

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

**HANS-GERT VOGEL**

**DER RECHTSSCHUTZ DES SCHULDVERSCHREIBUNGSGLÄUBIGERS**



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

**WORKING PAPER SERIES No. 137**

Hans-Gert Vogel

Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 137**

**3/2013**

## **Inhaltsverzeichnis**

Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers.....	2
I.    Mehrheitsmacht und Minderheitenschutz.....	3
II.   Anfechtungsklage und Missbrauchspotenzial.....	4
III.  Vermögensschutz statt Kassation.....	5
IV.  Nichtigkeit von Gläubigerbeschlüssen.....	6
1.  Nichtigkeitsgründe .....	6
2.  Gerichtliche Geltendmachung .....	9
3.  „Nachschieben“ von Nichtigkeitsgründen .....	10
V.   Anfechtungsklage.....	11
1.  Materielle Beschlusskontrolle .....	11
2.  Urteilswirkung .....	16
VI.  Vollzugssperre nach Anfechtung .....	18
1.  Gegenstand der Vollzugssperre.....	18
2.  Reichweite der Vollzugssperre.....	19
VII. Freigabeverfahren.....	19
1.  Gegenstand und Zielrichtung .....	19
2.  Verfahrensbeschleunigung .....	20
3.  Abwägungskriterien .....	20
VIII. Thesen .....	21

# Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers

*Prof. Dr. Hans-Gert Vogel*

Das neue Schuldverschreibungsgesetz hat die Kompetenzen der Gläubigermehrheit wesentlich erweitert. Es hat die starren Schranken des Gesetzes von 1899 für Eingriffe der Gläubigermehrheit in Rechtspositionen der Minderheit weitgehend abgebaut. Damit ist das Gesetz nunmehr im Grunde praxistauglich und wettbewerbsfähig. Insbesondere Praktiker nehmen das neue auf dem aktienrechtlichen Vorbild beruhende Rechtsschutzsystem des Schuldverschreibungsgesetzes von der grundsätzlich positiven Bewertung allerdings weitgehend aus.<sup>1</sup> § 20 SchVG hat die Anfechtungsgründe, die Anfechtungsbefugnis, die Anfechtungsfrist und die Formalien der Anfechtungsklage, die Regeln zur Vollzugssperre angefochtener Beschlüsse und zum Freigabeverfahren aus §§ 243 ff. AktG übernommen oder verweist auf sie. Ungewollt übernommen hat der Gesetzgeber damit aber möglicherweise auch das Phänomen der erpresserischen Anfechtungsklage. Erste Anwendungsfälle der neuen Regeln haben belegt, dass sich das von querulatorischen Minderheitsaktionären zur Störung der Abläufe und letztlich zur Erzielung eigener finanzieller Vorteile betriebene „Anfechtungsgeschäft“ auch auf Beschlüsse von Anleihegläubigern erstrecken lässt. Damit steht zu befürchten, dass die Übernahme der aktienrechtlichen Anfechtungsklage in das Schuldverschreibungsgesetz, Emittenten letztendlich davon abhält, in die §§ 5 ff. SchVG zu optieren, so dass das Gesetz wieder (!) aus Gründen eines übertriebenen Minderheitenschutzes leerzulaufen droht. *Hannes Schneider* hat daher aus guten Gründen eine umfassende Korrektur des Gesetzes in diesem Zusammenhang eingefordert, nämlich die prinzipielle Ersetzung der beschlussvernichtenden Anfechtung durch einen reinen Vermögensausgleich zugunsten des überstimmten Minderheitsgläubigers.<sup>2</sup> In eine ähnliche Richtung weist ein während des Gesetzgebungsverfahrens unterbreiteter Vorschlag von *Baums*.<sup>3</sup> Ob der Gesetzgeber entsprechende Überlegungen künftig aufgreifen wird, ist fraglich. Jedenfalls muss die aktuelle Rechtspraxis mit dem in Kraft gesetzten Rechtsschutzsystem des § 20 SchVG zurechtkommen. Hauptgegenstand dieses Beitrags sollen deshalb nicht die Suche

---

<sup>1</sup> Vgl. etwa *Maier-Reimer*, Fehlerhafte Gläubigerbeschlüsse nach dem Schuldverschreibungsgesetz, NJW 2010, 1317 ff.; *Schneider*, Ist das Schuldverschreibungsgesetz noch zu retten?, ILF Working Paper Series No. 135, 3/2013, 2.

<sup>2</sup> *Schneider* (Fußn. 1), 3,18 ff.

<sup>3</sup> *Baums*, Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes, ZBB 2009, 1, 3 f.

nach Alternativen und deren Ausgestaltung sein, sondern vielmehr offene Einzelfragen im Zusammenhang mit der im August 2009 in Kraft getretenen gesetzlichen Regelung.

Ungeachtet der aus dem Aktienrecht bekannten Missbrauchsproblematik ist zum einen die Pauschalübernahme aktienrechtlicher Regelungen kritisch zu hinterfragen. Angesichts der Unterschiede in den geregelten Sachverhalten stellt sich dem Rechtsanwender im Einzelfall die Frage nach vom Aktienrecht abweichender Auslegung, die die Eigenheiten der Schuldverschreibung als Fremdkapitaltitel berücksichtigt. Dies gilt vor allem für Vollzugssperre und Freigabeverfahren. Zum anderen hat der Gesetzgeber – trotz nach der Gesetzesbegründung enger Anlehnung an das „bewährte“ aktienrechtliche System<sup>4</sup> – in der Regelung des § 20 SchVG augenscheinlich Lücken gelassen, die es zu füllen gilt. Dies betrifft namentlich die Nichtigkeit von Gläubigerbeschlüssen und die Wirkung des der Anfechtungsklage stattgebenden Urteils.

## **I. Mehrheitsmacht und Minderheitenschutz**

Die Diskussion um Mehrheitsmacht und Minderheitenschutz muss zunächst anerkennen, dass Mehrheitsmacht naturgemäß und stets die Gefahr des Missbrauchs in sich birgt.<sup>5</sup> Dass nicht nur das Anfechtungsrecht als Minderheitenrecht, sondern auch das Recht der Mehrheit, nämlich in Vermögenspositionen der Minderheit einzugreifen, missbraucht werden kann, droht in der Debatte um die erpresserische Anfechtungsklage in den Hintergrund zu geraten. Eine Richtigkeitsgewähr, wie sie das Prinzip der Einstimmigkeit im Personengesellschaftsrecht oder der vertragliche Konsens gewährleisten, fehlt naturgemäß bei Mehrheitsentscheidungen. Stimmrechtsmacht kann zur Verfolgung sachfremder Interessen genutzt werden. Sollen für alle Gläubiger verbindliche Entscheidungen durch Mehrheitsbeschluss getroffen werden, muss der Mehrheit daher eine Loyalitätsverpflichtung auferlegt werden, die dies nach Möglichkeit ausschließt.<sup>6</sup> Aufgabe des Gesetzgebers ist es, einerseits die Aktionsfähigkeit der Gemeinschaft zu gewährleisten und andererseits die „Richtigkeit“ ihrer Entscheidungen sicherzustellen. Um der Gefahr des Missbrauchs der Mehrheitsmacht in einer Anleihegläubigerversammlung entgegenzuwirken, hat der Gesetzgeber zwar einzelne inhaltliche Schranken

---

<sup>4</sup> RegE-SchVG, BT-Drucks. 16/12814, 17

<sup>5</sup> Dazu umfassend *Vogel* in Preuß (Hrsg.), Berliner Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz, Berlin 2010, Vor § 5, Rn. 15 ff.

