



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
*Goethe-Universität Frankfurt am Main*

---

*Theodor Baums*

**Kündigung von Unternehmens-  
anleihen**

---



---

WORKING PAPER No 145



---

*Prof. Dr. Theodor Baums*

*Prof. Dr. Andreas Cahn*

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
IM HOUSE OF FINANCE  
DER GOETHE UNIVERSITÄT FRANKFURT  
CAMPUS WESTEND  
THEODOR-W.-ADORNO-PLATZ 3  
60629 FRANKFURT AM MAIN

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

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

---

WWW.ILF-FRANKFURT.DE

---

Theodor Baums

**Kündigung von Unternehmensanleihen**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 145/2016**

# Kündigung von Unternehmensanleihen

*Theodor Baums*

Anleihen werden in der Regel in zahlreiche Teilschuldverschreibungen aufgespalten und diese an verschiedene Investoren verkauft. Dies begründet, der Zahl der umlaufenden Teilschuldverschreibungen entsprechend, jeweils unterschiedliche Schuldverhältnisse zwischen dem Emittenten und dem jeweiligen Investor. Hält ein Investor mehrere Teilschuldverschreibungen, so entstehen dementsprechend mehrere rechtlich voneinander zu unterscheidende Schuldverhältnisse mit gleichem Inhalt.<sup>1</sup> Diese können jeweils ein unterschiedliches rechtliches Schicksal haben, z. B. getrennt voneinander übertragen werden. Sie können auch, von atypischen Gestaltungen abgesehen, je einzeln vom Gläubiger gekündigt werden, wenn die Anleihebedingungen insoweit keine Vorkehrungen treffen. Die folgenden Bemerkungen dazu befassen sich zunächst mit der umstrittenen Frage, ob auch eine Kündigung aus wichtigem Grund seitens eines Gläubigers gemäß §§ 490 Abs. 1, 314 BGB in Betracht kommt (im Folgenden I. - VII.)

Die Kündigung einzelner Teilschuldverschreibungen kann nachteilige Auswirkungen sowohl für den Emittenten wie für die übrigen Gläubiger haben. Anleihebedingungen können daher hinsichtlich der Ausübung des Kündigungsrechts eine „kollektive Bindung“ der Teilschuldverschreibungen vorsehen. Sie können insbesondere festlegen, dass eine Einzelkündigung ausgeschlossen sein, und eine Kündigung nur möglich sein soll, sofern ein bestimmtes Quorum von Teilschuldverschreibungsgläubigern sich dem anschließt, und weitere Einschränkungen vorsehen. Darauf ist zum Schluss einzugehen (unten VIII.)

## **I. Kündbarkeit einzelner Teilschuldverschreibungen**

Vorab ist festzuhalten, dass einzelne Teilschuldverschreibungen nach allgemeiner Auffassung kündbar sind, wenn die Anleihebedingungen dies vorsehen.<sup>2</sup> Tatsächlich bestimmen Anleihen nach deutschem Recht häufig, dass bei Vorliegen eines wichtigen Grundes, der in einem Katalog spezifiziert sein mag, jeder Gläubiger die von ihm gehaltenen Schuldverschreibungen kündigen

---

<sup>1</sup> Näher dazu m. w. Nachweisen *Horn*, Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht im Licht aktueller Marktentwicklungen, ZHR 173 (2009), 12, 46 ff.

<sup>2</sup> Eine Besonderheit gilt insoweit für die gedeckten Schuldverschreibungen im Sinne des Pfandbriefgesetzes. Nach § 6 Abs. 2 PfandBG darf den Pfandbriefgläubigern kein Kündigungsrecht eingeräumt werden. Pfandbriefe unterfallen nicht dem Schuldverschreibungsgesetz (§ 1 Abs. 2 SchVG) und werden im Folgenden nicht behandelt.

kann.<sup>3</sup> Die Einzelkündigung führt die Fälligkeit der jeweils gekündigten Teilschuldverschreibung, nicht die der gesamten Anleihe herbei. Bei diesem Recht zur Kündigung handelt es sich um ein Hilfsrecht, das mit der Übertragung der Teilschuldverschreibung auf deren Erwerber übergeht.<sup>4</sup>

Von der Kündbarkeit einzelner Teilschuldverschreibungen geht auch das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) aus. Zwar schließen das Prinzip der kollektiven Bindung und das Gleichbehandlungsgebot (§ 4 SchVG) eine inhaltlich unterschiedliche Ausgestaltung von Teilschuldverschreibungen aus einer Gesamtemission aus. Das gilt aber nicht für das Fälligstellen einzelner Teilschuldverschreibungen durch Kündigung. Das SchVG sieht nicht vor, dass die Teilschuldverschreibungen einer Emission nur gemeinsam, durch Gesamtkündigung der Anleihe, fällig gestellt werden können, um einen liquiden Markt für alle aufrechtzuerhalten, ein Windhundrennen der Teilschuldverschreibungsgläubiger auszuschließen oder aus anderen Gründen.

Die Kündigung einer großen Anzahl, aber nicht aller Teilschuldverschreibungen aus einer Emission engt zwar den Markt für die nicht gekündigten Teilschuldverschreibungen ein und kann die Effizienz der Preisbildung hierfür beeinflussen. Auf der anderen Seite lässt aber das SchVG selbst erkennen, dass das Prinzip der Gleichartigkeit der ausgegebenen Teilschuldverschreibungen nicht bedeutet, dass die ausgegebenen Teilschuldverschreibungen nur alle gleichzeitig abgelöst werden können. So kann die Emittentin selbst einzelne Teilschuldverschreibungen zurückerwerben und so dem Markt entziehen (vgl. § 6 Abs. 1 S. 2 SchVG). Auch § 5 Abs. 5 SchVG belegt, dass Kündigungen gesondert erfolgen können, so dass sich insofern ein unterschiedliches rechtliches Schicksal der gekündigten und der fortbestehenden Teilschuldverschreibungen ergibt.<sup>5</sup>

Ferner geht auch § 5 Abs. 3 Nr. 8 SchVG davon aus, dass jedem Inhaber einer Teilschuldverschreibung ein Kündigungsrecht zusteht, das durch nachträglichen Mehrheitsbeschluss ausgeschlossen oder beschränkt werden kann. Es bleibt demnach den Beteiligten überlassen, ob sie

---

<sup>3</sup> *Bliesener/H. Schneider*, Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG), in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2013, 17. Kapitel, S. 1129 Rz. 64; Auflistung typischer Kündigungsgründe bei *Hartwig-Jacob*, Das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG), in: Ekkenga/Schröer (Hrsg.), Hdb. AG-Finanzierung, 2014, Kap. 12. Rz. 353 f.

<sup>4</sup> Vgl. zum Übergang „unselbständiger Gestaltungsrechte“ bei der Abtretung von Forderungen *Grüneberg*, in: Palandt, BGB, 74. Auflage 2015, § 401 Rn. 4.

<sup>5</sup> In der Literatur ist allerdings umstritten, ob auch eine Kollektivkündigung gemäß § 5 Abs. 5 S. 1 SchVG Kündigungswirkung nur für die Schuldverschreibungen derjenigen Gläubiger hat, die sich an der Kündigungserklärung beteiligt haben (dafür etwa *Schmidtbleicher*, Das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG), in: Ekkenga/Schröer [Hrsg.], Hdb. AG-Finanzierung, 2014, S. 1097 f. m. Nachweisen unter Berufung auf BT-Drucks. 16/12814, S. 19 li. Sp.). Vertreten wird unter Berufung auf die internationale Anleihepraxis auch, dass einer solchen Kollektivkündigung Kündigungswirkung für alle Teilschuldverschreibungen zukomme (in diesem Sinne *Bliesener/H. Schneider*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2013, 17. Kapitel, S. 1127 ff.).

die mit einer Einzelkündigung verbundenen Nachteile hinnehmen wollen oder nicht.<sup>6</sup> Damit liegt es bei ihnen zu entscheiden, ob Einzelkündigungen im Interesse einer geordneten Sanierung des Emittenten beschränkt oder ausgeschlossen werden.

