwidriger Stimmrechtsausübung verlangt, begründet die fehlende Schutzwürdigkeit des nachträglich entstandenen Eigeninteresses im Rahmen der Prüfung des Rechtsmissbrauchsverbots, und fungiert als Indiz für das Vorliegen des von der Loyalitätspflichtbindung vorausgesetzten Schädigungsvorsatzes.

Ein praktisches Bedürfnis für die Offenlegung von *net short positions* ergibt sich aus der sonst wohl häufig zu besorgenden Beweisnot vor Gericht. Soweit dem Schuldner seine Gesellschafter und Gläubiger bekannt sind, lässt sich zwar zumindest für manche Fälle einer *Verkürzung* ein direkter Beweis für das Vorliegen einer *net short position* liefern – wenn nämlich dem Schuldner positiv bekannt ist, dass der Obligationär an den wirtschaftlich von der *Verkürzung* profitierenden Positionen einen für eine profitable Vermögensverschiebung hinreichend großen Anteil<sup>7</sup> besitzt. Umgekehrt lässt sich die Gegenwart einer *net short position* aber selbst bei Kenntnis aller Gesellschafter und Gläubiger nicht ausschließen, da sie sich auch durch Derivate und andere Finanzinstrumente ohne direkte Beteiligung des Schuldners herstellen lässt und solche Positionen keinem Publizitätsregime unterliegen. Insbesondere ist das Transaktionsregister für gemäß Art. 9 Abs. 1 EMIR meldepflichtige Derivate nicht öffentlich zugänglich, da es der Information der zur Mitigierung systemischer Risiken auf den Finanzmärkten zuständigen Behörden dient, nicht der Information der Marktöffentlichkeit.<sup>8</sup>

## 2. Zumutbarkeit

Eine auf *net short positions* begrenzte Offenlegungspflicht ist betroffenen Obligationären auch zumutbar. Es wird einem Obligationär ohne Weiteres erkennbar sein, ob er über eine offenlegungspflichtige Position verfügt oder nicht. Betroffen werden im Wesentlichen nur professionelle Großgläubiger sein, bei denen ohnehin zu erwarten ist, dass sie den Effekt der vorgeschlagenen und gegebenenfalls auch alternativer Sanierungsmaßnahmen auf ihr Portfolio detailliert modellieren. Die Erfüllung der Offenlegungspflicht wird deshalb auch mit keinem nennenswerten zusätzlichen Aufwand verbunden sein. Und schließlich besteht auch kein überwiegendes Geheimhaltungsinteresse der betroffenen Obligationäre. Wenn im Aktienrecht ab den normierten Mindestschwellen eine generelle Publizität für gewöhnliche Beteiligungen zumutbar ist, dann ist im Recht der Unternehmensanleihen erst recht eine lediglich anlassbezogen greifende Publizität für außergewöhnliche Positionen zumutbar.

<sup>7</sup> Dazu oben § 4 C II 1 a.

<sup>8</sup> Erwägungsgrund 41 EMIR.

### 3. Fazit

Es empfiehlt sich daher die Einführung einer Offenlegungspflicht für *net short positions* in Form einer Pflicht, solche Positionen im gegebenen Fall zu Protokoll der Gläubigerversammlung der Obligationäre zu erklären. Prinzipiell wäre damit das prozessuale Problem der Beweisnot gelöst. Praktisch gesehen ist von einer Offenlegungspflicht freilich vor allem eine präventive Wirkung zu erwarten – wer keine Aussicht darauf hat, eine *net short*-Strategie ohne Rechtsverstoß unerkannt umsetzen zu können, wird sich selten die Mühe machen, sich ein entsprechendes Portfolio aufzubauen.

## II. Stimmverbot bei negativem wirtschaftlichem Interesse am Anleihewert?

In der aktienrechtlichen Literatur wird hin und wieder, an Anregungen aus den USA anknüpfend, über Stimmverbote für Aktien mit risikoentleerten Stimmrechten nachgedacht. Einigkeit wurde darüber bislang nicht erreicht. Während sich Seibt für ein Stimmverbot ausspricht, sobald das Stimmengewicht um mindestens zehn Prozentpunkte über der wirtschaftlichen Beteiligungsquote liegt,<sup>9</sup> möchte Bachmann Stimmverbote auf Konstellationen mit negativem wirtschaftlichem Interesse beschränken.<sup>10</sup> Noch zurückhaltender ist Osterloh-Konrad, die ein Stimmverbot nur für „erwägenswert“ hält, wo das negative wirtschaftliche Interesse auf einer direkten Wette gegen den Unternehmenswert beruht.<sup>11</sup> Aus denselben Gründen, aus denen eine Offenlegungspflicht im Schuldverschreibungsrecht nur für *net short positions* sachgerecht ist, wäre auch ein Stimmverbot jedenfalls auf Obligationäre mit negativem wirtschaftlichem Interesse am Anleihewert zu beschränken. In Saldo wäre ein solches Stimmverbot allerdings kein probates Mittel für das Schuldverschreibungsgesetz:

### 1. Begriff und Inhalt von Stimmverboten

Wer von einem Stimmverbot betroffen ist, dem steht zwar dem Grunde nach ein Stimmrecht aus den von ihm gehaltenen Teilschuldverschreibungen zu, es wird ihm aber verboten, dieses auszuüben. Damit unterscheiden sich Stimmverbote von einer Anordnung des Ruhens des Stimmrechts, mit dem im Schuldverschreibungsrecht der Schuldner und mit ihm verbundene Unternehmen i. S. v. § 271 Abs. 2 HGB belegt sind (§ 6 Abs. 1 Satz 2 SchVG): Den hiervon betroffenen Personen steht erst gar kein

<sup>9</sup> Seibt, ZGR 2010, 795 (833 f.).

<sup>10</sup> Bachmann, ZHR 173 (2009), 596 (642).

<sup>11</sup> Osterloh-Konrad, ZGR 2012, 35 (75); vergleichbar bereits Kumpan/Mittermeier, ZIP 2009, 404 (410); bloße Missbrauchskontrolle anhand der Treuepflicht; ebenso Merkner/Sustmann, NZG 2010, 1170 (1175); Theusinger/Möritz, NZG 2010, 607 (611); zurückhaltend auch Fleischer, ZGR 2008, 185 (217 f.).

Stimmrecht aus den von ihnen gehaltenen Teilschuldverschreibungen zu, das Stimmrecht „ruht“; erst, wenn die Teilschuldverschreibungen auf eine nicht in § 6 Abs. 1 Satz 2 SchVG genannte Person übertragen worden sind, „lebt“ das Stimmrecht wieder „auf“. Teilschuldverschreibungen mit ruhenden Stimmrechten bleiben folgerichtig denn auch unberücksichtigt, wo es für das Erreichen von Mindestquoten auf die Gesamtzahl der ausstehenden Teilschuldverschreibungen ankommt (§ 15 Abs. 3 Satz 4 SchVG), während die Teilschuldverschreibungen eines mit einem Stimmverbot belegten Obligationärs mitzählen. Verbotswidrig ausgeübte Stimmen sind ungültig und dürfen im Rahmen der Feststellung des Beschlussergebnisses nicht berücksichtigt werden.

## 2. Geltungsgrund von Stimmverboten

Bei Stimmverboten handelt es sich um sog. starre Schranken der Stimmrechtsmacht. Es entspricht ihrer Ratio, solche Sonderinteressen aus der Abstimmung fernzuhalten, die den übrigen Obligationären zum Nachteil gereichen. Dazu knüpfen sie aber nicht an konkreten, aus den Umständen des Einzelfalls gewonnenen Anhaltspunkten an, die auf ein tatsächlich bestehendes Sonderinteresse hindeuten, sondern begnügen sich mit dem Vorliegen bestimmter Merkmale, die nach den Vorstellungen des Gesetzgebers für sich genommen schon ausreichen, den Betroffenen ohne weitere Ermittlungen von der Abstimmung auszuschließen. Es handelt sich also um *Typisierungsregelungen*, zu denen der Gesetzgeber greift, weil er die Gefahr eines sich tatsächlich auswirkenden Sonderinteresses für besonders hoch erachtet.<sup>12</sup>

## 3. Für und Wider eines zusätzlichen Stimmverbots

Die Gefahr sich auswirkender Sonderinteressen ist bei einem wirtschaftlich negativen Interesse am Wert der Anleihe ohne Frage deutlich über das normale Maß hinaus erhöht. Das Innehaben entsprechender konkurrierender Positionen begründet auch einen objektiven Sachverhalt, an dem ein Stimmverbot prinzipiell anknüpfen könnte. Gleichwohl ist eine differenziertere Betrachtung angebracht. Im Verlauf der Untersuchung hat sich insbesondere die Unterscheidung danach bewährt, ob das Sonderinteresse eine *Verkürzung* oder eine *Vereitelung* begünstigt. Im Unterschied zum bisherigen Verlauf der Untersuchung ist jetzt freilich nicht mehr zu unterstellen, dass die Obligationäre aufgrund ihres Sonderinteresses zu einer die übrigen Obligationäre übervorteilenden Ausübung ihrer Stimmrechtsmacht entschlossen sind – ein Stimmverbot würde als starre Schranke schließlich allein an der von der Portfolio-Zusammensetzung induzierten Anreizlage als solcher anknüpfen.

---

<sup>12</sup> Osterloh-Konrad, ZGR 2012, 35 (68 f.).

### a) Zur Verkürzung *incentivierendes Portfolio*

Behandelt man die Motive des Obligationärs als uneinsehbare *black box*, fällt die Bewertung eines zur *Verkürzung* incentivierenden Portfolios uneindeutig aus. Einer solchen Konstellation *kann* eine beabsichtige Übervorteilung der Obligationäre zugrunde liegen, aber auch andere Erklärungen sind alles andere als fernliegend. So ist es ohne Weiteres denkbar, dass der Obligationär bereits vor Bekanntwerden des Sanierungsbedarfs in verschiedene Positionen der Passivseite des Emittenten investiert hat, dem Sanierungsversuch positiv gegenübersteht und das Risiko scheut, dass ein selbst initiiertes und die Sanierungslast einseitig auf die Obligationäre verschiebender Beschluss ((zunächst) erfolgreich) angefochten wird und der Sanierungsversuch daran scheitert. Wo ein Debt Equity Swap in Rede steht, ist es naheliegend, dass sich ein an einem Distressed Take Over interessierter Obligationär mit weiteren Fremdkapitalpapieren eindeckt, um einen möglichst großen Anteil an dem Schuldnerunternehmen zu erhalten.<sup>13</sup> Weil der Debt Equity Swap als Sanierungsinstrument sehr beliebt ist, ist es sogar überwiegend wahrscheinlich, dass letztere Konstellation regelmäßig auftritt, und ein zur „Anleihewertvernichtung“ incentivierendes Portfolio dann bloße zufällige Begleiterscheinung ist.

Einem zur *Verkürzung* incentivierenden Portfolio ist eine Gefahr für die Vermögensinteressen der übrigen Obligationäre deshalb keineswegs notwendig oder auch nur in der voraussichtlich größeren Zahl der Fälle inhärent. Vor diesem Hintergrund ist es nicht gerechtfertigt, die in einem solchen Portfolio befindliche Teilschuldverschreibungen mit einem generellen Stimmverbot zu belegen.<sup>14</sup>

### b) Zur Vereitelung *incentivierendes Portfolio*

Anders könnte es demgegenüber für ein Portfolio aussehen, das zur *Vereitelung* incentiviert. Es wurde bereits herausgearbeitet, dass es ohne Insiderwissen nicht wirtschaftlich ist, ein solches Portfolio vor Bekanntwerden des Sanierungsbedarfs aufzubauen.<sup>15</sup> Es ist deshalb typischerweise davon auszugehen, dass sich der betreffende Obligationär erst nachträglich eine entsprechende Position aufgebaut hat. Wirtschaftlich betrachtet handelt es sich bei einer solchen Position stets um eine „Wette gegen den Sanierungsversuch“. Nun ist es einerseits denkbar, dass der Obligationär ohnehin nicht an die Zweckmäßigkeit eines Sanierungsversuchs glaubt und die Position lediglich aufbaut, um noch einen zusätzlichen „Mitnahmegewinn“ einstreichen zu können. Mindestens ebenso wahrscheinlich ist aber andererseits die Konstellation, dass der Obligationär angesichts der Möglichkeit eines sicheren Arbitragegewinns entweder sich erst gar nicht näher mit der Zweckmäßigkeit des

<sup>13</sup> Eine Auflistung relevanter Akteure auf dem europäischen Markt für schuldenbasierte Übernahmen findet sich bei *Redeker*, BB 2007, 673 (673 Fn. 1); dazu und zu weiteren Strategien *Giessler*, in: *Handbuch Unternehmensrestrukturierung I* (2. Aufl. 2018), S. 118 f., 134.

<sup>14</sup> Vgl. aus der Perspektive des Aktienrechts insoweit *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (74).

<sup>15</sup> Dazu näher oben § 4 C II 2 d.

Sanierungsversuchs beschäftigt oder den Barwert des Arbitragegewinns für höher als den Sanierungsmehrwert einschätzt.

In Ansehung eines zur *Vereitelung* incentivierenden Portfolios liegt der Schluss auf eine typischerweise für die Vermögensinteressen der übrigen Obligationäre gefährliche Sachlage deshalb durchaus nahe.<sup>16</sup>

#### 4. Sachlicher Bedarf für ein zusätzliches Stimmverbot?

Ob es aber auch ein sachliches Bedürfnis für ein zusätzliches Stimmverbot gibt, das diese Konstellation erfasst, ist mehr als zweifelhaft. Es gibt schließlich zahlreiche weitere Instrumente, welche die Strategie der *Vereitelung* entweder bereits *ex ante* als wenig verfolgenswert erscheinen lassen oder ihr *ex post* den Effekt nehmen.

Als repressive Instrumente sind die im Laufe der Untersuchung herausgearbeiteten ungeschriebenen Stimmrechtsschranken zu nennen. Das Vereiteln eines objektiv evident zweckmäßigen Sanierungsversuchs wider besseres Wissen verstößt als illoyales Verhalten gegen die Loyalitätspflicht und lässt sich im Wege einer Anfechtungs- und positiven Beschlussfeststellungsklage korrigieren. In der hier diskutierten Konstellation droht auch keine Provokation missbräuchlicher Anfechtungsklagen, die Seibt gegen eine lediglich treuepflichtgestützte Bekämpfung risikoentleerter Aktienstimmrechte ins Feld führt.<sup>17</sup> Eine „missbräuchliche“ Anfechtungsklage, die „blind“ ein Beruhen des Beschlusses auf illoyalen weil fehlincentivierten Stimmen behauptet, würde sich hier schließlich gegen einen Negativbeschluss richten und wäre – verbunden mit einer positiven Beschlussfeststellungsklage – sogar im wohlverstandenen Interesse sanierungswilliger Obligationäre, ohne dass dadurch irgendwelche Sanierungsprozesse verzögert würden.

Vorbeugend wirken mehrere Mechanismen. Zum einen dürfte es regelmäßig gegen das Insiderhandelsverbot des Art. 14 MMVO verstoßen, am Kapitalmarkt Papiere mit Bezug zum Anleiheschuldner in dem Wissen zu erwerben, dass dessen Sanierungsversuch durch Verhinderung eines Sanierungsbeschlusses einer bereits angekündigten Obligationärsversammlung vereitelt wird.<sup>18</sup> Wo der Obligationär das Sonderinteresse durch einen Leerverkauf von Aktien des Schuldnerunternehmens oder eine Leihe von Obligationen begründet, liegt außerdem eine Schadensersatzhaftung gegenüber dem Käufer bzw. Verleiher aus Leistungstreuepflichtverletzung nahe.<sup>19</sup> Und schließlich hängt der Aufbau eines diese Strategie ermöglichenden Portfolios von der ausreichenden Verfügbarkeit passender Instrumente und einer größeren Menge finanzieller Mittel ab, die es unwahrscheinlich erscheinen lässt, dass diese Strategie verbreitet überhaupt erwogen würde.

---

<sup>16</sup> Vgl. aus der Perspektive des Aktienrechts insoweit *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35 (75).

<sup>17</sup> *Seibt*, ZGR 2010, 795 (833).

<sup>18</sup> Dazu bereits oben § 4 C II 2 d bb.

<sup>19</sup> Vgl. für das Gesellschaftsrecht *Theusinger/Möritz*, NZG 2010, 607 (608).



## 5. Fazit

Die besseren Gründe sprechen deshalb insgesamt gegen ein zusätzliches Stimmverbot. Sein Anwendungsbereich wäre gering – nur bei direkten „Wetten gegen den Sanierungsversuch“ ließe sich ein Stimmverbot rechtfertigen – und das Insiderhandelsverbot, mögliche Ersatzansprüche sowie das Verbot illoyaler Stimmrechtsausübung sorgen ohnehin für sowohl präventiven wie auch repressiven Schutz gegen derartige Missbräuche des Obligationärsstimmrechts.