<sup>6</sup> *Baltzer*, Der Beschluss als rechtstechnisches Mittel organschaftlicher Funktion im Privatrecht, Berlin 1965, 217; *Wüst*, Die Interessengemeinschaft – Ein Ordnungsprinzip des Privatrechts, Frankfurt a.M., Berlin 1958, 60 ff. Zum Minderheitenschutz im Gesellschaftsrecht grundlegend *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, München 1980, § 8.

für Mehrheitsbeschlüsse aufgestellt. Genannt sei etwa das Verbot der Verpflichtung zu Leistungen in § 5 Abs. 1 Satz 3 SchVG. Von generellen materiellen Anforderungen an Mehrheitsbeschlüsse, wie etwa der Verfolgung eines Sanierungszwecks, aber abgesehen.<sup>7</sup> Schon aus Gründen des grundgesetzlichen Eigentumsschutzes muss deshalb die Mehrheitsmacht einer effektiven gerichtlichen Kontrolle unterliegen, die aber andererseits den Gesetzeszweck nicht konterkarieren darf.

## II. Anfechtungsklage und Missbrauchspotenzial

Die neuen Regeln zur Anfechtung von Gläubigerbeschlüssen haben nicht – wie das die Gesetzesbegründung suggeriert<sup>8</sup> – „erstmal“ einen Rechtsschutz der Gläubiger etabliert. Der Effekt des neuen § 20 SchVG im Vergleich zum früheren Recht bestand nicht etwa in der Erweiterung, sondern vielmehr in der Begrenzung der Klagemöglichkeit.<sup>9</sup> Unter dem alten Recht, das die Geltendmachung von Beschlussmängeln nicht gesondert geregelt hatte, konnten Gläubiger die Rechtswidrigkeit von Beschlüssen uneingeschränkt und unbefristet durch Leistungs- oder Feststellungsklage oder auch im Wege der Einrede geltend machen.<sup>10</sup> Dies ist nach neuem Recht ausgeschlossen. Wie im Aktienrecht ist die Anfechtungsklage der exklusive Rechtsbehelf des Anlegers. Damit ist die Gläubigerklage eingegrenzt, kanalisiert und insbesondere befristet. Der Emittent muss nicht mehr gewärtigen, noch Jahre nach einer Beschlussfassung mit Forderungen einzelner Gläubiger auf Nachzahlung von Zinsen, Wiedereinräumung von Sicherheiten oder Ähnlichem konfrontiert zu werden. Die Anfechtungsklage hat insofern Rechtssicherheit geschaffen.<sup>11</sup>

Das Problem liegt denn auch an anderer Stelle. Missbrauchspotenzial resultiert nicht schon aus der Anfechtungsbefugnis und damit aus der Anfechtungsklage an sich, sondern, wie im Aktienrecht aus der Registersperre, hier aus der Vollzugssperre des § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG. Danach darf ein Gläubigerbeschluss nicht vor rechtskräftiger Entscheidung über die Anfechtungsklage vollzogen werden. Nach § 2 Satz 3 SchVG werden Änderungen des Leistungsversprechens erst mit Vollzug in der Urkunde oder in den Anleihebedingungen

---

<sup>7</sup> Dazu *Maier-Reimer* (Fußn. 1), 1321. Nach § 1 Abs. 1 des SchVG 1899 waren Mehrheitsbeschlüsse nur dann für alle Gläubiger verbindlich, wenn sie „zur Wahrung ihrer gemeinsamen Interessen“ gefasst wurden. Dazu unten V. 1. b) aa).

<sup>8</sup> Begründung RegE SchVG, BT-Drucks. 16/12814, 25.

<sup>9</sup> Vgl. *Baums* (Fußn. 3), 3; *Bredow/Vogel*, Unternehmenssanierung und Restrukturierung – Welche Verbesserungen bringt das neue Schuldverschreibungsrecht?, ZBB 2008, 221, 228.

<sup>10</sup> Hierzu im Einzelnen *Vogel*, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, Baden-Baden 1999, 173 ff.

<sup>11</sup> *Maier-Reimer* (Fußn. 1), 1321.

wirksam. Dies gilt auch für Änderungen aufgrund eines zustimmenden Gläubigerbeschlusses. Konkret werden diese umgesetzt durch entsprechende Änderung oder Ergänzung der Sammelurkunde (§ 21 SchVG), die damit erst nach rechtskräftiger Entscheidung über die Anfechtungsklage erfolgen kann. Damit wird die Rechtsverbindlichkeit etwa einer von der Gläubigermehrheit beschlossene Zinsreduktion oder Stundung durch Erhebung einer Anfechtungsklage zeitlich verzögert. Und dies kann – schon vor dem Hintergrund der kollektiven Bindung nach § 4 SchVG – nur so verstanden werden, dass das Vollzugsverbot nicht nur gegenüber dem individuellen Kläger besteht, sondern *in toto*, d.h. die Umsetzung einer beschlossenen Maßnahme insgesamt aufgeschoben wird.<sup>12</sup> Hierin liegt der alleinige Hebel für erpresserische Klagen. Vielfach wird es um Sanierungsmaßnahmen unter Zeitdruck gehen. Damit kann das Erpressungspotenzial durchaus größer sein als bei einem Hauptversammlungsbeschluss einer Aktiengesellschaft. Als Zwischenbefund ist festzuhalten: Nicht das Instrument der „kanalisierten“ Klage ist in Frage zu stellen. Eine gesetzliche Nachbesserung müsse vielmehr an der Vollzugssperre oder an dem Instrument zu ihrer Überwindung ansetzen. Das Gesetz baut hier kraft Verweisung auf das gerichtliche Freigabeverfahren analog § 246 a AktG mit all seinen (bekannten und neuen) Unzulänglichkeiten.<sup>13</sup>

### III. Vermögensschutz statt Kassation

Eine Alternative hätte darin bestanden, die kassatorische Wirkung des der Klage stattgebenden Urteils auf Antrag des Emittenten zu ersetzen durch die lediglich *inter partes* wirkende Feststellung der Rechtswidrigkeit eines Beschlusses, auf dessen Grundlage dem betreffenden Kläger ein Anspruch auf Wertausgleich oder (bei Verschulden) Schadensersatz gewährt wird,<sup>14</sup> oder gar das Anfechtungsrecht insgesamt durch einen Schadensersatzanspruch des überstimmten Gläubigers zu ersetzen.<sup>15</sup> Der Charme dieses Prinzips „individueller Wertausgleich statt genereller Beschlussnichtigkeit“ liegt im Fehlen jeglichen Erpressungspotenzials und verdient die weitere Diskussion. Entsprechende Ansätze sehen sich allerdings dem Einwand ausgesetzt, möglicherweise unerwünschte Anreize beim Emittenten zu setzen. Die Möglichkeit eines individuellen „Freikaufens“ mag als Einladung an den Emittenten aufgefasst werden, rechtswidrige Beschlüsse erst einmal zu riskieren und das weitere Vorgehen davon abhängig zu machen, ob und vor allem wie viele Gläubiger

---

<sup>12</sup> Siehe dazu auch unten V. 2.

