

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

**PHILIPP V. RANDOW**

**DAS HANDELN DES GEMEINSAMEN VERTRETERS - ENGAGIERT ODER  
„ZUR JAGD GETRAGEN“? RÜCKKOPPELUNGSEFFEKTE ZWISCHEN  
BUSINESS JUDGMENT RULE UND WEISUNGSErTEILUNG**



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

**WORKING PAPER SERIES No. 139**



## **Inhaltsverzeichnis**

Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters - Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkoppelungseffekte zwischen <i>business judgment rule</i> und Weisungserteilung .....	2
I. Einleitung .....	2
II. Ideal .....	3
III. ... und Praxis .....	4
1. Grundsätze der Gläubigervertretung .....	6
2. Business Judgment Rule .....	9
IV. Schlussbemerkung .....	10

# Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters - Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkoppelungseffekte zwischen *business judgment rule* und Weisungserteilung

Dr. Philipp v. Randow

## I. Einleitung

Der Gemeinsame Vertreter kann in das Fadenkreuz der Anleihegläubiger geraten und in das des Emittenten. Er hat daher das rechte Maß zu finden zwischen Engagement, Sorgfalt und Konfliktbewältigung bei der Erfüllung seiner Aufgaben. Das gilt insbesondere dann, wenn der Schuldner in die Krise geraten ist und im Kreis der Anleihegläubiger der Ruf nach einem „aktiven“ und engagierten Vertreter<sup>1</sup> laut wird.

Um einen „Hilferuf“ handelt es sich dabei nicht immer. Vielmehr haben sich einzelne Investoren darauf spezialisiert, Anleihebedingungen zu durchforsten, um etwaige – und sei es auch nur „technische“ - Verstöße gegen dort enthaltene rechtliche Vorgaben zu entdecken. Sind sie fündig geworden, aber durch „*no-action*“-Klauseln daran gehindert, selbst tätig zu werden, schauen sie auf den Gemeinsamen Vertreter und erwarten von ihm die aggressive Wahrnehmung ihrer Rechte. Dazu kann gehören, aktiv die Fälligkeit zu fordern und so Drohpotential gegen den Emittenten aufzubauen,<sup>2</sup> freilich, das muss nicht jedem Gläubiger recht sein, z.B. solchen, die bei zunächst eintretenden Kursverfall aus anlagerechtlichen Gründen gehalten ist, sich kostspielig vom Engagement zu trennen.

Konflikte innerhalb derselben Anleihegläubigerklasse sind damit programmiert. Und sie übertragen und bündeln sich dann in der Person des Gemeinsamen Vertreters – jedenfalls dann, wenn er exklusiv damit betraut ist, über die Ausübung von Gläubigerrechten zu befinden. Der gemeinsame Vertreter steht dann vor der Frage, ob er den Erwartungen aggressiver Obligationäre nachgeben soll oder nicht.<sup>3</sup> Er muss deshalb wissen, was seine

---

<sup>1</sup> Aus Gründen der Vereinfachung wird im Folgenden ein Repräsentant der Anleihegläubiger, der für diese Rechte wahrnimmt, als „Gemeinsamen Vertreter“ bezeichnet; \_\_\_\_\_

<sup>2</sup> Diese Taktik kann insbesondere für Investoren, welche erst versuchsweise und ohne großen Aufwand in eine Anleihe einsteigen, profitabel sein. Wer *default*- Diskussionen anstößt und nach dem daraus folgenden schweren Kursrutsch der Schuldverschreibungen einsteigt, kann über anschließend durchgesetzte vertragliche Verbesserungen (sei es durch zusätzliche Schutzbestimmungen oder Sicherungen) oder durch andere Abreden mit dem Emittenten u.U. erhebliche Wertaufschwünge erzielen.

<sup>3</sup> Siehe dazu *Rawlings*, J.B.L. 2007, JAN, 43-66; *Kaplan/Hebbeln*, The Indenture Trustee as Target and Protector in an Activist World; (paper presented for the American Bar Association, Section of Business Law (2011) jeweils m.w.N.