Auch aus dem Wesen der Anleihe ist nicht abzuleiten, dass eine Einzelkündigung ausgeschlossen ist, wenn die Anleihebedingungen nicht ausdrücklich etwas Abweichendes bestimmen. Die Möglichkeit einer Kündigung ist schon deshalb unverzichtbar, weil bei der Abwicklung des Pflichtenprogramms Leistungsstörungen, z. B. Verzug mit mehrfachen Zinszahlungen, auftreten können, die ein Fälligmachen der Schuldverschreibungen erfordern. In Betracht käme daher allenfalls, in einem solchen Fall ein Gesamtkündigungsrecht aller Gläubiger hinsichtlich der Gesamtemission anzunehmen, sofern die Anleihebedingungen kein Einzelkündigungsrecht vorsehen. Praktisch führt die Annahme eines Gesamtkündigungsrechts aller Gläubiger aber nicht weiter, weil ein solches Kündigungsrecht wegen der damit verbundenen Koordinations- und Kollektivhandlungsprobleme in der Regel nicht ausgeübt werden könnte.

Diese Annahme widerspräche auch der zwingenden (§ 5 Abs. 1 S. 2 SchVG) Bestimmung des § 5 Abs. 5 S. 1 SchVG. Dieser Norm liegt nicht die Vorstellung zugrunde, dass der Regelfall ein Gesamtkündigungsrecht aller Gläubiger einer Gesamtemission, und ein Einzelkündigungsrecht der in den Anleihebedingungen festzulegende Ausnahmefall ist. Sondern die Vorschrift geht von dem Fall aus, dass die Anleihebedingungen ein Einzelkündigungsrecht ausschließen und bestimmen, dass die Kündigung von ausstehenden Schuldverschreibungen „nur von mehreren und einheitlich“ erklärt werden kann. In diesem Fall darf der für die Kündigung erforderliche Mindestanteil der ausstehenden Schuldverschreibungen nicht mehr als 25 Prozent betragen. Damit ist die Annahme, dass grundsätzlich, ohne abweichende Regelung in den Anleihebedingungen, nur alle Gläubiger gemeinschaftlich die Kündigung der ausstehenden Schuldverschreibungen erklären könnten, unvereinbar.

Auch ein Rückgriff auf die Bestimmung des § 351 S. 1 BGB scheidet aus, wie angefügt werden mag. Nach dieser Vorschrift kann ein Rücktrittsrecht nur von allen und gegen alle ausgeübt werden, wenn bei einem Vertrag auf der einen oder der anderen Seite mehrere beteiligt sind. Ungeachtet der Frage, ob diese Norm auch auf die Ausübung des Kündigungsrechts anzuwenden ist,<sup>7</sup> scheidet ein Rückgriff hierauf dann aus, wenn mehreren Personen jeweils ein selbständiger (Teil-)Anspruch

---

<sup>6</sup> Zu den Nachteilen der Kündigung einzelner Teilschuldverschreibungen und zu Vorkehrungen dagegen unten VIII.

<sup>7</sup> Verneint von RG, Urt. v. 19. 6. 1917 - III. 25/17, RGZ 90, 328, 330.

gegen einen Dritten zusteht, und es nur um die Aufhebung oder das Fälligmachen dieses Teilanspruchs geht.<sup>8</sup>

## II. Kein Ausschluss gesetzlicher Kündigungsrechte durch das SchVG

In der Rechtsprechung der Instanzgerichte und der Literatur zum SchVG ist umstritten, ob eine Kündigung auch auf gesetzlich normierte Kündigungsrechte (§§ 490 Abs. 1, 314 BGB) gestützt werden kann.<sup>9</sup> Aus dem SchVG selbst ergibt sich kein Hinweis darauf, dass ein Rückgriff auf gesetzliche Kündigungsrechte, insbesondere gemäß § 314 BGB, ausgeschlossen sein soll. § 5 Abs. 5 SchVG (vgl. auch § 5 Abs. 3 Nr. 8 SchVG) befasst sich nur mit der Frage, ob ein Kündigungsrecht, wenn es besteht, von einzelnen Teilschuldverschreibungsgläubigern oder nur von mehreren und einheitlich ausgeübt werden kann. Diese Bestimmung lässt offen, ob sie sich nur auf ein in den Anleihebedingungen festgelegtes Kündigungsrecht oder auch auf gesetzliche Kündigungsrechte bezieht. Jedenfalls ist das SchVG aber nicht als abschließende gesetzliche Sonderregelung konzipiert, die einen Rückgriff auf das Leistungsstörungsrecht des Schuldrechts ausschließen würde.

Auch das Skripturerfordernis des § 2 S. 1 SchVG steht der Anwendung der §§ 490 Abs. 1, 314 BGB nicht entgegen. Nach dieser gesetzlichen Vorgabe müssen sich zwar die Rechte und Pflichten des Schuldners und der Gläubiger (die Anleihebedingungen) aus der Schuldverschreibungsurkunde ergeben. Das Skripturerfordernis dient der Fungibilität der Schuldverschreibungen und dem Schutz der Teilschuldverschreibungsgläubiger. Es stellt aber nur ein Transparenzerfordernis auf, reicht dagegen nicht soweit, die Geltung selbst zwingender gesetzlicher Bestimmungen zu beschränken oder auszuschließen, welche die Rechte und Pflichten der Beteiligten ausgestalten.<sup>10</sup> Ob solche Rechte und Pflichten der Beteiligten, die sich aus zwingenden oder auch aus nicht abbedungenen dispositiven gesetzlichen Vorschriften ergeben, zwecks Information des (internationalen) Anlegerpublikums in die Anleihebedingungen aufgenommen werden müssen oder aufgenommen werden sollten, ist eine andere, hier nicht zu erörternde Frage.

---

<sup>8</sup> RG, Urt. v. 12. 6. 1936 – V 285/35, RGZ 151, 304, 311.

<sup>9</sup> Nachweise s. im Folgenden.

<sup>10</sup> § 314 BGB ist „in seinem Kern“ zwingend; *Grüneberg*, in: Palandt, BGB, 74. Aufl. 2015, § 314 Rz. 3; zur Abdingbarkeit des § 490 Abs. 1 BGB *Weidenkaff*, ebda., § 490 Rz. 1; s. dazu auch noch unten VIII.

### III. Kein genereller Ersatz des Kündigungsrechts durch Veräußerung

Nach dem Vorstehenden ist weder eine Kündbarkeit einzelner Teilschuldverschreibungen grundsätzlich ausgeschlossen, noch versperrt das SchVG den Rückgriff auf die Kündigungsrechte gemäß §§ 490 Abs. 1, 314 BGB.

Ein allgemeiner Einwand gegen die Anwendbarkeit dieser Normen lautet aber, dass ein Rückgriff hierauf nicht erforderlich sei, weil der Investor seine Schuldverschreibung, die er am Markt erworben habe, auch wieder veräußern könne.<sup>11</sup> Dem ist entgegenzuhalten, dass ein informierter Erwerber der Schuldverschreibung in relevanten Fällen einen entsprechenden Preisabschlag fordern würde, so dass der Verkauf der Schuldverschreibung für den Veräußerer zu einem Nachteil für ihn führen müsste, sofern die Anleihebedingungen nicht in anderer Weise hiergegen Vorkehrungen treffen. Die Möglichkeit, Teilschuldverschreibungen veräußern zu können, stellt daher jedenfalls keine gleichwertige Alternative zur Kündigung dar.

Angenommen sei, dass ein Emittent mit ausgezeichneter Bonität eine Anleihe aufgelegt hat, ohne hierfür Sicherheiten zu stellen. In der Folge tritt in den Ertrags- und Vermögensverhältnissen des Emittenten eine wesentliche Verschlechterung ein, so dass auch das Rating herabgesetzt wird. In aller Regel werden die Anleihebedingungen in einem solchen Fall ein Recht auf Nachbesicherung oder, wenn eine Nachbesicherung nicht erfolgt, ein Kündigungsrecht vorsehen. Gewähren die Anleihebedingungen solche Rechte dagegen nicht, und will der Investor im Hinblick auf die gestiegene Ausfallwahrscheinlichkeit seine Schuldverschreibung veräußern, wird ein Erwerber bei gleichbleibendem Zins wegen der gestiegenen Ausfallwahrscheinlichkeit einen Abschlag vom Kaufpreis fordern; der Kurs der Schuldverschreibungen sinkt.<sup>12</sup> § 490 Abs. 1 BGB räumt für den Fall eines von den Vertragsparteien eines Darlehensvertrages nicht vorhergesehenen wesentlichen Anstiegs der Ausfallwahrscheinlichkeit dem Darlehensgeber ein außerordentliches Kündigungsrecht ein, sofern dessen berechtigter Erwartung, der Darlehensschuldner werde seinen Zahlungspflichten nachkommen, nicht auf andere Weise, insbesondere durch Nachbesicherung,

---

<sup>11</sup> *Maier-Reimer*, Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 136; *Trautrim*s, Anm. zu LG Köln, Urt. v. 26. 1. 2012 – 30 O 63/11, BB 2012, 1821, ebda. S. 1820, 1821; *Bliesener/H. Schneider*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2013, 17. Kapitel, S. 1132 Rz. 86.