## III. Doppeltes Mehrheitserfordernis?

Eine elegante Maßnahme zur Eindämmung des Einflusses von Sonderinteressen bestünde darin, das Kapitalmehrheitsprinzip des § 6 Abs. 1 Satz 1 SchVG um ein Kopfmehrheitsprinzip zu ergänzen. Dann würde ein positiver Beschluss nicht mit den Stimmen einzelner oder weniger Obligationäre zustande kommen können („Summenmehrheit“), sondern zusätzlich auch auf die Zustimmung der überwiegenden Zahl der betroffenen Obligationäre angewiesen sein („doppelte Mehrheit“).

### 1. Vorzüge eines doppelten Mehrheitserfordernisses

Die pragmatischen Vor- und Nachteile eines doppelten Mehrheitserfordernisses liegen auf der Hand. Während einerseits einzelne Großobligationäre geringeren Einfluss ausüben und sich Sonderinteressen deshalb weniger leicht durchsetzen können, erschwert sich andererseits die Mehrheitsfindung und steigt insoweit die Gefahr des Scheiterns eines Sanierungsversuchs. Da angesichts der empirisch hohen Zustimmungsquoten jedenfalls die direkten<sup>20</sup> Gefahren eines doppelten Mehrheitserfordernisses wohl als gering zu gewichten sind, erscheint eine zusätzlich erforderliche Kopfmehrheit als probates – und hinsichtlich der Rechtssicherheit beweglichen Stimmrechtsschranken allemal überlegenes – Mittel, den Einfluss unerwünschter Sonderinteressen auf das Beschlussergebnis effektiv zu dämpfen. Doch würde sich ein doppeltes Mehrheitserfordernis auch wertungsmäßig in die bestehende Rechtsordnung einpassen, wäre es mit den Geltungsgründen des Kopfmehrheitsprinzips vereinbar?

---

<sup>20</sup> Mittelbar mag ein doppeltes Mehrheitserfordernis z.B. Distressed Take Overs unattraktiver machen und dadurch auch negative Auswirkungen auf die Nachfrage nach notleidenden Anleihen durch strategische Investoren haben, was es zugleich Alt-Obligationären, insbesondere solchen mit größeren Paketen, erschwert, sich von ihren Engagements zu trennen. Ohne einen aufnahmefähigen Markt für notleidende Anleihen mag es für institutionelle Anleger, die wie Banken und Versicherer aus aufsichtsrechtlichen Gründen ungern in notleidenden Papieren investiert bleiben, unattraktiver erscheinen, überhaupt erst in Unternehmensanleihen zu investieren.

## 2. Geltungsgründe des Kopfmehrheitsprinzips

### a) Personalistische Realstruktur

Die jeweiligen Geltungsgründe des Kapital- und des Kopfmehrheitsprinzips lassen sich aus dem Kontext der Vorschriften ableiten, welche das jeweilige Prinzip zur Regel erklären. Das Kopfmehrheitsprinzip gilt (zwingend) für die Willensbildung im Verein (§ 32 Abs. 1 Satz 3 BGB) sowie (grundsätzlich) für die Willensbildung in Gesellschaften bürgerlichen Rechts (§ 709 Abs. 2 BGB) und in Personenhandelsgesellschaften (§§ 119 Abs. 2, 161 Abs. 2 HGB), sofern die Entscheidung überhaupt in der Hand der Mehrheit liegen (und nicht einstimmig getroffen werden) soll. Die (Gründungs- bzw. den Gesellschaftsvertrag ändernden) Gesellschafter können sich stattdessen aber auch für das Prinzip der Kapitalmehrheit entscheiden, welches bereits *ex lege* stets in der GmbH (§ 47 Abs. 1 und 2 GmbHG) und in der Aktiengesellschaft (§ 133 Abs. 1, 134 Abs. 1 Satz 1 AktG) gilt. Das Prinzip der Kopfmehrheit entspricht damit überall dort dem gesetzlichen Regelfall, wo die Gruppe typischerweise *personalistisch* geprägt ist, wo die *Person* und *Individualität* der Teilhaber im Vordergrund steht.

### b) Einhegung einzelner Großgläubiger

Dass die personalistische Prägung der Gruppe nicht der einzige Geltungsgrund des Kopfmehrheitsprinzips sein kann, zeigt ein Blick in das Insolvenzrecht, wo für die Annahme eines Insolvenzplans ein doppeltes Mehrheitserfordernis aus Kopf- und Summenmehrheit gilt (§ 244 Abs. 1 InsO). Ähnlich schreibt die EU-Restrukturierungsrichtlinie für die Annahme eines Restrukturierungsplans zwingend die Summenmehrheit vor, stellt es den Mitgliedstaaten aber frei, daneben noch zusätzlich eine Kopfmehrheit zu verlangen (Art. 9 Abs. 6 UAbs. 1 EU-RRL). Der Gesetzgeber der Insolvenzordnung wollte mit dem doppelten Mehrheitserfordernis die Beschlüsse „auf eine breitere Grundlage stellen“ und „einem übermäßigen Gewicht einzelner Großgläubiger vorbeugen“, <sup>21</sup> arbeitet also mit denselben Erwägungen, die auch für eine zusätzliche Kopfmehrheit im Recht der Schuldverschreibungen sprechen. Da Gruppen von Insolvenzgläubigern und „Restrukturierungsgläubigern“ alles andere als personalistisch geprägt sind, erscheint ein doppeltes Mehrheitserfordernis für Obligationäre vor diesem Hintergrund zu rechtfertigen zu sein.

### c) Stärkung der Privatautonomie

Es gibt jedoch einen entscheidenden Unterschied zwischen Obligationären einerseits und den über einen Insolvenz- oder Restrukturierungsplan zur Abstimmung

---

<sup>21</sup> Begründung des Regierungsentwurfs einer Insolvenzordnung (InsO), BT-Drucks. 12/2443, S. 133 (linke Spalte); vgl. auch *Kern*, in: Jaeger, InsO, § 244 Rn. 9; *Spliedt*, in: Kartsten Schmidt, InsO (19. Aufl. 2016), § 244 Rn. 5.

aufgerufenen Gläubigern andererseits, der die Sachgerechtigkeit eines doppelten Mehrheitserfordernisses im Schuldverschreibungsrecht in zweifelhaftes Licht rückt. Letztere werden nämlich durch die Insolvenzordnung bzw. den Restrukturierungsrahmen *zwangsvergemeinschaftet*, während sich Obligationäre ihrer Bindung an das Mehrheitsprinzip durch Zeichnung der entsprechend ausgestalteten Schuldverschreibungen *freiwillig unterworfen* haben. Dieser Umstand ruft im Insolvenz- und auch im Restrukturierungsrecht<sup>22</sup> nach einer erweiterten Legitimationsbasis, die nicht nur das kapitalistische Interesse der Betroffenen berücksichtigt, sondern zusätzlich auch ihre Individualität. Die Privatautonomie der betroffenen Gläubiger würde bei einer zwangsweisen Umgestaltung ihrer Forderungsrechte durch einen Insolvenz- oder Restrukturierungsplan sonst keine besondere Anerkennung erfahren. Auch im Insolvenz- und Restrukturierungsrecht spielt deshalb die Betonung eines personalistischen Elements eine entscheidende Rolle. Für das Restrukturierungsrecht hat sich der deutsche Umsetzungsgesetzgeber folgerichtig dafür entschieden, dass für planbetroffene Kleingläubiger eigenständige Gruppen zu bilden sind (§ 9 Abs. 2 Satz 4 StaRUG). Das mindert ähnlich wie ein doppeltes Mehrheitserfordernis den Einfluss von Großgläubigern bzw. stärkt den Schutz von Kleingläubigern, da die Majorisierung der Kleingläubiger erschwert wird. Opponieren die planbetroffenen Kleingläubiger in hinreichender Zahl gegen ihre Behandlung unter dem Restrukturierungsplan, können sie von Großgläubigern nicht schlicht überstimmt werden, wie es der Fall wäre, wenn sich die Kleingläubiger in derselben Gruppe wie die Großgläubiger befänden. Stattdessen sind die Großgläubiger (bzw. alle den Plan mittragenden Gläubigergruppen) bei Opposition einer oder mehrerer Gruppen von Kleingläubigern auf eine gruppenübergreifende Mehrheitsentscheidung („cross-class cram down“) gemäß § 26 Abs. 1 StaRUG angewiesen, was zugunsten der opponierenden Kleingläubiger den zusätzlichen Schutz des § 26 Abs. 1 Nr. 1 bis 2 StaRUG auslöst (keine Schlechterstellung durch den Plan, angemessene Beteiligung an dem Planwert). Die Privatautonomie der Obligationäre wird demgegenüber dank der Ermächtigungslösung der §§ 5 ff. SchVG stets anerkannt, da anders als im Insolvenz- und Restrukturierungsrecht (und anders als noch im Vorgängergesetz von 1899) das Mehrheitsprinzip gerade nicht von Gesetzes wegen gilt, sondern aufgrund einer in den Anleihebedingungen offengelegten Opt-in-Entscheidung, mit der sich jeder Obligationär mit Erwerb seiner Teilschuldverschreibungen einverstanden erklärt.

---

<sup>22</sup> A. A. Westpfahl, ZRI 2020, 157 (178), der allein die wirtschaftliche Betroffenheit und deshalb die Summenmehrheit für ausschlaggebend hält, ohne sich mit dem Aspekt der Stärkung der Privatautonomie auseinanderzusetzen; wie hier dagegen der Umsetzungsgesetzgeber, vgl. Begründung des Entwurfs eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (SanInsFoG), BT-Drucks. 19/24181, S. 119.

### 3. Fazit

Es sprechen deshalb die besseren Gründe dafür, ein gewisses „Abstandsgebot“ zu den Zwangsgemeinschaften der Insolvenzordnung und gegebenenfalls denjenigen des Restrukturierungsrahmens einzuhalten und auf die zusätzliche Betonung personalistischer Elemente durch Einführung eines doppelten Mehrheitserfordernisses im Schuldverschreibungsrecht zu verzichten.

## B. Zur Zukunft des Schuldverschreibungsgesetzes vor dem Hintergrund des StaRUG

Am 1. Januar 2021 ist das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz – StaRUG) in Kraft getreten. Das Gesetz dient der Umsetzung der bereits mehrfach erwähnten „Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz“ des Europäischen Parlaments und des Rates („RRL“).<sup>23</sup> Kernstück des Restrukturierungsrahmens des StaRUG ist die gerichtliche Bestätigung eines Restrukturierungsplans (§§ 29 Abs. 2 Nr. 4, 60 ff. StaRUG), der – innerhalb gewisser Grenzen – eine umfassende „Änderung der Zusammensetzung, der Bedingungen oder der Struktur der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten eines Schuldners oder jedes anderen Teils der Kapitalstruktur“ zulässt (Art. 2 Abs. 1 Nr. 1 RRL). Hat der Schuldner Verbindlichkeiten aus Unternehmensanleihen, können durch den Restrukturierungsplan nicht nur Höhe, Fälligkeit, Verzinsung etc. der Anleiheforderungen selbst oder die für die Anleiheforderungen bestellten Sicherheiten gestaltet werden (§ 2 Abs. 1 StaRUG). Das StaRUG erlaubt darüber hinaus auch die Gestaltung der weiteren Einzelbestimmungen der Anleihebedingungen (§ 2 Abs. 2 StaRUG) und damit Änderungsbefugnisse, die denjenigen des Schuldverschreibungsgesetzes in nichts nachstehen. Hat das (mittlerweile nicht mehr ganz) junge Schuldverschreibungsgesetz damit bald ausgedient?

### I. Nicht-krisenbedingte Restrukturierungen

Das Schuldverschreibungsgesetz wird nicht überflüssig. Dafür sorgt bereits der beschränkte Anwendungsbereich des Restrukturierungsrahmens des StaRUG. Der Restrukturierungsrahmen kann nur „zur nachhaltigen Beseitigung der drohenden Zahlungsunfähigkeit“ des Schuldners in Anspruch genommen werden (§ 29 Abs. 1

---

<sup>23</sup> Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 über präventive Restrukturierungsmaßnahmen, über Entschuldung und über Tätigkeitsverbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132 (Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz), ABl. L 172 vom 26. 6. 2019, S. 18 ff.

StaRUG). Das Schuldverschreibungsgesetz bleibt deshalb jedenfalls das einzige Instrument zur nicht-krisenbedingten Änderung von Anleihebedingungen. Gerade in diesem Bereich hat das Schuldverschreibungsgesetz in den letzten Jahren auch jenseits des Mittelstandssegments seine Leistungsfähigkeit bewiesen.<sup>24</sup>

Das „Herzstück“ des Schuldverschreibungsgesetzes bildet aber freilich die Möglichkeit zur präventiven Sanierung eines notleidenden Anleiheemittenten. Kann das Schuldverschreibungsgesetz hier mit dem Restrukturierungsrahmen des StaRUG mithalten?

## II. Krisenbedingte Restrukturierungen

### 1. Vorzüge eines Restrukturierungsplans

Eine Sanierung auf Grundlage des Restrukturierungsrahmens des StaRUG hat gegenüber einer „freien“ Sanierung offensichtliche Vorteile. In einer freien Sanierung sind die sanierungswilligen Parteien weitgehend auf eine *konsensuale* Lösung angewiesen. Das Mehrheitsprinzip gilt nach deutschem Recht lediglich für die Obligationäre derselben Gesamtemission, gegebenenfalls sind daneben unter einem Konsortialkredit Mehrheitsentscheidungen möglich. Ein *gruppenübergreifendes* Mehrheitsentscheidungssystem steht jenseits des Restrukturierungsrahmens aber jedenfalls nicht zur Verfügung. Hier leistet der Restrukturierungsrahmen doppelte Abhilfe: Zum einen ermöglicht er Mehrheitsentscheidungen innerhalb jeder Gruppe von Gläubigern mit gleich(rangig)en Rechten (§ 9 Abs. 1 StaRUG) bzw. mit ausreichenden gemeinsamen wirtschaftlichen Interessen (§ 9 Abs. 2 StaRUG), zum anderen lässt er entsprechend dem insolvenzrechtlichen Obstruktionsverbot einen „klassenübergreifenden Cram-down“ (Art. 11 RRL, § 26 StaRUG), also die Planannahme auch gegen den Willen ganzer Gruppen zu. Das Fehlen gerade dieser „Aggregationsmöglichkeit“ wird für das Schuldverschreibungsgesetz vielfach beklagt.<sup>25</sup>

Eine der wesentlichen praktischen Hürden der Restrukturierung von Unternehmensanleihen besteht darin, das erforderliche Quorum zu erreichen, um wesentliche Einschnitte in die Rechte der Obligationäre beschließen zu können. Das Quorum wird oftmals erst in einer zweiten Versammlung erreicht, was wertvolle Zeit kostet und Ressourcen bindet. Für ein StaRUG-Verfahren müssen demgegenüber richti-

---

<sup>24</sup> So beispielsweise im Zusammenhang mit der Restrukturierung des High-Yield Bonds von *Pfleiderer*, die einen *reverse takeover* der Konzernmutter durch eine polnische Konzerngesellschaft ermöglichte und dem *exit* der zur Sanierung eingestiegenen Finanzinvestoren ermöglichte. Auch im Rahmen der Abspaltung von *innogy* von RWE kam das Schuldverschreibungsgesetz zum Einsatz, um eine „Mitnahme“ der Finanzierungsbeziehungen durch *innogy* zu ermöglichen.

<sup>25</sup> Siehe insbesondere die Ergebnisse der Umfrage von *Seibt/Westpfahl*, ZIP 2013, 2333 (2337).

gerweise deutlich weniger Obligationäre aktiviert werden. Zwar besteht ein Zustimmungserfordernis von 75 % pro Gruppe (§ 25 Abs. 1 StaRUG) – ausgehend von allen in dieser Gruppe vertretenen Forderungen. Jedoch wird das Stimmrecht der Obligationäre durch deren gemeinsamen Vertreter wahrgenommen, so denn ein solcher bestellt ist (§ 19 Abs. 6, Abs. 3 SchVG). Um einen gemeinsamen Vertreter zu bestellen, bedarf es keines erhöhten Mindestquorums – theoretisch ist ausreichend, wenn nur *ein* Obligationär an der betreffenden Abstimmung bzw. Versammlung teilnimmt. Etwas anderes sollte auch nicht deshalb gelten, weil der gemeinsame Vertreter in dem StaRUG-Verfahren letztlich mit Wirkung gegen die Obligationäre Maßnahmen zustimmt, für welche er unter dem Schuldverschreibungsgesetz eines gesonderten Ermächtigungsbeschlusses bedurft hätte, für welchen wiederum die erhöhten Mindestquoren von 50 % (erste Abstimmung/Versammlung) bzw. 25 % (zweite Versammlung) gelten würden.<sup>26</sup> Anders als das Schuldverschreibungsgesetz nennt das StaRUG ausdrücklich mehrere materielle Schranken der Stimmrechtsmacht: Vor allem gilt ein Schlechterstellungsgebot (§ 64 Abs. 1 StaRUG) sowie gegebenenfalls eine modifizierte absolute Priorität (§§ 26–28 StaRUG, dazu sogleich mehr). Das rechtfertigt es, auf einen Ermächtigungsbeschluss der Obligationäre mit seinen erhöhten verfahrensrechtlichen Anforderungen zu verzichten.<sup>27</sup> Das Weniger als prozeduraler Richtigkeitsgewähr wird durch das Mehr an materiellen Schranken kompensieren.

