

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

DANIEL WEIß

OPT-IN AUSLÄNDISCHER ALTANLEIHEN INS NEUE SCHULDVERSCHREIBUNGSGESETZ



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 136

Daniel Weiß

Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue
Schuldverschreibungsgesetz

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 136

3/2013

Inhaltsverzeichnis

Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz.....	2
I. Vorbemerkungen.....	2
II. Opt-in von Altanleihen.....	2
1. Auslegung des Wortlauts.....	3
2. Systematik	4
3. Historische Auslegung	5
4. Teleologische Auslegung	6
III. Nebenbestimmungen ausländischen Rechts	10
IV. Zusammenfassung.....	13

Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz

Dr. Daniel Weiß, LL.M. (Univ. Chicago)¹

I. Vorbemerkungen

Das neue Schuldverschreibungsgesetz (SchVG)² hat mit Wirkung vom 5.8.2009 das Schuldverschreibungsgesetz von 1899³ abgelöst. Ein wesentliches Ziel des Reformgesetzgebers war es, die Restrukturierung von Anleihen und damit die Sanierungen von Unternehmen in der Krise zu erleichtern. Außerdem sollte das deutsche Schuldverschreibungsrecht insgesamt modernisiert und an internationale Standards angepasst werden. Mit dem SchVG ist ein großer Wurf gelungen, der das deutsche Schuldverschreibungsrecht vom Stand des 19. ins 21. Jahrhundert beförderte. Dieser Beitrag befasst sich in kritischer Würdigung der zwischenzeitlich ergangenen instanzgerichtlichen Rechtsprechung mit der Anwendbarkeit des Gesetzes auf Anleihen ausländischer Emittenten, die vor Inkrafttreten des SchVG begeben wurden. Außerdem wird der Frage nachgegangen, ob die bei bestimmten Anleihtypen nicht unüblichen Nebenbestimmungen ausländischen Rechts einer Anwendbarkeit des SchVG entgegenstehen. Dies sind jeweils Themen von hoher praktischer Relevanz wenn man sich vor Augen hält, dass deutsche Unternehmen ihre Anleihen überwiegend unter Einschaltung ausländischer Emissionsvehikel emittieren.

II. Opt-in von Altanleihen

Das neue Schuldverschreibungsrecht sieht in § 24 Abs. 2 SchVG vor, dass Gläubiger von Anleihen, die vor dem 05.08.2009 begeben wurden (sog. Altanleihen), mittels eines qualifizierten Mehrheitsbeschlusses die betreffende Anleihe dem Regime des neuen SchVG unterwerfen können (sog. Opt-in). Damit ist auch für Gläubiger von Altanleihen der Weg eröffnet, von den Möglichkeiten des SchVG Gebrauch zu machen und insbesondere mittels Mehrheitsentscheidung Sanierungsmaßnahmen zu beschließen. In einer viel beachteten Entscheidung hat das OLG Frankfurt a. M. die Möglichkeit des Opt-in für Anleihen außerhalb des Anwendungsbereichs des SchVG 1899, d.h. im wesentlichen Anleihen ausländischer

¹ Ich danke Herrn Ass. jur. Marco Brand für seine wertvolle Mitarbeit.

² Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen vom 31. Juli 2009, BGBl. I 2009, S. 2512.

³ Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen vom 4. Dezember 1899, BGBl. III, Gliederungsnummer 4134-1.

Emittenten,⁴ generell abgelehnt.⁵ Träfe diese Auffassung zu, hätte dies die weitreichende Folge, dass der Bestand der Altanleihen mehrheitlich nicht in den Genuss eines Opt-ins ins neue Recht gelangen kann, da deutsche Industrieunternehmen ihre Anleihen überwiegend unter Einschaltung ausländischer Tochtergesellschaften emittieren.⁶ Diese Entscheidung soll im Folgenden näher beleuchtet werden.

1. Auslegung des Wortlauts

Ausgangspunkt für die Auslegung des Anwendungsbereichs des § 24 Abs. 2 SchVG ist dessen *Wortlaut*.⁷ In § 1 Abs. 1 SchVG ist der in diesem Zusammenhang bedeutsame Begriff der *Schuldverschreibungen* im Sinne des Gesetzes definiert als „nach deutschem Recht begebene inhaltsgleiche Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen.“ Diese Formulierung umfasst unstreitig auch Auslandsemissionen, soweit sie deutschem Recht unterliegen⁸ und ist der Wortlautauslegung des § 24 Abs. 2 SchVG zugrundezulegen. Denn es besteht nach den anerkannten Grundsätzen der Methodenlehre grundsätzlich kein Raum, einem Begriff eine von einer Legaldefinition (bzw. wie die Methodenlehre teilweise formuliert, einem besonderen Sprachgebrauch des Gesetzes) abweichende Bedeutung beizumessen, es sei denn, dies ergäbe sich im Einzelfall aus dem Wortlaut selbst oder aus den Ergebnissen der anderen Auslegungsmethoden.⁹ Die Argumentationslast liegt dann jedoch bei demjenigen, der von der Legaldefinition abweichen will. Das OLG Frankfurt a. M. geht demgegenüber davon aus, dass der Wortlaut des § 24 Abs. 2 SchVG „offensichtlich zu weit gefasst“ sei, da es nahe liege, dass nicht alle Schuldverschreibungen schlechthin gemeint seien.¹⁰ Indem die Entscheidung eine freie Würdigung des Wortlauts vornimmt, ohne zuvor zu begründen

⁴ Im Folgenden beziehen sich die Begriffe Auslands- bzw. Inlandsaltanleihen idR vereinfachend auf Anleihen, die nicht bzw. die dem SchVG 1899 unterfallen, wohl wissend dass auch bestimmte Inlandsaltanleihen nicht unter das SchVG 1899 fallen (z.B. Genussrechte mit Verlustbeteiligung, vgl. OLG Frankfurt a. M., WM 2007, 828).