<sup>13</sup> Dazu im Einzelnen unten VII.

<sup>14</sup> So ein Vorschlag von *Baums* (Fußn. 3), 3 f.

<sup>15</sup> So *Schneider* (Fußn. 1), 3, 18 ff..

klagen, das heißt „wie teuer es würde“.<sup>16</sup> Zwar geht es vorliegend nicht um Anteilsrechte, so dass sich das Interesse des Anlegers auf Vermögensrechte beschränkt. Diesem Interesse würde bei finanziellem Nachteilsausgleich Genüge getan, zumal für die Durchsetzung das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz instrumentalisiert werden könnte. Auch die kollektive Bindung nach § 4 SchVG, die im Interesse der Fungibilität verhindern soll, dass Schuldverschreibungen ein und derselben Emission unterschiedliche Rechte gewähren, stünde nicht zwingend entgegen, etwa wenn der vollständig abgefundene Gläubiger im Gegenzug seine Papiere zurückgeben müsste. Ein Konflikt mit der kollektiven Bindung nach § 4 SchVG ließe sich also vermeiden durch eine Verpflichtung des Emittenten zur Rücknahme der Papiere zum Kurswert vor Beschlussfassung. Erkennt man aber man nicht nur dem klagenden, sondern jedem überstimmten Gläubiger einen Schadensersatzanspruch und/oder ein Rückgaberecht zu, so würden die hierfür aufzuwendenden Mittel den regelmäßig sanierungsbedürftigen Schuldner stark belasten, so dass das Beschlussergebnis möglicherweise entwertet, die beschlossene Sanierungsmaßnahme schlicht zu kostspielig würde.

#### **IV. Nichtigkeit von Gläubigerbeschlüssen**

Anders als das Aktiengesetz in § 241 enthält das SchVG keine Aussage zur Nichtigkeit von Beschlüssen. Entsprechend fehlen eine Heilungsvorschrift analog § 242 AktG und eine Nichtigkeitsklage nach dem Vorbild des § 249 AktG. Auch die amtliche Begründung schweigt zur Nichtigkeit von Gläubigerbeschlüssen. Lediglich § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG sieht für Beschlüsse, die ungleiche Bedingungen für die Gläubiger beinhalten, die Rechtsfolge der Unwirksamkeit vor. Hiermit ist aber nicht etwa die Nichtigkeit im Sinne von §§ 134, 138 BGB gemeint, sondern lediglich die Unverbindlichkeit des Beschlusses gegenüber den unfreiwillig zurückgesetzten Gläubigern.<sup>17</sup>

##### **1. Nichtigkeitsgründe**

###### **a) Gesetzliche Systematik**

Auf den ersten Blick liegt der Umkehrschluss nahe, dass abgesehen von der ausdrücklich angeordneten Unwirksamkeit von die Gläubiger ungleich behandelnden Beschlüssen nach

---

<sup>16</sup> Vgl. *Horn*, die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht im Licht neuer Marktentwicklungen, ZHR 173 (2009), 12, 62.

<sup>17</sup> Zu Einzelheiten siehe *Vogel* (Fußn. 5), § 5, Rn. 25. Das Verbot ungleicher Bedingungen nach § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG besteht nicht im öffentlichen, sondern allein im individuellen Gläubigerinteresse.



dem Willen des Gesetzgebers jeder – auch noch so schwere – sonstige Beschlussmangel binnen Monatsfrist mit der Anfechtungsklage geltend gemacht werden muss.<sup>18</sup> Dafür spricht in der Sache, durch die Beschränkung der Klagefrist auf einen Monat Verlässlichkeit und Rechtssicherheit zu fördern, auf die der Emittent und ein funktionierender Kapitalmarkt angewiesen sind. Es bleiben gleichwohl Zweifel. Verwiesen sei auf das Genossenschaftsrecht und auf das GmbH-Recht. Auch dort fehlt jeweils eine gesetzliche Regelung zur Beschlussnichtigkeit. Trotzdem ist anerkannt, dass Beschlüsse der General- oder Gesellschafterversammlung bereits *ipso jure* nichtig sein können.<sup>19</sup> Dort geht es zwar nicht um handelbare Anteile. Allerdings war auch im Aktienrecht die Existenz von Nichtigkeitsgründen schon vor 1937, d.h. vor der Aufnahme von Regelungen zur Nichtigkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen in das Gesetz, allgemein anerkannt, so dass der ursprüngliche Regelungszweck des § 241 AktG auch nicht etwa in der „Schaffung“ von Nichtigkeitsgründen bestand, sondern vielmehr in deren Begrenzung und Präzisierung gegenüber den allgemeinen zivilrechtlichen Regeln.<sup>20</sup> Deswegen wird man jedenfalls aus der gesetzlichen Systematik nicht folgern können, dass die Anfechtbarkeit die einzige Rechtsfolge eines Beschlussmangels sein kann. Das Gegenteil ist der Fall. Der Gesetzgeber will die Entwicklung von Nichtigkeitsgründen Rechtsprechung und Schrifttum überlassen und ihnen nicht von vornherein das Korsett des § 241 AktG anlegen, das im Übrigen bei Beschlüssen einer Gläubigerversammlung auch nicht passt.<sup>21</sup> Die Frage, ob es derart schwerwiegende Beschlussmängel geben kann, deren Geltendmachung innerhalb der Anfechtungsfrist man nicht in das Belieben Einzelner stellen kann, bei denen der „Notausgang“ der Nichtigkeit offen stehen muss, ist daher prinzipiell zu bejahen.<sup>22</sup>

#### **b) Analogie zu § 241 AktG?**

Es bleibt die Frage, welche Beschlüsse im Einzelnen der Nichtigkeitsfolge unterliegen. Die Abgrenzung nichtiger von bloß anfechtbaren Beschlüssen wird, wie im Genossenschafts- und im GmbH-Recht, Rechtsprechung und Schrifttum überlassen bleiben.<sup>23</sup> Eine Eins-zu-Eins-

---

<sup>18</sup> So *Schneider* (Fußn. 1), 4 f..

<sup>19</sup> Für das Genossenschaftsrecht *Gätsch*, in Helios/Strieder (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der Genossenschaft, München 2009, § 5, Rn. 216 ff. Für das GmbH-Recht *Zöllner*, in Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Auflage, München 2010, Anh. § 47, Rn. 17 und 44 ff.

<sup>20</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz, 10. Auflage, München 2012, § 241, Rn. 1.

<sup>21</sup> Siehe dazu sogleich unten b) und c).

<sup>22</sup> So im Ergebnis auch *Baums* (Fußn. 3), 4; *Horn* (Fußn.16), 62; *Maier-Reimer* (Fußn. 1), 1319. Kritisch *Schlitt/Schäfer*, Die Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz, AG 2009, 477, 483.

<sup>23</sup> So *Baums* (Fußn. 3), 4; *Horn* (Fußn. 16), 62.