Das darf aber nicht dazu verleiten zu glauben, dass einer Sanierung auf Grundlage eines Restrukturierungsplans von den Marktteilnehmern grundsätzlich der Vorzug gegenüber einer konsensualen Sanierung gegeben würde. Die Aspekte der Transaktionssicherheit und der Prozessautonomie wie -kontrolle sprechen für eine auch zukünftig gewichtige Rolle des Schuldverschreibungsgesetzes:

## 2. Vorzüge einer konsensualen Lösung

Eine „freie Sanierung“ mit Einbeziehung der Obligationäre im Wege eines SchVG-Verfahrens kann verschiedene Vorteile gegenüber einem StaRUG-Verfahren bieten. Das betrifft zum einen Aspekte der Transaktionssicherheit und der Prozessautonomie sowie -kontrolle. Daneben lassen die inhaltlichen Vorgaben des StaRUG insbesondere für gruppenübergreifende Mehrheitsentscheidungen die Alternative der freien Sanierung für bestimmte Stakeholder in einem attraktiven Licht erscheinen.

<sup>26</sup> Zu diesen Anforderungen an die Ermächtigung eines „starken“ gemeinsamen Vertreters vgl. *Bliesener/Schneider*, in: *Bankrechts-Kommentar* (3. Aufl. 2020), Kap. 17, § 7 Rn. 29; *Thole*, in: *Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht*, § 7 Rn. 38.

<sup>27</sup> I. Erg. ebenso *Lürken*, ZIP 2021, 1305 (1310); *Skauradzun*, in: *BeckOKStaRUG*, § 2 Rn. 69af.

### a) Transaktionssicherheit

Die Transaktionssicherheit („Certainty of Closing“<sup>28</sup>) gehört zu den wesentlichen Parametern der Entscheidung, welche Transaktion in welchem Rechtskleid unter-  
nommen werden soll.<sup>29</sup> Risiken, die den erfolgreichen Abschluss der Transaktion  
gefährden, drohen sich in frustrierten Aufwendungen zu materialisieren.<sup>30</sup>

Zu den Transaktionsrisiken gehören nicht zuletzt auch *rechtliche Unsicherheiten*.  
Rechtliche Risiken nehmen mit jeder gesetzlichen Vorgabe, sei sie formeller oder  
materieller Art, zu. Sie werden noch potenziert, wo das Gesetz mit unbestimmten  
Begriffen arbeitet, für die es zugleich an konkretisierenden Leitentscheidungen fehlt.  
Unter diesem Aspekt genießen konsensuale Sanierungsversuche unter Einbeziehung  
der Obligationäre nach den Vorschriften des Schuldverschreibungsgesetzes deutliche  
Vorzüge gegenüber einer Lösung nach dem StaRUG: Spezifische formale An-  
forderungen bestehen nur für die Einbeziehung der Obligationäre, und diese An-  
forderungen sind überschaubar und mittlerweile vielfach erfolgreich getestet. Spe-  
zifische materielle Anforderungen an zulässige Sanierungsmaßnahmen gibt es  
jenseits des Schuldverschreibungsgesetzes (und des § 138 BGB) nicht, und das  
Schuldverschreibungsgesetz selbst kommt mit nur wenigen, großzügigen materi-  
ellen Anforderungen aus; insbesondere sind Mehrheitsbeschlüsse auch ohne den  
Nachweis einer besonderen Notlage möglich.

Ein Restrukturierungsplan nach dem StaRUG hat demgegenüber vielerlei –  
bislang ungetestete – formelle Vorgaben einzuhalten und mehrere materielle  
Schranken zu beachten, über deren Grenzen sich im Einzelfall streiten lässt. Zu den  
formalen Anforderungen gehört neben gewissen Dokumentationsanforderungen  
(§ 14 StaRUG) insbesondere die „sachgerechte“ Auswahl der Planbetroffenen (§ 8  
StaRUG) sowie die Einteilung der Planbetroffenen in Gruppen (§ 9 StaRUG). Die  
Einteilung in die von § 9 Abs. 1 StaRUG genannten Pflichtgruppen erscheint auf den  
ersten Blick als trivial – und wird auf den zweiten Blick hoch kontrovers, wenn man  
mit dem Amtsgericht Köln eine Kontrolle und ggf. Korrektur der Pflichtgruppen-  
besetzung nach Maßgabe der wirtschaftlichen Interessen der hinter den Rechten  
stehenden Gläubiger vornimmt.<sup>31</sup> Die Unsicherheit setzt sich bei Bildung der  
Wahlgruppen nach § 9 Abs. 2 StaRUG fort, die nach Maßgabe wirtschaftlicher In-  
teressen „sachgerecht“ voneinander abgegrenzt werden müssen. Die materielle  
Anwendungsvoraussetzung der drohenden Zahlungsunfähigkeit wurde ebenfalls

<sup>28</sup> Rempp, in: Hölters (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskauf (9. Aufl. 2019), Kap. 1  
Rz. 1.117, S. 40.

<sup>29</sup> Deloitte, Distressed M&A, Unternehmenskauf als Sanierungsoption in Krise und In-  
solvenz vom 19.3.2019, S. 29.

<sup>30</sup> Vgl. Engelhardt/Farkas, in: Holzapfel/Pöllath (Hrsg.), Unternehmenskauf in Recht und  
Praxis (15. Aufl. 2017), Rn. 1179, S. 303.

<sup>31</sup> AG Köln, Beschluss vom 3. März 2021 – 83 RES 1/21, BB 2021, 1363 (1364).

bereits erwähnt.<sup>32</sup> Der Plan selbst muss das „Kriterium des Gläubigerinteresses“ erfüllen, d.h. kein ablehnender Gläubiger darf durch den Plan schlechter gestellt werden als bei einer Liquidation oder im „nächstbesten Alternativszenario“ ohne Bestätigung des Plans (§ 64 Abs. 1 StaRUG). Und sieht der Plan eine neue Finanzierung vor (was in aller Regel der Fall sein dürfte), muss diese zur Finanzierung der Restrukturierung auf Grundlage des Plans „erforderlich“ sein (§ 12 StaRUG) – was wohl am Planziel der Sicher- und Wiederherstellung der Bestandsfähigkeit des Schuldners zu messen ist (§ 14 Abs. 1 StaRUG).

### *b) Prozessautonomie und Prozesskontrolle*

Viele Marktteilnehmer präferieren konsensuale Lösungen daneben auch um ihrer selbst willen. Das beruht auf dem Aspekt der höheren Prozessautonomie und -kontrolle, die eine konsensuale Lösung verspricht. In einer konsensualen Lösung sind die Parteien selbst Herren des Verfahrens, können dessen Teilnehmer, Regeln, Geschwindigkeit und Fortgang weitgehend selbst bestimmen. Insbesondere können sich die Akteure nicht immer darauf verlassen, bei den zuständigen Behörden und Gerichten an hinreichend sachkundige und erfahrene Sachbearbeiter zu gelangen.<sup>33</sup>

### *c) Modifizierte absolute Priorität als mögliches Anathema für Gesellschafter*

Eine freie Sanierung unter Einbindung der Obligationäre im Wege eines Verfahrens nach dem Schuldverschreibungsgesetz belässt den beteiligten Stakeholdern innerhalb der Grenzen der Vertragsfreiheit (§ 138 BGB) und der materiellen Schranken des Schuldverschreibungsgesetzes die größtmögliche Flexibilität bezüglich der Verteilung der Sanierungslast. Diese Flexibilität bietet ein StaRUG-Verfahren nicht. Das kann insbesondere für die Gesellschafter des Schuldnerunternehmens große Relevanz entfalten – und ohne bzw. gegen den Willen der (GmbH-)Gesellschafter dürften die wenigsten StaRUG-Verfahren initiiert werden.<sup>34</sup>

Der Grund dafür liegt in der modifizierten absoluten Priorität der §§ 26–28 StaRUG. Diese Regelungen gelten für jede gruppenübergreifende Mehrheitsentscheidung, also dann, wenn einzelne Gruppen von planbetroffenen Gläubigern nicht mit der erforderlichen Mehrheit zustimmen. Kernstück ist § 27 Abs. 1 Nr. 2 StaRUG,

<sup>32</sup> Vgl. auch dazu das AG Köln (ebd.), welches volle richterlicher Überzeugung von der drohenden Zahlungsunfähigkeit verlangt – und es *in casu* offenbar für hinreichend wahrscheinlich hielt, dass die Konsortialbanken die Kredite verlängern werden, (nur) weil sie dies bereits in der Vergangenheit getan hatten.

<sup>33</sup> Vgl. *Grünwald*, Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkungen in der Unternehmenssanierung, S. 83 f.

<sup>34</sup> Nach wohl h.Lit. ist bei der GmbH vor der Anzeige der Restrukturierungssache ein zustimmender Gesellschafterbeschluss einzuholen, *Brüinkmans*, ZInsO 2021, 125 (127); *Seibt/Bulgrin*, DB 2020, 2226 /2236; *Goetker*, in: Flöther, StaRUG, § 1 Rn. 78; offen *Ehret*, in: Braun, StaRUG, § 1 Rn. 10.



wonach kein Gesellschafter aufgrund des Plans einen wirtschaftlichen Wert erhalten darf, den der betreffende Gesellschafter nicht durch Leistung in das Vermögen des Schuldners vollständig ausgleicht. Versteht man richtigerweise<sup>35</sup> auch das *Behalten* einer Beteiligung als Erhalt eines wirtschaftlichen Werts – durch die Sanierung gewinnt schließlich zumindest der Optionswert der Beteiligung an Wert –, bedeutet diese Vorschrift, dass die Gesellschafter ihre gesamte Beteiligung abgeben müssen, es sei denn, sie sind bereit, sich ihre Beteiligung mit neuem Geld „zurückzukaufen“. Eine Ausnahme sieht das Gesetz nur vor, wenn die persönliche Mitwirkung gerade dieses Gesellschafters „unerlässlich“ ist, um das Unternehmen fortzuführen, oder bei geringfügigen Eingriffen in die Gläubigerrechte, § 28 Abs. 2 StaRUG.

In freien Sanierungen ist es nicht unüblich, den bisherigen Gesellschaftern eine kleine Beteiligung zu belassen und sie zusätzlich an etwaigen Übererlösen aus einer späteren Weiterveräußerung zu beteiligen, die sich einstellen, wenn die Sanierung besonders erfolgreich verläuft. Damit erkaufen sich die übrigen Stakeholder die Kooperation der Gesellschafter, was einer geräuscharmen und zügigen Sanierung unter maximaler Schonung des operativen Geschäfts in aller Regel zuträglich ist. Solcherlei Gestaltungen schiebt die modifizierte absolute Priorität einen Riegel vor – was manchem Gesellschafter eine freie Sanierung ohne die strengen Vorgaben des StaRUG schmackhaft machen dürfte.

### 3. Fazit

Es ist deshalb naheliegend, dass sich in der Restrukturierungspraxis ein mehrspuriges Vorgehen durchsetzen wird (*dual track*): *Primär* wird der Weg einer *konsensualen* Lösung beschritten, in welchen die Obligationäre nach den Vorschriften des Schuldverschreibungsgesetzes einbezogen werden. *Parallel* bereitet der Schuldner einen Restrukturierungsplan vor, um bei einem Scheitern des konsensualen Wegs eine *kompulsive* Lösung in der Hinterhand zu haben – ein Umstand, der seinerseits wiederum eine Einigung der Parteien begünstigt, und eine Rolle, die bislang der Insolvenzplan oder auch das Scheme of Arrangement ausfüllen.<sup>36</sup> Das Schuldverschreibungsgesetz dürfte deshalb auch für krisenbedingte Änderungen der Anleihebedingungen zukünftig einen prominenten Platz neben dem Restrukturierungsrahmen einnehmen.

---

<sup>35</sup> I.Erg. wie hier *Skauradzun*, ZRI 2020, 625 (633); einschränkend *Herzig*, in: Braun, StaRUG, § 27 Rn. 9 („Nur wenn sich in einer Handelsbilanz nach Plandurchführung allein auf Grund des Plans ein positiver Kapitalsaldo ergibt“; *Knapp*, in: Flöther, StaRUG, § 27 Rn. 15 („nur in der Höhe, in der durch den Plan ein (positiver) Eigenkapitalwert (Equity Value) geschaffen wird“); offen *Spahlinger*, in: BeckOKStaRUG, § 27 Rn. 14a.

<sup>36</sup> Vgl. dazu *Hoegen/Kranz*, NZI-Beilage 2019, 53 (55): „[Es] spricht viel dafür, dass [der Restrukturierungsrahmen] in Zukunft als neuer ‚Plan B‘ bzw. staatliches ‚Backup‘-Verfahren an die Stelle der Eigenverwaltung im Insolvenzverfahren tritt“.

## § 13 Zusammenfassung

### § 1

Bei in Deutschland ansässigen Unternehmen ist seit längerem zu beobachten, dass die Aufnahme von Fremdkapital durch die Emission von Anleihen an Bedeutung gewinnt. Die Neuregelung der Rechtsverhältnisse zwischen Obligationären durch die 2009 in Kraft getretene Reform des Schuldverschreibungsgesetzes von 1899 lässt dabei auch Emissionen nach deutschem Recht wieder attraktiver erscheinen. Denn seither ermöglicht auch das deutsche Recht eine rechtssichere Vereinbarung von Mehrheitsklauseln (Collective Action Clauses) in Anleihebedingungen entsprechend dem internationalen Marktstandard. Solche Mehrheitsklauseln erleichtern u. a. weitreichende Anpassungen der Anleihebedingungen an geänderte Umstände und damit insbesondere auch substanzielle Sanierungsbeiträge der Obligationäre im Rahmen einer präventiven, vorinsolvenzlichen Sanierung.

Das Schuldverschreibungsgesetz macht den Obligationären kaum Vorgaben in Bezug auf den zulässigen Inhalt von Mehrheitsbeschlüssen. Lediglich die Begründung von Leistungspflichten für Obligationäre und die Vereinbarung ungleicher Bedingungen ohne die Zustimmung benachteiligter Obligationäre ist ausdrücklich verboten. In Literatur und Rechtsprechung ist bislang ungeklärt, inwiefern sich aus allgemeinen Grundsätzen und Vorschriften (Gebot der guten Sitten, Grundsatz von Treu und Glauben), spezifisch schuldverschreibungsrechtlichen Wertungen (gemeinsame Interessen aller Obligationäre) oder in Anlehnung an gesellschaftsrechtliche Konzepte (Zweckbindung, Treuepflichtbindung, Erfordernis sachlicher Rechtfertigung) zusätzliche materielle Schranken der Stimmrechtsmacht ergeben. Diese ungeschriebenen materiellen Schranken aufzufinden ist Ziel der vorliegenden Arbeit.

### § 2

Mehrheitsbeschlüsse von Obligationären entstehen durch zustimmende oder ablehnende Stimmabgaben in Beziehung auf einen konkreten Beschlussantrag; den Inhalt eines gefassten Beschlusses stellt der Versammlung- bzw. Abstimmungsleiter mit konstitutiver Wirkung fest. Solchermaßen gefasste Beschlüsse sind mehrseitige Rechtsgeschäfte und unterliegen deshalb prinzipiell den Grundsätzen der allgemeinen Rechtsgeschäftslehre. Weil und soweit diese Grundsätze, insbesondere die Vorschriften des Bürgerlichen Gesetzbuches, zuvorderst auf Austauschverträge zugeschnitten sind, bedarf es gegebenenfalls – und insbesondere für die Frage der Fehlerhaftigkeit von Beschlüssen und der Geltendmachung solcher Beschlussmängel – einer gesonderten Dogmatik in Gestalt eines allgemeinen Beschlussmängelrechts.