⁵ OLG Frankfurt a. M., ZIP 2012, 725 (Pfleiderer); a. A. die Vorinstanz LG Frankfurt a. M., ZIP 2011, 2306, 2308.

⁶ Vgl. Begr. RegE SchVG, BT-Drucks. 16/12814, Begründung Allgemeiner Teil I.

⁷ Insoweit übereinstimmend OLG Frankfurt a. M., ZIP 2012, 725. Zum Wortlaut der Norm als Ausgangspunkt der Auslegung vgl. etwa *Larenz*, Methodenlehre, 6. Aufl. 1991, S. 320.

⁸ *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 206; *Paulus*, WM 2012, 1109, 1110 ff.; *Simon*, CFL 2010, 159; *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477, 479; *Podewils*, DStR 2009, 1914; *Lürken*, GWR 2011, 546; *Keller*, BKR 2012, 15, 16; *Horn*, BKR 2009, 446 f.; *ders.*, ZHR 173 (2009), 12, 25.

⁹ Vgl. *Larenz*, Methodenlehre, 6. Aufl. 1991, S. 320 ff.; *Köbler*, Juristisches Wörterbuch, 14. Aufl. 2007, S. 259, li. Sp. „Legaldefinition“; *Bund*, in: Schäffer/Triffterer (Hrsg.), Rationalisierung der Gesetzgebung, 1. Aufl. 1984, S. 57, 59 ff.; *Rüthers/Fischer/Birk*, Rechtstheorie, 6. Aufl. 2011, Rn. 131a, 202; zur historischen Entwicklung der Legaldefinition ausführlich: *Ebel*, Über Legaldefinitionen, Diss. Tübingen 1973.

¹⁰ OLG Frankfurt a. M., ZIP 2012, 725, 726 (Pfleiderer).

weshalb der gesetzlich vorgegebene Sprachgebrauch im Einzelfall nicht einschlägig ist, erweist sie sich im Ausgangspunkt als methodisch fehlerhaft.¹¹

2. Systematik

Im Rahmen der *systematischen Auslegung* ist vor allem das Verhältnis der einzelnen Sätze des § 24 SchVG von Interesse. Dessen erster Absatz bestimmt in Satz 1, dass das Gesetz nicht auf Altanleihen anzuwenden ist; Satz 2 sieht vor, dass das SchVG 1899 auf diese Schuldverschreibungen weiter anzuwenden ist, soweit sich aus Absatz 2 nichts anderes ergibt. Dieser wiederum regelt den Opt-in Beschluss. Aus diesem Zusammenspiel folgert das OLG Frankfurt a. M., dass Abs. 2 als Ausnahme zu Abs. 1 S. 2 konzipiert sei mit der Folge, dass der Opt-in nur für Schuldverschreibungen möglich sei, für die das SchVG von 1899 gegolten habe.¹² Eine kühne Interpretation, wie *Paulus* treffend anmerkte¹³, die den § 24 SchVG kräftig gegen den Strich bürstet. Denn es ist vielmehr umgekehrt so, dass § 24 Abs. 1 S. 2 SchVG unter dem Vorbehalt des Abs. 2 steht. Es findet sich in der Formulierung des Abs. 2 kein Hinweis darauf, dass dieser durch Abs. 1 S. 2 eingeschränkt werden könnte. Hieraus folgt systematisch, dass § 24 Abs. 2 SchVG als eigenständige Vorschrift den Opt-in regelt und der Verweis in Abs. 1 S. 2 nur klarstellend besagt, dass der Normbefehl der Fortgeltung des SchVG 1899 nur so lange gilt, wie die Gläubiger keinen Opt-in Beschluss ins SchVG nach Abs. 2 gefasst haben.¹⁴ Abs. 1 S. 2 lässt sich also nichts hinsichtlich des Geltungsumfangs des Abs. 2 entnehmen. Das systematische Argument des OLG Frankfurt a. M. ist auch deshalb wenig überzeugend, weil es unplausible handwerkliche Mängel in der Abfassung des Gesetzes impliziert. Hätte der Gesetzgeber beabsichtigt, mit der Regelung des Abs. 1 S. 2 gleichzeitig die Opt-in Regelung des Abs. 2 auf Altanleihen im Anwendungsbereich des SchVG 1899 zu beschränken, hätte es nahe gelegen beide Vorschriften in einem Absatz zusammenzufassen. Schließlich deutet die gleichlautend formulierte Bezugnahme auf "Schuldverschreibungen, die vor dem 5. August 2009 ausgegeben wurden" darauf hin, dass es sowohl in Abs. 1 S. 1 als auch in Abs. 2 S. 1 um dieselbe Art von Schuldverschreibungen geht. Unzweifelhaft bezieht sich Abs. 1 S. 1 auf *sämtliche* Altanleihen. Denn wollte man die dort angeordnete Nichtanwendbarkeit des SchVG nur auf Inlandsaltanleihen beziehen, würde dies bedeuten, dass Auslandsaltanleihen automatisch, also ohne Opt-in Beschluss, in den Anwendungsbereich des SchVG fielen. Dass

¹¹ Im Ergebnis ebenso *Paulus*, EWiR 2012, 259, 260; *ders.*, WM 2012, 1109, 1112.