Übertragung der in § 241 AktG genannten Nichtigkeitsgründe scheidet jedenfalls aus.<sup>24</sup> Das gilt zunächst auch für die in § 241 Nr. 5 AktG genannte Nichtigkeit eines durch Gestaltungsurteil vernichteten Beschlusses. Denn das SchVG sagt zumindest nicht ausdrücklich, dass dem der Anfechtungsklage stattgebenden Urteil Gestaltungswirkung zukommt.<sup>25</sup> Entsprechendes gilt für den in § 241 Nr. 6 AktG genannten Nichtigkeitsgrund. Denn Beschlüsse einer Gläubigerversammlung sind nicht in das Handelsregister einzutragen, so dass naturgemäß auch eine die Nichtigkeitsfolge auslösende Löschung aus dem Register nicht stattfinden kann. Eine Analogie zu § 241 Nr. 3 AktG, d.h. die Nichtigkeit von Beschlüssen, die in Rechte anderer Gläubiger eingreifen oder im öffentlichen Interesse bestehende Vorschriften verletzen, dürfte im Wesentlichen außer Betracht bleiben. Denn die Vorschrift zielt primär ab auf die Einhaltung aktienrechtlicher (Gläubigerschutz-) Vorschriften mit Wirkung für Dritte ("Wesen der Aktiengesellschaft" als Auffangtatbestand), die vorliegend naturgemäß keine unmittelbare Rolle spielen. Denkbar ist allenfalls die Nichtigkeit von Beschlüssen, die die Kompetenzen der Gläubigerversammlung in sonstiger Weise überschreiten.

Im Übrigen wird man hier wegen des Bedürfnisses nach schneller Klärung der Rechtslage mit Augenmaß zu Werke gehen müssen, so dass etwa nicht schon jeder Einberufungsfehler zur Nichtigkeit führen darf. Was formale Beschlussmängel betrifft, so ist zu denken an Fälle, in denen die Versammlung durch nicht befugte Personen einberufen wurde, zur Versammlung entgegen §§ 9 ff. SchVG nur ein begrenzter Personenkreis eingeladen war oder der Beschluss nicht beurkundet wurde.<sup>26</sup>

### c) **Inbesondere: Sittenwidriger Beschlussinhalt**

Für die Beschlussnichtigkeit wegen materieller Fehler fehlt eine § 241 Nr. 4 AktG vergleichbare Beschränkung auf die Fälle, in denen sich die Sittenwidrigkeit aus dem Inhalt und nicht aus den Begleitumständen des Beschlusses ergibt. Das Aktiengesetz sieht hierfür bekanntlich ausdrücklich nur die Anfechtbarkeit vor und zwar nach § 243 Abs. 2 AktG wegen Gewährung eines Sondervorteils oder nach § 243 Abs. 1 AktG wegen Verletzung der Treuepflicht. Diese Beschränkung fehlt im SchVG. Insofern können grundsätzlich auch solche Beschlüsse der Nichtigkeitsfolge unterliegen, die auf einem minderheitsschädigendem Zusammenwirken des Emittenten und eines Großinvestors beruhen oder diesem einen

---

<sup>24</sup> So auch *Maier-Reimer* (Fußn. 1), 1319.

<sup>25</sup> Siehe dazu aber unten V. 2.

<sup>26</sup> Vgl. im Einzelnen *Vogel* (Fußn. 5), § 20, Rn. 13 ff.

Sondervorteil gewähren, ohne dass es der Anfechtung innerhalb der Monatsfrist bedarf. Das SchVG lässt für nichtige Beschlüsse in diesem Zusammenhang weiteren Raum als das AktG. Denn § 138 BGB gilt in vollem Umfang.<sup>27</sup> Vor dem Hintergrund des Gesetzeszwecks wird aber eine spürbare Erheblichkeitsschwelle einzuziehen sein. Der Nichtigkeitsfolge unterliegen dürften nur extreme Fälle des kollusiven Zusammenwirkens und nicht bereits jeder Fall, in denen ein Gläubiger neben seinen Gläubigerinteressen möglicherweise auch noch sonstige Interessen verfolgt.<sup>28</sup>

## 2. Gerichtliche Geltendmachung

Für die gerichtliche Geltendmachung von Nichtigkeitsgründen fehlt es an einer speziellen Nichtigkeitsklage mit *inter omnes* Wirkung analog § 249 AktG und an einer Verpflichtung des Emittenten zur Bekanntmachung der Klage entsprechend § 246 Abs. 4 Satz 1 AktG. Daher wird zunächst davon auszugehen sein, dass nur die allgemeine Feststellungsklage nach § 256 ZPO und der Weg der Einrede zur Verfügung steht. Letzteres dürfte kaum eine Rolle spielen. Denn es wird selten darum gehen, dass der Emittent Ansprüche gegen den Anleger erhebt. Insofern erscheint – wie im Genossenschaftsrecht – zumindest die analogieweise Entwicklung von Regeln in Anlehnung an die Nichtigkeitsklage nach § 249 AktG wünschenswert,<sup>29</sup> wenn nicht gar eine gesetzliche Regelung. Denn wenn materiell die Nichtigkeit von Gläubigerbeschlüssen anzuerkennen ist – und daran wird kaum ein Weg vorbei führen – dann sollte formal im Interesse von Rechtssicherheit und Beschleunigung auch ihre Geltendmachung den Verfahrensregeln des § 20 SchVG unterliegen. Dies würde auch dem Verständnis der neueren aktienrechtlichen Rechtsprechung Rechnung tragen, wonach die der regelmäßig miteinander verbundene Nichtigkeits- und Anfechtungsklage ein und denselben Streitgegenstand haben.<sup>30</sup>

Auch das Freigabeverfahren sollte Anwendung finden. Denn eine Heilung des nichtigen Beschlusses entsprechend § 242 AktG kommt nicht in Betracht. Eine Heilung durch Eintragung wäre kaum praktikabel, weil Gläubigerbeschlüsse nicht in das Handels- oder ein sonstiges Register eingetragen werden. Eine „Heilung durch Vollzug“, d.h. durch Umsetzung der beschlossenen Maßnahme in den Anleihebedingungen, scheidet aus, weil es sonst allein

---

<sup>27</sup> Vogel (Fußn. 5), § 20, Rn. 10.

<sup>28</sup> Vgl. Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, Köln 2012, 274. Siehe aber unten V. 1. a) zur Anfechtbarkeit entsprechender Beschlüsse.

<sup>29</sup> So Baums (Fußn. 3), 4.

<sup>30</sup> BGHZ 152, 1, 4 ff. Dazu Hüffer (Fußn. 20), § 246, Rn. 12 ff.

der Emittent in der Hand hätte, dem an einem schwerwiegenden Mangel leidenden Beschluss durch zügiges Handeln eigenmächtig zur Wirksamkeit zu verhelfen. Dies kann aber nur hingenommen werden, wenn der Beschluss zuvor die gerichtliche Kontrolle im Freigabeverfahren durchlaufen hat.