<sup>12</sup> *Hartwig-Jacob*, in: Friedl/Hartwig-Jacob (Hrsg.), Frankfurter Kommentar SchVG, 2013, § 5 Rz. 120 m. w. Nachweisen. Das widerspricht nicht der Hypothese, dass ein informationseffizienter Kapitalmarkt von vorneherein erkennen würde, dass die Anleihebedingungen bei einer Herabstufung des Rating keinen Anpassungsmechanismus vorsehen. Diese Hypothese besagt nicht, dass der tatsächliche Eintritt des negativen Ereignisses von vorneherein in den Kurs der Schuldverschreibung „eingepreist“ ist. Zur Debatte um die Informationseffizienz von Kapitalmärkten etwa *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, 10. Aufl. 2011, S. 340 ff.

Rechnung getragen wird. Diese Norm ist wegen der identischen Interessenlage der Parteien im Anleiherecht entsprechend anwendbar, kann freilich in den Anleihebedingungen abbedungen werden.<sup>13</sup>

Der Nachteil eines Absinkens des Erwartungswerts der Teilschuldverschreibungen wegen eines wesentlichen Anstiegs der Ausfallwahrscheinlichkeit ist von den Teilschuldverschreibungsgläubigern nur hinzunehmen, wenn der Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit bei Emission der Anleihe erkennbar antizipiert und entweder eine Regelung getroffen worden ist, die den berechtigten Erwartungen der Investoren auf ordnungsgemäße Vertragserfüllung in anderer Weise Rechnung trägt (z. B. soll sich bei Ratingverschlechterung der Anleihezins erhöhen, oder es sind Sicherheiten zu bestellen), oder eine Einzelkündigung wegen wesentlicher Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Emittenten (§ 490 Abs. 1 BGB analog) ausgeschlossen worden ist. Letzteres muss aber ausdrücklich geschehen; zumindest muss für den verständigen Anleger (§ 3 SchVG) erkennbar sein, dass ihm bei Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Emittenten kein Einzelkündigungsrecht zustehen soll.<sup>14</sup>

#### **IV. Ausschluss des Kündigungsrechts wegen bewusster Risikoübernahme?**

Nun könnte man einwenden, dass der denkbare Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit immer ein von den Vertragsparteien einer Anleiheemission bedachter Umstand sei, der jedenfalls durch die Höhe des Anleihezinses reflektiert und kompensiert werde, wenn Kündigungsrechte oder andere Vorkehrungen zugunsten der Investoren für diesen Fall nicht vorgesehen sind. Dieser Einwand stößt aber auf verschiedene Bedenken.

Schon für den individuell ausgehandelten Darlehensvertrag ist festzuhalten, dass die Kündigungsregeln der §§ 490 Abs. 1, 314 BGB *per se* gelten, wenn sie nicht, soweit zulässig, abbedungen oder modifiziert sind.<sup>15</sup> Dies kann durch eine ausdrückliche Klarstellung oder durch eine Vereinbarung geschehen, aus der sich im Wege der Auslegung ergibt, dass damit das gesetzliche Kündigungsrecht ausgeschlossen oder in bestimmter Weise modifiziert sein soll. Es kann aber nicht ohne Weiteres unterstellt werden, dass die Parteien die Geltung des Kündigungsrechts gemäß § 490 Abs. 1 BGB nicht gewollt haben, weil der Darlehensgeber bereits durch den Darlehenszins für den Anstieg des Ausfallrisikos hinreichend kompensiert werde, und eine Kündigung die vertraglich festgelegte Risikoverteilung im nachhinein in Frage stellen würde.

---

<sup>13</sup> Dazu noch unten VI.

<sup>14</sup> Dazu näher unten VIII. 2. a).

<sup>15</sup> § 490 Abs. 1 BGB ist abdingbar. Das Kündigungsrecht gemäß § 314 BGB kann zwar im Einzelnen ausgestaltet werden, ist dagegen in seinem Kern zwingend; s. oben Fn. 10 und unten VIII. 2. b).

Für die Anleihe, deren Bedingungen nicht zwischen dem Emittenten und den späteren Investoren ausgehandelt werden, muss dies erst recht gelten.<sup>16</sup> Hier kann gleichfalls nicht einfach unterstellt werden, dass die am Aushandeln der Anleihebedingungen Beteiligten durch den gewählten Anleihezins auch einen wesentlichen späteren Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit erfassen und abgelten und dadurch die Anwendbarkeit des § 490 Abs. 1 BGB ausschließen wollen. Wenn dies aber gewollt ist, müssen die Anleger jedenfalls in transparenter Weise (vgl. § 3 SchVG) darauf hingewiesen werden, dass ein Einzelkündigungsrecht bei krisenhafter Entwicklung des Schuldnerunternehmens ausgeschlossen sein soll.

Hinzu kommt Folgendes. Bisher haben unsere Ausführungen nur den Fall des § 490 Abs. 1 BGB in den Blick genommen. § 314 Abs. 1 BGB gewährt ein Kündigungsrecht sowohl, wenn bei der Abwicklung wesentliche, von den Vertragsparteien antizipierbare Vertragsverletzungen vorkommen, als auch aus sämtlichen sonstigen Gründen, die eine Durchführung des Dauerschuldverhältnisses für eine hieran beteiligte Partei unzumutbar machen.<sup>17</sup> Dieses Kündigungsrecht bei Dauerschuldverhältnissen ist dem Umstand geschuldet, dass bei auf eine längere Zeitdauer berechneten Verträgen Umstände eintreten können, die die Fortsetzung des Vertragsverhältnisses für die Zukunft unzumutbar machen. Hierzu rechnen nicht nur wesentliche Leistungsstörungen. Sondern das soll auch dann gelten, wenn keine der Parteien bei Vertragsschluss den Eintritt solcher Umstände voraussehen oder vermeiden konnte.

Für diese Fälle kann gleichfalls nicht einfach unterstellt werden, dass die am Aushandeln der Anleihebedingungen Beteiligten auch den Eintritt sämtlicher auch unvorhersehbarer Umstände erfassen und durch den Anleihezins abgelten wollen, welche die weitere Durchführung der Schuldverhältnisse unzumutbar machen würden, so dass in keinem Fall für eine Kündigung aus wichtigem Grund Platz wäre. Abgesehen davon ist zu beachten, dass selbst eine ausdrückliche Klausel der Anleihebedingungen in diesem Sinne sich nicht mit der im Kern zwingenden Regelung des § 314 BGB in Widerspruch setzen darf.<sup>18</sup>

## V. Zwischenbilanz

Demnach kann folgende Zwischenbilanz gezogen werden.

1. Teilschuldverschreibungen können grundsätzlich einzeln gekündigt werden, wenn die Anleihebedingungen dies vorsehen. Das SchVG steht dem nicht entgegen. Die Annahme, dass

---

<sup>16</sup> Allgemein zu den Mechanismen und der Wirkung der Marktkontrolle beim Aushandeln von Anleihebedingungen von *Randow*, Die Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen: Abschied vom AGB-Recht, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25, 55 ff.

<sup>17</sup> Näher dazu unten VII. 2., 3.

<sup>18</sup> S. zu zulässigen Modifikationen des § 314 BGB in Anleihebedingungen unten VIII. 2. b).

grundsätzlich, ohne abweichende Regelung in den Anleihebedingungen, nur alle Gläubiger gemeinschaftlich die Kündigung der ausstehenden Schuldverschreibungen erklären könnten, ist mit der zwingenden Regelung des § 5 Abs. 5 S. 1 SchVG unvereinbar (oben I.).

2. Das SchVG versperrt nicht den Rückgriff auf die gesetzlichen Kündigungsrechte gemäß §§ 490 Abs. 1, 314 BGB (oben II.).

3. Das Recht zur Kündigung gemäß §§ 490 Abs. 1, 314 BGB erübrigt sich nicht deshalb, weil der Gläubiger seine Teilschuldverschreibung veräußern kann (oben III.).

4. Im *Darlehensrecht* gelten die Kündigungsregeln der §§ 490 Abs. 1, 314 BGB per se, wenn sie nicht, soweit zulässig, abbedungen oder modifiziert sind. Wenn die Parteien von den §§ 490 Abs. 1, 314 BGB abweichen wollen, muss entweder eine ausdrückliche Klarstellung erfolgen oder (soweit zulässig) eine Vereinbarung getroffen sein, deren Auslegung ergibt, dass damit das gesetzliche Kündigungsrecht ausgeschlossen oder in bestimmter Weise modifiziert sein soll.