¹² OLG Frankfurt a. M., ZIP 2012, 725, 726 (Pfleiderer).

¹³ *Paulus*, WM 2012, 1109, 1112.

¹⁴ *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 209.

dies vom Gesetz nicht beabsichtigt sein kann, liegt auf der Hand. Demzufolge gilt sowohl Abs. 1 S. 1 wie auch der parallel formulierte Abs. 2 für sämtliche Altanleihen.

3. Historische Auslegung

Dies belegt auch die *Gesetzgebungshistorie*. Bereits der RefE 2006 enthielt den heutigen § 24 Abs. 1 S. 1 und 2 SchVG vergleichbare Regelungen, die sich vor der Einfügung des heutigen Abs. 1 S. 2 zweifellos auf sämtliche Altanleihen bezogen. Es ist davon auszugehen, dass die Einfügung des Abs. 1 S. 2 durch den RefE 2008 diesbezüglich keine materielle Änderung verfolgte, sondern vielmehr der Erkenntnis geschuldet war, dass im Zuge der in demselben Gesetz angeordneten Aufhebung der SchVG 1899¹⁵ dessen Fortgeltung für diejenigen Anleihen angeordnet werden musste, die bislang in seinen Anwendungsbereich fielen. Dies wird außerdem durch die Einfügung des Wortes "weiter" im RefE 2008 des § 24 Abs. 1 S. 2 SchVG deutlich. Dieser bestimmt, dass das SchVG von 1899 *weiter* anzuwenden ist, soweit sich aus Abs. 2 nichts anderes ergibt. Hierdurch sollte klargestellt werden, dass § 24 Abs. 1 S. 2 SchVG nur die Fortgeltung des SchVG von 1899 regeln will für Altanleihen, auf die bereits das SchVG von 1899 anwendbar war.¹⁶ Vor diesem Hintergrund liegt es fern, dieser Vorschrift auch einen (impliziten) einschränkenden Regelungsgehalt für die Opt-in Regelung des Abs. 2 beizulegen.

Die Gesetzesbegründung nimmt im Übrigen keine ausdrückliche Stellung zu dieser Frage. Auf der Grundlage des eingangs beschriebenen methodischen Ansatzes folgt, dass die Gesetzgebungshistorie keine hinreichend aussagekräftigen Indizien enthält, um eine Abweichung von der durch die Legaldefinition – bzw. den besonderen Sprachgebrauch des Gesetzes – vorgegebenen Wortlautbedeutung des Schuldverschreibungsbegriffs zu rechtfertigen.¹⁷ Im Übrigen finden sich in der längjährigen Gesetzgebungshistorie eine Reihe dieses Ergebnis stützender Belege, die in der umfassenden Analyse von *Baums/Schmidtbleicher* vorgelegt wurden und an dieser Stelle nicht wiederholt werden sollen.¹⁸

¹⁵ Art. 8 des Gesetzes über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (BGBl. I, S. 2512).

¹⁶ Ebenso *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 208 f.

¹⁷ Der Entscheidung des OLG Frankfurt a. M., ZIP 2012, 725, 727 re Sp., die das Fehlen einer entsprechenden ausdrücklichen Begründung als Beleg dafür heranzieht, dass der historische Gesetzgeber keinen Opt-in für Anleihen wollte die nicht dem Mehrheitsprinzip unterfielen, ist daher auch in diesem Punkt bereits aus methodischen Gründen nicht zu folgen.

¹⁸ *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 206 ff.

4. Teleologische Auslegung

Der Kern der Argumentationsführung des OLG Frankfurt a. M. liegt in der *teleologischen Auslegung*. Das Gericht ist der Auffassung, dass die nachträgliche Einführung des Mehrheitsprinzips für den überstimmten Gläubiger nachteilig sei, so dass es im Rahmen der Auslegung den Gesichtspunkt des Vertrauensschutzes heranzieht um zum Ergebnis zu gelangen, dass Gläubiger von Anleihen außerhalb des Anwendungsbereichs des SchVG 1899 nicht mit einem Opt-in in das Mehrheitsregime des SchVG rechnen mussten.¹⁹ Wollte man diesen Erwägungen folgen, so müsste man zur Vermeidung unüberbrückbarer Wertungswidersprüche auch den Gläubigern der Anleihen, die dem SchVG 1899 unterfielen, den Opt-in verwehren. Denn dieses Gesetz sah bekanntlich Mehrheitsentscheidungen nur in sehr engen Grenzen vor, die keine nennenswerten Sanierungsmaßnahmen zuließen. Nimmt man etwa den Fall eines Opt-ins zwecks anschließender Beschlussfassung über einen Kapitalverzicht oder die Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital, so wäre es kaum begründbar, nur das Vertrauen von Inhabern von Auslands-Altanleihen in den Fortbestand der Rechtslage zu schützen, die überhaupt keine Mehrheitsbeschlüsse vorsah, nicht aber dasjenige Vertrauen der Inhaber von Inlands-Altanleihen, die auf einen Fortbestand der Zulässigkeit von Mehrheitsentscheidungen in den engen Grenzen des SchVG 1899 vertrauten und damit insbesondere nicht mit einer Mehrheitsentscheidung über derartig weitreichende Sanierungsmaßnahmen rechneten. Die Auffassung des OLG Frankfurt a. M. konsequent zu Ende gedacht, wäre damit ein Opt-in weder für Auslands- noch für Inlandsanleihen möglich.