Hiernach sind fehlerhafte Einzelstimmen stets nichtig und dürfen im Rahmen der Beschlussfeststellung nicht berücksichtigt werden. Dem Versammlungs- bzw. Abstimmungsleiter kommt dabei sowohl ein formelles als auch ein materielles Prüfungs- und Verwerfungsrecht zu, d. h. er darf (und soll) Einzelstimmen als ungültig behandeln, die gegen formelle oder materielle Vorschriften verstoßen. Wird das Beschlussergebnis unrichtig festgestellt, wurden also ungültige Stimmen fälschlich und in ergebnisrelevantem Umfang als gültig behandelt oder umgekehrt, begründet dies einen Verfahrensfehler des Beschlusses.

Fehlerhafte Beschlüsse sind grundsätzlich anfechtbar. Das Anfechtungsrecht folgt bei privaten Personenverbänden aus einem mitgliedschaftlichen Anspruch auf gesetzes- und satzungskonformes Verhalten, im Recht der Schuldverschreibungen aus dem verbrieften Anspruch auf Leistung gemäß der ursprünglich vereinbarten Bedingungen, der unter dem Vorbehalt eines abweichenden regelkonformen Beschlusses steht. Nichtig ist ein Beschluss nur dann, wenn er gegen Normen verstößt, die (auch) andere Interessen als die der Anfechtungsberechtigten schützt und die deshalb nicht zu deren Disposition stehen. Dazu gehören u. a. zwingende Formvorschriften (§ 125 Satz 1 BGB), Verbotsgesetze (§ 134 BGB) und den indisponiblen Wesenskern eines Rechtsinstituts definierende Vorschriften. In Ansehung der guten Sitten (§ 138 Abs. 1 BGB) ist hingegen zu differenzieren: Nichtig sind nur solche Beschlüsse, deren Regelungsgehalt für sich betrachtet gegen die guten Sitten verstößt (Inhaltssittenwidrigkeit), nicht aber solche, die nur nach der Art und Weise ihrer Entstehung nicht mit den guten Sitten vereinbar sind (Umstandssittenwidrigkeit); denn in letzterem Fall sind allein die Interessen der ohnehin zur Anfechtung berechtigten Personen betroffen.

Zur Geltendmachung von Beschlussmängeln steht den Obligationären eine spezielle Anfechtungsklage zur Verfügung (§ 20 SchVG). Nach Ablauf der einmonatigen Anfechtungsfrist tritt, mit Blick auf Anfechtungsgründe, Bestandskraft ein. Eine Vollziehung des Beschlusses darf erst nach fruchtlosem Ablauf der Anfechtungsfrist erfolgen. Die Anfechtungsfrist wird durch ein Vollziehungsverbot sekundiert, das grundsätzlich mit der Beschlussfassung einsetzt und – sofern keine Vollversammlung unter ausdrücklichem Verzicht auf die Einhaltung der Formvorschriften stattfand – nicht von der Erklärung eines Widerspruchs abhängig ist. Eine verbotswidrige Vollziehung zieht eine Schadensersatzhaftung des Schuldners nach sich, aus der aber entsprechend § 246a Abs. 4 Satz 2 AktG nicht auf Rückgängigmachung der Vollziehung geklagt werden kann. Dasselbe gilt, wenn sich nach einer Freigabe des Beschlusses die Anfechtungsklage als begründet erweist. Eine ohne vorherige Freigabe erfolgreiche Anfechtungsklage perpetuiert das Vollziehungsverbot, führt aber mangels einer dahingehenden Regelung nicht zur Nichtigerklärung des fehlerhaften Beschlusses. Das klagestattgebende Urteil hat gemäß § 325 Abs. 1 ZPO auch nur Wirkung *inter partes*; die übrigen Obligationäre können sich in Ansehung des Urteils aber gemäß § 4 Satz 2 SchVG gegenüber dem Schuldner auf gleiche Behandlung berufen.

Der Schuldner kann dem Vollziehungsverbot entgehen, indem er die Freigabe des Beschlusses erwirkt (§ 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG i. V. m. § 246a AktG). Bei der hierzu regelmäßig erforderlichen Interessenabwägung (§ 20 Abs. 3 Satz 3 letzter Halbsatz SchVG i. V. m. § 246a Abs. 2 Nr. 2 AktG) kommt es auf das Überwiegen der wirtschaftlichen *Interessen des Schuldners* an der Vollziehung über die *Interessen des Anfechtungsklägers* an einer Beibehaltung des *status quo* an. Diese Interessenabwägung wird insbesondere bei präventiven Sanierungsversuchen regelmäßig zugunsten des Schuldners ausfallen, weshalb der Anfechtungskläger eine Verhinderung der Vollziehung in der Regel nur erreichen kann, wenn er einen besonders schweren Rechtsverstoß darlegt. Als besonders schwerwiegend wird man vor allem Inhaltssittenwidrige und auf sittenwidrigen Einzelstimmen beruhende Beschlüsse einordnen können.

Nichtigkeitsergründe sorgen *ipso iure* dafür, dass ein entsprechend fehlerhafter Beschluss nicht bestandskräftig werden kann. Gerichtlich können sie mit der Anfechtungsklage, aber auch mit einer allgemeinen Feststellungsklage geltend gemacht werden.

Jenseits der seltenen Nichtigkeitsergründe erweist sich der Rechtsschutz des Obligationärs damit als *de facto* primär auf Vermögensschutz ausgerichtet. Nur bei besonders schweren Rechtsverstößen steht eine quasi-Kassation fehlerhafter Beschlüsse im Raum, in allen anderen Fällen wird der Anfechtungskläger durch das Freigabeverfahren – nach einer gewissen verfahrensbedingten Verzögerung – auf bloßen Vermögensschutz verwiesen. Das ist insgesamt als sachgerecht zu bewerten, da Obligationäre einerseits in der Tat zuvorderst in ihren bloßen Vermögensinteressen zu schützen sind, andererseits aber die Inkaufnahme leichter und mittelschwerer Rechtsverstöße durch den Schuldner nicht gänzlich ohne Sanktion bleiben sollte, und sei es nur in Form des Risikos einer verzögerten Vollziehung.

### § 3

Über die gebotene Reichweite materieller Stimmrechtsschranken kann eine Theorie vom Geltungsgrund einer sog. materiellen, weil an (ungeschriebenen) materiellen Stimmrechtsschranken anknüpfenden Beschlusskontrolle informieren. Eine solche Form der Beschlusskontrolle setzt sich prinzipiell in Widerspruch zu der vom Gesetzgeber ermöglichten und in den Anleihebedingungen vereinbarten Mehrheitsherrschaft. Sie bedarf deshalb einer besonderen Rechtfertigung, eines Geltungsgrunds. Dieser ist in der funktionalen Wechselbeziehung der materiellen Beschlusskontrolle mit der Legitimationsgrundlage des Mehrheitsprinzips selbst zu finden: Der materiellen Beschlusskontrolle kommt die Aufgabe zu, Defizite zu kompensieren, die sich in der Legitimationsgrundlage des Mehrheitsprinzips auftun.

Seine materielle Legitimation findet das Mehrheitsprinzip des Schuldverschreibungsrechts im Gedanken der Richtigkeitsgewähr durch Gleichgerichtetheit der

Interessen: Solange die Grundinteressen der Obligationäre gleichgerichtet sind, trifft ein bestimmter Mehrheitsbeschluss jeden Obligationär auf gleichartige Weise, weshalb jeder beschlusstragende Obligationär – bei unterstellter Abstimmung zur Förderung seiner Individualinteressen – notwendig auch die gleichgerichteten Interessen der übrigen Obligationäre mit im Blick hat. Eine *gleichartige* Selbstbetroffenheit reicht im Recht der Schuldverschreibungen als Funktionsbedingung der Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsentscheidungen grundsätzlich aus. Zum einen gilt das Mehrheitsprinzip – anders als namentlich im Gesellschaftsrecht – nicht zwingend, sondern nur bei seiner rechtsgeschäftlichen Vereinbarung in den Anleihebedingungen. Und zum anderen kann es nach der Wertung des § 6 Abs. 1 Satz 1 SchVG, wonach sich die Stimmkraft allein nach dem relativen Anteil am ausstehenden Gesamtbetrag der Schuldverschreibungen – und nicht nach den für die Schuldverschreibungen aufgewendeten Kosten – bemisst, schon grundsätzlich nicht entscheidend auf die individuelle Spürbarkeit im Sinne einer *gleichmäßigen* Selbstbetroffenheit ankommen, um Mehrheitsentscheidungen von Obligationären dem Grunde nach zu legitimieren.

## § 4

Die aufzufindenden ungeschriebenen materiellen Stimmrechtsschranken müssen sich vor allem daran messen lassen, wie sie mit den Fallgruppen zurechtkommen, in denen es an der gleichartigen Betroffenheit der Obligationäre als Funktionsbedingung der Richtigkeitsgewähr ihrer Mehrheitsbeschlüsse fehlt.

Dabei kommt es zuvorderst auf eine ungleichartige *wirtschaftliche* Betroffenheit an, da Unternehmensanleihen sowohl für ihre Emittenten wie auch ihre Inhaber in aller Regel allein wirtschaftlichen Zwecken dienen und immaterielle Interessen überdies keiner rationalen Abwägung mit kollidierenden materiellen Interessen zugänglich sind.

Auf keiner ungleichartigen wirtschaftlichen Betroffenheit beruhen Interessendivergenzen unter Obligationären, die unterschiedliche Urteile über die Sanierungsfähigkeit oder Sanierungswürdigkeit des Schuldnerunternehmens betreffen. Letztere lassen sich vor allem durch – beschlussmängelrechtlich irrelevante – abweichende Risikopräferenzen und abweichende subjektive Verlustschwellen der verschiedenen Obligationäre erklären.

Ebenfalls nicht auf ungleichartiger, sondern auf lediglich *ungleichmäßiger* wirtschaftlicher Betroffenheit beruhen Interessendivergenzen, die sich einstellen, wenn im Portfolio eines Obligationärs Finanzinstrumente liegen, die in Saldo eine positive Korrelation zwischen dem Wert des Gesamtportfolios und dem Wert der Anleihe herstellen (*net long position*). Führt ein solches Sonderinteresse bei beschlussbedingten Wertverlusten der Anleihe zu einem *unterproportionalen* Wertverlust des Portfolios, mag dies das rechtspolitisch unerwünschte Risiko rational

apathischen Verhaltens, je nach Fall aber auch eine erhöhte Bereitschaft zur Unterstützung riskanter oder aggressiver Sanierungsversuche begünstigen – ein beschlussmängelrechtlich relevanter Interessenkonflikt liegt darin jedenfalls nicht. Das gilt erst recht, wo ein Sonderinteresse zu einem *überproportionalen* Wertverlust des Portfolios führt – diese Konstellation begünstigt schließlich sogar das wohlverstandene Eigeninteresse der übrigen Obligationäre an einer möglichst fairen Verteilung der Sanierungslast.

Eine ungleichartige wirtschaftliche Betroffenheit stellen lediglich solche Finanzinstrumente her, die dafür sorgen, dass sich in Saldo eine negative Korrelation zwischen dem Wert des Gesamtportfolios und dem Wert der Anleihe einstellt (*net short position*). Der Wert des Gesamtportfolios kann dabei entweder positiv oder negativ mit dem Unternehmenswert des Schuldners korrelieren. Eine positive Korrelationsrichtung begünstigt das Risiko einer hier sog. „Verkürzung“, worunter eine Stimmabgabe zu verstehen ist, die eine Sanierung des Schuldnerunternehmens einseitig auf Kosten der Anleihegläubiger (durch eine übermäßige Verkürzung ihrer Rechte) unterstützt. Eine negative Korrelationsrichtung begünstigt demgegenüber das Risiko einer hier sog. „Vereitelung“, also einer gezielten Wette gegen den Sanierungsversuch durch Verhindern einer positiven Beschlussfassung. An einer sachgerechten Regulierung dieser beiden Fallgestaltungen – der *Verkürzung* und der *Vereitelung* – müssen sich die Kandidaten für ungeschriebene materielle Stimmrechtsschranken messen lassen.

## § 5

Das hier sog. Belastungsverbot des § 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG verbietet als eine von zwei geschriebenen materiellen Stimmrechtsschranken die Begründung von Leistungspflichten für Obligationäre.

Die Vorschrift hat lediglich klarstellenden Charakter, denn eine Aufnahme solcher Leistungspflichten *in* die Anleihebedingungen steht schon § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB entgegen, wonach in einer Schuldverschreibung nur eine Leistungspflicht des Ausstellers verbrieft sein kann, und eine Begründung von Leistungspflichten *außerhalb* der Anleihebedingungen ist nicht mit § 5 Abs. 1 Satz 1 SchVG vereinbar, wonach Mehrheitsbeschlüsse nur zur Änderung der Anleihebedingungen oder betreffs eines gemeinsamen Vertreters gefasst werden können. Die Vorschrift verbietet im Übrigen nur die Belastung mit *unmittelbar* im Beschluss enthaltenen Leistungspflichten, bewahrt die Obligationäre aber nicht vor mittelbaren Folgebelastrungen wie einer möglichen Differenzhaftung infolge einer Unterbewertung der Forderungen im Rahmen eines Debt Equity Swap. Für *Verkürzungen* und *Vereitelungen* ergeben sich aus dem Belastungsverbot keine besonderen Implikationen.

## § 6

Die zweite und letzte der geschriebenen materiellen Stimmrechtsschranken besteht in dem Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG. Die Vorschrift gebietet, dass ein Beschluss gleiche Bedingungen für alle Obligationäre vorsehen muss, und erlaubt eine Abweichung nur, wenn die benachteiligten Obligationäre dem ausdrücklich zustimmen.

Das Gleichbehandlungsgebot ist damit streng formaler Natur; eine „relative“ Ungleichbehandlung verbietet sich auch dann, wenn sich dafür bestechende sachliche Gründe finden lassen. Unter seinem Schutz stehen nur die Obligationäre derselben Gesamtemission, eine anleiheübergreifende Gleichbehandlung ist nicht geboten. Eine solche lässt sich auch nicht auf Grundlage einer extensiven Auslegung der üblichen *Pari-passu*-Klausel begründen. Eine Auslegung der Klausel dahingehend, dass sie entsprechend der aus dem Recht der Staatsanleihen bekannten *ratable payment*-Rechtsprechung eine gleichmäßige Verteilung der Sanierungslast gebieten würde, drängt sich weder aus dem Wortlaut der Klausel auf noch entspricht sie ihrem üblichen Zweck – der Markt erwartet in der Regel eine zumindest klarstellende Aussage über den Rang der Anleihe.

## § 7

Bei der Ausübung ihres Stimmrechts sind die Obligationäre an die ungeschriebene Schranke der guten Sitten gemäß § 138 Abs. 1 BGB gebunden. Die Schranke der guten Sitten liefert einen Evidenzmaßstab, der sowohl an einzelnen Stimmübungen als auch am Beschluss selbst anknüpfen kann. Als sittenwidriger Beschlussinhalt lässt sich an eine andere Gläubiger schädigende Übersicherung der Obligationäre denken; ein sittenwidriges Zustandekommen ist bei kollusivem Zusammenwirken von Schuldner und einzelnen Obligationären zum Schaden der übrigen Obligationäre denkbar.

Einzelne Stimmabgaben sind sittenwidrig, wenn sie auf eine grobe Schädigung anderer Obligationäre aus bewusster Eigensucht abzielen. Zur Bestimmung dieser Schädigungsgrenze ist auf anerkannte Bewertungsmodelle zurückzugreifen, deren Typisierungen und Annahmen dem Sinn und Zweck des § 138 Abs. 1 BGB bestmöglich gerecht werden müssen. Die sach nächsten Ergebnisse liefert dabei eine Orientierung an der *Liquidationswertbetrachtung*. Zum einen markiert der Liquidationswert nach betriebswirtschaftlicher Lehre regelmäßig die wirtschaftliche Wertuntergrenze eines Unternehmens. Zum anderen ist der abgeleitete Liquidationswert identisch mit dem inneren Wert der Anleihe, wie er sich bei einer *Optionswertbetrachtung* ergibt. Die einer Optionswertbetrachtung zugrunde liegende Unterscheidung zwischen dem inneren Wert einer Anleihe und ihrem Zeitwert lässt sich zudem mit den Kriterien zur Abgrenzung des Schutzbereichs der Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG assoziieren – die Eigentumsgarantie schützt

nur bereits rechtlich konkretisierte vermögenswerte Positionen, nicht aber bloße Expektanzen; und wirtschaftlich bereits konkretisiert hat sich lediglich der innere Wert der Anleihe, während ihr Zeitwert die Erwartung zukünftig sich realisierender Wertzuwächse widerspiegelt. Demgegenüber vermag eine *Börsenwertbetrachtung* entsprechend der DAT/Altana-Rechtsprechung allenfalls in nicht-krisisbedingten Fällen einen sachgerechten Anhaltspunkt für eine Wertuntergrenze zu liefern. Bei einer krisenbedingten Anleiherestrukturierung fehlt es demgegenüber an einem geeigneten Zeitpunkt oder Betrachtungszeitraum, aus dem sich eine sachgerechte Wertuntergrenze ableiten ließe.