Rolle ist. Dazu ist die Reichweite seiner Interventionsmöglichkeiten und –pflichten im Spannungsfeld zwischen gesetzlicher und rechtsgeschäftlicher Aufgabenzuweisung, *business judgment rule*, Haftungsbeschränkung und der Beschlusskontrolle näher zu bestimmen; ansonsten wird es nicht zur gewünschten Koordinierung des Gläubigerverhaltens durch den Gemeinsamen Vertreter kommen.

Im Folgenden soll eine Diskussion über die dabei entstehenden Rückkoppelungseffekte angestoßen werden, welche sich mit dem gesetzgeberischen Idealbild nicht so recht zu vertragen scheinen.

## II. Ideal

Bei der notwendigen Ausmessung des Pflichtenprogramms eines Gemeinsamen Vertreters wird man sich von manchen Illusionen verabschieden müssen. Denn während in der Theorie – zuweilen fast schwärmerisch – das Lob des Gemeinsamen Vertreters als Agent zur Bewältigung von Kollektivhandlungsprobleme des publikumsfinanzierten Fremdkapitals gesungen wird, notiert die Praxis nüchtern anderes: Er müsse, von der Wahrnehmung bloß administrativer Aufgaben abgesehen, häufig „zur Jagd getragen“ werden. Ohne allfällige Weisungen, Bestätigungen und Haftungsentlastungen bliebe er untätig – und ausgerechnet dann, wenn eine Störung des Anleiheschuldverhältnisses vorliegt, die rasch bewältigt werden müsste. Wie ist diese Diskrepanz zwischen Theorie und Praxis zu erklären ?

Die Einschaltung eines Gemeinsamen Vertreters verspricht auf den ersten Blick beträchtlichen Nutzen für Anleihegläubiger.<sup>4</sup> Der Zersplitterung der Anspruchspositionen wegen und auf Grund der Anonymität der Anspruchsinhaber besteht die Gefahr, dass sich die Anleihegläubiger selbst nicht oder nur unzureichend informieren und organisieren, insbesondere bei der Überwachung und Durchsetzung ihrer Rechte. Anders jedoch der Gemeinsame Vertreter:

Schon im Vorfeld könnte er mit Blick auf etwaige *Störungen* des Pflichtenprogramms des Emittenten hilfreich sein. So wäre etwa daran zu denken, dass er die Einhaltung von schuldnerischen Pflichten prüft oder bestätigt, eine Störung feststellen, Abhilfe anmahnen, und Rechtsbehelfe zentral, d.h. mit Wirkung für alle ausüben könnte. Und bei den *Verhandlungen* mit dem Schuldner vermöchte er als einziger Ansprechpartner fungieren, so dass der Schuldner sich nicht mit einer Vielzahl von Gläubigern auseinandersetzen hätte, und ferner durch die Vertretung sämtlicher Anleihegläubiger mit größerer

---

<sup>4</sup> *Amihud/Garbade/Kahan*, 51 *Stanford Law Review* (1999), 447 et seq.

Verhandlungsmacht gegenüber dem Schuldner auftreten, und diesem gegenüber eine Position einnehmen vermöchte, welche einheitlich, verlässlich und nicht durch Partikularinteressen geprägt ist.

Kontrolle, Kommunikation und Koordination zu Gunsten und für die Anleihegläubiger – das ist das Idealbild eines Gemeinsamen Vertreters. Aber hat eigentlich jemand danach gefragt, ob er diesem Bild auch entsprechen will ?

### **III. ... und Praxis**

Der Blick in die Praxis lehrt: Der Gemeinsame Vertreter ist zumeist und vor allem darauf bedacht, seine Aufgaben, seine Verantwortung und damit sein Haftungsrisiko zu *minimieren*. Der Grund dafür liegt auf der Hand: Mit den (tatsächlichen und den von der Theorie imaginierten) Aufgaben und Befugnissen des Gemeinsamen Vertreters verknüpfen sich über seine Vergütung hinaus keine nennenswerten wirtschaftlichen Vorteile (*economies of scope*), welche von ihm über das Mandat hinaus rechtlich unbedenklich und wirtschaftlich vorteilhaft genutzt werden könnten. So verwundert es denn auch nicht, dass die Rolle des Gemeinsamen Vertreters, von wenigen Ausnahmen abgesehen, und vergleichbar mit der des Sicherheitenagenten in syndizierten Kreditverträgen, Beiprogramm anderer wirtschaftlicher Tätigkeiten ist – sei es im Bank- oder Prüferwesen. Und auch die Vergütung – selbst wenn sie erfolgsabhängige Elemente enthalten würde und dürfte – genügte allein jedenfalls nicht für die Bereitschaft, Haftungsrisiken aus der Tätigkeit ohne weiteres zu übernehmen.<sup>5</sup> Risiko und Erfolg fallen, wie noch zu illustrieren sein wird, regelmäßig zu weit auseinander.