Zu demselben Schluss führt ein weiteres vom Gericht angeführtes Argument für den Vertrauensschutz, das einen Vergleich zieht zum Regelungsansatz des § 5 SchVG bezüglich Neuanleihen. Dieser ist dadurch gekennzeichnet, es dem Markt zu überlassen ob neu emittierte Anleihen von den Mehrheitsmechanismen des SchVG Gebrauch machen oder nicht. Enthalten deren Anleihebedingungen keine Mehrheitsklauseln, ist folgerichtig die nachträgliche Einführung einer Mehrheitsregelung per Gläubigerbeschluss nicht möglich. Hieraus folgert das Gericht, wenn Gläubiger von Neuanleihen nicht mit einer nachträglichen Unterwerfung unter eine Mehrheitsregelung rechnen müssten, müsse dies auch für Altanleihegläubiger gelten, deren Schuldverschreibungen nicht unter das SchVG 1899 fielen.²⁰ Da es jedoch keine überzeugenden Gründen gibt, beim Vertrauensschutz zwischen

¹⁹ OLG Frankfurt a. M., ZIP 2012, 725, 727 f.

²⁰ OLG Frankfurt a. M., ZIP 2012, 725, 726 f. Der in diesem Zusammenhang außerdem angeführte Grundsatz der Vertragstreue (*pacta sunt servanda*) geht fehl, da dieser das Verhältnis von Vertragsparteien untereinander

Gläubigern von Altanleihen zu differenzieren, die innerhalb und außerhalb des Anwendungsbereichs des alten SchVG liegen, stellt man auch mit diesem Argument die Zulässigkeit des Opt-in für Altanleihen insgesamt in Frage. Im Ergebnis impliziert diese Auffassung, dass dem gesetzlichen Opt-in Mechanismus *überhaupt kein* Anwendungsbereich verbliebe, was ersichtlich den Rahmen der einfachgesetzlichen Norminterpretation sprengt.

Hieran schließt sich eine weitere methodische Erwägung: Einen einfachgesetzlichen Auslegungsgrundsatz des Inhalts, dass das Vertrauen der Bürger in den Fortbestand der aktuellen Rechtslage möglichst umfassend zu schützen und demzufolge Änderungen dieser Rechtslage möglichst eng auszulegen seien, gibt es nicht. Der Vertrauensschutz im Zivilrecht findet sich etwa beim gutgläubigen Erwerb oder der Anscheinsvollmacht, betrifft also das horizontale Verhältnis der Zivilrechtssubjekte untereinander und nicht deren Verhältnis zum Gesetzgeber. Der Gesetzgeber ist vielmehr frei, im Rahmen der verfassungsrechtlichen Grenzen²¹ eine Änderung der Rechtslage mit Wirkung für zukünftige und bestehende Rechtsverhältnisse anzuordnen.²²

Die Heranziehung des Vertrauensschutzes beruht auf der grundlegenden Annahme einer Nachteiligkeit des Opt-in. Diese bleibt einer *formalen* Betrachtung verhaftet, die auf den Verlust eines "Vetorechts" jedes einzelnen Anleihegläubigers abstellt. Richtig ist vielmehr, dass Mehrheitsklauseln weder für die Gläubigergesamtheit noch jeweils für die einzelnen Gläubiger einen *materiellen* Nachteil begründen. In dem umfangreichen wirtschafts- und rechtswissenschaftlichen Schrifttum hat sich ein breiter Konsens herausgebildet, dass die Mehrheitsentscheidung der Anleihegläubiger das vorzugswürdige Verfahren ist, um deren wirtschaftliche Interessen zu koordinieren, diese gegenüber dem Emittenten wahrzunehmen und die typischerweise mit Anleiherestrukturierungen verbundenen Probleme wie rationale Apathie der Gläubiger und Trittbrettfahrerprobleme zu überwinden.²³ Der

anspricht, nicht jedoch die hier interessierende Frage einer möglichen Beschränkung der gesetzgeberischen Regelungsfreiheit durch Vertrauensgesichtspunkte.

²¹ Hierzu *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 214 ff.

²² Vgl. *Sandrock*, RIW 2012, 429, 440 f. zu dem im Zuge der Umschuldung griechischer Staatsanleihen eingeführten gesetzlichen Mehrheitsmechanismus für bestehende Anleihen griechischen Rechts, der sich dem Vernehmen nach die Opt-in Regelung des § 24 Abs. 2 SchVG zum Vorbild genommen hat.

²³ *Vogel*, in: Preuße, SchVG, 2010, § 5 Rn. 11 ff.; *Veranneman*, SchVG, 2010, § 5 Rn. 1; *Baums*, ZBB 2009, 1, 5 f.; *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204, 213; *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, Diss Frankfurt a.M. 2010, S. 59 ff., 65 ff., 73 ff.; *Kusserow*, WM 2011, 1645; *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 699; *Meier/Schauenburg*, CFL 2012, 161 ff.; *Friedl*, BB 2012, 1310, 1311; *Hopt*, in: FS Schwark, 2009, 441, 449; *Schönhaar*, Die kollektive Wahrnehmung der Gläubigerrechte, Diss. Freiburg 2011, S. 72 f.; *Schneider*, Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger, in: *Baums/Cahn* (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69; *Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz, Diss. Köln 2011, S. 129 f.; vgl. auch den Report of the Group of Ten on Contractual Clauses vom 26.9.2002, S. 3 ff., abrufbar unter

Mehrheitsmechanismus beschneidet also in keiner Weise die Gläubigerautonomie, sondern sichert diese, indem der die Handlungsfähigkeit der Gläubiger in der Krise überhaupt erst herstellt. Die Gläubiger bleiben frei, einem Restrukturierungsvorschlag des Emittenten zuzustimmen oder diesen abzulehnen und ihre Rechte in einer gegebenenfalls sich anschließenden Insolvenz geltend zu machen.

