

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

HANNES SCHNEIDER

IST DAS SCHVG NOCH ZU RETTEN?



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 135

Hannes Schneider

Ist das SchVG noch zu retten?

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 135

3/2013

Inhaltsverzeichnis

Ist das SchVG noch zu retten?	2
I. Übersicht	2
II. Gefährdung der Akzeptanz des Gesetzes in Literatur, Rechtsprechung und Gesetzgebung.....	4
1. Nichtigkeitsklage neben Anfechtungsklage?	4
2. Beschlusskontrolle nach aktienrechtlichem Vorbild?	5
3. Opt-in bei Altanleihen ausländischer Emittenten? (OLG Frankfurt zu § 24 Abs. 2 SchVG).....	9
4. Geltung des Gesetzes bei Teilverweisung auf fremdes Recht? (LG Frankfurt zu § 1 Abs. 1 SchVG).....	15
5. Die Umschuldungsklauseln für Bundesanleihen als gesetzliches Leitbild? (§§ 4 a – 4 k BSchuWG).....	17
III. Gefährdung der Akzeptanz des Gesetzes wegen Malfunktion des Anfechtungsrechts 19	
IV. Fazit.....	21
1. Notwendigkeit gesetzlicher Änderungen und Klarstellungen.....	22
2. Einführung einer Nichtigkeitsklage.....	24

Ist das SchVG noch zu retten?¹

Dr. Hannes Schneider

I. Übersicht

Was sich wie eine Provokation anlässt, ist eher eine zeitgemäße Frage.

Um es gleich zu sagen: Ich sehe die Kapitalmarkttauglichkeit und die Wettbewerbsfähigkeit des Gesetzes und damit dessen Akzeptanz bei den Anwendern als *gefährdet* an. Das Gesetz findet – von den zwingenden §§ 2 bis 4 abgesehen – nur Anwendung, wenn es von den Emittenten gemäß der **Opt-in-Regelung (§ 5 Abs. 1 S. 1)** in den Anleihebedingungen berufen wird. Sehen die Anwender die Regelungen über die Änderung der Anleihebedingungen und den Treuhänder nicht – nicht mehr – als vorteilhaft an, wählen sie das Gesetz ab. Sei es, dass sie es nicht berufen. Sei es, dass sie ein fremdes Recht berufen, etwa das englische, welches in ihrer Sicht die vom Schuldverschreibungsgesetz angestrebten Zwecke angemessener und besser erreicht. Eine solche Abwendung von dem Gesetz geschähe vermutlich nicht über Nacht, sondern in einem länger währenden Prozess.

Von dem verunglückten Anfechtungsrecht des § 20 abgesehen: Das Gesetz erfüllt im Großen und Ganzen seine angestrebten Zwecke und die Bedürfnisse der Praxis. Das Gesetz ist ein **Meilenstein im deutschen Anleiherecht** nach der über hundertjährigen Geltung des alten Schuldverschreibungsgesetzes – dessen Existenz weithin in Vergessenheit geraten war. Das Gesetz schafft auch den angestrebten Anschluss an das englische und amerikanische Recht – und kann damit im Wettstreit der Rechte bestehen. Dies alles ist mit dem Vorbehalt gegenüber dem Anfechtungsrecht gesagt.

Es ist eine kluge Entscheidung des Gesetzgebers, es den Emittenten zu überlassen, ob sie in Anwendung der Opt-in-Regelung (§ 5 Abs. 1 S. 1) ihre Anleihen den Bestimmungen des Gesetzes unterwerfen wollen. Das Gesetz unterliegt damit einem **fortdauernden Eignungstest**, ob es seinen angestrebten Zwecken, den Bedürfnissen der Praxis und seinem Ziel, auch international wettbewerbsfähig zu sein, gerecht wird. Solange es diesen Test

¹ Herrn Professor Baums danke ich für die ehrenvolle Vortragseinladung. Ich gehe in diesem Beitrag von meinem Redemanuskript vom 28. Juni 2012 aus, begründe allerdings ausführlicher, was wegen der zeitlichen Vorgabe nur verkürzt gesagt werden konnte. Die Hinweise sind nicht umfassend und beziehen sich oftmals auf eine bereits fertiggestellte Arbeit mit weiterführenden Hinweisen. Im streitbaren Diskurs stehen nicht Namen, sondern Meinungen im Vordergrund.

besteht, findet es nicht nur Akzeptanz, sondern es steht auch seine Kapitalmarkttauglichkeit und Wettbewerbsfähigkeit außer Frage. Das eine bedingt das andere.

Das Gesetz wird derzeit noch von den Anwendern akzeptiert.

Die Emissionsprogramme deutscher Emittenten unterstehen heute deutschem Recht, von zahlenmäßig vernachlässigbaren Ausnahmen abgesehen. Das war anfangs anders: Sie unterlagen englischem Recht, vereinzelt auch dem New Yorker Recht. In einer repräsentativen Anzahl von Emissionsprogrammen deutscher und österreichischer Emittenten optieren rund 2/3 der Programme für das Gesetz. Das ist ein gutes Ergebnis. High Yields deutscher Emittenten unterlagen vor dem SchVG ausnahmslos dem New Yorker oder dem englischen Recht. Seither ringt das deutsche Recht auch hier um Geltung; der Durchbruch aber ist noch nicht ganz geschafft.

Die Bedrohung der Akzeptanz des Gesetzes kommt aus zwei Richtungen.

Einmal aus bedenklicher Gesetzesauslegung und -anwendung in **Literatur, Rechtsprechung** und selbst beim **Gesetzgeber** – auch letzteres ist möglich.

Zum anderen aus dem Anfechtungsrecht gegen Gläubigerbeschlüsse und der damit verbundenen Kassation des fehlerhaften Beschlusses. Das dem Aktienrecht entlehnte Anfechtungsrecht ist im Schuldverschreibungsrecht **konzeptionell verfehlt**. Das Interesse des überstimmten Gläubigers ist auf Vermögensschutz gerichtet, nicht auf Vernichtung des Beschlusses. Der Gesetzgeber sollte an die Stelle des Anfechtungsrechts einen verschuldensunabhängigen Anspruch des dissentierenden Gläubigers auf **Wertersatz** setzen, der im Wege der Leistungsklage zu verfolgen ist².

Es erweist sich darüber hinaus als geboten, ergänzend eine **Nichtigkeitsklage** einzuführen, die die Kassation des Beschlusses bei ungewöhnlich gravierenden Rechtsverstößen ermöglicht. Diese Rechtsverstöße sollten im Wege des *numerus clausus* abschließend bestimmt sein. Hinzu kommen müssten gesetzliche Vorkehrungen, die den Missbrauch einer solchen Klage erschweren³.

² Siehe dazu unten S. 22 ff.

³ Siehe dazu unten S. 24 f.

II. Gefährdung der Akzeptanz des Gesetzes in Literatur, Rechtsprechung und Gesetzgebung

1. Nichtigkeitsklage neben Anfechtungsklage?

Das Gesetz sieht neben der Anfechtungsklage eine Nichtigkeitsklage nicht vor. Auch die Gesetzesbegründung verliert über die Nichtigkeitsklage kein Wort. Gleichwohl wird in der bisherigen Literatur durchweg angenommen, dass Gläubigerbeschlüsse *ipso iure* nichtig sind, wenn sie an derart schwerwiegenden Mängeln leiden, dass ihnen jede Rechtswirkung versagt bleiben muss.⁴

Man könnte meinen, dass es sich um ein eher theoretisches Thema handelt. Die Wirklichkeit indes hat schnell eine solche Einschätzung getrogen. Gläubiger, die im Falle Q-Cells⁵ mit einer Anfechtungsklage wegen Ablaufs der Monatsfrist zu spät kamen, haben - gestützt auf diese Lehrmeinungen - die Gläubigerbeschlüsse mit einer Nichtigkeitsklage angegriffen, in der Regel nicht um die Feststellung der Rechtswidrigkeit der Beschlüsse, sondern gegen das Angebot der Rücknahme der Klage erkleckliche Summen zu erstreiten. Das Landgericht Frankfurt⁶ hat diesem Vorgehen jenseits der Schamgrenze in einer unveröffentlichten Entscheidung einen Riegel vorgeschoben, aufgrund eines überzeugenden Schriftsatzes, den sich das Gericht durch wörtliches Zitat seitenweise zu eigen gemacht hat, und der darlegt, dass es nach den Regelungen des Gesetzes eine Nichtigkeitsklage nicht gibt.

Die Regelungen des Gesetzes sind unmissverständlich: Neben der Anfechtungsklage gibt es – anders als im Aktienrecht – keine spezielle Nichtigkeitsklage und auch keine allgemeine Klage auf Feststellung der Nichtigkeit nach § 256 ZPO. Das SchVG differenziert nicht, anders als das Aktiengesetz in sorgfältiger Präzisierung, zwischen zwei unterschiedlichen Klagearten.

Die Anfechtungsgründe des § 20 – Verletzung des Gesetzes oder der Anleihebedingungen – erfassen auch alle denkbaren Nichtigkeitsgründe. Vor diesem Hintergrund ist ohne präzise Vorgaben, *welche* Gesetzesverstöße als Nichtigkeitsgründe anzusehen sind, eine Differenzierung zwischen Anfechtungs- und Nichtigkeitsgründen nicht möglich. Das Aktienrecht nimmt diese Differenzierung in großer Sorgfalt vor und sieht Nichtigkeitsklagen

⁴ Nachweise bei *Bliesener/Schneider* in Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, Kapitel 17, § 20 Rn. 9.

⁵ Freigabeverfahren gemäß § 20 Abs. 3 der Q-Cells International Finance B.V. Vgl. etwa LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 23.1.2012 – Az. 3-05 O 142/11, ZIP 2012, 474.

⁶ Urteil vom 23.2.2012 – Az 3-05 O 66/12.

nur in den in §§ 241, 250, 253 und 256 AktG spezifisch geregelten Fällen vor. Bei der weitreichenden Übertragung der aktienrechtlichen Bestimmungen über die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen auf die Anfechtung von Gläubigerbeschlüssen im SchVG und der eingehenden Regelung der Nichtigkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen im Aktiengesetz kann das Absehen des SchVG von jeder Befassung mit der Nichtigkeit von Gläubigerbeschlüssen nicht anders verstanden werden als **klare Absage des Gesetzgebers an Nichtigkeitsklagen** im SchVG. Der Gesetzgeber hat das SchVG nicht ungewollt lückenhaft konzipiert oder eine Regelung der Nichtigkeitsklage im SchVG ungewollt versäumt, sondern bewusst und gewollt eine **Richtungsentscheidung** für nur eine Klageart im SchVG getroffen. Eine entsprechende Anwendung etwa des § 249 AktG oder anderer (welcher?) aktienrechtlicher Nichtigkeitsnormen kommt damit für das Schuldverschreibungsgesetz nicht in Betracht.