### **3. „Nachschieben“ von Nichtigkeitsgründen**

Erkennt man an, dass die Nichtigkeit von Gläubigerbeschlüssen auch noch nach Ablauf der Anfechtungsfrist im Wege einer Nichtigkeitsklage geltend gemacht werden kann, dann lässt sich durch ein „Nachschieben“ von Nichtigkeitsgründen ein Anfechtungsverfahren in die Länge ziehen, was den „Lästigkeitswert“ der Anfechtungsklage erhöht. Konkret: Kurz vor oder unmittelbar nach erfolgreichem Durchlaufen des Freigabeverfahrens aber noch vor Vollzug des Beschlusses wird eine Nichtigkeitsklage erhoben. Gelingt es dem Emittenten nicht, den Beschluss unmittelbar nach der gerichtlichen Entscheidung durch Änderung der Anleihebedingungen umzusetzen, oder wird die Nichtigkeitsklage „vorsorglich“ vor der gerichtlichen Entscheidung erhoben, so würde erneut die Vollzugssperre ausgelöst. Das Phänomen ist aus der aktienrechtlichen Praxis bekannt.<sup>31</sup> Dort will der Gesetzgeber das Problem mit der „Aktienrechtsnovelle 2012“ angehen, indem er die Geltendmachung der Nichtigkeit für den Fall, dass bereits eine Anfechtungsklage erhoben ist, unter eine relative Befristung stellt. Nichtigkeitsklage gegen einen Hauptversammlungsbeschluss soll künftig nur noch innerhalb eines Monats nach Bekanntgabe der Anfechtungsklage erhoben werden können.<sup>32</sup> Diese relative Befristung, wie sie der aktuelle Regierungsentwurf im Aktienrecht vorsieht, sollte auch bei der Nichtigkeitsklage gegen Gläubigerbeschlüsse Anwendung finden. Gewährleistet sein müsste dann auch die Bekanntmachung der Anfechtungsklage. Dies legt einmal mehr eine klarstellende gesetzliche Regelung nahe.

Im Ergebnis spricht vieles für eine Eins-zu-Eins-Übertragung der aktienrechtlichen Regeln zur Beschlussnichtigkeit in das SchVG, nicht um Nichtigkeitsgründe zu schaffen, sondern um sie einzuschränken und ihre missbräuchliche Geltendmachung zu beschränken.

---

<sup>31</sup> Vgl. die Begründung des am 20. Dezember 2011 vom Bundeskabinett beschlossenen Entwurfes eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes („Aktienrechtsnovelle 2012“), BT-Drucks. 17/8989, 19 ff.

<sup>32</sup> § 243 Abs. 3 AktG-E lautet: „Ist die Erhebung einer Klage gegen einen Beschluss der Hauptversammlung gemäß § 246 Absatz 4 Satz 1 bekannt gemacht, so kann ein Aktionär Nichtigkeitsklage gegen diesen Beschluss nur innerhalb eines Monats nach der Bekanntmachung erheben.“

## V. Anfechtungsklage

§ 20 Abs. 1 Satz 1 SchVG lautet: „Ein Beschluss der Gläubiger kann wegen Verletzung des Gesetzes oder der Anleihebedingungen angefochten werden.“ Der Wortlaut entspricht § 243 Abs. 1 Satz 1 AktG, wobei an Stelle der „Satzung“ die „Anleihebedingungen“ getreten sind. Wie im Aktienrecht können Beschlüsse zunächst wegen Verfahrensmängeln angefochten werden, das heißt bei Vorbereitungs- und Durchführungsmängeln wie Nichtbeachtung der Einberufungsfrist, unberechtigtem Ausschluss stimmberechtigter Gläubiger, unrichtiger Feststellung, Verkennung der erforderlichen Beschlussmehrheit oder unrichtiger Feststellung des Beschlussergebnisses wegen Nichtbeachtung eines Stimmverbots.

### 1. Materielle Beschlusskontrolle

Geht man davon aus, dass Gläubigerbeschlüsse auch wegen schwerer inhaltlicher Mängel nichtig sein können,<sup>33</sup> fragt sich ob es darüber hinaus auch einer materiellen Inhaltskontrolle im Anfechtungsprozess bedarf und ob das Gesetz hierfür Raum lässt. Weder dem Gesetzeswortlaut noch der Begründung sind Hinweise zu entnehmen. Gleichwohl hält die herrschende Ansicht, Gläubigerbeschlüsse grundsätzlich auch dann für anfechtbar, wenn ein Mangel nicht die Förmlichkeiten seines Zustandekommens, sondern seinen Inhalt betrifft.<sup>34</sup> Weitgehend ungeklärt sind aber bislang Grundlagen und Reichweite einer Inhaltskontrolle von Gläubigerbeschlüssen.

#### a) Interessenkonflikte

Was den Inhalt der von den Gläubigern beschlossenen Maßnahmen anbelangt, so baut der Gesetzgeber zunächst auf den reflexiven Schutz der Minderheit durch Selbstbetroffenheit der Mehrheit. Des Weiteren hat er in § 5 SchVG der Mehrheitsmacht einige starre Grenzen gesetzt.<sup>35</sup> Hierzu gehört neben dem Verschlechterungsverbot, dem Verbot der Leistungsverpflichtung und dem qualifizierten Mehrheitserfordernis bei „wesentlichen“ Änderungen vor allem das Gleichbehandlungsgebot nach § 5 Abs. 2 Satz 1 SchVG.<sup>36</sup> Der Gleichbehandlungsgrundsatz versagt aber immer dann, wenn die Mehrheit bereit ist,

---

<sup>33</sup> Siehe oben IV. 1.

<sup>34</sup> *Baums* (Fußn. 3), 5 f.; *Horn* (Fußn. 16), 62; *Maier-Reimer* (Fußn. 1), 1320 f.; *Steffek*, Änderung von Anleihebedingungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz, in Grundmann/Haar/Merkt u.a. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag, Berlin New York 2010, 2597, 2616; *Vogel* (Fußn. 5), Rn. 26 ff. A.A. aber *Schneider* (Fußn. 1), 7. Kritisch auch *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, Tübingen 2010, 205 f.

<sup>35</sup> Dazu *Vogel*, Restrukturierung von Anleihen nach dem SchVG – Neues Minderheitenschutzkonzept und offene Fragen, ZBB 2010, 211, 214 ff.

<sup>36</sup> Dazu oben IV.