Was die *individuelle* Vor- oder Nachteilhaftigkeit von Mehrheitsklauseln aus der Sicht des überstimmten Minderheitsgläubigers anbelangt, sind zwei wesentlichen Fallgruppen zu betrachten: Zum einen kann von diesen das Ziel verfolgt werden, Sondervorteile zu erzielen, insbesondere indem sie sich den "Lästigkeitswert" ihrer Opposition gegen den Mehrheitsbeschluss vergüten lassen. Dieses in der Praxis nicht selten anzutreffende Vorgehen sog. "räuberischer Anleihegläubiger" ist nicht schützenswert und für die weiteren Überlegungen unbeachtlich. Zum anderen ist die Fallgruppe der Minderheitsgläubiger vorstellbar, die zu einer von der Mehrheit abweichenden Beurteilung der vorzugswürdigen Handlungsoption gelangt sind und aus diesem Grund gegen den Beschlussvorschlag stimmen. In diesem Fall ist mit dem Schrifttum bei typisierter Betrachtung anzunehmen, dass die Mehrheitsentscheidung die bestmögliche Entscheidung für sämtliche Anleihegläubiger indiziert und damit auch im wohlverstandenen Interesse der überstimmten Minderheit liegt,²⁴ so dass auch hier keine individuelle Benachteiligung in materieller Hinsicht vorliegt. Außerdem: Einen Vertrauensschutz zu Gunsten der Minderheit gibt es nicht zum Nulltarif, sondern nur unter Inkaufnahme des spiegelbildlichen Nachteils, dass die von der qualifizierten Mehrheit beschlossene Maßnahmen nicht umsetzbar ist. Hält man sich vor Augen, dass Anleihehaber schlichte Forderungsgläubiger sind und damit ausschließlich ein rechtlich geschütztes Interesse an der bestmöglichen Erfüllung ihrer Ansprüche haben, sprechen alle Gründe dafür, dem Mehrheitsvotum von Gesetzes wegen den Vorzug zu geben und hierzu die Möglichkeit eines Opt-in-Beschlusses zu eröffnen. Die hiermit verbundenen Belange des Minderheitenschutzes hat der Gesetzgeber erkannt und in der

<http://www.bis.org/publ/gten08.pdf>; *Heldt*, in: Grieser/Heemann (Hrsg.), Bankaufsichtsrecht 2010, S. 838 f.; *Häselner*, Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts – Whence the Opposition?, May 2007, passim; in: Robert W. Kolb (Hrsg.): Sovereign Debt: From Safety to Default, S. 235 ff.; *Buchheit/Gulati*, Georgetown-Sloan Project on Business Institutions, 2002, abrufbar unter: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/events/conf0207/buchheit_gulati.pdf.

Verschiedene empirische Untersuchungen zu Auswirkungen von CACs auf die Verzinsung von Anleihen liegen vor, haben jedoch bislang zu keinen eindeutigen Erkenntnissen geführt, vgl. *Häselner*, aaO, S. 23 ff. m.w.N.; *Hofmann/Keller*, ZHR 175 (2011), 684, 690.

²⁴ *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, 1999, S. 212 f.

Gesetzesbegründung durch die gesetzlichen Mehrheitsanforderungen, Informationsansprüche sowie den individuellen Rechtsschutz als gewährleistet angesehen.²⁵

Für die Eröffnung des Opt-in für sämtliche Altanleihen sprechen schließlich eine Reihe weiterer teleologischer Erwägungen, die an dieser Stelle nur angerissen werden sollen. Der internationale Vergleich zeigt, dass andernorts ebenfalls Mehrheitsmechanismen zur Verfügung stehen, auch wenn diese nicht notwendigerweise im Anleiherecht verortet sind, wie etwa das englische *scheme of arrangement*. Diese können grundsätzlich auch von Emittenten deutschrechtlicher Anleihen in Anspruch genommen werden. In diesem "Wettbewerb der Sanierungsstandorte" ist das deutsche Recht gut beraten, ebenfalls leistungsfähige Mehrheitsverfahren bereitzuhalten. Für ein weites Verständnis der Opt-in-Regelung spricht außerdem das gesetzgeberische Ziel, Unternehmenssanierungen im Interesse des Wirtschaftsstandorts sowie der Arbeitnehmer und sonstiger Stakeholder von Krisenunternehmen zu erleichtern.²⁶ Ferner besteht im Bereich der Staatsanleihen ein öffentliches Interesse daran, durch das Bereitstellen von Mehrheitsmechanismen Gefahren für das internationale Finanzsystem aufgrund eines Staatsbankrotts abzuwenden. An der Korrektur des alten Rechtszustands bestand und besteht schließlich ein erhebliches öffentliches Interesse, da andernfalls die mehrheitlich von Gläubigern angestrebte Restrukturierung von Altanleihen nach deutschem Recht generell an dem praktischen Hindernis scheitern würden, eine Zustimmung sämtlicher Anleihegläubiger einholen zu müssen. Eine enge Auslegung des § 24 Abs. 2 S. 1 SchVG wäre außerdem mit der vom Gesetzgeber verfolgten Zielsetzung unvereinbar, den Anwendungsbereich des SchVG 1899 auf Auslandsanleihen zu erweitern. Er beabsichtigte ausdrücklich, die praktisch häufigen Konstellationen von sog. formal ausländischen Schuldverschreibungen zu erfassen, die von deutschen Unternehmen nach deutschem Recht unter Einschaltung einer Tochtergesellschaft im Ausland emittiert werden.²⁷ Diesem gesetzgeberischen Ansinnen würde nicht hinreichend Rechnung getragen, wenn Gläubiger solcher Altanleihen die Möglichkeit eines Opt-in verwehrt würde.²⁸

²⁵ Begr. RegE SchVG, BT-Drucks. 16/12814, S. 14, 18.