Die Devise in der Auslegung und Anwendung des Gesetzes sollte nicht lauten, das Gesetz ohne zwingenden Anlass mit ungesicherten Rechtsfragen zu befrachten. Sie sollte sein, Anwendungsverlässlichkeit dort zu finden und zu bejahen, wo das Gesetz sie bereit hält – hier wie in anderen Fällen.

Es ist weder sach- noch interessengerecht, der Richtungsentscheidung des Gesetzgebers entgegen zu treten, und ohne Not eine zweite Klageart anzuerkennen, die unregelt ohne irgendwelche gesetzlichen Vorgaben geblieben ist. Dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck, dem Gesetz durch Anwenderfreundlichkeit breite Anwendung zu sichern, wird damit ein Bärendienst erwiesen, Missbrauch wird ermuntert, und die Kapitalmarkttauglichkeit und Wettbewerbsfähigkeit des Gesetzes wird beschädigt.

2. **Beschlusskontrolle nach aktienrechtlichem Vorbild?**

Ein Gläubigerbeschluss darf nicht gegen die im Gesetz ausdrücklich bestimmten Einschränkungen der Entscheidungsfreiheit der Gläubiger verstoßen. Das sind das **Gleichbehandlungsgebot** (§ 4 Satz 2, § 5 Absatz 2 Satz 2) und das **Verbot der Verpflichtung zur Leistung** (§ 5 Absatz 1 Satz 3). Verstöße dagegen sind nichtig. Die Nichtigkeit des Beschlusses ist mit der Anfechtungsklage binnen Monatsfrist geltend zu machen.

Die bisherige Literatur zum SchVG bejaht mit beachtlichen Stimmen, dass Gläubigerbeschlüsse darüber hinaus einer weitergehenden allgemeinen Inhaltskontrolle unterliegen.⁷

⁷ Vgl. die Nachweise bei *Bliesener/Schneider* (wie Fn. 4), § 20, Rn 18-20; ferner *Schmidtbleicher* in *Friedl/Hartwig-Jacob, FraKomm SchVG*, § 6 Rn 32.

Dies wird im Kern damit begründet, dass die Gläubigermehrheit einer **treuhänderischen Bindung** unterliegt. Vertreter dieser Meinung rekurrieren auf eine Bestimmung des alten SchVG, wonach Mehrheitsbeschlüsse nur dann verbindliche Kraft entfalten, wenn sie „**zur Wahrung der gemeinsamen Interessen der Gläubiger**“ gefasst werden. Das neue SchVG hat sich von diesem Prinzip des alten Gesetzes abgekehrt. Trotzdem wird vertreten, dass inhaltliche Beschlusskontrolle am Maßstab dieses Prinzips vorzunehmen ist.⁸ Andere leiten aus diesem Prinzip des alten Rechts ab, dass im Schuldverschreibungsgesetz die **"ungeschriebenen Grundsätze" der materiellen Beschlusskontrolle des Aktienrechts** gelten.

Letzteres führt zu der Ansicht, dass die beschlossene Maßnahme allen Gläubigern *objektiv nützlich* sein muss oder diesen Nutzen anstreben muss, dass sie *geeignet und erforderlich* sein muss, dass mit dem Beschluss angestrebte Ziel zu erreichen und dass sie überdies *verhältnismäßig* sein muss, dergestalt, dass die Vorteile der Maßnahme die Nachteile der Gläubiger, die mit dem Eingriff in ihre Rechte verbunden sind, überwiegen.

Die Einführung aktienrechtlicher Prinzipien materieller Beschlusskontrolle in das Schuldverschreibungsrecht ist wegen der anderen Regelungssachverhalte des Aktienrechts einerseits und des Schuldverschreibungsrechts andererseits genauso verfehlt und systemwidrig wie die Übertragung der Grundprinzipien des aktienrechtlichen Anfechtungsrechts in das Schuldverschreibungsrecht überhaupt, und zwar aus den gleichen Gründen. Es kann insoweit auf die Ausführungen in Abschnitt III zu den Unterschieden der Zweckrichtung der Anfechtung im Aktienrecht und Schuldverschreibungsrecht verwiesen werden.⁹

Darüber hinaus: Die dargestellte Lehrmeinung bedeutet eine weitreichende *Einschränkung der Entscheidungsfreiheit der Gläubiger*. Eine solche Einschränkung ist dem Gesetz nicht zu entnehmen. Im Gegenteil: Die Analyse des Gesetzes und seiner Hintergründe ergibt, dass der Gesetzgeber den Gläubigern *weitgehende Entscheidungsfreiheit* einräumen will. Die **amtliche Begründung** bringt diesen gesetzgeberischen Willen deutlich zum Ausdruck. Sie betont, dass die Gläubiger *"keines übertriebenen Schutzes durch die gesetzliche Einschränkung ihrer Entscheidungsbefugnisse bedürfen"* und stellt fest, dass deshalb die Gläubiger *"inhaltlich ... in ihrer Entscheidung nach dem neuen Recht ... weitgehend frei"* sind.¹⁰

Der gesetzgeberische Wille findet im Gesetz unmissverständlichen Ausdruck.

⁸ Schmidtbleicher (wie Fn. 7).

⁹ Unten Seite 19 f. Dazu auch *Bliesener/Schneider* (wie Fn. 4) § 20 Rn 18 und 19).

¹⁰ Begr.RegE. SchVG, BT-Drucks. 16/12814, S. 14.

Die vielfach zitierte Bestimmung in § 1 Abs. 1 des SchVG 1899, auf die sich die hier abgelehnten Ansichten stützen, wonach die Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger nur dann verbindliche Kraft entfalten, wenn sie "*zur Wahrung ihrer gemeinsamen Interessen gefasst werden*", hat das Gesetz bewusst *nicht* übernommen

In gleicher Weise hat das Gesetz nahezu allen anderen Restriktionen der Entscheidungsfreiheit der Gläubiger, die im SchVG 1899 enthalten waren, die Geltung im neuen Gesetz versagt. Das alte Gesetz – welches für Altanleihen grundsätzlich weiter gilt¹¹ – erlaubt die "*Aufgabe oder Beschränkung von Rechten der Gläubiger*" nur zur Abwendung der Insolvenz (§ 11 Abs. 1 Satz 1 SchVG 1899). Derartige Eingriffe in die Gläubigerrechte sind höchstens für drei Jahre erlaubt (§ 11 Absatz 1 Satz 1 SchVG 1899). Sie werden allen Gläubigern gegenüber hinfällig, wenn binnen dieser Frist das Insolvenzverfahren eröffnet wird (§ 11 Abs. 1 Satz 2 SchVG 1899). Ein Verzicht auf Kapitalansprüche ist schlechterdings verboten (§ 12 Abs. 3 SchVG 1899). Diese Beschränkungen der Entscheidungsfreiheit der Gläubiger hat das neue Gesetz ausnahmslos kassiert. Geblieben sind nur das Verbot, die Gläubiger zu Leistungen zu verpflichten (§ 12 Abs. 3 SchVG 1899, § 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG) und das Gebot, alle Gläubiger gleich zu behandeln (§ 1 Abs. 3 SchVG 1899, § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG), und - selbstverständlich beansprucht auch hier § 138 BGB universelle Geltung.

Über diese drei Schranken der Entscheidungsfreiheit der Gläubiger hinaus kennt das Gesetz keine weiteren. Es ist das Grundgesetz des SchVG, das die Stimmenmehrheit die Stimmenminderheit überstimmen darf und dass die Mehrheitsentscheidung als Entscheidung der Mehrheit zu respektieren ist. Das Gesetz verlangt nicht, dass die Beschlüsse der Gläubiger zu ihrer Wirksamkeit die "gemeinsamen Interessen" aller Gläubiger wahren. Es anerkennt, dass Gläubiger (lediglich) individuelle Forderungsrechte an den Schuldner haben, und dass ihr Abstimmungsverhalten durch unterschiedliche persönliche und wirtschaftliche Interessen bestimmt ist und bestimmt sein darf.

Das Anleiherecht kennt keine dem Aktienrecht als Verbandsrecht vergleichbare Treuepflicht eines Gläubigers gegenüber allen übrigen Gläubigern oder gar gegenüber dem Schuldner. Dies ist nicht allein die Folge eines ungeschriebenen allgemeinen Rechtsgrundsatzes. Es findet vielmehr positiven Ausdruck in der Abkehr des Gesetzes von einem Kernprinzip des alten Gesetzes, das die Beschlüsse der Gläubiger der Wahrung der allgemeinen Interessen aller Gläubiger zu dienen haben. Der Befund wird zudem nachhaltig bestärkt durch das

¹¹ § 24 Abs. 1 S. 2 bestimmt, dass – vorbehaltlich eines Opt-in nach § 24 Abs. 2 – das SchVG 1899 weiterhin auf die ihm unterliegenden Inlandsanleihen anzuwenden ist.

Fehlen in § 20 SchVG einer dem § 243 Abs. 2 AktG vergleichbaren Vorschrift. Nach § 243 Abs. 2 Satz 1 AktG kann die Anfechtung eines Hauptversammlungsbeschlusses darauf gestützt werden, "*dass ein Aktionär mit der Ausübung des Stimmrechts für sich oder einen Dritten **Sondervorteile zum Schaden ... der anderen Aktionäre zu erlangen sucht***", soweit der Beschluss geeignet ist, diesem Zweck zu dienen. § 20 SchVG fußt in der Bestimmung der Anfechtungsgründe auf § 243 AktG, bis in die Wortwahl. Bei der akribischen Übertragung von aktienrechtlichen Anfechtungsnormen in das SchVG liegt in der fehlenden Übernahme einer dem § 243 Abs. 2 AktG entsprechenden Bestimmung in das SchVG nicht eine versehentliche Unterlassung, sondern eine bewusste Entscheidung des Gesetzgebers. Eine analoge Anwendung des § 243 Abs. 2 AktG verbietet sich mithin.