nachteilige Beschlusswirkungen auch selbst hinzunehmen.<sup>37</sup> Im Einzelfall kann dies durchaus ökonomisch rational sein, nämlich dann wenn Anleihegläubiger weitere, nicht in derselben Anleihe verbriefte Forderungen gegen den Emittenten haben. Erwerben sie die Mehrheit an den Teilschuldverschreibungen, kann die Situation eintreten, dass bei Verhandlungen mit dem Schuldner weniger ihre Interessen als Anleihegläubiger, sondern vielmehr ihre Interessen aus sonstigen Positionen im Vordergrund stehen. Aus der Rechtsprechung des Reichsgerichts sind Fälle bekannt, in denen ein Bankhaus die Mehrheit der Schuldverschreibungen erworben hat, um mittels Durchsetzung von Stundungen und Zinsverzichten in einer Gläubigerversammlung andere Forderungen gegen den Emittenten mit Liquidität auszustatten.<sup>38</sup> Interessengegensätze sind vor allem denkbar zwischen institutionellen und privaten Anlegern, wenn erstere neben den betreffenden Schuldverschreibungen auch über andere Forderungen gegen den Emittenten verfügen, deren Rettung ihnen vorrangig erscheint.<sup>39</sup> Im Schrifttum<sup>40</sup> werden in diesem Zusammenhang diverse Konstellationen diskutiert. So kann (erstens) bei Unternehmensanleihen ein Interessenkonflikt bestehen, wenn Gesellschafter des Emittenten die Mehrheit an den Anleihen erwerben, um einem Verzicht gegenüber der Gesellschaft zuzustimmen. Hiervon profitieren sie als Gesellschafter in einer Liquidation auf Kosten der Nichtgesellschafter. Das gesetzliche Stimmverbot nach § 6 Abs. 1 Satz 2 SchVG reicht hier als Gegenmittel nicht aus.<sup>41</sup> Denn der betreffende Gesellschafter-Mehrheitsgläubiger muss nicht notwendig ein mit dem Emittenten verbundenes Unternehmen nach § 290 HGB sein. Es genügt eine Minderheitsbeteiligung ohne Beherrschungsvertrag. Nach § 15 Abs. 3 SchVG ist die Gläubigerversammlung bereits bei Teilnahme von 50 % und eine „zweite Versammlung“ sogar schon bei Teilnahme von 25 % des Nennwerts der ausstehenden Schuldverschreibungen an der Abstimmung beschlussfähig. Demgemäß mag u.U. bereits eine verhältnismäßig geringfügige Investition hinreichen und lohnend sein, um den Wert auch einer Minderheitsbeteiligung entsprechend zu Lasten der übrigen Anleihegläubiger zu erhöhen. Des Weiteren könnte (zweitens) ein Investor, dem die Mehrheit der Teilschuldverschreibungen aus einer Emission gehört und der darüber hinaus Kreditforderungen gegen den Emittenten hat, könnte versucht sein, einen Nachrang aller Teilschuldverschreibungen gegenüber seiner

---

<sup>37</sup> *Baums* (Fußn.3), 6; *Schmidtbleicher* (Fußn. 34), 87 f.; *Zöllner*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Mehrheitsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, Tübingen 1963, 304.

<sup>38</sup> RGZ 148, 3, 12 ff., und RGZ 153, 52 ff. Dazu *Schmidtbleicher* (Fußn. 34), 88.

<sup>39</sup> So einleuchtend *Hoffmann/Keller*, Collective Action Clauses, ZHR 175 (2011), 684, 713.

<sup>40</sup> Vgl. vor allem *Hoffmann/Keller* (Fußn. 39), 713 ff., mit zahlreichen rechtsvergleichenden Hinweisen.

<sup>41</sup> Zur Reichweite des Stimmverbots *Vogel* (Fußn. 5), § 6, Rn. 20.

Kreditforderung zu beschließen.<sup>42</sup> Das Nachsehen hat die Minderheit. Denkbar ist (drittens) folgende Fallgestaltung: Die Mehrheit verfügt über gedeckte Kreditausfallderivate und hat auf den Zahlungsausfall des Emittenten „gewettet“. Wenn mit der Zahlungsunfähigkeit höhere Erlöse zu erzielen sind als mit der Bedienung der Schuldverschreibungen, tut die Mehrheit gut daran, ihr Stimmverhalten daran auszurichten.<sup>43</sup> Dies kommt einer missbräuchlichen Rechtsausübung recht nahe.

Dass der Gesetzgeber Derartiges hinnehmen will, ist schwerlich vorstellbar. Zumindest in vorstehend wiedergegebenen Beispielen und vergleichbaren Konstellationen bedarf es einer zusätzlichen beweglichen Schranke der Mehrheitsmacht in Gestalt einer treuhänderischen Bindung.<sup>44</sup> Denn die Mehrheit verfügt mit einem Beschluss nicht nur über ihre eigenen, sondern auch über Rechte und Ansprüche der Minderheit oder räumt dem Gläubigervertreter durch Mehrheitsbeschluss die Möglichkeit hierzu ein (§ 7 Abs. 2 SchVG). Die gesetzliche Formulierung, wonach Beschlüsse anfechtbar sind, wenn sie gegen das Gesetz oder die Anleihebedingungen verstoßen, ist nicht in dem Sinne zu verstehen, dass bei Beachtung der im SchVG und in den Anleihebedingungen vorgesehenen starren Grenzen und Formalien die überstimmte Minderheit jeden Mehrheitsbeschluss unanfechtbar hinnehmen muss, ohne dass es auf materielle Kriterien wie namentlich die von der Mehrheit verfolgten Ziele ankäme.<sup>45</sup>

## **b) Materielle Grundlage und Reichweite der Inhaltskontrolle**

Grundlage der materiellen Beschlusskontrolle ist bei Schuldverschreibungen nicht etwa die im Aktienrecht bemühte Treuepflicht unter Gesellschaftern.<sup>46</sup> Dagegen spricht schon der Unterschied im Rechtscharakter von Aktionärs- und Gläubigerversammlung. Auch wenn im Rahmen der kollektiven Bindung und nach dem Gesamtbild des SchVG die Rechtsausübung durch die Gläubiger gesellschaftsrechtlich geprägt sein mag, entsteht die Gläubigerversammlung von Gesetzes wegen. Die Gläubiger verpflichten sich nicht vertraglich zur Verfolgung gemeinsamer Interessen. Sie sind nicht zur Förderung eines gemeinsamen Zwecks verpflichtet und müssen daher auch keine Beiträge leisten. Insofern

---

<sup>42</sup> Vgl. oben zu RGZ 148, 3, 12 ff., und RGZ 153, 52 ff.

<sup>43</sup> *Hoffmann/Keller*, (Fußn. 39), 713.

<sup>44</sup> So auch *Baums* (Fußn. 3), 6.

<sup>45</sup> Noch weitergehend im Sinne einer Erforderlichkeits- und Verhältnismäßigkeitsprüfung *Baums* (Fußn.3), 5 f., zum Referentenentwurf des Schuldverschreibungsgesetzes von 2008, der allerdings, anders als jetzt § 5 Abs. 1 SchVG, noch keine Information der Anleihegläubiger über denkbare Mehrheitsbeschlüsse vorsah.

<sup>46</sup> Zu den Grundlagen der materiellen Beschlusskontrolle im Aktienrecht siehe umfassend *Hüffer*, in *MüKo-Aktiengesetz*, 2. Auflage, München 2001, § 243, Rn. 47 ff., sowie insbesondere Rn. 53 f. zur Treuepflicht als Rechtsgrundlage der materiellen Beschlusskontrolle. Hierzu auch *K. Schmidt*, *Großkommentar Aktiengesetz*, 4. Auflage, Berlin New York 1996, § 243, Rn. 40 ff.

verbietet sich eine Parallele zum Aktienrecht. „Aktienrecht ist Verbandsrecht. Anleiherecht ist Schuldrecht.“<sup>47</sup> Die Inhaber von Teilschuldverschreibungen einer Emission sind keine Gesellschaft.<sup>48</sup> Die materielle Inhaltskontrolle von Mehrheitsbeschlüssen der Teilschuldverschreibungsgläubiger liegt vielmehr in der treuhänderischen Bindung der Mehrheit gegenüber den Vermögensinteressen der Gläubigersamtheit.