Im Markt der Gläubigervertretung finden sich in der Tat eine Fülle von Mechanismen der Risikobewältigung und –reduzierung. Und sie alle signalisieren das Gleiche: Der Gemeinsame Vertreter ist weit davon entfernt, engagierter und machtvoll agierender Interessenagent der Anleihegläubiger sein zu können oder zu wollen.

Zu diesen Maßnahmen zählt die kautelarische Vorsorge dagegen, dem Gemeinsamen Vertreter Entscheidungen, insbesondere unter Ausübung eigener Beurteilung oder eigenen Ermessens zu überantworten – etwa für die Bestimmung, ob ein Umstand oder eine Handlung auf Seiten des Emittenten für die Gläubiger wesentlich nachteilig (und Grundlage für ein Kündigungsrecht) ist. Nämliches gilt auch für die Delegation etwaiger Rechts- oder Ausübungsverzichte. Und auch die Pflicht zur Bestätigung oder Überprüfung der Richtigkeit,

---

<sup>5</sup> Der Begriff der „Risikoprämie“ ist außerhalb des Versicherungswesens oder anderer Bereiche, in denen das Gesetz der großen Zahl gilt, ohnehin irreführend: Die Forderung bzw. Bereitschaft zur Zahlung eines Risikoaufschlags dient vor allem der (Selbst-)Selektion der Kunden.



Wird der Beschluss angefochten, sind ihm die Hände – jedenfalls bis zur Freigabe – gebunden. Wird anschließend freigegeben, dann wird die Umsetzung durch ihn haftungsrechtlich unbedenklich sein. Haftungsfrei ist die Umsetzung des Beschlusses aber auch, wenn er nicht angefochten wird. Dem gemeinsamen Vertreter steht nämlich kein Recht zur Abweichung von der Weisung zu. Daher kann im Einzelfall auch keine solche Pflicht bestehen.

So oder so – die gewünschte Tätigkeit des Gemeinsamen Vertreters bliebe ohne Risiko für ihn. Nur geschähe dies um einen hohen Preis für den Emittenten und die Anleihegläubiger. Die Umsetzung ließe auf sich warten, mindestens bis zum Zeitpunkt der Gläubigerversammlung und womöglich bis zum rechtskräftigen Abschluss des Anfechtungsprozesses. Kurz: Der Gemeinsame Vertreter hat es in der Hand, durch das Erbitten von Weisungen (und entsprechenden Abstimmungen) Zeitverzögerungen herbeizuführen und Mehrheits- und Minderheitsgläubiger in den Konflikt zu führen. Und er wird es aus dem legitimen Interesse, sein Haftungsrisiko dadurch zu beschränken, auch tun. Ihm steht also ein einfaches und effektives Instrument zur Haftungsreduktion zur Verfügung:

Fassen wir zusammen: Der generalbevollmächtigte Gemeinsame Vertreter kann, wenn er in haftungsrechtliche „Grauzonen“<sup>7</sup> kommt, eine Weisung „erbitten“ und damit den Weg zur Beschlusskontrolle eröffnen. Oder er kann anbieten, die damit verbundene Zeitverzögerung zu vermeiden, wenn ihm Anleihegläubiger (jedenfalls solche mit überragendem Interesse an den Entscheidung) dazu bewegen, eine Haftungsfreistellung zu verschaffen. Dann vermöchte er zu agieren, ohne eine Weisung zu erbitten.<sup>8</sup> Soll man wirklich erwarten, dass Gemeinsame Vertreter diese Option aufgeben, weil man ihnen versichert, dass ihr Haftungsrisiko durch grundsätzliche *Leitlinien* für seine Tätigkeit und eine weitherzige Anwendung der *business judgment rule* gemindert sei?