Eine *Verkürzung* kann deshalb als sittenwidrig bewertet werden, wenn der unterstützte Beschluss eine Bewertung impliziert, die unterhalb dessen liegt, was auf Grundlage einer Liquidationswertbetrachtung bei Annahme der relativ höchsten plausiblen Liquidationsintensität und –geschwindigkeit als Mindestwert der Anleihe zu gelten hat.

Eine *Vereitelung* begründet nur in den seltensten Fällen einen Anfechtungsgrund. Ausscheiden muss eine Anfechtbarkeit von vornherein, wenn die *Vereitelung* auf einem gezielten Fernbleiben von der Versammlung bzw. Abstimmung beruht; hier fehlt es schon an einem geeigneten Anknüpfungspunkt für eine Beschlusskontrolle. Im Übrigen qualifiziert sich eine *Vereitelung* nur dann als sittenwidrig, wenn der Sanierungsversuch objektiv evident zweckmäßig ist, der Obligationär davon subjektiv auch ausgeht und gleichwohl gezielt gegen den Sanierungsversuch wettet, um daraus einen Vorteil zu erlangen und obwohl ihm bewusst ist, dass er dadurch den übrigen Obligationären einen Schaden zufügt. Nur unter diesen engen Voraussetzungen erscheint es angebracht, eine sittenwidrige Schädigung der übrigen Obligationäre bejahen zu können, denn verloren geht den Obligationären bei einer *Vereitelung* schließlich lediglich die Aussicht auf einen positiven Sanierungsmehrwert und damit der wenig schutzwürdige Zeitwert ihrer Forderungen.

## § 8

Die zweite ungeschriebene materielle Schranke, der das Stimmrecht der Obligationäre unterliegt, ist das Verbot des Rechtsmissbrauchs gemäß § 242 BGB. Einen gegenüber dem Gebot guter Sitten erhöhten Schutz liefert dabei nur die Untersuchung des individuellen Rechtsmissbrauchs. Aus dem Verbot institutionellen Rechtsmissbrauchs folgt demgegenüber kein strengerer Maßstab, da das Stimmrecht allenfalls einer hier sog. schwach-negativen teleologischen Bindung unterliegt, die nur die Verhinderung einer Beschlussfassung um der Verhinderungs willens selbst als mit dem Sinn und Zweck des Stimmrechts unvereinbar erscheinen lässt. Demgegenüber folgt aus dem Telos des Stimmrechts weder, dass jeder einzelne auf eine bestmögliche kollektive Befriedigung aller Obligationäre hinzuwirken hat, noch, dass lediglich objektiv nützliche Beschlüsse gefasst werden dürfen.



Das Verbot individuellen Rechtsmissbrauchs hindert einzelne Obligationäre nicht *per se* daran, ihre Stimmkraft nach Bekanntwerden des Restrukturierungsbedarfs zu erhöhen und einen ihnen günstigen Beschlussantrag zu unterstützen. Der nachträgliche Hinzuerwerb von Stimmkraft ist weder gesetzes- noch sitten- oder vertragswidrig, ein „gekaufter“ Konsens deshalb nicht unter dem Aspekt unredlichen früheren Verhaltens *per se* illegitim.

Unter dem Aspekt des Verfolgens nicht schutzwürdiger Eigeninteressen untersagt das Verbot individuellen Rechtsmissbrauchs aber eine *Verkürzung*, die auf einem Sonderinteresse beruht, das erst nach Bekanntwerden des Restrukturierungsbedarfs begründet wurde. Das Fehlen der Schutzwürdigkeit rechtfertigt sich in dieser Konstellation damit, dass solches Verhalten einen risikolosen Vorteil zum Nachteil nicht abwehrfähiger Obligationäre generiert. Beruht die *Verkürzung* hingegen auf einem bereits anfänglich angelegten Interessenkonflikt, erscheint sie als prinzipiell schutzwürdig, solange die Grenze der guten Sitten nicht überschritten wird. In dieser Konstellation ist die Stimmkraft aus den Schuldverschreibungen wirtschaftlich mit einer ohne gläubigerbenachteiligenden Hintergrund begründeten Sicherheit für die konkurrierenden Finanzinstrumente vergleichbar.

Eine *Vereitelung* ist unter dem Aspekt des Verfolgens nicht schutzwürdiger Eigeninteressen unter denselben Voraussetzungen rechtsmissbräuchlich, die bereits die Sittenwidrigkeit der *Vereitelung* begründen.

## § 9

Als dritte und letzte ungeschriebene Schranke sind die Obligationäre an eine Rücksichtspflicht gemäß §§ 241 Abs. 2, 242 BGB in Form der allgemeinen Loyalitätspflicht gebunden. Diese versagt den Obligationären eine vorsätzliche Schädigung der übrigen Obligationäre.

Rücksichtspflichten können unter Obligationären dem Grunde nach bestehen, weil sie eine gesetzliche Sonderverbindung in Form eines Schutzpflichtverhältnisses gemäß § 241 Abs. 2 BGB bilden, wenn und soweit das Organisationsrecht der §§ 5 ff. SchVG i. V. m. den Anleihebedingungen konkret zur Anwendung kommt. Rechtfertigen lässt sich die Qualifikation als Sonderverbindung mit einer Kombination der Lehre vom sozialen Kontakt (die Obligationäre begegnen sich auf organisiertem Wege und verfügen mit der Stimmrechtsmacht über erhöhte Einwirkungsmacht) mit der Anvertrauenshaftung (die Obligationäre vertrauen ihre in der Anleihe gebundenen Vermögensinteressen faktisch der Mehrheit der Obligationäre an) und mit dem Gedanken der gewillkürten Rechtskreiseröffnung (der Gesetzgeber ermöglicht die Öffnung der Rechtskreise der Obligationäre zu dem positiven Zweck, die Überwindung von Kollektivhandlungsproblemen zu erleichtern).

Bei dem Verbot illoyalen Verhaltens entfällt gegenüber dem Gebot guter Sitten das Erfordernis der Eigensucht. Das erleichtert die Feststellung einer pflichtwidrigen

*Verkürzung* oder *Vereitelung* insofern, als es keines Nachweises eines Sonderinteresses bedarf; als Indiz für den nach wie vor erforderlichen subjektiven Tatbestand behält das Bestehen eines Sonderinteresses gleichwohl eine wichtige prozessuale Bedeutung. Eine *Verkürzung* ist demnach illoyal, wenn das Stimmrecht vorsätzlich zur Herbeiführung eines Beschlusses eingesetzt wird, der das Integritätsinteresse der übrigen Obligationäre verletzt. Verletzt ist das Integritätsinteresse, wenn der angestrebte Beschluss eine Bewertung der Anleihe impliziert, die unter dem abgeleiteten Liquidationswert liegt, gemessen am plausibelsten Liquidationsszenario. Und eine *Vereitelung* ist illoyal, wenn der Sanierungsversuch objektiv evident zweckmäßig ist, der Obligationär dies erkennt und ihm bewusst ist, dass er mit seinem Verhalten den übrigen Obligationären einen Schaden zufügt, mit dem er sich aber abfindet.

Strengere Rücksichtspflichten, insbesondere eine mit der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht vergleichbare Obligationärstreuepflicht, sind hingegen abzulehnen. Es fehlt an einer primären Leistungspflicht der Obligationäre, zu deren Förderung eine Treuepflicht bestehen könnte, und für eine rechtsfortbildend zu begründende primäre Treuepflicht fehlt es nicht zuletzt an einem sachlichen Bedürfnis.

## § 10

Abzulehnen ist ferner eine besondere Zweckbindung der Obligationäre. Weder sind die Obligationäre verpflichtet, auf eine Verbesserung der kollektiven Befriedigungsaussichten hinzuwirken, noch, zur Förderung der gemeinsamen Interessen aller Obligationäre zu handeln.

Für eine derartige Zweckbindung fehlt es an einer Rechtsgrundlage. Ein gegenseitiger, eine besondere Zweckbindung in sich aufnehmender Vertragsschluss scheitert an entsprechenden Erklärungen der Obligationäre. Die Anleihebedingungen können nicht als Satzung eines Innenverbands von Obligationären gedeutet werden, weil auch ein Innenverband auf das Konzept der Mitgliedschaft angewiesen ist, eine Mitgliedschaft aber ausweislich der Legaldefinition des § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB nicht in einer Schuldverschreibung verbrieft werden kann. Ferner findet sich auch im Gedanken einer treuhänderischen Bindung der Obligationäre keine Grundlage für eine besondere Zweckbindung in Gestalt einer Interessenwahrungspflicht. Sofern unter der treuhänderischen Bindung eine besondere gegenseitige Pflichtbindung der Obligationäre verstanden sein will, entspräche eine Interessenwahrungspflicht einer – bereits zuvor abgelehnten – rechtsfortbildend zu begründenden besonderen Ausprägung der allgemeinen Treuepflicht. Ebenfalls abzulehnen ist eine vom Schuldverschreibungsgesetz fingierte Interessen- bzw. Zweckbindung. Das Schuldverschreibungsgesetz ist auf keine solche Zweckbindung angewiesen, um eine hinreichende Richtigkeit von Mehrheitsbeschlüssen gewährleisten zu können.

## § 11

Abzulehnen ist schlussendlich auch ein Erfordernis sachlicher Rechtfertigung. Mehrheitsbeschlüsse müssen nicht objektiv nützlich sein, um die majorisierten Obligationäre rechtmäßig binden zu können, und sind erst recht nicht auf ihre Erforderlichkeit oder Angemessenheit hin zu prüfen.

Bei dem Erfordernis sachlicher Rechtfertigung handelt es sich um eine Inhaltskontrolle im engeren Sinne, die mangels einer gesetzlichen Anordnung den Maßstäben einer (auf Treu und Glauben gemäß 242 BGB gestützten) Rechtsfortbildung genügen müsste. Für eine derartige Inhaltskontrolle besteht im Recht der Unternehmensanleihen aber keine sachliche Rechtfertigung. Eine Inhaltskontrolle von Mehrheitsbeschlüssen ist als Eingriff in die Privatautonomie nur dort gerechtfertigt, wo die Funktionsbedingungen der Richtigkeitsgewähr von Mehrheitsentscheidungen als autonomienäheres Regulativ systematisch und regelhaft versagen. Bei Unternehmensanleihen ist aber regelmäßig von einer wirtschaftlich gleichartigen Betroffenheit aller Obligationäre und damit von funktionierender Selbstregulierung auszugehen. Fälle einer wirtschaftlich ungleichartigen Betroffenheit, die namentlich einer *Verkürzung* oder *Vereitelung* zugrunde liegen, beruhen auf einer künstlichen Verzerrung der gewöhnlichen Anreizlage durch das Eingehen zusätzlicher Geschäfte und sind deshalb gerade kein dem gesetzlichen System immanentes Problem, zeigen kein Versagen des Systems an, sondern beruhen auf seiner gegebenenfalls missbräuchlichen „Fehlbedienung“. Es bedarf daher keiner grundlegenden Korrektur des Systems in Gestalt eines Sachgrunderfordernisses; eine punktuelle Korrektur mithilfe vor allem der Loyalitätspflicht reicht zur Gewährleistung der Richtigkeit von Mehrheitsbeschlüssen der Obligationäre aus.

## § 12

*De lege ferenda* empfiehlt sich die Verankerung einer Offenlegungspflicht für *net short*-Positionen. Obgleich die herausgearbeiteten materiellen Stimmrechtsschranken für eine im Ergebnis sachgerechte Regulierung der Stimmrechtsmacht sorgen, sind gewisse Anwendungsschwierigkeiten nicht zu verkennen. Das gilt vor allem für den regelmäßig erforderlichen Nachweis eines Nachteilszufugungsvorsatzes. Offengelegte *net short*-Positionen würden nicht nur ein Indiz für das Vorliegen eines Schädigungsvorsatzes liefern. Eine Offenlegungspflicht dürfte darüber hinaus auch präventive Wirkung entfalten, da Akteure selten gewillt sind, Mitbewerbern Einblick in die Gestaltung ihrer Portfolios zu gewähren.

Die Einführung eines Stimmverbots für Obligationäre mit einer *net short*-Position oder eines doppelten Mehrheitserfordernisses empfiehlt sich demgegenüber nicht. Ein zusätzliches Stimmverbot würde zu keiner effektiven Verbesserung führen. Wer sich von seiner *net short*-Position zu einer für die übrigen Obligationäre nachteiligen Stimmabgabe verleiten lässt, verhält sich bereits nach geltendem Recht illoyal und

pfllichtwidrig; zu einer leichteren Aufdeckung derlei Verhaltens trägt ein Stimmverbot nichts bei. Ein doppeltes Mehrheitserfordernis hat vor allem dort seinen Platz, wo die Betroffenen ohne ihre initiale Zustimmung an Mehrheitsentscheidungen gebunden werden können und es deshalb einer besonderen Anerkennung und Berücksichtigung ihrer Autonomie bedarf. Das ist bei Abstimmungen über Insolvenz- und Restrukturierungspläne der Fall, nicht aber im Recht der Schuldverschreibungen.

Auch nach der Umsetzung der EU-Restrukturierungsrichtlinie durch insbesondere das Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz (StaRUG) werden Anleiherestrukturierungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz weiterhin eine Zukunft haben. Für nicht-krisenbedingte Restrukturierungen, wo der Restrukturierungsrahmen des StaRUG von vornherein keine Anwendung finden kann, versteht sich das von selbst. Aber auch im Rahmen eines präventiven Sanierungsversuchs bietet eine in ein konsensuales Restrukturierungskonzept eingebettete Anleiherestrukturierung nach dem Schuldverschreibungsgesetz Vorteile gegenüber einer kompulsiven Gesamtlösung mithilfe eines Restrukturierungsplans nach dem neuen Restrukturierungsrahmen. Der konsensuale Weg ist erprobt, vergleichsweise rechtssicher und gewährt deshalb eine insgesamt höhere Transaktionssicherheit. Die geringere Beteiligung staatlicher Behörden und Gerichte gewährleistet daneben auch ein Maximum an von den Akteuren häufig gewertschätzter Prozessautonomie und -kontrolle. Und manche Gesellschafter mögen eine freie Sanierung außerhalb des StaRUG auch zum Schutz der eigenen Beteiligung bevorzugen. Der Restrukturierungsrahmen des StaRUG dürfte letztlich in vielen Fällen diejenige Funktion einnehmen, die heute häufig dem Insolvenzplan zukommt – nämlich die einer kompulsiven *fallback*-Option, auf die erst zurückgegriffen wird, wenn die bevorzugt ins Auge gefasste konsensuale Lösung scheitert.