Auch für das *Anleiherecht* kann nicht einfach und ohne Anhaltspunkte hierfür in den Anleihebedingungen unterstellt werden, dass die am Aushandeln der Anleihebedingungen Beteiligten einen wesentlichen späteren Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit oder gar den Eintritt aller Umstände, welche die weitere Durchführung der Schuldverhältnisse unzumutbar machen würden, erfassen, durch den vereinbarten Anleihezins abgelten und dadurch eine Kündigung aus wichtigem Grund erübrigen wollten. Ist dies aber gewollt, müssen die Anleger jedenfalls in transparenter Weise darauf hingewiesen werden. Ferner darf sich eine solche Klausel nicht ihrerseits mit der im Kern zwingenden Regelung des § 314 BGB in Widerspruch setzen (oben IV.).

Nach diesen Vorüberlegungen ist nun auf die tatbestandlichen Voraussetzungen der §§ 490 Abs. 1, 314 BGB im Einzelnen und auf die Fragen einzugehen, die sich bei der Anwendung dieser Normen im Anleiherecht stellen.

## **VI. Kündigung entsprechend § 490 Abs. 1 BGB**

§ 490 Abs. 1 BGB räumt dem Darlehensgeber ein Lösungsrecht für den Fall ein, dass sich im nachhinein ein wesentliches Ausfallrisiko entwickelt, es sei denn, dass die Parteien bei Vertragsschluss eine Kündigung aus diesem Grund ausgeschlossen haben. Die Frage ist, ob auch der einzelne Teilschuldverschreibungsgläubiger hierauf eine Kündigung seiner Teilschuldverschreibung stützen kann, wenn die Anleihebedingungen keine zulässige abweichende Bestimmung treffen.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Offen gelassen in OLG Frankfurt, Urt. v. 17. 9. 2014 – 4 U 97/14, ZIP 2014, 2176, 2178 re. Sp. In mehreren Entscheidungen wird ein Kündigungsrecht wegen wesentlicher Verschlechterung der

§ 490 BGB setzt ein „Darlehensverhältnis“ voraus. Zwischen dem Rechtsverhältnis aus einer Teilschuldverschreibung und dem Darlehensverhältnis besteht zunächst ein Unterschied im Entstehungsgrund: Bei der Begründung des in der Schuldverschreibung verbrieften Schuldverhältnisses handelt es sich nach überzeugender h. M. nicht um einen Darlehensvertrag, sondern um einen gemischten Vertrag mit kaufvertraglichen Pflichten.<sup>20</sup> Der Emittent verkauft den Übernehmern gegen sich selbst gerichtete Forderungen, die durch die im Zusammenhang damit getroffene abstrakte Begebungsvereinbarung begründet werden.

Die Frage ist freilich, ob dies die entsprechende Anwendung des § 490 Abs. 1 BGB hindert.

Das Kündigungsrecht gemäß § 490 Abs. 1 BGB beruht auf folgendem Gedanken: Der Darlehensgeber trägt hinsichtlich des dem Darlehensnehmer zur Nutzung überlassenen Kapitalbetrags das Ausfallrisiko. Dieses Ausfallrisiko kann u. a. durch Bestellen von Sicherheiten reduziert, oder die Übernahme kann durch die Höhe der in die Nutzungsvergütung einbezogenen Risikoprämie entgolten werden. Wenn sich aber die von den Parteien vorausgesehene, durch den Vertragsschluss übernommene und vergütete Risikoverteilung zu Lasten des Darlehensgebers verschiebt, weil sich im nachhinein ein wesentliches Ausfallrisiko entwickelt, das die Parteien bei Vertragsschluss gerade nicht vorhergesehen und berücksichtigt haben (Wertverfall der bestellten Sicherheiten; negative Entwicklung der Ertrags- und Vermögensverhältnisse des Darlehensnehmers, dem ein Darlehen zu Konditionen für besser bewertete Schuldner eingeräumt worden war), soll dem Darlehensgeber ein Lösungsrecht zustehen; er braucht nicht erst den Eintritt des Verzugs mit einzelnen Teilleistungen abzuwarten.

Gegen eine entsprechende Anwendung des § 490 Abs. 1 BGB im Anleiherecht könnte man zunächst einwenden, dass Einzelkündigungen wegen wesentlicher Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Emittenten der Zielsetzung des SchVG widersprechen, Sanierungen des

---

Vermögensverhältnisse des Emittenten nicht auf die (dispositive) Bestimmung des § 490 Abs. 1 BGB, sondern auf die (im Kern zwingende) Vorschrift des § 314 BGB gestützt (OLG Frankfurt, Urt. v. 17. 9. 2014 – 4 U 97/14, ZIP 2014, 2176, 2177 f.; LG Köln, Urt. v. 26. 1. 2012 – 30 O 63/11, BB 2012, 1821, 1822 f. m. abl. Anmerkung *Trautrim*s ebda. S. 1820 f.; LG Bonn, Urt. v. 25. 3. 2014 – 10 O 299/13, ZIP 2014, 1073, 1074 f.). Zum Verhältnis der §§ 490 Abs. 1, 314 BGB zueinander s. aber Text unten zu Fn. 23, 24. – Gegen eine analoge Anwendung des § 490 Abs. 1 BGB im Anleiherecht *Maier-Reimer*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 136 f.; *Bliesener/Schneider*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2013, 17. Kapitel, S. 1132 Rz. 83 ff.; wohl auch *Paulus*, Schuldverschreibungen, Restrukturierungen, Gefährdungen, WM 2012, 1109, 1111 f.; ferner m. w. Nachweisen *Seibt/Schwarz*, Anleihekündigung in Sanierungssituationen, ZIP 2015, 401, 407 f.

<sup>20</sup> *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2014, § 7 Rz. 22; eingehend m. w. Nachweisen *Diekmann*, Übernahmevertrag bei Anleiheemissionen, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl. 2013, § 31 Rz. 22 ff.

in der Krise befindlichen Schuldnerunternehmens zu erleichtern.<sup>21</sup> Ein unkoordiniertes Windhundrennen der Schuldverschreibungsgläubiger, die bei Anzeichen oder Offenbarwerden einer Krise ihre Schuldverschreibungen bereits vor Verzugseintritt kündigen und damit eine Sanierung vereiteln, lässt sich aber dadurch ausschließen, dass in den Anleihebedingungen das Kündigungsrecht entsprechend § 490 Abs. 1 BGB abbedungen oder beschränkt wird.<sup>22</sup>

Für die entsprechende Anwendbarkeit der Vorschrift im Anleiherecht lässt sich geltend machen, dass das Rechtsverhältnis zwischen dem Emittenten und dem Investor im wesentlichen Punkt völlig dem zwischen Darlehensnehmer und Darlehensgeber nach der Auszahlung der Darlehensvaluta entspricht: In beiden Fällen beschränkt sich das Rechtsverhältnis zwischen den Parteien auf die Verpflichtung des Kreditnehmers bzw. Emittenten zur Zinszahlung und zur Zahlung des geschuldeten Kapitalbetrags bei Fälligkeit. Bis dahin hat der Darlehensgeber bzw. Anleihegläubiger dem Kreditnehmer den Kapitalbetrag zu belassen, und tragen Darlehensgeber bzw. Anleihegläubiger das Ausfallrisiko.

Erhöht sich dieses Ausfallrisiko aber im Vergleich mit der Lage bei Vertragsschluss wesentlich zum Nachteil der Kapitalgeberseite, und haben die Beteiligten diese Entwicklung nicht vorausgesehen und durch eine abweichende Gestaltung berücksichtigt, steht dem Darlehensgeber kraft Gesetzes „in der Regel“ (vgl. § 490 Abs. 1 a. E. BGB<sup>23</sup>) ein Lösungsrecht zu, das auch dem Anleihegläubiger nicht verwehrt werden kann, wenn es in den Anleihebedingungen nicht ausdrücklich wirksam ausgeschlossen und auch keine wirksame abweichende Gestaltung gewählt worden ist.