### (1) „Gemeinsame Interessen“ der Anleihegläubiger

Das SchVG von 1899 enthielt zur Konkretisierung der treuhänderischen Bindung den Begriff der „gemeinsamen Interessen“.<sup>49</sup> Mehrheitsbeschlüsse waren nur dann für die Minderheit verbindlich, wenn sie „zur Wahrung der gemeinsamen Interessen aller Gläubiger“ gefasst wurden, so § 1 Abs. 1 des SchVG von 1899. Dies war allerdings nicht im Sinne einer objektiven Richtigkeitsprüfung zu verstehen, sondern als subjektives Kriterium und zwar in der Ausgestaltung als Wirksamkeitsvoraussetzung des Beschlusses.<sup>50</sup> Als Wirksamkeitsvoraussetzung kam diesem Kriterium in der – auch aus anderen Gründen ohnehin insgesamt geringen – Anwendungspraxis des SchVG von 1899 kaum eigenständige Bedeutung zu, so dass der Gesetzgeber von 2009 diese Regelung auch nicht in das neue Schuldverschreibungsgesetz übernommen hat. Folgerichtig war dies insofern, als ein derart wenig griffiges subjektives Kriterium als Wirksamkeitsvoraussetzung eines Beschlusses kaum der Rechtssicherheit diene. Denn ein Verstoß und damit die Unwirksamkeit des Beschlusses konnte nach dem alten Recht zeitlich unbegrenzt geltend gemacht werden. Daraus folgt aber nicht zwingend der Schluss, dass der Gesetzgeber nunmehr – jedenfalls unterhalb der Nichtigkeitsschwelle – den reflexiven Minderheitsschutz durch Selbstbetroffenheit der einem Eingriff zustimmenden Mehrheit und die starren Grenzen der Mehrheitsmacht nach § 5 SchVG für ausreichend erachtet. Die Ausrichtung an den „gemeinsamen Interessen“ mag zwar als Wirksamkeitsvoraussetzung eines Gläubigerbeschlusses nicht unbedingt tauglich sein. Sie eignet sich aber sehr wohl als materielles Leitprinzip einer verfahrensrechtlich kanalisierten und vor allem zeitlich befristeten Beschlusskontrolle mit der Aufgabe,

---

<sup>47</sup> *Schneider* (Fußn. 1), 19.

<sup>48</sup> So zutreffend die herrschende Meinung. Vgl. *Oulds*, in Verannemann (Hrsg.), Schuldverschreibungsgesetz, München 2010, § 4, Rn. 15; *Podewils*, Neuerungen im Schuldverschreibungs- und Anlegerschutzrecht – Das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung, DSStR 2009, 1914, 1915; *Röh/Dörfler*, in: Preuß (Hrsg.) (Fußn. 5), § 4, Rn. 45; *Vogel* (Fußn. 10), 127 f. A.A. *Horn* (Fußn. 16), 46 ff.

<sup>49</sup> *Bernstein*, Über Obligationärsvertretung, Berlin 1936, 67, hat in diesem Zusammenhang den Imperativ geprägt „stimme so wie du stimmen würdest, wenn du andere Vermögenswerte und Vermögenswerte als die Obligationen, mit denen du stimmst, nicht besäße“. Siehe zum Begriff der „gemeinsamen Interessen“ insgesamt *Vogel* (Fußn. 10), 130 ff.

<sup>50</sup> Nachweise bei *Vogel* (Fußn. 10), 130 ff.



Eingriffen der Mehrheit in Vermögenspositionen der Minderheit, die der Verfolgung von Sondervorteilen dienen, entgegenzuwirken.<sup>51</sup> Es geht um ungeschriebene materielle Kriterien wie Willkürverbot, Verbot des Rechtsmissbrauchs und Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen, konkretisiert in den „gemeinsamen Interessen“ der Gläubiger. Deren Verletzung führt nicht, wie noch nach dem SchVG 1899, automatisch zur Unwirksamkeit eines Mehrheitsbeschlusses, wohl aber zu seiner Anfechtbarkeit. Vergleichbar ist im Übrigen der Regelungsmechanismus des Insolvenzrechts. Nach § 78 Abs. 1 InsO hebt das Insolvenzgericht den Beschluss der Gläubiger auf Antrag auf, wenn er dem „gemeinsamen Interesse“ der Insolvenzgläubiger widerspricht. Da es auch vorliegend primär um die Reaktion auf Krisen des Emittenten geht, spricht vieles für ein entsprechendes Verständnis des § 20 SchVG.

Es bleibt die Frage, worin genau die „gemeinsamen Interessen“ der Gläubiger bestehen. Die Antwort liegt auf der Hand: Bei einer Schuldverschreibung als Fremdkapitaltitel kann dies nur das Interesse aller Gläubiger an bestmöglicher Befriedigung aus dem konkreten Leistungsversprechen sein.<sup>52</sup> Verfolgt die Mehrheit andere Interessen als die der größtmöglichen Befriedigung aller Gläubiger der betreffenden Anleihe, ist der Beschluss anfechtbar. Nicht weniger – allerdings auch nicht mehr!

## **(2) Grenzen der Inhaltskontrolle**

Die treuhänderische Bindung darf nicht etwa so weit reichen, dass jeder einzelne der in § 5 Abs. 3 SchVG genannten Beschlüsse einer besonderen sachlichen Rechtfertigung bedarf, wie dies etwa im Aktienrecht nach der Kali-und-Salz-Entscheidung für den Bezugsrechtsausschluss angenommen wird.<sup>53</sup> Bestehen Sonderinteressen der Mehrheit nicht und ist der Beschluss fehlerfrei zustande gekommen, scheidet eine Anfechtbarkeit auch dann aus, wenn die beschlossene Maßnahme letztendlich nicht zu einer höheren Befriedigungsquote führt. Insofern muss ein Beurteilungsspielraum der Gläubigerversammlung bestehen. Alles andere wäre mit dem Zweck der gesetzlichen Neuregelung nicht vereinbar. In aktienrechtlicher Begrifflichkeit gesprochen: Bei den Beschlüssen nach § 5 Abs. 3 SchVG hat der Gesetzgeber bereits selbst die erforderliche Interessenabwägung vorgenommen, mit der Folge, dass diese ihre sachliche Rechtfertigung in sich tragen, vergleichbar dem Auflö-

---

<sup>51</sup> So im Ergebnis jüngst auch *Simon* (Fußn. 28), 227 f.

<sup>52</sup> So zutreffend *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, Tübingen 2008, 257. Vgl. auch *Simon* (Fußn. 28), 188 mit Nachweisen zum Insolvenzrecht.