Das Gesetz respektiert damit auch, dass ein Gläubiger **konkurrierende Interessen** haben mag und sein Abstimmungsverhalten danach richtet. Zu denken ist beispielsweise an den Fall eines Großgläubigers, der an den in finanziellen Schwierigkeiten befindlichen Schuldner außer den Forderungen aus den Schuldverschreibungen eine Darlehensforderung hat, und der zwecks "Aufwertung" seiner Darlehensforderung mit seiner Stimmenmacht einen Beschluss bewirkt, etwa über einen teilweisen Kapitalverzicht für alle Schuldverschreibungen oder auch über die Nachrangigkeit aller Schuldverschreibungen gegenüber anderen Verbindlichkeiten des Schuldners, die Darlehensverbindlichkeit eingeschlossen. Das Gesetz nimmt auch derartige Konstellationen in Kauf.¹²

Nach allem: Die Maßgaben des Gesetzes zur materiellen Beschlusskontrolle im SchVG spiegeln die in der amtlichen Begründung verlautbarten Intentionen des Gesetzgebers vollauf wider: Die Gläubiger bedürfen "keines übertriebenen Schutzes durch die gesetzliche Einschränkung ihrer Entscheidungsbefugnisse", und die Gläubiger sind "inhaltlich in ihrer Entscheidung nach dem neuen Recht weitgehend frei".

Die **Aufrüstung der materiellen Beschlusskontrolle** mit dem dem Schuldverschreibungsrecht unbekanntem Konzept der Treuepflicht, der Einführung der "ungeschriebenen Grundsätze" aktienrechtlicher Beschlusskontrolle in das SchVG, der Aufrechterhaltung im SchVG des aufgehobenen Konzepts der Wahrung der gemeinsamen Interessen der Gläubiger und der fehlenden Wahrnehmung, dass das aktienrechtliche Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen in das SchVG in bewusster Entscheidung des Gesetzgebers keinen Eingang gefunden hat, all das tut dem Gesetz Abbruch. Die Vielzahl der in die Beschlusskontrolle ohne gesetzliche Grundlage transportierten unbestimmten Rechtsbegriffe muss Anwendern

¹² Gegensätzlich *Schmidtbleicher* (wieFn. 7), § 6 Rn 32.

die *eine* Gewissheit vermitteln, nämlich die, dass die Anerkennung von Mehrheitsbeschlüssen der Gläubiger durch dissentierende Gläubiger und durch die Gerichte nicht prognostizierbar ist. Wie beispielsweise wird der Grad der Rücksichtnahme - des Altruismus? - gemessen, den ein Großgläubiger bei seiner Stimmabgabe an den Tag legen muss, damit der Beschluss seiner Treuepflicht gegenüber allen Gläubigern gerecht wird und nicht die gemeinsamen Interessen der Gläubiger verletzt? Wie etwa können Schuldner und Gläubigerkollektiv am Tage der Beschlussfassung Gewissheit erlangen, ob die zu beschließende Maßnahme "objektiv nützlich" und "verhältnismäßig" ist? In solchen Fragen sind Prognosen beschlossen. Die Gläubiger beherrschen die Zuverlässigkeit der Prognosen und deren Eintritt nicht.

3. Opt-in bei Altanleihen ausländischer Emittenten? (OLG Frankfurt zu § 24 Abs. 2 SchVG)

Die Gefahr eines Scheiterns des Gesetzes erhöht sich auch dadurch, dass der rechtlich gegebene Anwendungsbereich des Gesetzes in fehlerhafter Rechtsanwendung eingeschränkt wird. Hier sind zwei Gerichtsentscheidungen zu nennen.

An die erste Stelle gehört der Beschluss des **OLG Frankfurt** vom März 2012 zu § 24 Abs. 2 im Freigabeverfahren Pfeleiderer¹³.

§ 24 Abs. 2 sieht vor, dass die "*Gläubiger von Schuldverschreibungen*", welche vor Inkrafttreten des Gesetzes begeben worden sind (im Folgenden als "**Altanleihen**" bezeichnet) mit Zustimmung des Schuldners beschließen können, die Bestimmungen des neuen Gesetzes, wie namentlich die über eine Änderung der Anleihebedingungen, auf die Altanleihe anzuwenden. Die Schuldverschreibungen der Altanleihe müssen die Kriterien der Legaldefinition in § 1 Abs. 1 erfüllen, also "*nach deutschem Recht begebene inhaltsgleiche Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen*" sein. Weitere Anforderungen stellt das Gesetz nicht.

Der Anwendung des § 24 Abs. 2 steht danach nicht entgegen, dass auf die Altanleihe das SchVG 1899 keine Anwendung findet, weil etwa der Emittent seinen Sitz nicht im Inland hat oder andere Voraussetzungen für die Anwendung des SchVG 1899 nicht vorliegen. Der Wortlaut der Bestimmung ermöglicht den Opt-in für deutschem Sachrecht unterstellte Altanleihen sowohl inländischer (im Folgenden „**Inlandsanleihen**“) als auch ausländischer Emittenten (im Folgenden „**Auslandsanleihen**“).

¹³ Beschluss vom 27.3.2012, ZIP 2012, 725.

Diesem auf der Hand liegenden unbestreitbaren Ergebnis einer auf der Legaldefinition "Schuldverschreibungen" fußenden wortgetreuen Auslegung des § 24 Abs. 2 ist das OLG Frankfurt in einer nicht enden wollenden Argumentationskette entgegengetreten und hat entschieden, dass § 24 Abs. 2 nur auf solche Altanleihen angewendet werden kann, die dem SchVG 1899 unterfallen.

Das OLG Frankfurt hat bei Auslandsanleihen in Freigabeverfahren nach dem SchVG Alleinzuständigkeit¹⁴. Mit einer Änderung seiner Rechtsprechung ist nicht zu rechnen. Jedenfalls kann dies von Emittenten nicht zuverlässig im Vorhinein angenommen werden. Es hat mit dieser Entscheidung die Auslandsanleihen – das Gros der von deutschen Unternehmen nach deutschem Recht vor dem Inkrafttreten des Gesetzes begebenen Anleihen – der Anwendung des § 24 Abs. 2 entzogen und diese für die Praxis so bedeutsame Vorschrift damit in praktische Bedeutungslosigkeit versenkt.

Beklagenswert ist nicht nur dieser Umstand, sondern auch der, dass die Entscheidung eklatant rechtsfehlerhaft ist.

Die Entscheidung enthält keine Gründe, die zwingend oder zumindest mit erheblichem Gewicht die Entscheidung belegen¹⁵. Das Gegenteil ist der Fall. Die Entscheidung begeht eine Reihe von methodischen Fehlern. Der gravierendste liegt schon im Ausgangspunkt der richterlichen Argumentation: Der Wortlaut wird als zu weitgehend und deshalb für korrekturbedürftig erklärt, indem kurzerhand die Legaldefinition des Begriffs "Schuldverschreibungen" in § 1 Abs. 1 außer Kraft gesetzt wird für den Begriff "Schuldverschreibungen" in § 24 Abs. 2. Dieser methodische Fehler im Ausgangspunkt erlaubt es dem Gericht in der Folge, eine Reihe von Überlegungen anzustellen und jeweils danach zu fragen, was *für* die behauptete "weite" Auslegung des Gesetzes spricht, statt zutreffenderweise danach zu fragen, was *gegen* die durch den Wortlaut begründete "weite" Auslegung spricht, und was es rechtfertigt, die praktisch allein relevante Fallgruppe der Auslandsanleihen gegen den Wortlaut des Gesetzes von dessen Anwendung auszuschließen.

Der einzige Gesichtspunkt, den das Gericht neben einer Reihe nicht überzeugender Erwägungen zur Systematik des Gesetzes anführt und der gegen die "weite" Auslegung ins Feld

¹⁴ § 20 Abs. 3 S. 3. Seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Änderung des BSchuWG vom 13.9.2012, durch den § 20 Abs. 3 SchVG entsprechend geändert worden ist, ist es im Freigabeverfahren zugleich Eingangs- und letzte Instanz. Bis dahin, also auch zum Zeitpunkt seiner Entscheidung vom 27.3.2012, war es auch im Freigabeverfahren Beschwerdeinstanz des Landgerichts Frankfurt.

¹⁵ Dazu eingehend *Weiß*, Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz, ILF-WP No. 136, S. 2 ff.

geführt werden könnte, ist das "Vertrauen der Gläubiger" einer Auslandsanleihe in die von ihnen erworbene Rechtsposition, die das Gericht in der Unzulässigkeit der Änderung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsentscheid der Gläubiger sieht und im wesentlichen mit dem Rechtsschutz für Wertminderungen und dem Grundsatz der Vertragstreue begründet. Kurz gesagt: Die Gläubiger dürfen darauf vertrauen, dass kein Mehrheitsbeschluss gefasst wird, wo er nicht bereits bei Begebung der Anleihe zugelassen war. Was das Gericht dabei jedoch übersieht: Sämtliche Ausführungen des Gerichts, die zur Begründung seiner Auslegung auf "Vertrauen der Gläubiger" gründen, müssten gleichermaßen für die Gläubiger von Schuldverschreibungen nach dem SchVG 1899 gelten. Auch diese dürfen darauf vertrauen, dass – jenseits der im SchVG 1899 nur sehr begrenzt zugelassenen Eingriffe – nicht durch Mehrheitsbeschluss in ihre Rechtsposition eingegriffen wird. Das Gericht könnte dann einen Opt-in-Beschluss nur insoweit und nur in dem Umfang zulassen (was es aber nicht sagt und was auch in § 24 Abs. 2 nicht vorgesehen ist), wie ein Mehrheitsbeschluss unter der begrenzten Beschlusskompetenz der Gläubiger bereits im SchVG 1899 zulässig ist.¹⁶ Dann aber ist der Opt-in-Beschluss überflüssig, weil wegen § 24 Abs. 1 Satz 2 das SchVG 1899 ohnehin weiter gilt und sich an der geltenden Rechtslage folglich nichts ändert. Soweit er aber etwas ändern würde, müsste er – die Auffassung des Gerichts zu Ende geführt – wegen Eingriffs in das "Vertrauen der Gläubiger" unzulässig sein.

Die Entscheidung des Gerichts, den Opt-in Beschluss gemäß § 24 Abs. 2 nur zuzulassen für Schuldverschreibungen, "*die bereits zuvor nach dem SchVG 1899 einem Mehrheitsentscheid der Gläubigergemeinschaft zugänglich waren*", missachtet das gesetzliche Ziel, Altanleihen in den Anwendungsbereich der kollektiven Restrukturierungsmaßnahmen nach dem neuen SchVG einzubeziehen, und macht damit § 24 Abs. 2 zu einer Norm, die keinen Anwendungsbereich hat. Zugleich führt die Entscheidung zu einem Auslegungsergebnis, das sich in Widerspruch setzt zu den tragenden Entscheidungsgründen des Gerichts selbst.