Daran ändert auch der Umstand nichts, dass bei der Schuldverschreibung nicht der derzeitige Gläubiger, sondern ein Rechtsvorgänger den dem Emittenten überlassenen Kapitalbetrag gezahlt, und der derzeitige Gläubiger von dem Ersterwerb der Schuldverschreibung oder von dessen Rechtsnachfolgern die Schuldverschreibung gekauft hat. Im Verhältnis zwischen Emittenten und derzeitigem Teilschuldverschreibungsgläubiger bleibt es dabei, dass dieser das Ausfallrisiko des Emittenten trägt und das Kündigungsrecht wegen nachträglicher wesentlicher Erhöhung des

---

<sup>21</sup> In diesem Sinne etwa *Trautrim*s BB 2012, 1823, 1824; *Lürken*, Restrukturierung in der operativen Krise, in: Theiselmann (Hrsg.), Hdb. Restrukturierungsrecht, 2. Aufl. 2013, Kap. 5 Rz. 42.

<sup>22</sup> Näher dazu unten VIII. 2. a).

<sup>23</sup> S. dazu BT-Drucksache 14/6040, S. 254. Diese Formulierung soll dem Umstand Rechnung tragen, dass sich gerade durch die Kündigung und das Rückfordern des Darlehensbetrags in einer Summe die Vermögenssituation des Schuldners so sehr verschlechtern kann, dass er insolvent wird, während ihm bei Belassen des Darlehens jedenfalls ein ratenweises Rückführen möglich wäre. Werden einzelne Teilschuldverschreibungen gekündigt, stellt sich insoweit die Frage, ob bei der Abwägung auf den Betrag der gekündigten Teilschuldverschreibung (in diesem Sinne LG Köln, Urt. v. 26. 1. 2012 – 30 O 63/11, BB 2014, 1821, 1823) oder auf den Betrag der gesamten Anleihe abzustellen ist; das muss hier offen bleiben.

Ausfallrisikos so ausüben kann, wie es der Erstgläubiger und Kapitalgeber hätte ausüben können, wenn dieser die Teilschuldverschreibung nicht veräußert hätte.<sup>24</sup>

## VII. Kündigung gemäß § 314 BGB

### 1. Bestehen eines Dauerschuldverhältnisses

Bei der Kündigung gemäß § 314 BGB stellt sich zunächst eine vergleichbare Frage wie bei der Debatte um die Anwendbarkeit des § 490 BGB. Es wird geltend gemacht, dass es sich bei der einzelnen Schuldverschreibung nicht um ein „Dauerschuldverhältnis“ im Sinne dieser Vorschrift handele.<sup>25</sup> Dagegen lässt sich wiederum einwenden, dass das Rechtsverhältnis zwischen dem Emittenten und dem Investor im wesentlichen Punkt völlig dem zwischen Darlehensnehmer und Darlehensgeber nach der Auszahlung der Darlehensvaluta entspricht: In beiden Fällen beschränkt sich das Rechtsverhältnis zwischen den Parteien auf die Verpflichtung des Kreditnehmers bzw. Emittenten zur Zinszahlung und zur Zahlung des geschuldeten Kapitalbetrags bei Fälligkeit. Bis dahin hat der Kreditgeber dem Kreditnehmer den Kapitalbetrag zu belassen.<sup>26</sup>

Der Unterschied im Entstehungsgrund (der Übernahmevertrag ist kein Darlehensvertrag) besagt nicht, dass bei der Abwicklung dieses Schuldverhältnisses eine andere Pflichtenstruktur als im Fall des Darlehens besteht. Für das Darlehensverhältnis ordnet das Gesetz aber ausdrücklich die Geltung des § 314 BGB an (§ 490 Abs. 3 BGB).

### 2. Kündigung als Sanktion für wesentliche Leistungsstörungen

Bedeutsamer ist ein Blick auf den Zweck der Vorschrift. § 314 BGB trägt verschiedenen Regelungsbedürfnissen Rechnung, die bei Dauerschuldverhältnissen auftreten können und für die Diskussion um die Anwendbarkeit der Vorschrift im Anleiherecht getrennt betrachtet werden sollten.

---

<sup>24</sup> Zum Übergang des Rechts zur Fälligkeitskündigung auf den Erwerber der Teilschuldverschreibung oben Text zu Fn. 4.

<sup>25</sup> *Maier-Reimer*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129, 134 ff.; *Bliesener/H. Schneider*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2013, 17. Kapitel, S. 1132 Rz. 82; *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, 2010, S. 336 ff. m. w. Nachweisen; a. A. *Hartwig-Jacob*, in: Ekkenga/Schröer (Hrsg.), Hdb. AG-Finanzierung, 2014, Kap. 12 Rz. 356 m. Nachweisen; für Schuldverschreibungen „mit darlehensnahe Charakter“ auch *Horn*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und der Anleihemarkt, BKR 2009, 446, 450; kritisch dazu auch *Florstedt/von Randow*, Die Kündigung des Anleiheschuldverhältnisses aus wichtigem Grund, ZBB 2014, 345, 346 f. Weitere Nachweise bei *Reps*, Rechtswettbewerb und Debt Governance bei Anleihen, 2014, S. 335; *Seibt/Schwarz* ZIP 2015, 401, 408 re. Sp.

<sup>26</sup> Eingehender zum Begriff des Dauerschuldverhältnisses *Huber*, Leistungsstörungen, Bd. 2, 1999, § 46 I. 1.

Das sei wiederum am Beispiel des verzinslichen Darlehens erläutert. Ist die Darlehenssumme ausgezahlt und gerät der Darlehensnehmer mit der Zinszahlung oder mit Ratenzahlungen in Verzug, geht es neben dem Ersatz des Verzögerungsschadens darum, ob der Darlehensgeber wegen dieser Vertragsverletzung das gesamte Vertragsverhältnis auflösen kann.<sup>27</sup> Die mit einem Rücktritt verbundene Rückabwicklung eines bis zum Verzug mit einzelnen fälligen Teilleistungen ordnungsgemäß abgewickelten Vertragsverhältnisses (§§ 346 ff. BGB) wäre in diesem Fall in der Regel eine unangemessene Rechtsfolge.

Das Regelungsanliegen des § 314 BGB besteht in Bezug auf diesen Fall der Leistungsstörung (Verzug mit Zins- oder Ratenzahlungen) also vor allem darin, an die Stelle des Rechtsbehelfs des Rücktritts den Rechtsbehelf der Kündigung mit der Folge der Auflösung des Vertragsverhältnisses ex nunc zu setzen.

Ein weiteres Regelungsanliegen des § 314 BGB besteht darin, insbesondere Parteien in Dauerrechtsverhältnissen mit personenrechtlichem Einschlag sowie derjenigen Partei, die in einem Dauerrechtsverhältnis mit einer zeitbezogenen persönlichen „Leistungsanspannung“ belastet ist, ein außerordentliches Lossagungsrecht einzuräumen, und zwar gerade auch dann, wenn dem Erklärungsgegner keine Vertragsverletzung vorgehalten werden kann. Das kommt allerdings nur in Betracht, wenn, wie es in § 314 Abs. 1 S. 2 BGB heißt, „dem kündigenden Teil unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalls und unter Abwägung der beiderseitigen Interessen die Fortsetzung des Vertragsverhältnisses [...] nicht zugemutet werden kann“. Auf die Frage, ob Anleihegläubiger auch diesen Kündigungsgrund geltend machen können, ist zurückzukommen.<sup>28</sup>

Was dagegen die Kündigung als Sanktion für wesentliche Leistungsstörungen angeht, steht im Ergebnis außer Frage, dass dieser gesetzliche Rechtsbehelf gemäß § 314 BGB auch dem einzelnen Gläubiger hinsichtlich der von ihm gehaltenen Teilschuldverschreibungen zusteht, sofern nicht die Anleihebedingungen bereits selbst ein solches Kündigungsrecht vorsehen<sup>29</sup> oder in zulässiger Weise dieses Kündigungsrecht modifizieren.<sup>30</sup>

Sähen die Anleihebedingungen für den Verzug mit mehreren Zinszahlungen oder sonstigen Teilleistungen weder ein Einzelkündigungsrecht noch eine „Kollektivierung“ im Sinne des § 5 Abs.

---

<sup>27</sup> Einzelheiten dazu, wann bei Darlehen (außerhalb der Sonderregelung für Verbraucherdarlehen in § 498 BGB) bei Verzug mit Einzelleistungen ein wichtiger Grund im Sinne des § 314 BGB anzunehmen ist, bei *Mülbart*, in: Staudinger, BGB, 12. Aufl., Neubearb. 2011, § 488 Rz. 137 f.

<sup>28</sup> Unten 3.