## 1. Grundsätze der Gläubigervertretung

Was gibt das Recht dem Gemeinsamen Vertreter an Orientierung? Lassen Sie mich hier einige Thesen wagen:

---

<sup>7</sup> Beispiel: Der (generalbevollmächtigte) Gemeinsame Vertreter steht vor der Wahl, ein Kündigungsrecht auszuüben oder noch zuzuwarten, weil Restrukturierungsverhandlungen (einschließlich etwaiger Anpassungen der Anleihebedingungen) womöglich unter Zugrundelegung von Erwartungswerten einen höheren Wert der Anleihe versprechen.

<sup>8</sup> Dies wäre nach der gegenwärtigen Gesetzeslage ohne weiteres möglich, weil damit weder gegen die Stimmenkaufverbote des § 6 SchVG verstoßen würde noch ein Inkompatibilitätsmerkmal iSd § 7 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 bis 4 (iVm § 8) SchVG vorläge. Es ist vielmehr legitim und legal, wenn der gemeinsame Vertreter um solchen Schutz nachsucht.



- Der Gemeinsame Vertreter vertritt allein die Gläubigerinteressen und hat zum Wohle der Gläubiger zu handeln. Der Gemeinsamen Vertreter ist definitiv nicht eine unabhängige neutrale Schiedsstelle und hat schon gar nicht zwischen den Emittenteninteressen und den Interessen der Mehrheit der Gläubiger zu vermitteln. Auch sieht der Gesetzgeber im gemeinsamen Vertreter nicht etwa eine Art Treuhänder. Der Gemeinsame Vertreter hat also lediglich die „Gläubiger“ des Emittenten (bzw. die Gläubiger als Berechtigte gegenüber dem Sicherungsgeber) zu vertreten.
- Sein Pflichtenprogramm ist beschränkt auf die weitgehend administrativen Aufgaben nach SchVG und den ihm in den Anleihebedingungen eröffneten und per Beschluss der Gläubigersammlung übertragenen (bzw. per Weisung konkretisierten) Befugnisse. Darüber hinaus reichende Treue- oder Loyalitätspflichten bestehen nicht. Dort, wo der Gesetzgeber Fragen der Treue oder Loyalität berührt sah – etwa bei potentiellen oder tatsächlichen Interessenkonflikten – hat er entsprechende Transparenz- oder Inkompatibilitätsvorschriften geschaffen. Wird der Gemeinsame Vertreter diesen Vorschriften gerecht, ist es nicht angängig, seine vom Gesetz insoweit akzeptierte Konfliktbefangenheit zum Auslöser für erhöhte Pflichtenintensitäten – etwa bei Auslegung des Haftungsmaßstabs - zu machen. Und dort, wo die Gläubiger ihm Generalvollmacht erteilen können und sich insoweit der (Beschluss-)Kontrolle seiner Einzelentscheidungen entziehen, ist es nicht angängig (und auch, wie gleich zu zeigen sein wird, *self-defeating*, ihm dann eigens erhöhte Sorgfaltspflichten für sein Vorgehen aufzuerlegen).<sup>9</sup>
- Die vom Gemeinsamen Vertreter zu vertretende Gläubigerposition wird von den in der Schuldverschreibung verbrieften Rechten bestimmt. Die für die Vertretung maßgeblichen Rechte der Gläubiger sind solche, die ihnen als Berechtigte aus den inhaltsgleichen Schuldverschreibungen einer Gesamtemission des Schuldners zustehen. Das sind Rechte (insbesondere Zahlungsansprüche und Gestaltungs- und Informationsrechte), die in der entsprechenden Urkunde selbst verbrieft, in Zusammenhang mit und abhängig von dieser Berechtigung zusätzlich vertraglich gewährt worden oder für sie in Gesetzen (wie dem SchVG, dem BGB, dem UmwG oder der InsO – wie etwa das Recht zur Insolvenzantragstellung) mit Bezug auf die vorstehenden Rechtspositionen für sie vorgesehen sind. Nicht erfasst sind demnach Rechte etwa aus kapitalmarkt- oder (sonstig)