Dabei geht es dem Gericht erkennbar nicht um eine *verfassungskonforme Auslegung* des § 24 Abs. 2, zu der es – um eine Vorlage gemäß Art. 100 Abs. 1 GG an das Bundesverfassungsgericht zu vermeiden – aufgefordert wäre, wenn § 24 Abs. 2 eine *verfassungsrechtlich unzulässige (echte oder unechte) Rückwirkung* entfalten würde. Es entscheidet nicht, ob eine derartige Rückwirkung vorliegt, sondern urteilt der Sache nach, dass § 24 Abs. 2 der

¹⁶ Vgl. § 11 Abs. 1 und § 12 Abs. 3 SchVG 1899. Dazu *Bliesener/Schneider* in *Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechtskommentar*, Kapitel 17, Einleitung, Rn. 6-8.

Notwendigkeit verfassungskonformer Auslegung enthoben ist, weil die Norm *à tout prix* so zu verstehen ist, wie das Gericht sie auslegt¹⁷.

Von diesen Ungereimtheiten in den Ausführungen des Gerichts im Zusammenhang mit dem Prinzip Vertrauensschutz als dem maßgeblichen Grund für die "enge" Auslegung des § 24 Abs. 2 abgesehen, stößt der Gesichtspunkt des „Vertrauens der Gläubiger“ an eine unveränderte Rechtslage an sachliche **Grenzen des Verfassungsrechts**.

Das Verfassungsrecht leitet aus dem Rechtsstaatsprinzip, verankert in Art. 20 Abs. 3 und 28 Abs. 1 GG, Vertrauensschutzmaßstäbe bezogen auf Gesetzesänderungen ab. Das Bundesverfassungsgericht unterscheidet zwischen "echter" und "unechter" Rückwirkung¹⁸. Eine "echte" Rückwirkung liegt danach vor, „wenn der Gesetzgeber nachträglich in einen abgeschlossenen Sachverhalt ändernd eingreift“¹⁹.

Die "**echte**" **Rückwirkung** ist grundsätzlich verboten. Sie liegt hier nicht vor. § 24 Abs. 2 findet Anwendung auf Schuldverschreibungen, die im Zeitpunkt des Inkrafttretens zwar begeben, aber noch nicht fällig sind. Die Vorschrift greift also nicht in einen abgeschlossenen Sachverhalt ein²⁰.

Eine "**unechte**" **Rückwirkung** liegt vor, "wenn eine Norm auf gegenwärtige, noch nicht abgeschlossene Sachverhalte und Rechtsbeziehungen für die Zukunft einwirkt und damit zugleich die betroffene Rechtsposition nachträglich entwertet"²¹. Die "unechte" Rückwirkung ist grundsätzlich zulässig, weil es keinen generellen Schutz des Vertrauens in den Fortbestand einer bestehenden Rechtslage gibt. Sie ist ausnahmsweise unzulässig, wenn das Vertrauen der Betroffenen schutzwürdiger ist als die mit dem Gesetz verfolgten Gemeinwohlziele²².

¹⁷ Hinzuweisen ist hier besonders auf den grundlegenden Beitrag *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 214 ff, der eingehend und überzeugend darlegt, dass § 24 Abs. 2 und seine Anwendung auf deutschem Sachrecht unterstellte Altanleihen ausländischer Emittenten nicht gegen das verfassungsrechtliche Rückwirkungsverbot und das dadurch in eingeschränktem Maße geschützte Vertrauen der Anleihegläubiger auf den Fortbestand der vor dem neuen SchVG bestehenden Rechtslage verstößt. Der Aufsatz ist aus einem Rechtsgutachten zur Anwendbarkeit des § 24 Abs. 2 auf Altanleihen entstanden, welches dem OLG Frankfurt vorgelegen hat (worauf die Verfasser in der Publikation ausdrücklich hinweisen). Im Vgl. ferner *Verannemann/Verannemann* § 24 Rn. 1; *Paulus*, EwIR, 259; *ders.*, WM 2012, 1109, 1112 f. Gegensätzlich LG Frankfurt in seinem Beschluss vom 23.1.2012 im Freigabeverfahren Q-Cells (ZIP 2012, 474, 476 f).

¹⁸ Siehe *Jarass* in *Jarras/Pieroth*, GG, 12. Aufl. 2012, Art. 20 Rn. 67.

¹⁹ BVerfGE 114, 258, 300.

²⁰ So auch *Baums/Schmidtbleicher* (wie Fn. 17), 215.

²¹ BVerfGE 123, 186, 257.

²² *Jarass* (wie Fn. 16 (Art. 20 Rn. 74)). Im Bereich der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG sieht das BVerfG zwar die Regeln über die unechte Rückwirkung als durch Art. 14 verdrängt, jedoch ohne dass dies die sachlichen Anforderungen verändert (*Jarass* (wie Fn. 18), Art. 20 Rn. 75).

Die verbatim zitierten tatbestandlichen Voraussetzungen einer verfassungsrechtlich relevanten unechten Rückwirkung liegen bei § 24 Abs. 2 aus zwei Gründen nicht vor.

Zum einen wirkt § 24 Abs. 2 – die „Norm“ – nicht unmittelbar ein auf noch nicht abgeschlossene Sachverhalte und Rechtsbeziehungen und damit auf die Rechtsposition der Gläubiger von Auslandsanleihen. Die Rechtsposition dieser Gläubiger ändert sich erst durch den Opt-in-Beschluss der (Mehrheits-)Gläubiger, also nicht aufgrund staatlichen Handelns, sondern infolge eines privatrechtlichen Aktes.

Zum anderen „entwertet“ § 24 Abs. 2 auch nicht die Rechtsposition der Gläubiger von Auslandsanleihen²³. Die Vorschrift ermöglicht ihnen, nach einem entsprechenden Opt-in-Beschluss mit qualifizierter Mehrheit von 75 % sich des von dem neuen Gesetz bereit gestellten umfassenden Instrumentariums zur Restrukturierung ihrer Schuldverschreibungen und zur Sanierung des Unternehmens ihres Schuldners zu bedienen, um damit dessen Insolvenz zu verhindern und ihre Vermögensposition, wenn nicht in vollem Umfange zu erhalten, so doch jedenfalls vor dem ansonsten drohenden völligen Ausfall oder vor schweren finanziellen Einbußen zu bewahren. § 24 Abs. 2 stattet die Eigentumsrechte der Gläubiger in Gestalt ihrer Forderungen mit zuvor nicht bestehenden *zusätzlichen Rechten* aus, in Gemeinschaft mit der Gläubigermehrheit sichernden Einfluss auf das Schicksal ihrer Forderungen zum Zwecke von deren Erhaltung zu nehmen. Die Eigentumsrechte der Gläubiger von Auslandsanleihen werden nach einem Opt-in-Beschluss zwar formal insoweit berührt, als sie Mehrheitsentscheidungen der „Mitgläubiger“ ausgesetzt sind. In ihrem materiellen Wert werden sie jedoch nachhaltig gestärkt. § 24 Abs. 2 begründet *in realiter* keine „Entwertung“, sondern eine „Aufwertung“ der Rechtsposition der Gläubiger. Nicht anders haben es die Gläubiger der Pfeleiderer Finance B.V. und der Q-Cells International Finance B.V. gesehen, die sich die Mitwirkungs- und Gestaltungsmöglichkeiten des neuen Gesetzes durch Opt-in-Beschlüsse mit Stimmenmehrheiten von mehr als 85 % (im Falle Pfeleiderer) und 95 % (im Falle Q-Cells) erschließen und damit den andernfalls unvermeidlichen Weg des Schuldners in die Insolvenz und den Ausfall (oder jedenfalls weitgehenden Ausfall) ihrer Forderungen vermeiden wollten.

Selbst wenn jedoch § 24 Abs. 2 eine unechte Rückwirkung zum Gegenstand hätte, wäre die Rückwirkung zulässig und widerspräche nicht dem Rechtsstaatsprinzip. Eine unechte Rückwirkung eines Gesetzes ist, wie bereits erwähnt, nur ausnahmsweise unzulässig: Wenn das

²³ Siehe dazu auch *Weiß*, Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz, ILF-WP No. 136, S. 2 ff.

Vertrauen der Betroffenen in den Fortbestand der Rechtslage stärker wiegt als die mit dem die Rechtslage ändernden Gesetz verfolgten Gemeinwohlziele.

Die vom Schuldverschreibungsgesetzes verfolgten Gemeinwohlziele, die sich die Gläubiger von Auslandsanleihen durch die Option des § 24 Abs. 2 zu Eigen machen können, sind zahlreich: die Nutzbarmachung eines modernen Instrumentariums zur Koordinierung von Gläubigerinteressen; die Beseitigung der eingeschränkten Beschlusskompetenz der Gläubiger des alten Gesetzes und die Stärkung der Rechte der Gläubiger durch die Begründung einer weitreichenden Kompetenz zur Anpassung der Anleihebedingungen an veränderte rechtliche, wirtschaftliche oder steuerliche Umstände, die während der Laufzeit einer Anleihe auftreten können; die Anpassung an internationale Entwicklungen auch im Hinblick auf Staatsanleihen; die Verbesserung der Bedingungen zur Finanzierung von Unternehmen durch Aufnahme von Anleihekaptal; die Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Schuldverschreibungsrechts durch Begründung eines *level playing fields* mit ausländischen Rechtsordnungen, insbesondere dem englischen Recht und dem Recht des Staates New York; und – nicht zuletzt und von entscheidender Bedeutung im Kontext des Sachverhalts der OLG-Entscheidung – die Bereitstellung eines umfassenden Instrumentariums zur Restrukturierung, Sanierung und Insolvenzvermeidung von Unternehmen, um nachteilige Folgen für den Fortbestand des Unternehmens und seiner Arbeitnehmer, Aktionäre und Gläubiger und – *nicht zuletzt – für sie selbst* zu begrenzen.

Das Gericht sieht nicht die „Segnungen“ des Gesetzes. Es spricht sie mit keinem Wort an. Für das Gericht wiegt stärker als die Möglichkeit, auf Auslandsanleihen die Bestimmungen des neuen Gesetzes zur Sanierung des Anleiheschuldners, der Abwendung seiner Insolvenz und – vor allem – der Vermeidung oder Begründung des finanziellen Ausfalls der Anleihegläubiger – anzuwenden, "das schützenswerte Interesse der Anleihegläubiger, die Durchsetzung ihrer Forderungen ganz oder teilweise notfalls in einem Insolvenzverfahren zu erreichen"²⁴.

Die Entscheidung hat die Fachwelt betroffen gemacht. Sie ist ein Unglück, nicht nur wegen ihrer unmittelbaren weitreichenden Folgen, sondern vor allem auch, weil Emittenten und ihre Rechtsberater sich in ihrem Vertrauen auf eine verständige richterliche Anwendung des Gesetzes getäuscht sehen. Die Entscheidung ist in der Literatur nahezu einhellig auf Ablehnung gestoßen.²⁵

²⁴ OLG Frankfurt, Beschluss vom 27.3.2012, ZIP 725, 728 li. Spalte.