²⁶ Begr. RegE SchVG, BT-Drucks. 16/12814, S. 1, 13.

²⁷ Vgl. RegE SchVG, BT-Drucks. 16/12814, S. 13.

²⁸ Baums/Schmidbleicher, ZIP 2012, 204, 210 f.; Keller, BKR 2012, 15, 17; Friedl, BB 2012, 1309, 1310; Weckler, NZI 2012, 480; Goetker/Keinath, Legal Tribune Online vom 10.5.2012 (www.lot.de).

Im Ergebnis ist mit der nahezu einhelligen Literaturmeinung²⁹ festzuhalten, dass der Opt-in des SchVG auch für im Ausland emittierte Altanleihen zulässig ist, sofern sie deutschem Recht unterworfen sind. Der entgegenstehenden Auffassung des OLG Frankfurt a. M. kann daher nicht gefolgt werden. Da das Gericht über das Zuständigkeitsmonopol für Auslandsanleihen verfügt und erst- wie letztinstanzlich über das Freigabeverfahren entscheidet, ist zu befürchten, dass die Praxis im Falle der Restrukturierung von Altanleihen ausländischer Emittenten auf das SchVG verzichten und auf alternative Sanierungsverfahren im Ausland ausweichen könnte. Dies wäre nicht nur für den "Sanierungsstandort Deutschland" beklagenswert, sondern widerspräche auch der Absicht des Reformgesetzgebers, die Tendenz zur Wahl ausländischen Rechts durch deutsche Emittenten mittels eines modernen Schuldverschreibungsrechts entgegenzuwirken.³⁰ Eine zügige gesetzliche Klarstellung ist daher wünschenswert.³¹

III. Nebenbestimmungen ausländischen Rechts

Das SchVG trifft keine ausdrückliche Regelung zur Frage seiner Anwendbarkeit für den Fall, dass, die Schuldverschreibungen teilweise ausländischem Recht unterliegen. Das OLG Frankfurt a. M. hat diese Frage im Fall *Pfleiderer* offen gelassen,³² während das LG diese in der Vorinstanz verneint hatte.³³ Im konkreten Fall ging es um die Anleihe eines niederländischen Emittenten, deren Rechtswahlklausel die Anwendbarkeit deutschen Rechts bestimmte, jedoch davon abweichend eine Nachrangklausel und ein Aufrechnungsverbot niederländischem Recht unterstellte. Da es hierbei um den Anwendungsbereich des Gesetzes per se geht, ist diese Frage für sämtliche Anleihen von Relevanz, unabhängig davon ob diese von In- oder Auslandsemitenten bzw. vor- oder nach Inkrafttreten des SchVG begeben wurden.

²⁹ Podewils, DStR 2009, 1914; Horn, ZHR 173 (2009), 12, 27 (zu § 25 Abs. 2 SchVG-RefE 2008); Plank/Lürken, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, 2010, Kap. 5 Rn. 74; Veranneman, SchVG, 2010, § 24, Rn. 6; Martin/Bock, Finance-Sonderbeilage, März 2010, 20; Dippel/Preuße in: Preuße (Hrsg.) SchVG, 2011, § 24, Rn. 8; Tetzlaff, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.) Bankrechtshandbuch, 4. Aufl. 2011, § 88 Rn. 51, 53; Lürken, GWR 2011, 546; Paulus, WM 2012, 1109, 1112 f.; ders., EWIR 2012, 259 f.; Baums/Schmidtbleicher, ZIP 2012, 204 ff.; Keller, BKR 2012, 15 ff.; Weckler, NZI 2012, 480; Meier/Schauenburg, CFL 2012, 161, 166, Friedl, BB 2012, 1309; Lürken, Handelsblatt v. 10.04.2012; Goetker/Keinath, Legal Tribune Online vom 10.5.2012 (www.lot.de); Bliesener/Schneider, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechtskommentar, im Erscheinen, § 24 SchVG Rn. 6; wohl auch Steffek, in: FS Hopt, 2010, S. 2597, 2617; a.A. Leber, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre, Diss. Tübingen 2012, S. 146 ff.

³⁰ Vgl. BT-Drucks. 16/12814, S. 13.

³¹ Ähnlich Goetker/Keinath, Legal Tribune Online vom 10.5.2012 (www.lot.de).

³² OLG Frankfurt a. M. ZIP 2012, 725, 729 (Pfleiderer).

³³ LG Frankfurt a. M., BeckRS 2011, 26939.