---

<sup>9</sup> Dezidiert a. A. *Simon*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens (2012), S. 313

deliktsrechtlicher Haftung. § 7 Abs. 2 Satz 3 SchVG ist mithin keine Vorschrift, welche als Einfallstor für die kollektive Rechtswahrnehmung in Anleiheangelegenheiten allgemeiner Art genützt werden dürfte. Umstände außerhalb des verbrieften Rechts bleiben für den Gemeinsamen Vertreter zur Bestimmung seiner Rechte und Pflichten gegenüber den Gläubigern mangels abweichender Weisung (dazu sogleich) außer Betracht. Zu diesen unbeachtlichen Umständen zählen auch solche, die sich in Partikularinteressen niederschlagen, wie etwa solche

(a) der Groß- oder Mehrheitsgläubiger,

(b) der Minderheitsgläubiger, oder

(c) von Gläubigern, die

(i) zugleich weitere strukturell- oder vertraglich vor- oder nachrangige Gläubigerpositionen halten,

(ii) auf die in Rede stehenden oder betroffenen Gläubigerpositionen insgesamt Kreditausfallversicherungen gewährt oder genommen bzw. Kreditderivate gekauft oder verkauft, bzw.

(iii) Teilrisiken (etwa Zins- oder Währungsrisiken) durch Hedgegeschäfte abgesichert haben,

(iv) ihrer Gläubigerpositionen über, zu oder unter par erworben haben, oder (v) die auf Beschleunigung oder Maximierung der Rückzahlung oder Erwerb von Eigentümerpositionen zielen.<sup>10</sup>

- Der Gemeinsame Vertreter hat sein Handeln danach auszurichten, den (Verkaufs-) Wert der Anleihe bis zum Betrag des Versprochenen zu erhalten bzw. wiederherzustellen, nicht aber (darüber hinaus) zu maximieren. M.a.W.: Leitlinie seines Handels ist das Versprochene. Würde sich sein Pflichtenprogramm auch auf eine unbeschränkte Wertmaximierung zu Gunsten der Anleihegläubiger erstrecken, hieße dies, sich nicht mehr an der Gläubigerstellung der Vertretenen zu orientieren, sondern sie als Investoren zu betrachten - dies würde das Kalkül für seine Entscheidung dramatisch erweitern, weit über die Kompetenz eines Vertreters der Anleihegläubiger hinaus. Man mag einwenden, dass das Versprochene als „Obergrenze“ wenig praktisch sei, weil der Wert der betroffenen Schuldverschreibungen in der Krise in der Regel ohnehin so stark

---

<sup>10</sup> *Kaplan/Hebbeln*, The Indenture Trustee as Target and Protector in an Activist World; (paper presented for the American Bar Association, Section of Business Law (2011)

beeinträchtigt ist, so dass mit einer vollständigen Wertaufholung nicht zu rechnen und diese nur ein theoretischer Fall sei. Indes versperrte man sich damit die weitere, aus dem Oben gesagten folgende Einsicht, dass der gemeinsame Vertreter im Rahmen seiner Generalbevollmächtigung auch nicht gehalten ist, ohne weiteres auf eine tiefgreifende Veränderung des Wertpapiers – etwa mit Eigenkapitalelementen - hinzuwirken. Dort, wo Gläubiger derlei wünschen, sind entsprechende Weisungen zu erteilen; im Rahmen einer nicht näher spezifizierten Generalbevollmächtigung kann ein solches Pflichtenprogramm nicht gesetzt werden.

Und kann nun aus den o.g. Grundsätzen etwas für den Gemeinsamen Vertreter gewonnen werden, der vor der Wahl steht, ein Kündigungsrecht auszuüben oder noch zuzuwarten, weil Restrukturierungsverhandlungen (einschließlich etwaiger Anpassungen der Anleihebedingungen) womöglich unter Zugrundelegung von Erwartungswerten einen höheren Wert der Anleihe versprechen? Das wird, wenn überhaupt, im Einzelfall nur mit größter Mühe gelingen. Das Erbitten einer Weisung erscheint für ihn attraktiver – jedenfalls für Zwecke der Reduzierung seines Haftungsrisikos.