<sup>29</sup> Nach *H. Schneider*, Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluss der Gläubiger, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 Fn. 24 fehlen nur in den Anleihebedingungen von Emittenten mit allerhöchster Bonität außerordentliche Kündigungsrechte der Gläubiger.

<sup>30</sup> So auch *Florstedt/von Randow* ZBB 2014, 345, 351 re. Sp.

5 S. 1 SchVG vor, und würde man auch einen Rückgriff des einzelnen Schuldverschreibungsgläubigers auf das gesetzliche Kündigungsrecht gemäß § 314 BGB für ausgeschlossen halten, so wären die Anleihegläubiger im Verzugsfall darauf beschränkt, ihren Verzögerungsschaden geltend zu machen. Hinsichtlich der noch nicht fälligen Ansprüche auf Zins und Kapitalrückgewähr müssten sie jeweils abwarten, ob sich der Emittent auch insoweit pflichtwidrig verhält. Für eine solche Abweichung vom allgemeinen Leistungsstörungenrecht bei Anleihen ist kein überzeugender Grund ersichtlich. Die alternative Annahme, dass das gesetzliche Kündigungsrecht gemäß § 314 BGB mangels abweichender Gestaltung in den Anleihebedingungen der Gläubigergesamtheit zustehe und nur von allen gemeinschaftlich ausgeübt werden könne, wäre nicht nur praktisch untauglich, sondern auch mit der zwingenden Vorschrift des § 5 Abs. 5 S. 1 SchVG nicht zu vereinbaren.<sup>31</sup>

### 3. Kündigung wegen Unzumutbarkeit aus sonstigen Gründen

Außer bei wesentlichen Leistungsstörungen können Dauerschuldverhältnisse gemäß § 314 Abs. 1 BGB auch aus sonstigen Gründen gekündigt werden, wenn diese die Fortsetzung des Rechtsverhältnisses für den Kündigenden unzumutbar machen. Die Generalklausel des § 314 Abs. 1 BGB stellt insofern den Endpunkt einer Entwicklung dar, die zunächst mit Dauerrechtsverhältnissen mit personenrechtlichem Einschlag und mit Rechtsverhältnissen, die den Schuldner zu einer zeitbezogenen persönlichen „Leistungsanspannung“ verpflichten, ihren Anfang genommen hat. Die Generalklausel in ihrer heutigen Fassung ist gewissermaßen induktiv aus den speziellen Ausformungen für solche Rechtsverhältnisse entwickelt worden.<sup>32</sup>

Zweifellos fallen auf Zahlungsansprüche beschränkte Schuldverhältnisse nicht in diese Kategorie personenbezogener Dauerrechtsverhältnisse. Ebenso unzweifelhaft ist heute freilich, dass die Generalklausel des § 314 Abs. 1 BGB hierauf nicht beschränkt ist. Jenseits der wesentlichen Leistungsstörungen (dazu oben 2.) dürfte für ein Kündigungsrecht wegen Unzumutbarkeit bei auf Zahlungsansprüche beschränkten Dauerschuldverhältnissen allerdings nur ein schmaler Raum verbleiben.<sup>33</sup> Als Beispiele könnte man an Fälle denken, in denen ähnlich wie im Fall des § 490 Abs. 1 BGB die Zahlung künftiger Zinsen und die Rückzahlung des Kapitals durch Maßnahmen des Emittenten oder sonstige Entwicklungen gefährdet wird, und weder die Anleihebedingungen noch sonstige gesetzliche Schutzbestimmungen zum Schutz der Gläubiger des Emittenten (wie z. B. bei

---

<sup>31</sup> S. dazu bereits oben I.

<sup>32</sup> *Florstedt/von Randow* ZBB 2014, 345, 348 .

<sup>33</sup> S. dazu auch *Florstedt/von Randow* ZBB 2014, 345, 351 ff., die eine Kündigung aus wichtigem Grund für den Fall des Bruchs von Auflagen (*covenants*) erörtern und verneinen, auch sofern die Anleihebedingungen insoweit keine oder keine abweichende Sanktion vorsehen.

Kapitalherabsetzungen oder Umwandlungen, s. nur § 225 AktG, § 23 UmwG) einen alternativen Schutz gewähren.

#### 4. Verhältnis zu § 490 Abs. 1 BGB

Zu beachten ist, dass die entsprechend anwendbare (oben VI.) dispositive Vorschrift des § 490 Abs. 1 BGB *lex specialis* gegenüber der im Kern zwingenden Generalklausel des § 314 Abs. 1 BGB ist.<sup>34</sup>

Schließen also die Anleihebedingungen eine Kündigung wegen wesentlicher Vermögensverschlechterung im Sinne des § 490 Abs. 1 BGB aus, kann auf diesen Umstand auch keine Kündigung gemäß § 314 BGB gestützt werden.<sup>35</sup>

### VIII. Einschränkungen des Einzelkündigungsrechts

Das unkoordinierte Kündigen von Teilschuldverschreibungen durch einzelne Gläubiger kann, wie mit Recht geltend gemacht wird, zu Nachteilen sowohl für den Emittenten, für die übrigen Gläubiger als auch für die kündigenden Gläubiger selbst führen. Darüber hinaus wäre auch die Attraktivität des geltenden deutschen Anleiherechts erheblich beeinträchtigt, wenn dieses abweichende Gestaltungen auch da nicht zulassen würde, wo diese transparent gestaltet sind und die Anleger nicht unangemessen benachteiligen. Diesen Nachteilen ist allerdings nicht durch eine wenig überzeugende Einschränkung allgemeiner materieller Rechte des Forderungsgläubigers, sondern dadurch zu wehren, dass die durch das SchVG zur Verfügung gestellten Instrumentarien genutzt werden.

#### 1. Ermächtigung eines gemeinsamen Vertreters

Nachteile, die sowohl für den einzelnen Gläubiger wie für den Emittenten mit Einzelkündigungen verbunden sind, liegen zunächst einmal darin, dass sich jeder Anleger über die tatsächlichen und rechtlichen Voraussetzungen eines Kündigungsrechts informieren, diese prüfen und gegebenenfalls seine Ansprüche klageweise gegen den Emittenten durchsetzen muss.<sup>36</sup> Dieser hat sich dann gegebenenfalls mit einer Vielzahl von Ansprüchen gesondert auseinanderzusetzen. Probleme, die

<sup>34</sup> Mülbert, in: Staudinger, BGB, 12. Aufl., Neubearb. 2011, § 490 Rz. 122.

<sup>35</sup> Nicht überzeugend insoweit die Entscheidungen in Sachen *Solarworld* (s. nur OLG Frankfurt, Urte. v. 17. 9. 2014 – 4 U 97/14, ZIP 2014, 2176, 2177; LG Köln, Urte. v. 26. 1. 2012, - 30 O 63/11, BB 2012, 1821, 1822 f. m. abl. Anm. Trautrimis ebda. S. 1820 f.; LG Bonn, Urte. v. 25. 3. 2014 – 10 O 299/13, ZIP 2014, 1073, 1074 f.), in denen das Kündigungsrecht wegen wesentlicher Verschlechterung der Vermögensverhältnisse nicht auf die (dispositive) Vorschrift des § 490 Abs. 1 BGB, sondern auf die im Kern zwingende Bestimmung des § 314 BGB gestützt wird. Im Ergebnis bejaht das OLG Frankfurt a. a. O. allerdings, dass die Anleihebedingungen das Kündigungsrecht des Teilschuldverschreibungsgläubigers in zulässiger Weise beschränkt haben.