## Literaturverzeichnis

- Adolff*, Johannes, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, München 2007
- Altman*, Edward I./*Hotchkiss*, Edith, Corporate Financial Distress and Bankruptcy. Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt, 3. Auflage, Hoboken (New Jersey) 2006
- Altmeyen*, Holger, Pflicht zur Herausgabe der Gesellschafterliste einer Fondsgesellschaft?, NZG 2010, S. 1321 ff.
- Altmeyen*, Holger, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung: GmbHG, Kommentar, 10. Auflage, München 2021
- Amram*, Martha/*Kulatilaka*, Nalin, Real Options. Managing Strategic Investment in an Uncertain World, Boston (Massachusetts) 1999
- Arbeitskreis Reform des Schuldverschreibungsrechts*, Reform des Schuldverschreibungsgesetzes, ZIP 2014, S. 845 ff.
- Arzt*, Gunther, Die Ansicht aller billig und gerecht Denkenden. Geschichtliche Wurzel, theoretische Begründung und praktische Auswertung, Goldbach 1965
- Auer*, Marietta, Materialisierung, Flexibilisierung, Richterfreiheit. Generalklauseln im Spiegel der Antinomien des Privatrechtsdenkens, Tübingen 2005
- Axelrod*, Robert, The Evolution of Cooperation, New York 1984
- Bachmann*, Gregor, Rechtsfragen der Wertpapierleihe, ZHR 173 (2009), S. 596 ff.
- Balthasar*, Stephan, Unternehmenssanierungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz und der Restrukturierungsrichtlinie: eine kritische Analyse, ZHR 183 (2019), S. 662 ff.
- Baltzer*, Johannes, Der Beschluß als rechtstechnisches Mittel organschaftlicher Funktion im Privatrecht, Hamburg 1965
- Balz*, Karl Friedrich, Reform des SchVG – High Yield Bonds zukünftig nach deutschem Recht?, ZBB 2009, S. 401 ff.
- Bankenverband*, Basel III – die Folgen für den Mittelstand, 2. Auflage, Berlin, Mai 2013
- Baumbach*; *Adolf* (Begr.)/*Hueck*, Alfred, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung: GmbHG, 22. Auflage, München 2019
- Baums*, Theodor, Empfiehlt sich eine Neuregelung des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts, insbesondere der Klagemöglichkeiten von Aktionären? Gutachten für den 63. Deutschen Juristentag, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 63. Deutschen Juristentages Leipzig 2000, Band I: Gutachten, München 2000, S. F1 ff. #

- Baums*, Theodor, Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, Kapitel 21, S. 955 ff.
- Baums*, Theodor, Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes, ILF WP Series No. 90, 9/2008 = ZBB 2009, S. 1 ff.
- Baums*, Theodor, Weitere Reform des Schuldverschreibungsrechts!, ZHR 177 (2013), S. 807 ff.
- Beater*, Axel, Der Gesetzesbegriff von § 134 BGB – zur Anwendbarkeit der Vorschrift auf Verfassungs- und Satzungsnormen, allgemeine Rechtsgrundsätze und Gesetzesumgehungen, AcP 197 (1997), S. 505 ff.
- Bedendo*, Mascia/Cathcart, Lara/El-Jahel, Lina, Distressed Debt Restructuring in the Presence of Credit Default Swaps, JoMCB (forthcoming), SSRN 1666101
- Berg*, Tobias/Uzik, Martin, Auswirkungsstudie Basel III. Die Folgen für den deutschen Mittelstand, August 2011
- Bernstein*, Otto, Über Obligationärvertretung, Berlin 1935
- Bertelmann*, Heiko/Schönen, Simone, Gläubigerrechte und Emittentenpflichten bei der Abstimmung ohne Versammlung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, ZIP 2014, S. 353 ff.
- Bialluch*, Stephanie Madeleine, Das sogenannte Anleiheschuldverhältnis, Tübingen 2018
- Bitter*, Georg, Sanierung in der Insolvenz – Der Beitrag von Treue- und Aufopferungspflichten zum Sanierungserfolg, ZGR 2010, S. 147 ff.
- Bliesener*, Dirk H., Änderung von Anleihebedingungen in der Praxis, in: Baum, Harald/Fleckner, Andreas M./Hellgardt, Alexander u. a. (Hrsg.), Perspektiven des Wirtschaftsrechts, Deutsches, europäisches und internationales Handels-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Beiträge für Klaus J. Hopt aus Anlass seiner Emeritierung, Berlin 2008, S. 355 ff.
- Boese*, Norbert, Die Anwendungsgrenzen des Erfordernisses sachlicher Rechtfertigung bei HV-Beschlüssen, Eine Konkretisierung der Treubindung in der Aktiengesellschaft, Köln u. a. 2004
- Bolton*, Patrick/Oehmke, Martin, Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem, NBER WP No. 15999, Mai 2010
- Borowski*, Sascha, Schuldverschreibungsgesetz, Baden-Baden 2019
- Braun*, Eberhard (Hrsg.), Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz (StaRUG), München 2021
- Bredow*, Günther M./Vogel, Hans-Gert, Unternehmenssanierung und Restrukturierung von Anleihen – Welche Verbesserungen bringt das neue Schuldverschreibungsrecht?, ZBB 2008, S. 221 ff.
- Bredow*, Günther M./Vogel, Hans-Gert, Restrukturierung von Anleihen – Der aktuelle Regierungsentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes, ZBB 2009, S. 153 ff.
- Brinkmann*, Moritz, Wege aus der Insolvenz eines Unternehmens – oder: Die Gesellschafter als Sanierungshindernis, WM 2011, S. 97 ff.
- Brinkmann*, Moritz, Der präventive Restrukturierungsrahmen als trojanisches Pferd für Finanzinvestoren, NZI-Beil. 2019, S. 27 ff.

- Brinkmans*, Christian, Geschäftsleiterpflichten und Geschäftsleiterhaftung nach dem StaRUG und SanInsFoG – Nachtrag zu ZInsO 2021, 1 ff., ZInsO 2021, S. 125 ff.
- Buchheit*, Lee C./*Martos*, Sofia D., What to Do about *Pari Passu*, JIBFL 2014, S. 491 ff.
- Buchheit*, Lee C./*Pam*, Jeremiah S., The hunt for *pari passu*, IFLR 23 (2004), S. 20 ff.
- Buchheit*, Lee C./*Pam*, Jeremiah S., The hunt for *pari passu* (part II), IFLR 23 (2004), S. 47 ff.
- Cağalj*, Kathrin, Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, Baden-Baden 2013
- Cahn*, Andreas, Pflichten des Vorstandes beim genehmigten Kapital mit Bezugsrechtsausschluß, ZHR 163 (1999), S. 554 ff.
- Canaris*, Claus-Wilhelm, Die Feststellung von Lücken im Gesetz. Eine methodologische Studie über Voraussetzungen und Grenzen der richterlichen Rechtsfortbildung praeter legem, Berlin 1964
- Canaris*, Claus-Wilhelm, Kreditkündigung und Kreditverweigerung gegenüber sanierungsbedürftigen Bankkunden, ZHR 143 (1979), S. 113 ff.
- Canaris*, Claus-Wilhelm, Grundrechte und Privatrecht, AcP 184 (1984), S. 201 ff.
- Canaris*, Claus-Wilhelm, Grundrechtswirkungen und Verhältnismäßigkeitsprinzip in der richterlichen Anwendung und Fortbildung des Privatrechts, JuS 1989, S. 161 ff.
- Canaris*, Claus-Wilhelm, Funktion, Struktur und Falsifikation juristischer Theorien, JZ 1993, S. 377 ff.
- Canaris*, Claus-Wilhelm, Verfassungs- und europarechtliche Aspekte der Vertragsfreiheit in der Privatrechtsgesellschaft, in: Badura, Peter/Scholz, Rupert (Hrsg.), Wege und Verfahren des Verfassungslebens: Festschrift für Peter Lerche zum 65. Geburtstag, München 1993, S. 873 ff.
- Canaris*, Claus-Wilhelm, Wandlungen des Schuldvertragsrechts – Tendenzen zu seiner „Materialisierung“, AcP 200 (2000), S. 273 ff.
- Colonnello*, Stefano/*Efing*, Matthias/*Zucchi*, Francesca, Empty Creditors and Strolg Shareholders: The Real Effect of Credit Risk Trading, SFI Research Paper Series 16–17, Juni 2016
- Cranshaw*, Friedrich L., Internationalisierung und Modernisierung – Bemerkungen zum geltenden und zum Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG), BKR 2008, S. 504 ff.
- Damm*, Reinhard, Kontrolle von Vertragsgerechtigkeit durch Rechtsfolgenbestimmung – Nichtigkeit und Nichtigkeitsbeschränkung bei Gesetzes- und Sittenverstoß, JZ 1986, S. 913 ff.
- Danis*, András, Do Empty Creditors Matter? Evidence from Distressed Exchange Offers, IE Discussion Paper MT-DP 203/34,
- Dauner-Lieb*, Barbara/*Langen*, Werner (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch – BGB, Band 2, Schuldrecht, 4. Auflage, Baden-Baden 2021
- d'Avoine*, Marc, Gesellschafterdarlehen und vergleichbare Rechtsgeschäfte gem. § 39 I Nr. 5 InsO – Rangverbesserung in der Insolvenz durch Verkauf und Übertragung der Anleihe, NZI 2013, S. 321 ff.

- Decher, Christian/Voland, Thomas*, Kapitalschnitt und Bezugsrechtsausschluss im Insolvenzplan – Kalte Enteignung oder Konsequenz des ESUG?, ZIP 2013, S. 103 ff.
- Deutsches Aktieninstitut*, Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Bundesschuldenwesengesetzes – Hier: Änderung des Schuldverschreibungsgesetzes, 16. 5. 2012
- Dreher, Meinrad*, Treuepflichten zwischen Aktionären und Verhaltenspflichten bei der Stimmrechtsbündelung, Gesellschaftsrechtliche und zivilrechtliche Grundlagen, ZHR 157 (1993), S. 150 ff.
- Dreier, Horst* (Hrsg.), Grundgesetz. Kommentar, Band I: Präambel, Artikel 1 – 19, 3. Auflage, Tübingen 2013
- Eckert, Jörn*, Sittenwidrigkeit und Wertungswandel, AcP 199 (1999), S. 337 ff.
- Eidenmüller, Horst*, Effizienz als Rechtsprinzip. Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, Tübingen 1995
- Eidenmüller, Horst*, Die Banken im Gefangenendilemma: Kooperationspflichten und Akkordstörungsverbot im Sanierungsrecht, ZHR 160 (1996), S. 343 ff.
- Eidenmüller, Horst*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz. Mechanismen der Unternehmensreorganisation und Kooperationspflichten im Reorganisationsrecht, Köln 1999
- Eidenmüller, Horst*, Reformperspektiven im Restrukturierungsrecht, ZIP 2010, S. 649 ff.
- Ekkenga, Jens*, Handbuch der AG-Finanzierung, 2. Auflage, Köln 2019
- Engert, Andreas*, Die Haftung für drittschädigende Kreditgewährung, München 2005
- Esser, Josef*, § 138 BGB und die Bankpraxis der Globalzession, ZHR 134 (1971), S. 320 ff.
- Falkenhausen, Bernhard Freiherr von*, Verfassungsrechtliche Grenzen der Mehrheitsherrschaft nach dem Recht der Kapitalgesellschaften (AG und GmbH), Karlsruhe 1967
- Fastrich, Lorenz*, Richterliche Inhaltskontrolle im Privatrecht, München 1992
- Fastrich, Lorenz*, Funktionales Rechtsdenken am Beispiel des Gesellschaftsrechts: Vortrag gehalten vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 21. Juni 2000, Berlin u. a. 2001
- Fastrich, Lorenz*, Materielle Beschlusskontrolle – eine Skizze, in: Hönn, Günther/Oetker, Hartmut/Raab, Thomas (Hrsg.), Festschrift für Peter Kreutz zum 70. Geburtstag, München 2010, S. 585 ff.
- Fehrenbach, Markus*, Der fehlerhafte Gesellschafterbeschluss in der GmbH, Allgemeines Beschlussmängelrecht und analoge Anwendung des Aktienrechts, Köln 2011
- Fezer, Karl-Heinz*, Nochmals: Kritik an der ökonomischen Analyse des Rechts, JZ 1988, S. 223 ff.
- Fleischer, Holger*, Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, S. 185 ff.
- Fleischer, Holger*, Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei geschlossenen Kapitalgesellschaften – Minderheitsabschlag, Fungibilitätsabschlag, Abschlag für Schlüsselpersonen, ZIP 2012, S. 1633 ff.
- Fleischer, Holger/Hüttemann, Rainer* (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Köln 2019



- Florstedt*, Tim, Der „stille Verband“, Köln 2007
- Florstedt*, Tim, „Korporatives Denken“ im Schuldverschreibungsrecht – ein Holzweg?, ZIP 2012, S. 2286 ff.
- Florstedt*, Tim, Die Schranken der Majorisierung von Gläubigern, Eine vergleichende Betrachtung des Minderheitenschutzes im deutschen und im schweizerischen Anleiherecht, RIW 2013, S. 583 ff.
- Florstedt*, Tim, Neue Wege zur Sanierung ohne Insolvenz, ZIP 2014, S. 1513 ff.
- Florstedt*, Tim, Reformbedarf und Reformperspektiven im Schuldverschreibungsrecht, GewArch Beilage WiVerw. Nr. 2/2014, S. 155 ff.
- Florstedt*, Tim, Anleihekündigungen in Insolvenznähe, Bemerkungen zu BGH v. 8. 12. 2015 – XI ZR 488/14, ZIP 2016, 308 – SolarWorld, ZIP 2016, S. 645 ff.
- Florstedt*, Tim., Lehren aus dem Zusammenbruch des Marktes für sog. Mittelstandsanleihen, ZBB 2017, S. 145 ff.
- Flöther*, Lucas F. (Hrsg.), Konzerninsolvenzrecht, 2. Auflage, München 2018
- Flöther*, Lucas F. (Hrsg.), Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz (StaRUG), Kommentar, München 2021
- Fluck*, Bernd, Fehlerhafte Vereinsbeschlüsse. Beschlussmängelfolgen und deren Geltendmachung, Tübingen 2017
- Flume*, Werner, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Erster Band/Zweiter Teil, Die juristische Person, Berlin u. a. 1983
- Flume*, Werner, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Zweiter Band, Das Rechtsgeschäft, 4. Auflage, Berlin u. a. 1992
- Freudenberger*, Cristina, Das Schuldverschreibungsgesetz und die kollektive Bindung von Anleihebedingungen, Berlin 2017
- Friedl*, Marcus J./Hartwig-Jacob, Mauricio (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz, Frankfurt am Main 2013
- Frind*, Frank, COVID-19-Pandemie: Vertragsfortsetzungen unter den Bedingungen der Insolvenznähe und in der Insolvenz, BB 2020, S. 1346 ff.
- Frost*, Marina, „Vorvertragliche“ und „vertragliche“ Schutzpflichten, Berlin 1981
- Gamper*, Florian, Credit Default Swaps and the Empty Creditor Hypothesis – If it Ain't Broke, Don't Fix it, JoBEL 9 (2016), S. 179 ff.
- Goette*, Wulf/Habersack, Mathias (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz. Band 1, §§ 1–75, 5. Auflage, München 2019; Band 4, §§ 179–277, 5. Auflage, München 2021
- Grigoleit*, Hans Christoph (Hrsg.), Aktiengesetz. Kommentar, 2. Auflage, München 2020
- Großfeld*, Bernhard (Begr.), Recht der Unternehmensbewertung, 9. Auflage, Köln 2020
- Grüneberg*, Christian, Peter Veranneman, Schuldverschreibungsgesetz: SchVG, WM 2017, S. 927 ff.
- Grünewald*, Philipp, Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkungen in der Unternehmenssanierung, Tübingen 2015

- Habersack*, Mathias, Vertragsfreiheit und Drittinteressen. Eine Untersuchung zu den Schranken der Privatautonomie unter besonderer Berücksichtigung der Fälle typischerweise gestörter Vertragsparität, Berlin 1992
- Habersack*, Mathias, Die Mitgliedschaft – subjektives und ‚sonstiges‘ Recht, Tübingen 1996
- Hartwig-Jacob*, Mauricio, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, München 2001
- Häsemeyer*, Ludwig, Obstruktion gegen Sanierungen und gesellschaftsrechtliche Treupflichten, ZHR 160 (1996), S. 109 ff.
- Hattenhauer*, Christian, Einseitige private Rechtsgestaltung. Geschichte und Dogmatik, Tübingen 2011
- Hau*, Wolfgang/*Poseck*, Roman (Hrsg.), Beck'scher Online-Kommentar BGB, 58. Edition, München 2021
- Heidel*, Thomas (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, Baden-Baden 2020
- Heldt*, Cordula, Die „kollektive Bindung“ im Entwurf des Schuldverschreibungsgesetzes – Willensbildung und AGB-Kontrolle in Vertragsnetzwerken, in: Calliess, Graf-Peter/Fischer-Lescano, Andreas/Wielsch, Dan u. a. (Hrsg.), Soziologische Jurisprudenz: Festschrift für Gunther Teubner zum 65. Geburtstag am 30. April 2009, Berlin 2009, S. 315 ff.
- Henze*, Hartwig, Zur Treupflicht unter Aktionären, in: Goerdeler, Reinhard/Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus u. a., Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag am 29. November 1990, Berlin u. a. 1991, S. 141 ff.
- Henze*, Hartwig, Treupflichten der Gesellschafter im Kapitalgesellschaftsrecht, ZHR 162 (1998), S. 186 ff.
- Hess*, Harald (Hrsg.), Sanierungshandbuch, 6. Auflage, Berlin 2013
- Hinsch*, Christian L./*Horn*, Norbert, Das Vertragsrecht der internationalen Konsortialkredite und Projektfinanzierungen, Berlin u. a. 1985
- Hoegen*, Peter/*Kranz*, Christopher, Die Auswirkungen des präventiven Restrukturierungsrahmens auf die außergerichtliche Unternehmenssanierung – droht die Bedeutungslosigkeit?, NZI-Beilage 2019, S. 53 ff.
- Hoffmann-Becking*, Michael (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft, 5. Auflage, München 2020
- Hofmann*, Christian, Der Minderheitenschutz im Gesellschaftsrecht, Berlin u. a. 2010
- Hofmann*, Christian, Gesellschaftsrecht und Art. 14 GG, in: Grundmann, Stefan/Haar, Brigitte/Merkt, Hanno u. a. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010: Unternehmen, Markt und Verantwortung, Band 1, Berlin 2010, S. 833 ff.
- Hofmann*, Christian/*Keller*, Christoph, Collective Action Clauses ZHR 175 (2011), S. 684 ff.
- Hölters*, Wolfgang (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskauf, 9. Auflage, Köln 2019
- Holzapfel*, Hans-Joachim/*Pöllath*, Reinhard (Hrsg.), Unternehmenskauf in Recht und Praxis. Rechtliche und steuerliche Aspekte, 15. Auflage, Köln 2017
- Hommelhoff*, Peter, Zum vorläufigen Bestand fehlerhafter Strukturänderungen in Kapitalgesellschaften, ZHR 158 (1994), S. 11 ff.