²⁵ Weiß, Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz, ILF-WP No. 136, S. 8 mit weiteren Nachweisen in Fn. 29; Bliesener/Schneider (wie Fn. 4) § 24 Rn. 6; Friedl, BB 2012, 1309; Lürken,

Der Gesetzgeber ist aufgerufen, korrigierend einzugreifen, um deutschen Unternehmen das Tor zu einer Restrukturierung ihrer Altanleihen in der Krise wieder zu eröffnen, welches das OLG Frankfurt versperrt hat.

4. Geltung des Gesetzes bei Teilverweisung auf fremdes Recht? (LG Frankfurt zu § 1 Abs. 1 SchVG)

Diverse Entscheidungen des **LG Frankfurt am Main**²⁶ zu § 1 Absatz 1 SchVG, ebenfalls im Freigabeverfahren Pfeleiderer, bestätigen die Gefährdung der Akzeptanz des Gesetzes, die von fragwürdigen Gerichtsentscheidungen ausgeht.

Nach § 1 Absatz 1 findet das Gesetz Anwendung "*auf nach deutschem Recht ... begebene Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungen)*". Die umfangreichen Anleihebedingungen der niederländischen Pfeleiderer International B.V. waren *in toto* deutschem Recht unterstellt, mit Ausnahme einer Nachrangklausel, die niederländischem Recht unterworfen war. Sie sah im Wesentlichen vor, dass die Forderungen aus den Schuldverschreibungen "im Falle der Liquidation, der Auflösung oder der Insolvenz der Emittentin" erst nach vollständiger Erfüllung aller vorrangigen Ansprüche bedient werden. Das Landgericht befand, das Gesetz finde keine Anwendung wegen der niederländischem Recht unterworfenen Nachrangklausel.

So mutig diese Entscheidung ist, so offenkundig fehlerhaft ist sie.

Nach § 1 Absatz 1 müssen Schuldverschreibungen deutschem Recht unterliegen, um sich für die Geltung des Gesetzes zu qualifizieren. Das heißt: Das **Wertpapierrechtstatut** muss deutsch sein. Das Wertpapierrechtsstatut entscheidet über den Inhalt, die Entstehung und den Untergang des verbrieften Rechts²⁷. Das Wertpapierrechtstatut kann nur *einer* Rechtsordnung zugewiesen werden²⁸. Eine Teilverweisung auf ausländisches Recht ändert das Wertpapierrechtstatut nicht, solange die Substanz der im Wertpapier verbrieften Forderung davon nicht betroffen ist²⁹. Oder anders ausgedrückt: So lange die Anleihebedingungen in ihrem wesentlichen Inhalt dem *einen* Recht unterstehen.

GWR 2012, 277; Paulus, EWiR 2012, § 24 SchVG 1/12, 259; ders., WM 2012, 1109, 1112 f; Weckler, NZI 2012, 477. a.A. lediglich Leber, Diss Tübingen 2012; Zur Thematik grundlegend Baums/Schmidtbleicher, ZIP 2012, 204; ebenfalls Keller, BKR 2012, 15 (eingehend).

²⁶ Nachweise bei Bliesener/Schneider (wie Fn. 4), § 1 Fn. 2 zu Rn. 2.

²⁷ Vgl. statt vieler Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Auf. 2010, § 7 Rn. 78.

²⁸ RGZ 118, 370, 371, 372; RGZ 126, 196, 200, 206.

²⁹ BGHZ 164, 361, 365f = WM 2005, 2371.

Wiederum: Eine falsche richterliche Anwendung des Gesetzes – mit bedenklichen Konsequenzen.

Deutsche Unternehmen begeben Anleihen ganz überwiegend über ausländische, vorzugsweise niederländische, Finanzierungstöchter, vornehmlich aus steuerlichen Gründen. Bei solchen Anleihen ist eine Teilverweisung auf das ausländische Recht der Finanzierungstochter durchaus verbreitet. Die Teilverweisung kann "deklaratorisch" oder "konstitutiv" sein. Sie ist deklaratorisch, wenn der Regelungsgegenstand der dem ausländischen Recht unterworfenen Klausel kraft zwingender Normen des fremden Rechts (etwa des öffentlichen Rechts oder des Personalstatuts des Emittenten im Falle der Auflösung, Liquidation oder Insolvenz) der Rechtswahl entzogen ist. Konstitutive Teilverweisungen sind möglich, etwa bei der Einbeziehung von Teilen international gebräuchlicher Regelwerke von allgemeiner Marktgeltung, die nach fremdem Recht konzipiert und in fremder, insbesondere in englischer, Sprache verfasst sind (etwa die Definitionskataloge von Marktorganisationen wie der ISDA). Solche deklaratorischen oder konstitutiven Teilverweisungen auf fremdes Recht berühren das deutsche Wertpapierrechtsstatut nicht, solange die Substanz der verbrieften Forderung davon nicht betroffen ist. – Im Falle Pfeleiderer International B.V. war die Nachrangklausel dem deutschen Recht entzogen. Der Regelungsgegenstand der Nachrangklausel, wie sie hier vorlag, bestimmte sich unabdingbar nach dem niederländischen Recht als dem Personalstatut der Emittentin. Es bestand insoweit keine Freiheit der Rechtswahl.

Wenn es so wäre, wie das Gericht geurteilt hat, wäre ausländischen Emittenten, die Anleihen nach deutschem Recht auflegen, die Verweisung auf die zwingenden Normen ihres Heimatlandes nicht möglich, wollten sie die Vorteile des SchVG nutzen. Da diese Normen auch ohne ausdrückliche Bezugnahme auf ihre Anleihen gelten würden, wären ihnen die Optionen des Schuldverschreibungsgesetzes generell verschlossen. Insbesondere deutsche Unternehmen verlören wichtige Gestaltungsmöglichkeiten, wenn ihre über Finanzierungstöchter im Ausland begebenen Anleihen nicht von der Anwendbarkeit des Schuldverschreibungsgesetzes ausgeschlossen sein sollen. Ihnen böte sich dann nur an, bei ihren Anleihen auf die Geltung des Gesetzes zu verzichten.

Ich frage mich hier wie im Falle der erörterten Entscheidung des OLG Frankfurt, ob es Gerichten gut ansteht, bei ihren Entscheidungen deren Folgen aus den Augen zu verlieren.

5. Die Umschuldungsklauseln für Bundesanleihen als gesetzliches Leitbild? (§§ 4 a – 4 k BSchuWG)

Schließlich noch ein fünftes – letztes – Beispiel. Dieses Mal ist es der Gesetzgeber, dem die Gestaltungsfreiheiten des Gesetzes verborgen geblieben sind.

In dem am 2. Februar 2012 unterzeichneten **Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)**³⁰ haben sich die 17 Staaten des Euro-Währungsgebiets verpflichtet, ab 1. Januar 2013 in ihre neu begebenen Anleihen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr Klauseln aufzunehmen, die zum Zwecke der Umschuldung eine Änderung der Emissionsbedingungen durch Mehrheitsbeschluss der Gläubiger ermöglichen – Musterbedingungen für Umschuldungsklauseln – *Model Collective Action Clause*³¹.

Für die Anleihen des Bundes ist die Umsetzung der Musterbedingungen in einem umfangreichen Gesetzeswerk – den **§§ 4a bis 4k BSchuWG** – geregelt³². Nach der Gesetzesbegründung sollen mit diesen Bestimmungen „die wesentlichen Grundgedanken der Umschuldungsklauseln verankert werden“. Die Begründung verweist darauf, dass nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs Emissionsbedingungen allgemeine Geschäftsbedingungen seien – eine Festlegung, die in der Gesetzesbegründung zum SchVG bewusst vermieden worden ist³³. Die §§ 4a bis 4k BSchuWG übernehmen „somit die Funktion eines Leitbildes, das die wesentlichen Inhalte der unter den Euro-Staaten abgestimmten Umschuldungsklauseln nachzeichnet“³⁴.

Das Gesetzeswerk der §§ 4a bis 4k BSchuWG ist *überflüssig*. Zur Umsetzung der *Model Collective Action Clause* hätte es ausgereicht, die Klausel mit etwa notwendigen und zweckmäßigen Anpassungen in die Emissionsbedingungen des Bundes aufzunehmen. Eine solche Handhabe hätte der Praxis des Bundes bei zwei früheren Währungsanleihen entsprochen. Im Übrigen, anders als die Gesetzesbegründung ausführt, kommt der Regelung der §§ 4a bis 4k BSchuWG keine Leitbildfunktion im AGB-rechtlichen Sinne zu. Eine solche Leitbildfunktion hat das SchVG, nicht nur allgemein, sondern auch für die Umsetzung der Umschuldungsklauseln der Euro-Staaten.

Nach § 1 Abs. 2 gilt das SchVG u. a. nicht für die Anleihen des Bundes, und die anderen in § 1 Abs. 2 aufgeführten Personen der öffentlichen Hand. Die Bestimmung errichtet für diese

³⁰ Vertrag vom 2. Februar 2012 zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus, BGBl. II 981.

³¹ Wegen Einzelheiten siehe *Bliesener/Schneider* (wie Fn. 4) Einleitung Rn. 34-37, § 1 Rn. 45 bis 50.

³² Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes vom 13. September 2012, BGBl. I, 1914.

³³ Vgl. *Bliesener/Schneider* (wie Fn. 4) § 3 Rn. 50. Dort (in Fn. 43) auch weitere Nachweise.

³⁴ Begr.RegE 17/9049, S.1 f.

Personen **kein Verbot**, Regelungen des Gesetzes in Anleihebedingungen zu übernehmen. Anleihen dieser Personen sind vielmehr von den Regeln des Gesetzes **freigestellt**³⁵. Die Anleihen solcher Emittenten können sich die Bestimmungen des Gesetzes ganz oder teilweise zu Eigen machen. Sie können die weitreichenden Gestaltungsmöglichkeiten ausschöpfen, die das Gesetz in den §§ 5, 7 und 8 vorsieht. Sie können grundsätzlich auch Gegenstand und Durchführung der Gläubigerbeschlüsse sowie Regelungen über den gesetzlichen Vertreter abweichend vom Gesetz regeln. Das SchVG hat eine Grundlage für die Organisation und Vergemeinschaftung individueller Forderungsrechte einer Vielzahl von Gläubigern geschaffen. Mit dem danach bestehenden Leitbild entfallen für die Anleihen der vom Gesetz freigestellten Emittenten grundsätzliche rechtliche Bedenken gegen kautelarische Gestaltungen der Organisation und Vergemeinschaftung von Anleihegläubigern und der damit einhergehenden Möglichkeit zu weitgehenden Eingriffen in Individualrechte, die vor dem Inkrafttreten des Gesetzes wegen des Fehlens einer einschlägigen gesetzlichen Grundlage im Hinblick auf die allgemeinen Ordnungsprinzipien des Schuldrechts und die speziellen Anforderungen des AGB-Rechts bestehen mussten³⁶.