<sup>36</sup> Das KapMuG steht insoweit nicht zur Verfügung; vgl. § 1 KapMuG.

bei girosammelverwahrten Wertpapieren im Fall zahlreicher Einzelkündigungen auftreten, kommen hinzu.<sup>37</sup>

Insoweit können Anleihebedingungen jedenfalls teilweise Abhilfe schaffen: In den Anleihebedingungen kann ein gemeinsamer Vertreter bestellt und damit beauftragt werden, die Entwicklung des Emittenten anhand von Finanzkennzahlen zu beobachten und die Gläubiger bei Krisenanzeichen oder Leistungsstörungen zu benachrichtigen. Der gemeinsame Vertreter kann darüber hinaus auch dazu ermächtigt werden, die Rechte der Teilschuldverschreibungsgläubiger, zum Beispiel deren Kündigungsrechte,<sup>38</sup> wahrzunehmen. Diese Ermächtigung kann sich auch auf die Kündigung aus wichtigem Grund gemäß §§ 490 Abs. 1, 314 BGB beziehen.<sup>39</sup> In diesem Fall sind die einzelnen Gläubiger nicht befugt, ihre Rechte selbständig geltend zu machen, es sei denn, dass die Ermächtigung dies ausdrücklich vorsieht (§ 8 Abs. 4 i. V. mit § 7 Abs. 2 S. 2 SchVG). Ein solcher gemeinsamer Vertreter mit verdrängender Ermächtigung kann auch im nachhinein bestellt werden, wenn die Anleihebedingungen dies vorsehen (§ 5 Abs. 1 S. 1 SchVG).<sup>40</sup>

## 2. Ausschluss und Modifikation von Kündigungsrechten in den Anleihebedingungen

### a) § 490 Abs. 1 BGB

§ 490 Abs. 1 BGB ist abdingbar.<sup>41</sup> Soll das Recht der Anleihegläubiger, wegen wesentlicher Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Emittenten oder der Werthaltigkeit bestellter Sicherheiten kündigen zu können, abbedungen oder modifiziert werden, muss dies in transparenter Weise geschehen (§ 3 SchVG). Entweder muss also das Einzelkündigungsrecht jedes Teilschuldverschreibungsgläubigers bei wesentlicher Verschlechterung der Vermögensverhältnisse oder des Werts bestellter Sicherheiten ausdrücklich ausgeschlossen werden, oder es muss zumindest für den verständigen Anleger (§ 3 SchVG) erkennbar sein, dass ihm bei Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Emittenten kein Einzelkündigungsrecht zustehen soll.

Bei transparenter Ausgestaltung scheidet eine unangemessene Benachteiligung der Anleihegläubiger wegen der in den Anleihebedingungen vorgesehenen Verkürzung gesetzlicher

<sup>37</sup> Dazu *H. Schneider*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69, 90 Fn. 35.

<sup>38</sup> *Bliesener/Schneider*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2013, 17. Kapitel, S. 1142 Rz. 3.

<sup>39</sup> Für Zulässigkeit einer Ermächtigung, entsprechend § 5 Abs. 5 S. 2 BGB bereits erfolgte Einzelkündigungen zurückzunehmen, *Seibt/Schwarz*, ZIP 2015, 401, 412 f.

<sup>40</sup> Zu den Pflichten eines solchen gemeinsamen Vertreters und seiner Haftung *Bliesener/Schneider*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2013, 17. Kapitel, S. 1144 ff. Rz. 40 ff.; *von Randow*, Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters – Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkopplungseffekte zwischen *business judgment rule* und Weisungserteilung, in: Baums (Hrsg.), Das neue Schuldverschreibungsrecht, 2013, S. 63 ff.

<sup>41</sup> Oben Fn. 10.

Rechte (§ 307 Abs. 1 S. 1 BGB) grundsätzlich aus: Das Kündigungsrecht gemäß § 490 Abs. 1 BGB soll dem Kapitalgeber bei wesentlicher Erhöhung des Ausfallrisikos auch ohne bereits eingetretene Leistungsstörungen ein vorzeitiges Kündigungsrecht einräumen. Das Ausüben solcher Einzelkündigungsrechte kann freilich die negative Entwicklung der wirtschaftlichen Verhältnisse des Emittenten weiter beschleunigen, den Eintritt von Leistungsstörungen und den Ausfall fälliger Zahlungen auf die Schuldverschreibungen erst herbeiführen sowie eine im Interesse nicht nur des Emittenten, sondern auch aller Teilschuldverschreibungsgläubiger liegende Sanierung außerhalb eines Insolvenzverfahrens vereiteln.

§ 5 Abs. 1 S. 1 i. V. mit Abs. 3 Nr. 8 SchVG bestimmt ausdrücklich, dass die Anleihebedingungen vorsehen können, dass die Anleihegläubiger durch Mehrheitsbeschluss auf ein im Einzelfall bestehendes Kündigungsrecht aller Gläubiger verzichten können. Ein solcher Verzicht kann sich auch auf das Kündigungsrecht entsprechend § 490 Abs. 1 BGB beziehen. Von dieser Möglichkeit wird die Mehrheit der Anleihegläubiger vor allem in Sanierungssituationen Gebrauch machen; die gesetzliche Ermächtigung, die Anleihebedingungen in dieser Weise auszugestalten, ist aber nicht auf (begrifflich schwer abgrenzbare) Sanierungssituationen beschränkt. Dann steht auch nichts entgegen, wenn die Anleihebedingungen von vorneherein ein Kündigungsrecht Einzelner wegen Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Emittenten oder der Werthaltigkeit bestellter Sicherheiten in transparenter Weise ausschließen. Würde man dies anders beurteilen und ausschließlich Beschlüsse ex post (gemäß § 5 Abs. 3 Nr. 8 SchVG) für zulässig halten, würde das vom Gesetzgeber des SchVG verfolgte Ziel, vor allem in Krisensituationen Kündigungen aussetzen zu können, um Sanierungen auch im Interesse aller Anleihegläubiger zu ermöglichen, verfehlt werden. Denn solche Beschlüsse ex post bedürfen einer zeitaufwendigen Vorbereitung und können zu spät kommen, um Einzelkündigungen gut informierter Anleger noch aufhalten zu können.

Nicht selten enthalten die Anleihebedingungen einen Klauselkatalog, in dem Kündigungsrechte bei Eintritt näher bezeichneter Einzelatbestände wie Herabstufung des Rating, Stellen eines Insolvenzantrags, *cross default* u. a. m. festgelegt sind. Es ist eine Frage der Formulierung bzw. der Auslegung der Anleihebedingungen, ob in anderen als den im Katalog aufgeführten Fällen einer Verschlechterung der Ertrags- und Vermögenslage des Emittenten eine Einzelkündigung ausgeschlossen sein soll.

## b) § 314 BGB

Anders als § 490 Abs. 1 BGB ist § 314 BGB in seinem Kern zwingend.<sup>42</sup> Auch das SchVG lässt keinen generellen Ausschluss des Kündigungsrechts durch die Anleihebedingungen zu.<sup>43</sup> Nur Modifikationen sind möglich. So können die Anleihebedingungen festlegen, dass die Anleihegläubiger durch Mehrheitsbeschluss im Einzelfall auf das Ausüben eines gegebenen Kündigungsrechts verzichten oder dieses beschränken können (§ 5 Abs. 3 Nr. 8 SchVG). Das betrifft auch ein Kündigungsrecht gemäß § 314 BGB, zum Beispiel wegen Verzugs mit Zinszahlungen.<sup>44</sup> Ferner kann die Ausübung von Kündigungsrechten generell an die Mitwirkung anderer Schuldverschreibungsgläubiger geknüpft werden (§ 5 Abs. 5 SchVG).<sup>45</sup> Und schließlich kann das Ausüben von Kündigungsrechten einem gemeinsamen Vertreter übertragen und dadurch die Kündigung jedes einzelnen Teilschuldverschreibungsgläubigers ausgeschlossen werden.<sup>46</sup>

Weitere Modifikationen des Kündigungsrechts gemäß § 314 BGB sind denkbar und möglich. So können die Anleihebedingungen näher die Voraussetzungen bestimmen, unter denen ein Verzug mit Teilleistungen (Zinszahlungen, Ratenzahlungen) zur Kündigung einer Teilschuldverschreibung berechtigen soll. In Betracht kommt auch, einzelne ausdrücklich angeführte Umstände, die an sich eine „Unzumutbarkeit“ im Sinne des § 314 Abs. 1 BGB begründen würden, ausdrücklich zu benennen und eine Kündigung bei Eintritt dieser Umstände auszuschließen, wenn dies in transparenter Weise geschieht (§ 3 SchVG) und sich auch nicht aus anderen Gründen als nicht hinnehmbare, unangemessene Benachteiligung der Teilschuldverschreibungsgläubiger im Sinne des § 307 Abs. 1 S. 1 BGB darstellt.<sup>47</sup>

Enthalten die Anleihebedingungen einen Klauselkatalog, in dem Kündigungsrechte bei Eintritt näher bezeichneter Einzeltatbestände im Sinne des § 314 Abs. 1 BGB festgelegt sind, kann bei nicht aufgeführten Umständen, die zur Kündigung gemäß § 314 Abs. 1 BGB berechtigen, unmittelbar auf diese Norm zurückgegriffen werden, wenn die Kündigung aus dem betreffenden Grund nicht ausdrücklich wirksam ausgeschlossen ist. Das gilt auch dann, wenn der Klauselkatalog ausdrücklich erklärt, eine abschließende Regelung vorzusehen.