- Honsell*, Heinrich, Die zivilrechtliche Sanktion der Sittenwidrigkeit, JZ 1975, S. 439 ff.
- Hopt*, Klaus J., Änderung von Anleihebedingungen – Schuldverschreibungsgesetz, § 796 BGB und AGBG –, in: Baur, Jürgen F./Hopt, Klaus J./Mailänder, K. Peter (Hrsg.), Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990, Berlin 1990, S. 341 ff.
- Hopt*, Klaus J./Seibt, Christoph H. (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht. Kommentar – Handbuch – Vertragsmuster, Köln 2017
- Horn*, Norbert, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt am Main 1972
- Horn*, Norbert, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und der Anleihemarkt, BKR 2009, S. 446 ff.
- Horn*, Norbert, Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht im Licht aktueller Entwicklungen, ZHR 173 (2009), S. 12 ff.
- Horn*, Norbert, Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger in der Insolvenz, BKR 2014, S. 449 ff.
- Hornuf*, Lars/Reps, Markus/Schäferling, Stefan, Covenants in europäischen Investment-grade-Unternehmensanleihen, ZBB 2013, S. 202 ff.
- Hueck*, Alfred, Anfechtbarkeit und Nichtigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen bei Aktiengesellschaften, Mannheim u. a. 1924
- Hueck*, Alfred, Der Treuegedanke im modernen Privatrecht, München 1947
- Hüffer*, Uwe, Zur gesellschaftsrechtlichen Treupflicht als richterrechtlicher Generalklausel, in: Baur, Jürgen F./Hopt, Klaus J./Mailänder, K. Peter (Hrsg.), Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990, Berlin u. a. 1990, S. 59 ff.
- Hüffer*, Uwe, Beschlußmängel im Aktienrecht und im Recht der GmbH – eine Bestandsaufnahme unter Berücksichtigung der Beschlüsse von Leitungs- und Überwachungsorganen, ZGR 2001, S. 833 ff.
- Hüffer*, Uwe (Begr.)/Koch, Jens, Aktiengesetz, 14. Auflage, München 2020
- Isensee*, Josef/Kirchhof, Paul (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band VIII: Grundrechte: Wirtschaft, Verfahren, Gleichheit, 3. Auflage, Heidelberg 2010
- Jaeger*, Ernst (Begr.), Insolvenzordnung. Großkommentar, Band 7: §§ 217–285, Berlin/Boston 2018
- Jarass*, Hans D./Pieroth, Bodo, Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland: GG, 16. Auflage, München 2020
- Jauernig*, Othmar (Begr.), Bürgerliches Gesetzbuch, Kommentar, 18. Auflage, München 2021
- Jung*, Peter, Individualschutz durch Wirtschaftsgrundrechte im Gesellschaftsrecht, JZ 2001, S. 1004 ff.
- Kahl*, Wolfgang/Waldhoff, Christian/Walter, Christian (Hrsg.), Bonner Kommentar zum Grundgesetz, Ordner 5, Art. 11–17, Heidelberg 1950 (gegr.)
- Kaufmann*, Arthur, Prozedurale Theorien der Gerechtigkeit. Vorgetragen in der Gesamtsitzung der Philosophisch-Historischen und der Mathematisch-Naturwissenschaftlichen Klasse am 17. Februar 1989, München 1989

- Klöhn*, Lars, „Selbst geschaffene innere Tatsachen“, *Scalping und Stakebuilding im neuen Marktmissbrauchsrecht*, ZIP 2016, Beilage zu Heft 22, S. 44 ff.
- Knecht*, Thomas C./*Hommel*, Ulrich/*Wohlenberg*, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung. Grundlagen – Konzepte – Maßnahmen*, Band 1, 2. Auflage, Wiesbaden 2018; Band 2, 2. Auflage, Wiesbaden 2018
- Köndgen*, Johannes (Hrsg.), *beck-online.GROSSKOMMENTAR SchVG*, München 2021
- Koppensteiner*, Hans-Georg, *Treuwidrige Stimmabgaben bei Kapitalgesellschaften*, ZIP 1994, S. 1325 ff.
- Kort*, Michael, *Zur Treuepflicht des Aktionärs*, ZIP 1990, S. 294 ff.
- Krebs*, Peter, *Sonderverbindung und außerdeliktische Schutzpflichten*, München 2000
- Kumpan*, Christoph/*Mittermeier*, Martin, *Risikoentleerte Stimmrechte – Auswirkungen von Wertpapierdarlehen im Gesellschaftsrecht*, ZIP 2009, S. 404 ff.
- La Porta*, Rafael/*Lopez-de-Silanes*, Florencio/*Shleifer*, Andrei u. a., *Legal Determinants of External Finance*, JoF 52 (1997), S. 1131 ff.
- La Porta*, Rafael/*Lopez-de-Silanes*, Florencio/*Shleifer*, Andrei u. a., *Law and Finance*, JPolEcon 106 (1998), S. 1113 ff.
- La Porta*, Rafael/*Lopez-de-Silanes*, Florencio/*Shleifer*, Andrei u. a., *Investor protection and corporate governance*, JoFE 58 (2000), S. 3 ff.
- Langenbucher*, Katja, *Aktien- und Kapitalmarktrecht. Ein Studienbuch*, 4. Auflage, München 2018
- Langenbucher*, Katja/*Bliesener*, Dirk H./*Spindler*, Gerald (Hrsg.), *Bankrechts-Kommentar*, 2. Auflage, München 2016; 3. Auflage, München 2020
- Larenz*, Karl, *Grundsätzliches zu § 138 BGB*, in: *Erdsiek*, Gerhard (Hrsg.), *Juristen-Jahrbuch*, 7. Band, 1966/67, Köln 1967, S. 98 ff.
- Larenz*, Karl, *Lehrbuch des Schuldrechts, Erster Band, Allgemeiner Teil*, 14. Auflage, München 1987
- Larenz*, Karl, *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, 3. Auflage, Berlin u. a. 1995
- Leber*, Florian, *Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz*, Baden-Baden 2012
- Leuering*, Dieter, *Das neue Schuldverschreibungsgesetz*, NZI 2009, S. 638 ff.
- Leuschner*, Lars, *Gibt es das Anteilseigentum wirklich?*, NJW 2007, S. 3248 ff.
- Liebenow*, Philip, *Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht. Ein Beitrag zu einem Recht der Unternehmensfinanzierung und zum Verbandsrecht der Innengesellschaft*, Tübingen 2016
- Lindacher*, Walter F., *Grundsätzliches zu § 138 BGB. Zur Frage der Relevanz subjektiver Momente*, AcP 173 (1973), S. 124 ff.
- Lubben*, Stephen J., *Credit Derivatives and the Future of Chapter 11*, ABLJ 81 (2007), S. 405 ff.
- Lürken*, Sacha, *Das StaRUG aus schuldverschreibungsrechtlicher Sicht*, ZIP 2021, S. 1305 ff.
- Lutter*, Marcus, *Anmerkung zu BGH JZ 1976, 561, JZ 1976, S. 562 ff.*

- Lutter*, Marcus, Zur Treuepflicht des Großaktionärs, JZ 1976, S. 225 ff.
- Lutter*, Marcus, Theorie der Mitgliedschaft – Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporationsrechts –, AcP 180 (1980), S. 84 ff.
- Lutter*, Marcus, Zur inhaltlichen Begründung von Mehrheitsentscheidungen – Besprechung der Entscheidung BGH WM 1980, 378 –, ZGR 1981, S. 171 ff.
- Lutter*, Marcus, Die Treuepflicht des Aktionärs. Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH, ZHR 153 (1989), S. 446 ff.
- Lutter*, Marcus, Das Girmes-Urteil, JZ 1995, S. 1053 ff.
- Lutter*, Marcus, Treupflichten und ihre Anwendungsprobleme, ZHR 162 (1998), S. 164 ff.
- Madaus*, Stephan, Der Insolvenzplan. Von seiner dogmatischen Deutung als Vertrag und seiner Fortentwicklung in eine Bestätigungsinsolvenz, Tübingen 2011
- Maier-Reimer*, Georg, Fehlerhafte Gläubigerbeschlüsse nach dem Schuldverschreibungsgesetz, NJW 2010, S. 1317 ff.
- Maier-Reimer*, Georg, Zwangswandlung von Schuldverschreibungen in deutsche Aktien, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Festschrift für Wulf Goette zum 65. Geburtstag, München 2011, S. 299 ff.
- Mangoldt*, Hermann von/*Klein*, Friedrich/*Starck*, Christian, Kommentar zum Grundgesetz: GG, Band 1: Präambel, Art. 1–19, 7. Auflage, München 2018
- Mann*, Maximilian/*Wansleben*, Till, Vollziehung von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem SchVG, BB 2017, S. 963 ff.
- Maunz*, Theodor/*Dürig*, Günter (Begr.), Grundgesetz. Kommentar, Band II: Art. 6–16a, München 2020
- Mayer-Maly*, Theo, Wertungswandel und Privatrecht, JZ 1981, S. 801 ff.
- Mayer-Maly*, Theo, Was leisten die guten Sitten?, AcP 194 (1994), S. 105 ff.
- Medicus*, Dieter (Begr.)/*Petersen*, Jens, Allgemeiner Teil des BGB, 11. Auflage, Heidelberg 2016
- Merkner*, Andreas/*Sustmann*, Marco, Wertpapierleihe und Empty Voting – Weitergehender Transparenzbedarf im WpHG?, NZG 2010, S. 1170 ff.
- Merton*, Robert C., On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates, JoF 29 (1974), S. 449 ff.
- Möllers*, Thomas M. J., Juristische Methodenlehre, 2. Auflage, München 2019
- Möller*, Sascha H./*Diderrich*, Hendrik, Bewertung von Debt-Equity-Swaps in kritischer Betrachtung – Ein integrativer Lösungsansatz: Zukunftsorientierte Gesamtbewertung unter Beachtung gesellschaftsrechtlicher Postulate, ZHR 183 (2019), S. 617 ff.
- Moser*, Tobias, Missbrauchsgefahren durch opponierende Anleihegläubiger nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, Baden-Baden 2015
- Mühe*, Christiane, Änderungen von Anleihebedingungen – Herausforderungen und praktische Erfahrungen bei der Durchführung von Gläubigerabstimmungen, BKR 2017, S. 50 ff.

- Mülbart, Peter O., Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt. Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht, München 1995
- Mülbart, Peter O., Inhaberschuldverschreibungen im Negativzinsumfeld, ZHR 179 (2015), S. 395 ff.
- Mülbart, Peter O./Leuschner, Lars, Die verfassungsrechtlichen Vorgaben der Art. 14 GG und Art. 2 Abs. 1 GG für die Gesellschafterstellung – wo bleibt die Privatautonomie? Zu den objektiv-rechtlichen Gestaltungsvorgaben der Art. 2 Abs. 1, 14 GG nach den Entscheidungen des BVerfG zur Kapitallebensversicherung, ZHR 170 (2006), S. 615 ff.
- Müller, Hans-Friedrich, Der Verband in der Insolvenz, Köln u. a. 2002
- Narayanan, Rajesh/Uzmanoglu, Cihan, How do Firms Respond to Empty Creditor Holdout in Distressed Exchanges?, SSRN 2024374, April 2017
- Neuner, Jörg, Die Kontrolle zivilrechtlicher Entscheidungen durch das Bundesverfassungsgericht, JZ 2016, S. 435 ff.
- Noack, Ulrich, Fehlerhafte Beschlüsse in Gesellschaften und Vereinen, Köln u. a. 1989
- Noack, Ulrich, Empfiehlt sich eine Reform des Beschlussmängelrechts im Gesellschaftsrecht?, JZ 2018, S. 824 ff.
- Osterloh-Konrad, Christine, Gefährdet „Empty Voting“ die Willensbildung in der Aktiengesellschaft? Überlegungen zur Proportionalität zwischen Stimmrechtseinfluss und wirtschaftlicher Betroffenheit des Aktionärs, ZGR 2012, S. 35 ff.
- Ott, Claus/Schäfer, Hans-Bernd, Die ökonomische Analyse des Rechts – Irrweg oder Chance wissenschaftlicher Rechtserkenntnis? JZ 1988, S. 213 ff.
- Otto, Dirk, Gläubigerversammlungen nach dem SchVG – Ein neues Tätigkeitsgebiet für Notare, DNotZ 2012, S. 809 ff.
- Oulds, Mark K., Restrukturierungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz und Bundes-schuldenwesengesetz, CFL 2012, S. 353 ff.
- Palandt, Otto (Begr.), Bürgerliches Gesetzbuch, 80. Auflage, München 2020
- Paulus, Christoph G., Berufskläger als Sanierungshemmnis, BB 2012, S. 1556 ff.
- Paulus, Christoph G., Schuldverschreibungen, Restrukturierungen, Gefährdungen, WM 2012, S. 1109 ff.
- Plepelits, Marc O., The High Yield Bond Covenant Package – Introduction and Overview of Market Trends, CFL 2010, S. 119 ff.
- Podewils, Felix, Neuerungen im Schuldverschreibungs- und Anlegerschutzrecht. Das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemission und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung, DStR 2009, S. 1914
- Preuß, Thomas (Hrsg.), SchVG. Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen, Kommentar, Berlin 2011
- Prütting, Hanns/Wegen, Gerhard/Weinrich, Gerd (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch. Kommentar, 16. Auflage, München 2021

- Randow*, Philipp von, Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters – Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkopplungseffekte zwischen business judgment rule und Weisungserteilung, ILF WP Series No. 139, 3/2013
- Randow*, Philipp von, Mittelstandsanleihen und Marktversagen, ZBB 2017, S. 158 ff.
- Redeker*, Rouven, Kontrollerwerb an Krisengesellschaften: Chancen und Risiken des Debt-Equity-Swap, BB 2007, S. 673 ff.
- Reps*, Markus, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen. Eine rechtsökonomische, -vergleichende und -politische Untersuchung, Tübingen 2014
- Rubner*, Daniel/*Pospiech*, Lutz, Das schuldverschreibungsrechtliche Freigabeverfahren, GWR 2015, S. 507 ff.
- Ruf*, Marlene, Der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger in der Krise des Emittenten, Köln 2018
- Rütten*, Wilhelm, Mehrheit von Gläubigern, Tübingen 1989
- Sack*, Rolf, Das Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden und die Moral als Bestimmungsfaktoren der guten Sitten, NJW 1985, S. 761 ff.
- Säcker*, Franz Jürgen/*Rixecker*, Roland/*Oetker*, Hartmut u. a. (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 1, Allgemeiner Teil, §§ 1–240, AllgPersönlR, ProstG, AGG, 9. Auflage, München 2021; Band 2, Schuldrecht – Allgemeiner Teil I, 9. Auflage, München 2021; Band 3, Schuldrecht – Allgemeiner Teil II, 8. Auflage, München 2019; Band 7, Schuldrecht – Besonderer Teil IV, 8. Auflage, München 2020
- Scauradszun*, Dominik/*Fridgen*, Alexander (Hrsg.), BeckOK StaRUG, 2. Edition (Stand 1. September 2021), München 2021
- Schäfer*, Carsten/*Wüstemann*, Jens, Unternehmensbewertung, Kapitalmaßnahmen und Insolvenzplan, ZIP 2014, S. 1757 ff.
- Schlitt*, Michael/*Schäfer*, Susanne, Die Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, AG 2009, S. 477 ff.
- Schmidt*, Karsten, Gesellschaftsrecht, 1. Auflage, Köln u. a. 1986; 4. Auflage, Köln u. a. 2004
- Schmidt*, Karsten, Reflexionen über das Beschlussmängelrecht – Dogmatik und Rechtspolitik der Anfechtungsklagen für Heute und Morgen –, AG 2009, S. 248 ff.
- Schmidt*, Karsten, Das Recht der Mitgliedschaft. Ist „korporatives Denken“ passé?, ZGR 2011, S. 108 ff.
- Schmidt*, Karsten, Die Innenkommanditgesellschaft – wirklicher Verband und virtueller Rechtsträger, Druckfassung eines auf Einladung des Münchner Gesprächskreises Unternehmensrecht am 18.9.2013 gehaltenen und im Gesprächskreis kontrovers diskutierten Vortrags, ZHR 178 (2014), S. 10 ff.
- Schmidt*, Karsten (Hrsg.), Insolvenzordnung. InsO mit EuInsVO, 19. Auflage, München 2016
- Schmidt*, Karsten, Mehrheitsentscheidungen von Anleihegläubigern zu Lasten gekündigter Anleihen. Betrachtungen zum Urteil BGH v. 08.12.2015 – XI ZR 488/14 „Solar World“, in: Siekmann, Helmut/Cahn, Andreas/Florstedt, Tim u. a. (Hrsg.), Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag, Band II, Tübingen 2017, S. 1073 ff.
- Schmidt*, Karsten/*Lutter*, Marcus (Hrsg.), Aktiengesetz, Kommentar, 4. Auflage, Köln 2020