Das LG Frankfurt a. M. stützte sich in seiner Entscheidung zunächst auf den Wortlaut des § 1 SchVG. Dieser bestimmt, dass das Gesetz für "nach deutschem Recht begebene" Schuldverschreibungen gilt. Das Gericht versteht diese Regelung dahingehend, dass sie eine *ausschließliche* Geltung deutschen Rechts verlange. Für diese, in der Folgediskussion nicht ganz frei von Ironie als „Reinheitsgebot“ bezeichnete These gibt der Wortlaut aber ersichtlich nichts her. Auch die vom Gericht angeführten entstehungsgeschichtlichen Belege stützten seine Auffassung nicht,³⁴ sondern führen eher zum gegenteiligen Schluss, wie der langjährige Wegbegleiter der SchVG-Reform *Keller* bereits zutreffend herausgearbeitet hat.³⁵

Die Formulierung "nach deutschem Recht begebene" meint Schuldverschreibungen, deren verbrieft Forderung deutschem Recht unterliegt.³⁶ In wertpapierrechtlichen Begrifflichkeiten ausgedrückt ist hierbei das Wertpapierrechtsstatut angesprochen, das die Entstehung, den Inhalt und den Untergang des verbrieften Rechts sowie den Wertpapiertypus regelt³⁷ und in der Regel mittels Rechtswahlklausel in den Anleihebedingungen bestimmt wird. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wie das Wertpapierrechtsstatut im Falle der gespaltenen Rechtswahl zu bestimmen ist. Die Rechtsprechung wendet einheitlich deutsches Recht an, wenn die Forderung in ihrer Substanz diesem Recht unterliegt.³⁸ In einem Fall ging es um eine Teilrechtswahl ausländischen Rechts, die sich auf Währungsklauseln und Bestimmungen über den Zahlungsort bezog. Der BGH entschied, dass diese Vereinbarungen lediglich das Zahlungsgeschäft und nicht die Substanz – d.h. die Begründung und Existenz – der Forderung berührten und wendete daher deutsches Recht für die Frage der Verjährung an.³⁹

Bei Zugrundelegung dieser Maßstäbe im Falle einer Rangrücktrittklausel bzw. eines Aufrechnungsverbots nach ausländischem Recht gilt folgendes: Diese Klauseln begründen die

³⁴ Weder die vom Gericht erwähnte DAV-Stellungnahme Nr. 41/2008 noch die Regierungsbegründung BT-Drucks. 16/12814 äußern sich zur Frage des „Reinheitsgebots“.

³⁵ *Keller*, BKR 2012, 15, 16, li. Sp., der auf die Begründung zum Regierungsentwurf hinweist, man wolle – in Abkehr vom SchVG 1899 – „heute weithin übliche Gestaltungen bei denen eine im Ausland ansässige Finanzierungsgesellschaft als Schuldner eingesetzt wird“ erfassen. Vor diesem Hintergrund überzeuge es nicht, Anleihen vom Anwendungsbereich des SchVG auszunehmen, wenn sie für eine Nebenbestimmung, etwa eine Nachrangklausel, ausländisches Recht vorsähen.

³⁶ *Oulds*, in: Veranneman, SchVG, 2010, § 1 Rn. 17; *Preuße*, in: Preuße, SchVG, 2010, § 1 Rn. 12 ff.; *Schlitt/Schäfer*, AG 2009, 477, 479; *Leuernig*, NZI 2009, 638, 639; *Horn*, BKR 2009, 446, 447; *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317; *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2010, § 7 Rn. 86.

³⁷ *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2010, § 7 Rn. 78. Das Wertpapiersachstatut bestimmt demgegenüber das Rechte *am* Papier, insbesondere die Modalitäten für die Übereignung des Papiers.

³⁸ BGH BKR 2006, 25, 26; vgl. auch RGZ 126, 196, 200, 206 und die Entsch. des ständ. Int. Gerichtshofs in Den Haag vom 12. Juli 1929, Serie A Nos. 20/21.

³⁹ BGH BKR 2006, 25, 26; ähnlich gelagerte Sachverhalte lagen RGZ 118, 370 ff.; 126, 196 ff. zugrunde; zwischen Forderungssubstanz und Zahlungsgeschäft unterscheidet bereits *Lochner*, Darlehen und Anleihe im Internationalen Privatrecht, 1954, S. 48.

Verbindlichkeit aus der Schuldverschreibung nicht, sondern qualifizieren diese lediglich, indem sie ihre Geltendmachung im Insolvenzfall einschränken. Auch wirken sie sich nicht auf den Fortbestand der Forderung aus. Die zentralen Punkte, die das Wertpapierrechtsstatut ausmachen, sind also deutschem Recht unterstellt, so dass sich dieses einheitlich nach deutschem Recht richtet. Diese und andere Nebenbestimmungen ausländischen Rechts, die die Substanz einer verbrieften Forderung nach deutschem Recht nicht berühren, stehen also einer Anwendbarkeit des SchVG insgesamt auf die betreffende Anleihe nicht entgegen.

Das LG Frankfurt a. M. hat in diesem Zusammenhang die Besorgnis geäußert, dass ein Eingriff in ausländische Hoheitsrechte vorliegen könnte.⁴⁰ Diese Sorge ist unbegründet. Für Verträge ist nämlich anerkannt, dass für deren Änderung ein von dem Ausgangsvertrag abweichendes Vertragsstatut gewählt werden kann. Dies folgt aus dem Prinzip der Freiheit der Rechtswahl (Art. 3 Rom I-VO), das wiederum Ausdruck der Privatautonomie ist.⁴¹ Für Beschlussfassungen der Gläubiger nach dem SchVG über die Änderung von Anleihebedingungen gilt nichts anderes. Hiervon zu unterscheiden ist die Frage, ob eine Teilrechtswahl (*dépeçage*) innerhalb der Anleihebedingungen zulässig ist. Entsprechend der Regelung des Art 3 Abs. 1 S. 3 Rom I-VO zu Verträgen ist dies zu bejahen, sofern sich Teilfragen sinnvollerweise unterschiedlichen Rechten unterstellen lassen und dadurch nicht unauflösbare Widersprüche entstehen.⁴² Insbesondere bei Rangrücktritts- oder Aufrechnungsverbotsklauseln in Anleihebedingungen liegen in sich abgeschlossene Regelungen vor, so dass diese Voraussetzungen gegeben sind.