---

<sup>42</sup> Gaier, in: MüKo BGB, Band 2, 6. Aufl. 2012, § 314 Rz. 4 m. Nachweisen; näher dazu Florstedt/von Randow ZBB 2014, 345, 348.

<sup>43</sup> Horn BKR 2009, 446, 450; Veranneman, in: ders. (Hrsg.), SchVG, 2010, § 5 Rz. 30; OLG Frankfurt, Urt. v. 17. 9. 2014 – 4 U 97/14, ZIP 2014, 2176, 2177; zweifelnd Vogel, in: Preuß (Hrsg.), SchVG, 2010, § 5 Rz. 40.

<sup>44</sup> Dazu sogleich unter 3.

<sup>45</sup> Dazu unten unter 4.

<sup>46</sup> Dazu oben 1.

<sup>47</sup> So auch OLG Frankfurt, Urt. v. 17. 9. 2014 – 4 U 97/14, ZIP 2014, 2176, 2177 f.; eingehend Maier-Reimer, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 140 ff.; Florstedt/von Randow ZBB 2014, 345, 348 ff.

### 3. Einzelfallbeschlüsse gemäß § 5 Abs. 3 Nr. 8 SchVG und nachträgliche Änderung von Anleihebedingungen

a) Die Anleihegläubiger können durch Mehrheitsbeschluss im Einzelfall auf die Ausübung eines gegebenen Kündigungsrechts verzichten oder dieses beschränken, wenn die Anleihebedingungen dies vorsehen (§ 5 Abs. 1 S. 1, 5 Abs. 3 Nr. 8 SchVG). Das betrifft auch ein Kündigungsrecht gemäß § 314 BGB, zum Beispiel wegen Verzugs mit Zinszahlungen.<sup>48</sup>

Wie § 5 Abs. 5 S. 2 SchVG zeigt, lässt das SchVG zu, dass die Wirkung eines bereits ausgeübten Kündigungsrechts im nachhinein durch Mehrheitsbeschluss beseitigt werden kann. Das gilt auch für Beschlüsse gemäß § 5 Abs. 3 Nr. 8 SchVG. Hierfür genügt, wenn die Anleihebedingungen vorsehen, dass die Gläubiger Mehrheitsbeschlüsse im Sinne des § 5 Abs. 3 SchVG fassen können; einer expliziten weiteren Ermächtigung, auch bereits ausgesprochene Kündigungserklärungen für unwirksam erklären zu können, bedarf es nicht.<sup>49</sup>

b) Durch in den Anleihebedingungen zugelassene Beschlüsse gemäß § 5 Abs. 3 Nr. 8 SchVG kann nicht nur im Einzelfall auf die Ausübung eines gegebenen Kündigungsrechts verzichtet oder dieses beschränkt werden. Die Maßnahmen gemäß § 5 Abs. 3 SchVG können insbesondere auch dazu eingesetzt werden, die bisherigen Anleihebedingungen mit genereller Wirkung für die Zukunft anzupassen (§ 5 Abs. 1 S. 1 SchVG). Für solche generellen Ausgestaltungen der Anleihebedingungen hinsichtlich der Kündigung gelten aber die oben angeführten Einschränkungen.<sup>50</sup> Die Anleihebedingungen können daher nicht die Mehrheit ermächtigen, eine Änderung der Anleihebedingungen in der Weise zu beschließen, dass das Kündigungsrecht aus wichtigem Grund gemäß § 314 BGB künftig generell ausgeschlossen sein soll.<sup>51</sup>

### 4. „Kollektivierung“ von Kündigungsrechten gemäß § 5 Abs. 5 SchVG

Ein weiteres Instrument, nachteilige Wirkungen unkoordinierter Einzelkündigungen auszuschalten, stellt das Gesetz in § 5 Abs. 5 SchVG mit der „Kollektivierung“ von Kündigungsrechten zur Verfügung. Ist in Anleihebedingungen bestimmt, dass die Kündigung von ausstehenden Schuldverschreibungen nur von mehreren Gläubigern und einheitlich erklärt werden kann, darf der für die Kündigung erforderliche Mindestanteil der ausstehenden Schuldverschreibungen nicht mehr als 25 Prozent betragen. Die Wirkung einer solchen Kündigung entfällt, wenn die Gläubiger dies binnen drei Monaten mit Mehrheit beschließen.

<sup>48</sup> Horn BKR 2009, 446, 450.

<sup>49</sup> A. A. LG Bonn, Urt. v. 25. 3. 2014 – 10 O 299/13, ZIP 2014, 1073, 1075.

<sup>50</sup> Oben 2. a), b).

<sup>51</sup> Schmidtbleicher, in: Ekkenga/Schröer (Hrsg.), Hdb.AG-Finanzierung, 2014, Kap. 12 Rz. 127.

Eine solche „Kollektivierung“ kann nicht nur für ein in den Anleihebedingungen eingeräumtes ordentliches Kündigungsrecht vorgesehen werden, sondern auch für die Kündigung entsprechend § 490 Abs. 1 BGB und gemäß § 314 BGB.<sup>52</sup>

---

<sup>52</sup> Ebenso (in Bezug auf § 314 BGB) *Horn* BKR 2009, 446, 450; a. A. *Hartwig-Jacob*, in: *Friedl/Hartwig-Jacob* (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar SchVG*, 2013, § 3 SchVG Rz. 123 m. Nachweisen; *ders.*, in: *Ekkenga/Schröer* (Hrsg.), *Hdb. AG-Finanzierung*, 2014, Kap. 12 Rz. 358.

## 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 ff.)
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, S. 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 [2005], Nr. 4, S. 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, S. 358 ff.)
19. Michael Gruson                    Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union; (publ. in: Der Konzern 2004, S. 65 ff. u. S. 249 ff.)
20. Andreas Cahn                    Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen; (publ. in: Der Konzern 2004, S. 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, S. 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, S. 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, S. 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 ff.)
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 ff.)
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 ff.)
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, S. 143 ff.)
59. Andreas Cahn / Jürgen Götzt Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung; (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
60. Roland Schmidtleicher/ Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?; (publ. in: ZBB 2007, S. 124 ff.)
61. Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien; (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385 ff.)
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 171 [2007], 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 Schmidtleicher 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. Reto Francioni/ Roger Müller/ Horst Hammen Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
82. Günther M. Bredow/ Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze; (publ. in: BKR 2008, S. 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, S. 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 /  
Mitu Gulati  
The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes: Lessons from the Sovereign Debt Market
88. 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, S. 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, S. 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 /  
Maike 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 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, S. 357 ff.)
128. Andreas Cahn Der Kontrollbegriff des WpÜG; (publ. in: Mülbert/Kiem/Wittig (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), S. 77 ff.)
129. Andreas Cahn Professionalisierung des Aufsichtsrats; (publ. in: Veil [Hrsg.], Unternehmensrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139 ff.)
130. Theodor Baums / Florian Drinhausen / Astrid Keinath Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren. Eine empirische Studie; (publ. in: ZIP 2011, S. 2329 ff.)
131. Theodor Baums / Roland Schmidbleicher 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; (publ. in: Der Konzern 2012, S. 501 ff.)
134. Andreas Cahn/Henny Mächler Produktinformationen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen; (publ. in: BKR 2013, S. 45 ff.)
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 Köbler Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen
139. Philipp v. Randow Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters – Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkoppelungseffekte zwischen business judgment rule und Weisungserteilung
140. Andreas Cahn Die Mitteilungspflicht des Legitimationsaktionärs – zugleich Anmerkung zu OLG Köln AG 2012, 599; (publ. in: AG 2013, S. 459 ff.)
141. Andreas Cahn Aufsichtsrat und Business Judgment Rule; (publ. in: WM 2013, S. 1293 ff.)
142. Reto Francioni / Horst Hammen Internationales Regulierungsgefälle und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt am Main
143. Andreas Cahn/Patrick Kenadjian Contingent Convertible Securities from Theory to CRD IV (publ. in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), The European Banking Union, Oxford University Press, 2015, S. 217 ff.)
144. Andreas Cahn Business Judgment Rule und Rechtsfragen (publ. in: Der Konzern 2015, 105 ff.)
145. Theodor Baums Kündigung von Unternehmensanleihen



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
*Goethe-Universität Frankfurt am Main*

---

A large, stylized graphic of the letters 'ILF' in a bold, serif font, rendered in a light blue color. The letters are set against a background of a complex, overlapping grid of concentric circles that create a sense of depth and movement. The graphic is positioned on the left side of the page, extending towards the center.

**ILF**

---