- Schmidt-Rimpler*, Walter, Grundfragen einer Erneuerung des Vertragsrechts, AcP 147 (1941), S. 130 ff.
- Schmidtbleicher*, Roland, Die Anleihegläubigermehrheit. Eine institutionenökonomische, rechtsvergleichende und dogmatische Untersuchung, Tübingen 2010
- Schmoeckel*, Mathias/*Rückert*, Joachim/*Zimmermann*, Reinhard (Hrsg.), Historisch-kritischer Kommentar zum BGB. Band I, Allgemeiner Teil, §§ 1–240, Tübingen 2003; Band II, Schuldrecht: Allgemeiner Teil, § 241–432, Tübingen 2007
- Schneider*, Hannes, Ist das SchVG noch zu retten?, in: Baums, Theodor (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, Berlin 2013, S. 1 ff.
- Schönhaar*, Tobias, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte in der Gläubigerversammlung nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz. Eine rechtsvergleichende Darstellung des alten und neuen Rechts, Hamburg 2011
- Schroeter*, Ulrich G., Verständlichkeit und Publizität im Recht der Schuldverschreibungen: Das Transparenzgebot für Anleihebedingungen (§ 3 SchVG), ZGR 2015, S. 769 ff.
- Schulenburg*, Friedrich Georg, Der Schutz der Minderheit im Schuldverschreibungsrecht in vergleichender Betrachtung mit dem Aktienrecht, Baden-Baden 2017
- Schüler*, Andreas/*Aschauer*, Florian, Der Markt für Mittelstandsanleihen – eine Diagnose, ZBB 2017, S. 206 ff.
- Schüler*, Andreas/*Kaufmann*, Patrick, Zur Ausgestaltung von Mittelstandsanleihen: Eine kritische Bestandsaufnahme zu Ratings, Spreads, Covenants und Sicherheiten, ZBB 2014, S. 69 ff.
- Schulze*, Reiner/*Dörner*, Heinrich/*Ebert*, Ina u. a. (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch. Handkommentar, 10. Auflage, Baden-Baden 2019
- Seckel*, Emil, Die Gestaltungsrechte des Bürgerlichen Rechts, in: Festgabe der Juristischen Gesellschaft zu Berlin zum 50jährigen Dienstjubiläum ihres Vorsitzenden, des Wirklichen Geheimen Rats D. Richard Koch, Berlin 1903, S. 205 ff.
- Seibt*, Christoph H., Verbandssouveränität und Abspaltungsverbot im Aktien- und Kapitalmarktrecht – Revisited: Hidden Ownership, Empty Voting und andere Kleinigkeiten, ZGR 2010, S. 795 ff.
- Seibt*, Christoph H., Sanierungsgesellschaftsrecht: Mitgliedschaftliche Treuepflicht und Grenzen der Stimmrechtsausübung in der Aktiengesellschaft, ZIP 2014, S. 1909 ff.
- Seibt*, Christoph H., Praxisfragen der außerinsolvenzlichen Anleiherestrukturierung nach dem SchVG. Zugleich Besprechung OLG Karlsruhe v. 30. 9. 2015 – 7 AktG 1/15, ZIP 2015, 2116, ZIP 2016, S. 997 ff.
- Seibt*, Christoph H./*Bulgrin*, Gerrit M., Entwurf zum Unternehmensstabilisierungsgesetz (StaRUG) – Kritische Analyse aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, DB 2020, S. 2226 ff.
- Seibt*, Christoph H./*Schwarz*, Simon, Anleihekündigung in Sanierungssituationen. Zugleich Besprechung OLG Frankfurt/M. v. 17. 9. 2014 4 U 97/14, ZIP 2014, 2176 – Solarworld, ZIP 2015, S. 401 ff.
- Seibt*, Christoph H./*Westpfahl*, Lars, Auf dem Weg zu einem „Neuen Sanierungsgesellschaftsrecht“? Ergebnisse einer Experten-Umfrage, ZIP 2013, S. 2333 ff.



- Servatius*, Wolfgang, Gläubigereinfluss durch Covenants. Hybride Finanzierungsinstrumente im Spannungsfeld von Fremd- und Eigenkapital, Tübingen 2008
- Sester*, Peter, Transparenzkontrolle von Anleihebedingungen nach Einführung des neuen Schuldverschreibungsrechts, AcP 209 (2009), S. 628 ff.
- Simitis*, Konstantin, Gute Sitten und ordre public. Ein Kritischer Beitrag zur Anwendung des § 138 Abs. 1 BGB, Marburg 1960
- Simon*, Stefan, Restrukturierung von Schuldverschreibungen nach neuem SchuldVG, CFL 2010, S. 159 ff.
- Simon*, Ulrich, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, Baden-Baden 2012
- Soergel*, Theodor (Begr.), Bürgerliches Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen: BGB, Band 2: Schuldrecht I (§§ 241 – 432), 12. Auflage, Stuttgart 1990; Band 2: Allgemeiner Teil 2, §§ 104–240 BGB, 13. Auflage, Stuttgart 1999
- Spindler*, Gerald/*Stilz*, Eberhard (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz. Band 2, §§ 150–410, SpruchG, SE-VO, 4. Auflage, München 2019
- Staudinger*, Julius von (Begr.), Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen. Buch 1, Allgemeiner Teil, §§ 134–138; PostG (Gesetzliches Verbot, Verfügungsverbot, Sittenwidrigkeit), Berlin 2017; Buch 2, Recht der Schuldverhältnisse, §§ 241–243 (Treu und Glauben), Berlin 2019; Eckpfeiler des Zivilrechts, 6. Auflage, Berlin 2018; 7. Auflage, Berlin 2020
- Steffek*, Felix, Änderung von Anleihebedingungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz, in: Grundmann, Stefan/Haar, Brigitte/Merkt, Hanno u. a. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010: Unternehmen, Markt und Verantwortung, Band 2, Berlin 2010, S. 2597 ff.
- Stumpf*, Christoph A., Grundrechtsschutz im Aktienrecht, NJW 2003, S. 9 ff.
- Taupitz*, Jochen, Ökonomische Analyse und Haftungsrecht – Eine Zwischenbilanz, AcP 196 (1996), S. 114 ff.
- Theiselmann*, Rüdiger (Hrsg.), Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, 4. Auflage, Köln 2019
- Theusinger*, Ingo/*Möritz*, Daniel, Empty Voting als moderner Stimmenkauf?, NZG 2010, S. 607 ff.
- Thole*, Christoph, Die Restrukturierung von Schuldverschreibungen im Insolvenzverfahren, ZIP 2014, S. 293 ff.
- Thole*, Christoph, Der Debt Equity Swap bei der Restrukturierung von Anleihen, ZIP 2014, S. 2365 ff.
- Tim*, Wolfram, Zur Sachkontrolle von Mehrheitsentscheidungen im Kapitalgesellschaftsrecht – dargestellt am Beispiel „strukturverändernder Entscheidungen“ –, ZGR 1987, S. 403 ff.
- Tim*, Wolfram, Treuepflichten im Aktienrecht, WM 1991, S. 481 ff.
- Tröger*, Tobias, Treuepflicht im Konzernrecht, Köln u. a. 2000
- Verannemann*, Peter (Hrsg.), Schuldverschreibungsgesetz einschließlich U.S.A. und England. Kommentar, 1. Auflage, München 2010; 2. Auflage, München 2016

- Verse*, Dirk, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, Tübingen 2006
- Verse*, Dirk, Treuepflicht und Gleichbehandlungsgrundsatz, in: Bayer, Walter; Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, Kapitel 13, S. 579 ff.
- Verse*, Dirk, Anteilseigner im Insolvenzverfahren. Überlegungen zur Reform des Insolvenzplanverfahrens aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, ZGR 2010, S. 299 ff.
- Vogel*, Hans-Gert, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, Baden-Baden 1999
- Vogel*, Hans-Gert, Restrukturierung von Anleihen nach dem SchVG – Neues Minderheitenschutzkonzept und offene Fragen, ZBB 2010, S. 211 ff.
- Vogel*, Hans-Gert, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, in: Baums, Theodor (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, Berlin 2013, S. 39 ff.
- Wandrey*, Marcus, Materielle Beschlusskontrolle im Aktienrecht. Eine Untersuchung der beweglichen Schranken des Aktionärsstimmrechts, München 2012
- Wank*, Rolf, Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung, Berlin 1978
- Warnecke*, Nikolai/*Becker*, Florian, Schulscheindarlehenverträge in der Restrukturierung, ZIP 2018, S. 1332 ff.
- Wasmann*, Dirk/*Steber*, Tobias, Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Durchführung einer Gläubigerversammlung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, ZIP 2014, S. 2005 ff.
- Westermann*, Harm Peter/*Grunewald*, Barbara/*Maier-Reimer*, Georg (Hrsg.), Erman. Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar, 16. Auflage, Köln 2020
- Westpfahl*, Lars, Wesentliche Elemente eines vorinsolvenzlichen Sanierungsregimes für Deutschland, ZRI 2020, S. 157 ff.
- Wieacker*, Franz, Rechtsprechung und Sittengesetz, JZ 1961, S. 337 ff.
- Wiedemann*, Herbert, Die Bedeutung der ITT-Entscheidung, JZ 1976, S. 392 ff.
- Wiedemann*, Herbert, Entwicklungen im Kapitalgesellschaftsrecht, DB 1993, S. 141 ff.
- Wiedemann*, Herbert, Gesellschaftsrecht. Ein Lehrbuch des Unternehmens- und Verbandsrechts, Band I: Grundlagen, München 1980; Band II: Recht der Personengesellschaften, München 2004
- Wilburg*, Walter, Entwicklung eines beweglichen Systems im bürgerlichen Recht. Rede, gehalten bei der Inauguration als Rector magnificus der Karl-Franzens-Universität in Graz am 22. November 1950, Graz 1950
- Wilhelm*, Alexander, Unternehmensfremdfinanzierung am Kapitalmarkt und das Recht der Gesellschafterdarlehen. Implikationen des § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO bei der Emission und Weiterveräußerung von Schulscheindarlehen und Inhaberschuldverschreibungen, ZHR 180 (2016), S. 776 ff.
- Winter*, Martin, Mitgliedschaftliche Treupflichten im GmbH-Recht. Rechtsformspezifische Aspekte eines allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Prinzips, München 1988

- Zimmermann, Martin*, Das Aktiendarlehen. Die Zuordnung von Aktionärsrechten im Spannungsfeld von Zivil-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Tübingen 2014
- Zöllner, Wolfgang*, Die Schranken mitgliedschaftlichen Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, München 1963
- Zöllner, Wolfgang*, Beschlussfassung und Beschlussmängel, in: Bayer, Walter; Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen 2007, Kapitel 10, S. 462 ff.
- Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich* (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 5, §§ 241–290 AktG, 3. Auflage, Köln 2018

## Sachverzeichnis

- Ad-hoc-Komitee 94, 119, 192  
Affektionsinteresse 74  
AGB 24 f.  
Anfechtungserfordernis 46  
Anlegerinteresse 70  
Anleihegesellschaft 192 ff.  
Anstandsformel 108  
Apathie 78, 81 f.  
Arbitrage 88  
Asymmetrischer Verzicht 85 f.  
Ausübungskontrolle 147
- Basel III** 23  
Belastungsverbot 93 ff.  
Beschluss, ~feststellung 33  
Beschluss, ~verkündung 33  
Beschluss, Rechtsnatur 32 f.  
Beschluss, Unwirksamkeit 100 f.  
Beschlusskontrolle, formelle 61  
Beschlusskontrolle, Geltungsgrund 60 ff.  
Beschlusskontrolle, materielle 61  
Beschlussmängelrecht, allgemeines 38 ff.  
Bestandsgarantie 131  
Bestandskraft 46, 49, 56  
Bewertungsrüge 182  
Börsenwert 128
- Covenants 84 f.  
Credit Default Swap 80 f., 87, 89
- DAT/Altana-Entscheidung** 128, 133 ff.  
Debt Equity Swap 86 f., 95, 222  
Deckungsquote 125  
Desinvestitionswert 128  
Differenzhaftung 95
- Eigensucht** 122  
Einberufungsfehler 44 f.  
Empty Crediting 81  
Empty Voting 80 f.
- Enthaltungspflicht 173  
Ermächtigungsmodell 208
- Feldmühle-Entscheidung** 120, 132 f.  
Folgeinsolvenz 77, 138  
Fortführungswert 76, 127  
Freiheit der Stimmrechtsausübung 62  
Freigabeverfahren 52 ff.  
Funktionsbedingungen der Richtigkeitsgewähr 72
- Gemeinsamer Vertreter** 29, 41, 229  
Girmes-Entscheidung 180  
Gleichbehandlungsgebot 98 ff.
- Hedging** 80  
Hibernia-Entscheidung 110 f.
- Innerer Wert** 137  
Insiderrecht 89 f., 142, 223  
Insolvenzgeld 77  
ITT-Entscheidung 115
- Kali+Salz-Entscheidung** 199 f., 202 f., 205  
Kollektivhandlungsprobleme 24  
Kollusion 119  
Kopfmehrheitsprinzip 225  
Korrelatsgedanke 63 f., 113  
Kreditklemme 23 f.
- Linotype-Entscheidung** 115  
Liquidationswert 76, 125  
Loyalitätspflicht 165, 182 f.
- Marktmissbrauchsverordnung** 89 f., 223  
Materielle Richtigkeitsgewähr 67  
Mittelbare Drittwirkung 109, 131  
Mittelstandsanleihen 25 f., 211
- Nachschussverbot** 93  
Natur der Sache 212

- Net Short 82  
 Nichtigkeitsdogma 37, 39, 42  
 Nichtigkeitsklage 56 f.  
  
**Objektive Nützlichkeit** 151, 201  
  
**Pari passu** 104 ff.  
 Passivlegitimation 41  
 Positive Beschlussfeststellungsklage 51 f.  
 Publizitätspflicht 157 f., 174, 218 ff.  
  
**Rechtsethische Rechtfertigung der Be-**  
     **schlusskontrolle** 64 f.  
 Rechtsgeleitete Bewertung 123  
 Rechtsmissbrauch, individuell 148 ff.  
 Rechtsmissbrauch, institutionell 150 ff.  
 Restrukturierungsrichtlinie 225, 227  
 Richtigkeitsgewähr durch gleichgerichtete  
     Grundinteressen 69 ff.  
 Richtigkeitsgewähr durch Interessenaus-  
     gleich 68 f.  
 Risikopräferenz 77  
 Rücksichtsformel 112  
  
**Sachgrunderfordernis** 198 ff.  
 Sanierungsfähigkeit 75 f.  
 Sanierungsgutachten 75 f.  
 Sanierungskonsortium 191 f.  
 Sanierungswürdigkeit 76 f.  
 Schikaneverbot 150  
 Schranken, materielle 27, 36  
 Schranken, formelle 27, 36  
 Schutzpflicht 163, 178  
 SchVG 1899 24  
 Skripturprinzip 47  
  
 Sonderinteresse 79  
 Sonderv Verbindung 166  
 Sondervorteilsformel 111  
 Stimmenkauf 156  
 Stimmpflicht 172  
 Stimmrechtsmissbrauch 147  
 Stimmverbot 220 ff.  
 Subjektive Nützlichkeit 152  
 Subjektive Verlustschwelle 78  
  
**Teigläubigerschaft** 209 ff.  
 Teilnahmepflicht 173  
 Treuepflicht, allgemeine 163  
 Treuepflicht im engeren Sinne 164, 172 ff.  
 Treuhänderische Bindung 196 ff., 207  
  
**Übertragende Sanierung** 126  
 Umgehungsformel 110  
 Unterwerfungsgedanke 67 f.  
 Unwirksamkeit, relative 40, 42  
  
**Vereitelung** 90  
 Verkürzung 87  
 Verwerfungskompetenz 34 f.  
 Victoria-Entscheidung 112, 116  
 Vollziehungsverbot 47 ff.  
  
**Wertersatzklage** 58  
 Wertgarantie 132  
 Wertpapierleihe 80  
 Wertuntergrenze 125 ff.  
  
**Zeitwert** 137  
 Zerschlagungswert 126  
 Zweckbindung 186