## **2. Business Judgment Rule**

Aber vielleicht hilft dem Gemeinsamen Vertreter die *business judgment rule*? Theoretisch ist zweifellos richtig, dass ihre Reichweite (mit-)bestimmt, wie weit der gemeinsame Vertreter bereit ist, ohne Weisung zu arbeiten. Praktisch besehen ist sie ihrer Reichweite aber niemals so exakt definiert, wie es eine Weisung (oder eine Haftungsfreistellung) wäre. Wird ihm zusätzlich – und wegen des Umstandes, dass seine Entscheidungen im Rahmen der Generalbevollmächtigung grundsätzlich nicht mehr abstimmungs- und beschlussbedürftig sind – eine gesteigerte Sorgfalts- ja Treuepflicht imputiert, sinkt die Attraktivität der *business judgment rule* noch weiter. Hinzukommt, dass der alternative Weg über die Weisung zugleich jedes Kopfzerbrechen darüber vermeidet, ob der generalbevollmächtigte Gemeinsame Vertreter über das SchVG hinaus für wesentliche Entscheidungen sogar einer ungeschriebenen Vorlagepflicht unterliegt (auf deren Konstruktion durch die Theorie man gewiss nicht mehr lange warten muss). Und zuletzt ist auch daran zu denken, dass Gläubigern, die sich durch das Vorgehen des Gemeinsamen Vertreters n benachteiligt fühlen, unter dem Hinweis darauf, dass bestimmte seiner Handlungen T lediglich oder vorrangig Partikularinteressen beförderten, sein Handeln als vertragswidrig per Unterlassungs- oder Schadensersatzklage attackieren könnten. § 7 Abs. 2 Satz 2 SchVG hinderte sie daran nicht. Wozu sich dieser Risiken aussetzen, wenn man Weisungen erbitten (oder unter Hinweis auf

den Verzögerungseffekt des Beschlussverfahrens) weitestgehende Haftungsfreistellungen erbitten könnte?

Wenn also ein generalbevollmächtigter Gemeinsamer Vertreter vor der Wahl steht, ein Kündigungsrecht auszuüben oder noch zuzuwarten, weil Restrukturierungsverhandlungen (einschließlich etwaiger Anpassungen der Anleihebedingungen) womöglich unter Zugrundelegung von Erwartungswerten einen höheren Wert der Anleihe versprechen – was wird er tun ? Wird er versuchen, nach allgemeinen Prinzipien der Interessenvertretung das Richtige zu treffen, oder wird er ankündigen, um eine Weisung nachzusuchen? Die Frage stellen, heißt, sie zu beantworten.

Wer dies zur Einsicht nimmt, wird erkennen, dass eine weitherzige Auslegung der *business judgment rule* (und die analoge Anwendung der Beweislastregel in § 93 AktG) allein nicht genügen wird, um den Gemeinsamen Vertreter zu aktivieren – und zugleich das Dilemma sehen, welches durch die Verzögerungen auf Grund des Beschlussverfahrens entstehen, wenn er um Weisungen nachsucht. Was bleibt, ist über pragmatische Mittelwege nachzudenken. Er könnte etwa darin gefunden sein, dass auch außerhalb des Beschlussverfahrens Weisungen mit Bindungswirkung und Haftungsbefreiung erbeten und erteilt werden können. Dies (und das genaue Verfahren) müsste dann aber der Beschluss zur Ermächtigung des gemeinsamen Vertreters vorsehen. Für eine solche – auch zeitsparende – Lösung spricht, dass, wenn schon die qualifizierte Mehrheit den gemeinsamen Vertreter die Macht verleihen kann, weitreichende Entscheidungen ohne weitere Beschlüsse der Gläubigerversammlung zu treffen, ihr es erst recht möglich sein muss diese Freiheit mit einem informellen Beschlussverfahren einzuschränken. Hier ist freilich noch viel im Ungewissen.

#### **IV. Schlussbemerkung**

Der Gemeinsame Vertreter ist eine gefährdete Spezies. Er verdient unseren Schutz. Dazu gehört, unsere Erwartungen an ihn zurückzuschrauben, und ihn nicht haftungsrechtlich so zu bedrohen, dass er scheut.

## 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
135. Hannes Schneider Ist das SchVG noch zu retten?
136. Daniel Weiß Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz
137. Hans-Gert Vogel Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers
138. Christoph Keller/ Nils Kößler Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen



**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](http://WWW.ILF-FRANKFURT.DE)**