Dies wird durch die *Praxis des Bundes* bestätigt, der von den danach bestehenden Gestaltungsmöglichkeiten in den beiden US-Dollar-Anleihen, die er bislang begeben hat, Gebrauch gemacht hat³⁷.

Die dargelegte Rechtslage, bestätigt durch die Praxis des Bundes, hätte es erlaubt, die *Model Collective Action Clause* mit etwa notwendigen und zweckmäßigen Anpassungen durch bloße Aufnahme in die Emissionsbedingungen des Bundes Geltung zu verschaffen.

Den Bestimmungen der § 4a bis 4k BSchuWG kommt, anders als es die amtliche Begründung zum Ausdruck bringt, auch *keine Leitbildfunktion* zu. Sie stehen unter einem ausdrücklichen Änderungsvorbehalt (§ 4a Satz 3 BSchuWG), sie enthalten eine nur für Bundesanleihen geltende Spezialregelung, und schließlich können sie im Anwendungsbereich des SchVG keine Geltung beanspruchen, weil allein dessen Bestimmungen anzuwenden sind.

Nach allem sind selbst dem Gesetzgeber bei dem Gesetzeswerk der §§ 4a bis 4k BSchuWG die Möglichkeiten entschwunden, die das SchVG bietet, und das trotz vorheriger Nutzung dieser Möglichkeiten.

³⁵ *Bliesener/Schneider* (wie Fn. 4), § 1 Rn. 40, 41 mit weiteren Nachweisen in Fn. 43 daselbst.

³⁶ *Bliesener/Schneider* (wie Fn. 4), Einleitung Rn. 10; § 1 Rn. 40, 41.

³⁷ *Bliesener/Schneider* (wie Fn. 4), § 1 Rn. 42.

III. Gefährdung der Akzeptanz des Gesetzes wegen Malfunktion des Anfechtungsrechts

Das SchVG regelt den Rechtsschutz gegen fehlerhafte Gläubigerbeschlüsse in enger Anlehnung an die aktienrechtliche Anfechtungsklage gegen Beschlüsse der Hauptversammlung. So entsprechen die Anfechtungsgründe, die Anfechtungsbefugnis, die Anfechtungsfrist und die Formalien der Anfechtungsklage weitgehend den aktienrechtlichen Vorgaben. Das gilt auch für das Freigabeverfahren.

Die Übertragung der Rechtsschutzmechanismen des Aktienrechts in das Schuldrecht ist wegen der Unterschiedlichkeit der grundlegend anderen Regelungssachverhalte im Aktienrecht einerseits und im Schuldrecht – Anleiherecht – andererseits **konzeptionell verfehlt**³⁸.

Aktienrecht ist Verbandsrecht, Anleiherecht ist Schuldrecht. Der Aktionär hat Mitgliedschaftsrechte und Treuepflichten. Das Beschlussmängelrecht des Aktiengesetzes dient der Sicherung der zentralen Strukturelemente der Aktiengesellschaft und ihrer Unternehmensverfassung gegen Beeinträchtigungen durch Aktionärsbeschlüsse, der Kontrolle der Organe der Gesellschaft, der Sicherung der Rechtmäßigkeit der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder, der Durchsetzung rechtmäßiger Zustände bei der Beschlussfassung über Maßnahmen der Kapitalbeschaffung oder der Kapitalherabsetzung, über einen Unternehmensvertrag, eine Eingliederung, den Ausschluss von Minderheitsaktionären und so fort. Dem Anleiherecht ist dies alles fremd. Es ist gekennzeichnet durch ein reines Gläubiger-/Schuldner-Verhältnis, gerichtet auf Leistung von Geld oder nach Geldes Wert bemessenen Gütern (wie Edelmetalle oder Wertpapiere). Die Gläubiger sind untereinander nicht mitgliedschaftlich verbunden, ihnen obliegen keine Treuepflichten. Mitgliedschaftrechtliche Kontrollrechte entfallen für sie. Sie haben eine persönliche Forderung an den Schuldner. Was sie beanspruchen dürfen ist **Vermögensschutz**. Dies allein ist interessengerecht und schutzwürdig.

Mit der Übertragung der Rechtsschutzmechanismen des Aktienrechts in das Anleiherecht werden Wertungen übertragen, die dem Schuldrecht fremd sind. Das führt zu Unstimmigkeiten und Ungewissheiten in einem Bereich, in dem es schon wegen der Milliarden-Volumina, um die es insbesondere bei der Restrukturierung von Anleihen oftmals geht, Gewissheit und Zuverlässigkeit - auch der Prognose - herrschen müssen. Der Sinn der gerichtlichen Kontrolle von Mehrheitsbeschlüssen der Gläubiger besteht nicht *allein* darin,

³⁸ Vgl. die fundierte Kritik *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, 2010, 210 ff, 318 f.

Rechtsschutz zu gewähren, sondern auch darin, ihn einzugrenzen und zu kanalisieren und dadurch *Rechtssicherheit* für die Beteiligten, Schuldner und Gläubiger, zu schaffen³⁹. Es ist deshalb nicht angebracht, auch im Anleiherecht wie im Aktienrecht einzelnen von der (qualifizierten) Mehrheit der Gläubiger überstimmten Gläubigern die Möglichkeit der **Kassation** des Mehrheitsbeschlusses einzuräumen, oftmals mit verhängnisvollen Folgen für den Fortbestand des Unternehmens des Schuldners, seiner Stakeholder (Arbeitnehmer, Aktionäre, dritte Gläubiger) und – nicht zu übersehen – für die Interessen der großen Mehrheit der Gläubiger, die die Sanierung des Schuldners und die Abwendung seiner Insolvenz wollen, dafür finanzielle Opfer bringen, um ihre Ansprüche aus der Anleihe ganz oder jedenfalls teilweise zu „retten“. Die überstimmten Gläubiger erstreiten mit der Kassation des rechtswidrigen Beschlusses etwas, was jenseits ihres Vermögensinteresses liegt, was aber die Interessen der Mehrheitsgläubiger und die der weiteren Betroffenen verletzt. Das Interesse des überstimmten Gläubigers ist gewahrt, wenn das Gesetz ihm statt des Rechts auf Vernichtung des Beschlusses der Mehrheit einen Anspruch an den Schuldner auf Ersatz der durch den Vollzug des fehlerhaften Beschlusses erlittenen Wertminderung seiner Schuldverschreibung einräumt.

Die Übertragung aktienrechtlicher Prinzipien in das Beschlussmängelrecht des SchVG eröffnet überdies dem **Missbrauch** Tür und Tor. Wie bei erstbesten Gelegenheit in den Fällen Pfeleiderer und Q-Cells zu beobachten, gesellt sich zur Kategorie der „räuberischen Minderheitsaktionäre“ die Kategorie der „räuberischen Minderheitsgläubiger“ mit dem gleichen Geschäftsmodell. Dabei ist bei Sanierungsbeschlüssen das Erpressungspotential wegen der Eilbedürftigkeit des Vollzugs des Beschlusses bei drohender Insolvenz des Schuldners regelmäßig ungleich größer als bei aktienrechtlichen Kapitalmaßnahmen, Unternehmensverträgen und dergleichen. Es geht diesen Gläubigern nicht um die Durchsetzung rechtmäßiger Zustände, sondern um lukrative Vorteile gegenüber der großen Mehrheit der Gläubiger. Sie disqualifizieren sich dadurch von vornherein als Kontrollinstanz. Ihre Klagen sind offensichtlich funktionswidrig und rechtsmissbräuchlich.

Ein solcher Tatbestand bedingt die **Sinnentleerung** des Anfechtungsrechts.

Die Einrichtung der Anfechtungsklage (ebenso wie die einer Nichtigkeitsklage) und die damit verbundene Möglichkeit, den Mehrheitsentscheid zu Fall zu bringen, bedeutet objektive Rechtmäßigkeitskontrolle der Beschlussfassung auf die Initiative jedes einzelnen überstimmten Gläubigers. Sie misst jedem Gläubiger eine „Polizeifunktion“ zur Wahrung des

³⁹ Baums ZBB 2009, 1, 3; Maier-Reimer NJW 2010, 1313, 1318.

Rechts zu, und erhofft und bezweckt damit, vorbeugend – präventiv – Gläubiger und Schuldner von rechtswidrigen Beschlüssen abzuhalten. Eine solche Einschätzung wird indessen fragwürdig, wenn die Anfechtung nur (im Wesentlichen nur) von solchen überstimmten Minderheitsgläubigern betrieben wird, die gar nicht die Wahrung des Rechts durch eine gerichtliche Entscheidung im Sinn haben, sondern denen es um eine Sonderbehandlung zu Lasten der Gläubigergesamtheit des zu restrukturierenden Schuldners und damit um persönliche Bereicherung geht, während die übrigen in der Minderheit gebliebenen Gläubiger ihren Frieden mit dem Umstand machen, dass sie in der Abstimmung unterlegen sind, und zur Tagesordnung übergehen⁴⁰.

Die beschriebenen Umstände sind dem internationalen Anleihemarkt nicht zu vermitteln. Die konkurrierenden Rechte Englands und New Yorks kennen dergleichen nicht⁴¹. Vielmehr kennen Anleihen unter diesen Rechten differenzierte Gestaltungen, um „*disruptive legal actions*“ einzelner Gläubiger oder organisierter Minderheiten zu verhindern.

Das Gesetz bedarf der Änderung durch die Ersetzung des Anfechtungsrechts mit der möglichen Folge der Kassation des Mehrheitsentscheids durch die Begründung eines verschuldensunabhängigen Anspruchs des dissentierenden Gläubigers an den Schuldner auf Ersatz der durch den Vollzug des Mehrheitsbeschlusses eintretenden Wertminderung seiner Schuldverschreibung⁴².

IV. Fazit

Es ist anhand von Beispielen dargelegt worden, dass Literatur und Rechtsprechung eine **Tendenz** zeigen, das neue **Gesetz mit Anforderungen zu überfrachten**, die keinen Ausdruck darin gefunden haben und die in der Folge die Bereitschaft der Marktteilnehmer riskieren kann, sich für die Anwendung des Gesetzes zu entscheiden. Kommentatoren und Gerichte sind ungehindert, ihre Rechtsauffassungen frei zu bilden und zu äußern und – im Falle der Gerichte – auch durchzusetzen. Auch wenn gerichtliche Entscheidungen, wie die des LG und OLG Frankfurt in den Fällen Pfeleiderer und Q-Cells, Erwartungen in eine verständige Anwendung des Gesetzes enttäuschen, und sie mit guten Gründen als fehlerhaft bezeichnet

⁴⁰ Für das aktienrechtliche Beschlussmängelrecht stellen *Bayer/Hoffmann/Sawada*, ZIP 2012, 897, 910 zum Prozessverhalten der „Berufskläger“ fest, dass sich mit der „Rechtsmissbräuchlichkeit der offensichtlich funktionswidrig erhobenen Klagen und damit zugleich deren Unbegründetheit ... auch rechtstatsächlich die rechtstheoretisch sinnvolle und von der traditionellen Auffassung stets als wichtig eingeschätzte präventiv-verhaltenssteuernde Wirkung erledigt“.