In dem vom LG Frankfurt a. M. entschiedenen Fall einer Rangrücktrittsklausel ausländischen Rechts bei Auslandsanleihen ist zu berücksichtigen, dass nach Art. 3 Abs. 1 EuInsVO zwingend das Insolvenzrecht am Sitz des Emittenten Anwendung findet.⁴³ Nach Art. 4 Abs. 2 S. 2 lit. d) und i) EuInsVO gilt dieses insbesondere auch für den Rang der Forderungen sowie die Voraussetzungen für die Wirksamkeit einer Aufrechnung. Um die insolvenzrechtliche Anerkennung des Rangrücktritts bzw. des Aufrechnungsverbots nach dem Insolvenzrecht des Sitzstaats möglichst rechtssicher zu gewährleisten, besteht ein legitimes Interesse daran, die

⁴⁰ LG Frankfurt a. M., BeckRS 2011, 26939.

⁴¹ Staudinger/*Magnus* (2011), Art. 12 Rom I-VO Rn. 34.

⁴² Staudinger/*Magnus* (2011), Art. 3 Rom I-VO Rn. 109 f. Zur Teilrechtswahl in Anleihen RGZ 126, 196, 206.

⁴³ Wenn man mit der gesetzlichen Vermutung den Regelfall unterstellt, dass sich dessen Mittelpunkt der hauptsächlichsten Interessen (*centre of main interests*, COMI) am Sitz befindet. Zur Bestimmung des COMI und der dafür relevanten Kriterien vgl. *Wenner/Schuster*, in: FK-Inso, 6. Aufl. 2011, Art. 3 EuInsVO Rn. 5 ff.

entsprechenden schuldrechtlichen Vereinbarungen in den Anleihebedingungen ebenfalls dem Recht des Sitzstaats zu unterstellen.⁴⁴

Im Rahmen der teleologischen Auslegung ist schließlich auf die Regelungsziele des Gesetzgebers zurückzukommen. Es ist eines der wesentlichen Anliegen der Reform des Schuldverschreibungsrechts, dieses an international übliche Anforderungen anzupassen und den gesetzlichen Anwendungsbereich auf Auslandsanleihen nach deutschem Recht erstrecken.⁴⁵ Diese Ziele des SchVG würden in weiten Teilen konterkariert, wollte man Anleihen, die in ihrer Substanz deutschem Recht unterliegen, aufgrund der Rechtsverhältnisse des Auslandsemittenten jedoch einzelne Nebenbestimmungen ausländischen Rechts enthalten, vom Anwendungsbereich des SchVG ausschließen.⁴⁶ Das Nebeneinander von ausländischem Recht und deutschem SchVG hat der Gesetzgeber ausweislich der Gesetzesbegründung erkannt und akzeptiert.⁴⁷

IV. Zusammenfassung

Die vorstehenden Überlegungen führen zu folgenden Ergebnissen:

1. Das SchVG erlaubt den Gläubigern sämtlicher vor Inkrafttreten des Gesetzes begebenen Anleihen, einschließlich solcher die nicht dem SchVG 1899 unterliegen, einen Beschluss über die Anwendbarkeit des SchVG zu fassen (Opt-in).
2. Der Anwendbarkeit des SchVG und damit insbesondere auch der Opt-in-Regelung steht eine Teilrechtswahl ausländischen Rechts in den Anleihebedingungen nicht entgegen, solange die Substanz der verbrieften Forderung deutschem Recht unterliegt.

Dies ergibt sich bereits aus dem gültigen Gesetz. Aufgrund entgegenstehender instanzgerichtlicher Rechtsprechung besteht allerdings Klarstellungsbedarf. Dies insbesondere auch deshalb, weil hiermit Fragen angesprochen sind, welche die Funktionsfähigkeit und Marktakzeptanz des neuen Gesetzes in wesentlichen Anwendungsbereichen berühren. Im Rahmen der Reform des Schuldverschreibungsrechts hat die Bundesregierung angekündigt, laufend zu prüfen, ob beabsichtigten Wirkungen dieses Gesetzes erreicht worden sind, und, soweit erforderlich, rechtzeitig die hieraus resultierenden erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen.⁴⁸ Nachdem unlängst bereits die Straffung des Freigabeverfahrens erfolgte⁴⁹ ist zu

⁴⁴ Ähnlich bereits *Keller*, BKR 2012, 15, 16.

⁴⁵ RegE SchVG, BT-Drucks. 16/12814, S. 1, 13.

⁴⁶ *Sester*, FAZ v. 7.3.2012, Nr. 57, S. 19; *Schneider* in diesem Band.

⁴⁷ RegE SchVG, BT-Drucks. 16/12814, S. 25.

⁴⁸ BT-Drucks. 16/12814, S. 16.

hoffen, dass auch der hier identifizierte gesetzliche Klarstellungsbedarf zügig in Angriff genommen wird.

⁴⁹ Art. 2 des Gesetzes zur Änderung des BundesschuldenwesenG, BGBl. I, 2012, 1916 f.

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 Schmidtleicher 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
135. Hannes Schneider Ist das SchVG noch zu retten?



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