

# Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung .....	23
A. Einführung .....	23
B. Gegenstand der Untersuchung .....	26
I. Gerichtliche Kontrolle anhand geschriebener und ungeschriebener materiel- ler 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 Zu- stimmung zu) Änderungen der Anleihebedingungen .....	29
C. Vorschau .....	30

## *Erster Teil*

### **Dogmatik und Legitimität der Mehrheitsentscheidung** 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. Verwerfungskompetenz des Versammlungs- bzw. Abstimmungsleiters ..	34
a) Keine Verwerfungskompetenz für negative Stimmabgaben? .....	34
b) Würdigung .....	35
II. Fehlerhafter Beschluss .....	35
1. Verletzung materieller Stimmrechtsschranken als Inhaltsfehler des Be- schlusses? .....	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 Personenver-	
bände	39
b) Allgemeines Beschlussmängelrecht im Recht der Schuldverschreibun-	
gen	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. Wirtschaftliche 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 Folgebelastrungen? .....	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 Mehrheitsmacht .....	131
c) Wertgarantie – Gebot zum Erhalt der wirtschaftlichen Substanz .....	132
aa) Verkürzung über den Börsenwert hinaus als Umschlagspunkt? ...	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 Sonderinteresses? . . . . .	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 Obligationärsstimmrechts? 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 Stimpflichten .....	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 Verbundzweck .....	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 verbriefte 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

## Schlussbetrachtungen

	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-krisenbedingte Restrukturierungen	227
II. Krisenbedingte 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
Literaturverzeichnis	244
Sachverzeichnis	259