⁴¹ Vgl. *Schmidtbleicher* (wie Fn. 33), S. 298 für das anglo-amerikanische Recht, S. 312f. für das englische Recht.

⁴² Einzelheiten dazu unten S. 22 f.

werden dürfen, sind sie Teil der Rechtsentwicklung und – wie die Praxis zeigt – unvermeidlich.

Unvermeidlich ist aber auch, dass das Gesetz durch diese Tendenzen an Konturen und Bestimmtheit seiner Regeln einbüßt und damit Unsicherheiten in der Anwendung des Gesetzes bedingt sind, wo Bestimmtheit der Regeln für die Bereitschaft von Emittenten, sich ihnen zu unterwerfen, erwünscht ist. Das gilt für die Anwendung des Gesetzes allgemein und besonders für die Restrukturierung von Schuldverschreibungen, namentlich in der Krisensituation.

Noch erschwerender für die Akzeptanz des neuen Gesetzes als derartige Tendenzen in Literatur und Rechtsprechung wiegt die **Malfunktion des Beschlussmängelrechts**. Anfechtungsklage, Vollzugssperre, Dauer des Freigabeverfahrens und Kassation stellen Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger als geeignete Maßnahmen zur Restrukturierung von Schuldverschreibungen in Krisensituationen grundsätzlich in Frage. In der Verbindung mit den dargelegten Tendenzen in Literatur und Rechtsprechung, im Besonderen mit der Überfrachtung der materiellen Beschlusskontrolle mit literarischen Konzepten, die im Gesetz keinen Ausdruck gefunden haben, geht *predictability* eines Restrukturierungsverfahrens weitgehend verloren, und dies umsomehr, als das Gesetz missbräuchlichen Klagen keine Schranken setzt. Die beschriebenen Umstände erlauben Emittenten keine hinreichend zuverlässigen Einschätzungen über Dauer, Verlauf und Ergebnis der Verfahren. Das jedoch ist Voraussetzung dafür, dass sie sich diesen Verfahren anvertrauen. Fehlt es an dieser Voraussetzung, wird es ihnen, ihren Beratern sowie den begleitenden Emissionshäusern geraten erscheinen, sich *gegen* die Anwendung des SchVG und – wenn sie sich der Möglichkeit zur Restrukturierung ihrer Anleihen nicht begeben wollen – *für* ein sich anbietendes fremdes Recht, wie das englische, entscheiden.

1. Notwendigkeit gesetzlicher Änderungen und Klarstellungen

Geboten sind gesetzgeberische Eingriffe.

Obenan steht die **Ersetzung des Anfechtungsrechts** durch einen verschuldensunabhängigen Anspruch des dissentierenden Gläubigers an den Schuldner auf Ausgleich der durch den Vollzug des fehlerhaften Beschlusses eintretenden Wertminderung seiner Schuldverschreibung (**Wertersatzanspruch**)⁴³. Der Anspruch ist im Wege der Leistungsklage zu verfolgen, bei der das Gericht inzident die Rechtswidrigkeit des

⁴³ Siehe oben Seite 19 f.

Beschlusses zu ermitteln hat. Neben der Leistungsklage auf Wertersatz gibt es keine Klage auf Feststellung der Rechtswidrigkeit des Beschlusses. Dafür fehlt ein Rechtsschutzinteresse. Vollzugssperre und Freigabeverfahren entfallen. Die Klage wäre binnen angemessener Frist (einen Monat) nach Bekanntmachung des Beschlusses zu erheben.

Ein solcher Wertersatzanspruch trägt dem schutzwürdigen Interesse des dissentierenden Gläubigers, welches auf **Kompensation und nicht auf Kassation** gerichtet ist, hinreichend Rechnung. Darüber hinaus findet bei der Prüfung der Voraussetzungen des Anspruchs inzident eine materielle und formelle Kontrolle des Beschlusses auf seine Rechtmäßigkeit statt, die wie die Anfechtungsklage eine Präventivfunktion zur Disziplinierung von Schuldner und Gläubigern entfaltet. Auch eine fehlerhafte Gesetzesanwendung ist weniger folgenschwer, wenn es um die Versagung oder Bejahung individueller Zahlungsansprüche geht und nicht um die Vernichtung des Beschlusses mit Wirkung *erga omnes*, mit den damit häufig verbundenen verhängnisvollen Auswirkungen auf den Fortbestand des Unternehmens und die Interessen seiner Stakeholder. Schließlich verlieren auch die „räuberischen Minderheitsgläubiger“ durch die Umstellung von Kassation auf Wertersatz den Hebel für ihr rechtsmissbräuchliches Vorgehen.

Über diese vordringliche Reform hinaus sind es zwei weitere gesetzgeberische Interventionen, die in besonderem Maße wünschbar wären.

Es sollte – durch Gesetz oder amtliche Begründung – der geltende Rechtszustand klargestellt werden, wonach sich die **materielle Beschlusskontrolle** ausschließlich auf folgende Gesetzesverletzungen beschränkt: (i) der Beschluss verletzt das Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 S. 2; (ii) der Beschluss verpflichtet entgegen § 5 Abs. 1 S. 3 die Gläubiger zu Leistungen; (iii) der Beschluss verstößt durch seinen Inhalt gegen die guten Sitten⁴⁴. Die Rechtmäßigkeit des Beschlusses ist dagegen nicht daran zu messen, ob der Beschluss (wie im alten SchVG vorgeschrieben) die Interessen aller Gläubiger wahrt, ob er gegen eine (in Teilen der Literatur behauptete, dem Schuldverschreibungsrecht jedoch fremde) treuhänderische Bindung der Anleihegläubiger untereinander verstößt, oder ob ein Gläubiger mit dem Beschluss (analog § 243 Abs. 2 AktG) Sondervorteile verfolgt⁴⁵.

Außerdem sollte die **Möglichkeit des Opt-In gemäß § 24 Abs. 2** in Altanleihen ausländischer Emittenten, die das OLG Frankfurt wegen seiner Monopolkompetenz dauerhaft

⁴⁴ Das sind dieselben Gründe, die bei der unten (Seite 24) vorgeschlagenen Einführung einer Nichtigkeitsklage zur Nichtigkeit des angefochtenen Beschlusses aus materiellen Gründen führen.

⁴⁵ Siehe oben, S. 4 ff.

verschlossen hat, wieder hergestellt werden⁴⁶, ebenfalls eine Maßnahme von klarstellendem Charakter.

2. Einführung einer Nichtigkeitsklage

Wie eingangs betont, sollte die Ersetzung der Anfechtungsklage durch einen gesetzlich begründeten Wertersatzanspruch des überstimmten Gläubigers ergänzend begleitet sein durch die Einführung einer **Nichtigkeitsklage**. Zwar ist bei einem auf Vermögensschutz angelegten Wertesystem des Beschlussmängelrechts die Kassation nichtiger Beschlüsse zur Wahrung des Interesses der Minderheitsgläubiger nicht erforderlich. Gleichwohl kann die Rechtsordnung Beschlüsse nicht aufrechterhalten, deren Bestand zu gravierenden Wertungswidersprüchen führen würde. Im Wertesystem eines auf Vermögensschutz ausgerichteten Beschlussmängelrechts trägt die Nichtigkeitsklage jedoch Ausnahmecharakter. Es ist deshalb angemessen, die Nichtigkeitsgründe auf besonders schwerwiegende formelle und materielle Gesetzesverstöße zu berücksichtigen und sie im Wege des *numerus clausus* eindeutig zu bestimmen und einzugrenzen. Sie sollten nur vorliegen, wenn: (i) die Anleihebedingungen kein Opt-in nach § 5 Abs. 1 S. 1 vorsehen; (ii) der Beschluss nicht gemäß §§ 16 Abs. 3 S. 1-3, 18 Abs. 4 S. 3 beurkundet ist; (iii) die Versammlung unter Verstoß gegen § 12 einberufen worden ist; (iv) der Beschluss das Gleichbehandlungsgebot des § 5 Abs. 2 S. 2 verletzt; (v) der Beschluss entgegen § 5 Abs. 1 S. 3 die Gläubiger zu Leistungen verpflichtet; oder (vi) der Beschluss durch seinen Inhalt gegen die guten Sitten verstößt⁴⁷.

Die Geltendmachung der Nichtigkeitsklage sollte, wie die gegenwärtige Anfechtungsklage, auf einen Monat befristet sein. Die Nichtigkeit sollte nicht auf andere Weise als durch die Nichtigkeitsklage geltend gemacht werden können.

Die Nichtigkeitsklage wäre in gleicher Weise wie die bestehende Anfechtungsklage dem Risiko **missbräuchlicher Klagen** ausgesetzt. Mit der Geltendmachung der Nichtigkeit geht herkömmlicherweise das Prinzip einher, die angefochtene Maßnahme grundsätzlich solange nicht zu vollziehen, bis über deren Rechtmäßigkeit abschließend entschieden ist. Es ist jedoch unerlässlich, die schädlichen Auswirkungen zu begrenzen, die eintreten, wenn infolge rechtsmissbräuchlicher Klagen rechtmäßige Beschlüsse wegen einer allzu langen Vollzugssperre nicht so vollzogen werden können, dass sie ihren Zweck erreichen können. Das gilt umso mehr, als bei fehlerhaften Beschlüssen ausschließlich Vermögensinteressen der

⁴⁶ Siehe oben, S. 9 ff.

⁴⁷ Ziffern, ii, iii und vi in Anlehnung an § 241 Ziff. 1, 2 und 4 AktG.

Gläubiger auf dem Spiel stehen, deren Durchsetzung ein Verbot der Vollziehung nicht verlangt.

Dem Gesetzgeber stehen mehrere Wege offen, den Missbrauch von Nichtigkeitsklagen einzudämmen und damit von den Gläubigern beschlossene Maßnahmen insbesondere in Krisensituationen nicht dem Scheitern auszuliefern.

So könnte etwa eine **Entscheidungsfrist von drei Monaten** ab Klageerhebung vorgeschrieben werden, wie sie § 20 Abs. 3 S. 4 SchVG durch Verweisung auf § 246a Abs. 3 S. 6 AktG für das Freigabeverfahren bestimmt, mit der Möglichkeit, den Beschluss aufrecht zu erhalten, wenn (analog §§ 249 Abs. 1 S 1, 246a Abs. 2 Ziff. 3 AktG) bei dessen Kassation die Nachteile für den Schuldner, seine Stakeholder und die Gläubiger die Nachteile für den Nichtigkeitskläger (nach freier Überzeugung des Gerichts) überwiegen würden. Das Freigabeverfahren wäre bei einer solchen Regelung entbehrlich. Das Gericht – ein Senat des zuständigen OLG – entschiede in erster und letzter Instanz, mit der Möglichkeit der Rechtsbeschwerde zum BGH im Falle divergierender OLG-Entscheidungen, im Interesse einer einheitlichen Rechtsprechung⁴⁸.

Ein anderer Weg, rechtsmissbräuchlichen Klagen zu begegnen, wäre die Einrichtung eines obligatorischen **Zulassungsverfahrens** von kurzer Dauer (z.B. einem Monat), in dem das Gericht anhand gesetzlich normierter Nichtzulassungsgründe (etwa: die Klage ist ohne hinreichende Erfolgsaussichten; das Gericht würde voraussichtlich selbst bei Vorliegen eines Nichtigkeitsgrundes den Beschluss (in Anwendung der bestehenden Regeln für das Freigabeverfahren) aufrecht erhalten; der Beklagte hat Tatsachen glaubhaft gemacht, die nahelegen, dass die Klage rechtsmissbräuchlich ist) über die Zulassung oder Nichtzulassung der Klage entscheidet. Mit der Nichtzulassung würde die Vollzugssperre enden; mit der Zulassung würde sie erst mit der abschließenden Entscheidung enden.

Noch zielführender wäre es, wenn gesetzlich bestimmt würde, dass der Beschluss der Gläubiger auch bei erhobener Nichtigkeitsklage vollziehbar ist, ohne eine rechtskräftige Entscheidung des Gerichts abzuwarten. Dem Kläger bliebe es unbenommen, im Wege einer einstweiligen Verfügung die Untersagung der Vollziehung zu erwirken, sofern die Nachteile der Vollziehung für die Gläubiger (nach freier Überzeugung des Gerichts) die Nachteile

⁴⁸ Eine Beschränkung der Dauer der Entscheidungsfrist erscheint mit Rücksicht darauf, dass die Nichtigkeitsgründe zahlenmäßig begrenzt und klar definiert sind und im Normalfall deren Vorliegen oder Nichtvorliegen offensichtlich sein wird, als angemessen.

überwiegen, die dem Schuldner und seinen Stakeholdern in Folge der Untersagung der Vollziehung drohen.

Vor allem mit der Reform des Beschlussmängelrechts sollte das neue Gesetz endgültig Kapitalmarkttauglichkeit gewinnen und der mit ihm verfolgte Zweck verwirklicht werden, die Rückständigkeit des deutschen Anleiherechts zu beenden und an internationale Standards aufzuschließen. Ohne diese Reform ist zu besorgen, dass sich die Anwender von dem Gesetz verabschieden.

WORKING PAPERS

1. Andreas Cahn
Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz
Betroffener
(publ. In: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
2. Axel Nawrath
Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele und
Aufgaben der Politik, insbesondere des Bundesministeriums der Finanzen
3. Michael Senger
Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12 Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
4. Georg Dreyling
Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung des
Finanzplatzes Deutschland
5. Matthias Berger
Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt Börsen- und
Wertpapierrecht
6. Felicitas Linden
Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie- Herausforderungen
bei der Gestaltung der Richtlinie
7. Michael Findeisen
Nationale und internationale Maßnahmen gegen die Geldwäsche und die
Finanzierung des Terrorismus – ein Instrument zur Sicherstellung der
Stabilität der Finanzmärkte
8. Regina Nößner
Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung zwischen
wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich relevantem Verhalten
9. Franklin R. Edwards
The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor
Protection
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004,
S. 30 ff.)
10. Ashley Kovas
Should Hedge Fund Products be marketed to Retail Investors? A
balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004,
S. 91 ff.)
11. Marcia L. MacHarg
Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004,
S. 91 ff.)
12. Kai-Uwe Steck
Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004,
S. 91 ff.)
13. Jörg Vollbrecht
Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der
Umsetzung der OGAW – Richtlinien
14. Jens Conert
Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der
Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
15. Bob Wessels
Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in
Europe
16. Theodor Baums /
Kenneth E. Scott
Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the
United States and in Germany
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in:
Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
17. Bob Wessels
International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in
particular against (groups of) Companies

18. Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie (publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
19. Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union (publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
20. Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen (publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
21. David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
22. Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law (deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)
23. Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
24. Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
25. Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
26. Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
27. Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
28. Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
29. René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
30. Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
31. Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
32. Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung

- (publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
33. Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
34. Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
35. Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa
36. Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
37. Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
38. Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank
39. Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
40. David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5, Issue 2, 2005)
41. John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
42. David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the Delaware and the German Corporate Statutes
43. Garry J. Schinasi / Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single Financial Market
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges, Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman, eds., 2006)
44. Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity
45. Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross- Border Assignments – A potential threat from Europe
(publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
46. Jochem Reichert / Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
47. Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?
(publ. in: European Company and Financial Law Review, 2006, p. 147)
48. Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum
(publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.], Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, 952 ff.)
49. Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?
(publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
50. Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen
(publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
51. Hannes Klühs / Roland Schmidbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT- Gesellschaften
(publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)

52. Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht
(publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
53. Stefan Simon / Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
54. Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
55. Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)
56. Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
57. Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
58. Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan
(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
59. Andreas Cahn / Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
60. Roland Schmidbleicher/ Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
61. Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
62. Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
63. Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay
(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
64. Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?
(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
65. Theodor Baums / Astrid Keinath / Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie
(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
66. Stefan Brass / Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien
(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
67. Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts
(publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
68. David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries
69. Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
70. Theodor Baums/ Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)

71. David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
72. Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
73. Melanie Döge / Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten Anstellungsverhältnissen
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
74. Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
75. Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung und Finanzplatz*, 2008, S. 525 ff.)
76. Andreas Cahn / Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
77. David C. Donald Approaching Comparative Company Law
78. Theodor Baums / Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
(publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.], *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, 2009, S. 5 ff.)
79. Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés
(publ. in: *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
80. Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff. WpHG und § 244 AktG
(publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)
81. Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?
82. Günther M. Bredow/ Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze
(publ. in: BKR 2008, 271 ff.)
83. Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts
(publ. in: *Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe*, 2009, S. 815 ff.)
84. José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
85. Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)
(publ. in: ZIP 2008, 1706 ff.)
86. James D. Cox / Randall S. Thomas / Lynn Bai There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs : An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
87. Michael Bradley / James D. Cox / The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes : Lessons from the Sovereign Debt Market

88. Mitu Gulati
Theodor Baums Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda
(publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
89. Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
90. Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes
(publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
91. Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems
(publ. in: Der Konzern 2008, 504 ff.)
92. Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
93. Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied
(publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
94. Ulrich Seibert /
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf
(publ. in: ZIP 2008, 2145 ff.)
95. Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes
(publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
96. Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
97. Theodor Baums /
Maïke Sauter Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag
(publ. in: ZHR 173 (2009), 454 ff.)
98. Andreas Cahn Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH
(publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
99. Melanie Döge /
Stefan Jobst Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz
(publ. in: BKR 2010, S. 136 ff.)
100. Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien
(publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
101. Nicole Campbell /
Henny Mächler Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
102. Brad Gans Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
103. Arbeitskreis
„Unternehmerische
Mitbestimmung“ Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats
(publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
104. Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften
(publ. in: Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)
105. Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG
(publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
106. Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz
(publ. in: ZBB 2009, S. 419 ff.)

107. Matthias Döll „Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
108. Kenneth E. Scott Lessons from the Crisis
109. Guido Ferrarini / Niamh Moloney / Maria Cristina Ungureanu Understanding Director’s Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis
110. Fabio Recine / Pedro Gustavo Teixeira The new financial stability architecture in the EU
111. Theodor Baums Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters
(publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
112. Julia Redenius-Hövermann Zur Frauenquote im Aufsichtsrat
(publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
113. Theodor Baums / Thierry Bonneau / André Prüm The electronic exchange of information and respect for private life, banking secrecy and the free internal market
(publ. in: Rev. Trimestrielle de Droit Financier 2010, N° 2, S. 81 ff)
114. Tim Florstedt Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung
(publ. in: ZIP 2010, S. 761 ff.)
115. Tim Florstedt Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der Finanzmarktkrise
(publ. in: AG 2010, S. 315 ff.)
116. Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The need for an international instrument on the private law framework for netting
117. Andreas Cahn / Stefan Simon / Rüdiger Theiselmann Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity Swap
118. Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht
(publ. in: ZGR 40 [2011], S. 218 ff)
119. Theodor Baums Managerhaftung und Verjährungsfrist
(publ. in: ZHR 174 (2010), S. 593 ff)
120. Stefan Jobst Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei
121. Theodor Baums Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833
(publ. in: Bechtold/Jickeli/Rohe [Hrsg.], Recht, Ordnung und Wettbewerb. Festschrift für Möschel, 2011, S. 1097 ff)
122. Theodor Baums *Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht
(publ. in: ZIP 2010, S. 2374 ff)
123. Theodor Baums Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung
(publ. in: ZHR 2011, S. 160 ff.)
124. Theodor Baums Agio und sonstige Zuzahlungen im Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 61 ff.)
125. Yuji Ito Das japanische Gesellschaftsrecht - Entwicklungen und Eigentümlichkeiten
126. Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law
127. Nikolaus Bunting Das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG in der Prüfungspraxis - Eine kritische Betrachtung des IDW PS 340
(publ. in ZIP 2012, 357 ff.)

128. Andreas Cahn Der Kontrollbegriff des WpÜG
129. Andreas Cahn Professionalisierung des Aufsichtsrats
130. Theodor Baums / Florian Drinhausen / Astrid Keinath Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren. Eine empirische Studie
(publ. in: ZIP 2011, S. 2329 ff.)
131. Theodor Baums / Roland Schmidtbleicher Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen
(publ. in: ZIP 2012, S. 204 ff.)
132. Nikolaus Bunting Rechtsgrundlage und Reichweite der Compliance in Aktiengesellschaft und Konzern
(publ. in: ZIP 2012, S. 1542 ff.)
133. Andreas Cahn Beratungsverträge mit Aufsichtsratsmitgliedern
134. Andreas Cahn/ Henny Mühler Produktinformationen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1

D-60323 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-33753

FAX: +49 (0)69 / 798-33929

WWW.ILF-FRANKFURT.DE