<sup>53</sup> BGHZ 71, 40 ff., zum Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalerhöhungen. Vgl. auch BGHZ 103, 184 ff. – Linotype.

sungsbeschluss im Aktienrecht.<sup>54</sup> Auch der Auflösungsbeschluss der Hauptversammlung ist nach der herrschenden Meinung einer sachlichen Rechtfertigungsprüfung entzogen. Des Weiteren ist jeder Anleihegläubiger wegen des gesetzlichen Opt-In-Modells nach § 5 Abs. 1 SchVG bereits bei Erwerb der Papiere durch Hinweis in den Anleihebedingungen über denkbare Mehrheitsbeschlüsse informiert. Insofern sind Eingriffe in die Position der hierüber informierten Teilschuldverschreibungsgläubiger durch Mehrheitsbeschluss bereits vom Markt eingepreist. Dies kann aber nur dann gelten, wenn die Mehrheit keine Sonderinteressen, sondern das „gemeinsame Interesse“ an bestmöglicher Befriedigung verfolgt. Rechtsmissbrauch und Willkür können nicht eingepreist sein. Die Kenntnis, dass ein Zinsverzicht beschlossen werden kann, rechtfertigt nicht, diesen auch dann hinnehmen zu müssen, wenn die Mehrheit hiermit Sonderinteressen verfolgt und diese auch auf Kosten der überstimmten Minderheit durchsetzt. Derartiges hätte negative Auswirkungen auf den Absatz von Schuldverschreibungen, die dem SchVG unterliegen und damit auf die Akzeptanz des Gesetzes selbst.

## 2. Urteilswirkung

Als Säumnis des Gesetzgebers wird es angesehen, dass er weder die Gestaltungswirkung eines der Anfechtungsklage stattgebenden Urteils nach § 241 Nr. 5 AktG noch die in § 248 Abs. 1 Satz 1 AktG angeordnete Rechtskrafterstreckung im SchVG abgebildet hat.<sup>55</sup> Damit hätte ein stattgebendes Urteil nur relative Rechtskraft (§ 325 ZPO). Würde ein Gläubiger erfolgreich im Wege der Einzelklage die Aufhebung eines Beschlusses erstreiten, dann würde diese grundsätzlich nur zwischen dem Emittenten und diesem einen Gläubiger gelten. Gegenüber allen anderen Gläubigern wäre der Beschluss nach Ablauf der Anfechtungsfrist wirksam. Dies hätte den Effekt, dass die Schuldverschreibungen ein und derselben Emission nunmehr unterschiedliche Rechte verbrieften, etwa unterschiedliche Zinssätze oder Fälligkeiten. Derartiges ist aber nur schwerlich mit der kollektiven Bindung nach § 4 SchVG vereinbar. Danach muss der Schuldner die Gläubiger bei Änderung der Anleihebedingungen aufgrund Mehrheitsbeschlusses gleich behandeln. Deren Zweck besteht in der rechtlich identischen Ausgestaltung der Anleihebedingungen und damit in der Gewährleistung freier Handelbarkeit der Schuldverschreibungen zu einem einheitlichen Preis.<sup>56</sup> Dieser

---

<sup>54</sup> Dazu *Hüffer* (Fußn. 20), Rn. 28; *Semler*, in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft, 3. Auflage, München 2007, § 41, Rn. 35. Ferner *Ulmer*, in *Ulmer/Habersack/Winter* (Hrsg.), Großkommentar GmbHG, Tübingen 2008, § 53, Rn. 77, für die Auflösung einer GmbH.

<sup>55</sup> *Vogel* (Fußn. 5), § 20, Rn. 3 und 53.

<sup>56</sup> So die amtliche Begründung zum RegE-SchVG, BT-Drucks. 16/12814, 17.

Regelungszweck verlangt nach richtiger Ansicht, dass der Schuldner ein rechtskräftiges Urteil zugunsten eines Gläubigers auch zugunsten der übrigen Gläubiger anwenden muss.<sup>57</sup> Ließe man für diesen Fall eine Durchbrechung der kollektiven Bindung mit der Begründung zu, dass nur der eine Gläubiger Klage erhoben habe und die Interessen des Kollektivs nicht tangiert seien, so widerspräche dies dem Wortlaut des § 4 Satz 2 SchVG und der gesetzgeberischen Intention, der kollektiven Bindung im Interesse der Fungibilität der Papiere möglichst weite Geltung zu verschaffen. Für diese Auslegung spricht daneben auch folgende Überlegung: Die Vollzugssperre nach § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG kann nur für den Beschluss insgesamt wirken. Sonst würde verhindert, dass sich andere Gläubiger einer Klage anschließen. Wenn nun das Freigabeverfahren erfolglos, die Klage aber erfolgreich wäre, würde ohne Erstreckung der kollektiven Bindung auf die Urteilsformel der rechtswidrige Beschluss gegenüber der Masse der Gläubiger nun plötzlich doch vollzogen werden können obwohl das Urteil in der Sache genau das Gegenteil sagt. Dies wäre widersinnig und liefe letztendlich auf ein „Freikaufen“ gegenüber einzelnen Gläubigern hinaus. Hierüber lässt sich – wie an anderer Stelle ausgeführt – zwar nachdenken. Es entspricht aber nicht der Idee des Gesetzes in der in Kraft getretenen Fassung. Im Ergebnis folgt die Rechtskrafterstreckung also unabhängig von einem Anwendungsbefehl der entsprechenden Regeln des Aktienrechts bereits aus der kollektiven Bindung des § 4 SchVG.<sup>58</sup> Hat das Urteil eine Änderung der Leistungspflicht des Emittenten bewirkt (etwa die Erhöhung des zuvor im Beschlusswege gesenkten Zinssatzes), ergibt sich dies bereits aus § 4 Satz 2 SchVG. Handelt es sich um eine Klarstellung jedweder Art, greift das Transparenzgebot des § 3 SchVG. Es bleibt allein das praktische Problem des Fehlens von Bestimmungen über Benachrichtigung und Beteiligung der übrigen Anleger am Anfechtungsprozess sowie die Bekanntmachung der Beschlussaufhebung durch kassatorisches Urteil. Aber auch hier wird man auf Grundlage des Transparenzgebots eine Pflicht des Emittenten annehmen müssen, die übrigen Gläubiger nach dem in den Anleihebedingungen geregelten Benachrichtigungsverfahren von dem Urteil in Kenntnis zu setzen.

Hat der Einzelkläger hingegen mit seiner Klage keinen Erfolg, so wirkt sich dies nicht auf die übrigen Gläubiger aus und es verbleibt bei der relativen Rechtskraft des Urteils.

---

<sup>57</sup> So zutreffend und mit eingehender Begründung *Oulds* (Fußn. 48), § 4, Rn. 22 ff. Ebenso *Röh/Dörfler* (Fußn. 48), § 4, Rn. 48 ff.

<sup>58</sup> So im Ergebnis für Urteile jeglicher Art auch *Simon* (Fußn. 28), 303 f.

## VI. Vollzugssperre nach Anfechtung

### 1. Gegenstand der Vollzugssperre

Grundsätzlich entfaltet ein Gläubigerbeschluss mit seiner Beurkundung in der Niederschrift (§ 16 Abs. 3 Satz 1 SchVG) und Bekanntgabe (§ 17 SchVG) sofortige und unmittelbare Wirkung, da seine Wirksamkeit nicht von einer Registereintragung oder weiteren Formalitäten abhängt. Auch nach erfolgter Anfechtung bleibt der Beschluss zunächst wirksam. Erst mit stattgebender Entscheidung des Gerichts entfällt er rückwirkend. Allerdings müssen weitere Schritte zur Durchführung des Beschlusses, etwa die Umsetzung eines Sanierungsplans, bis zur rechtskräftigen Entscheidung des Gerichts unterbleiben. Denn § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG ordnet für angefochtene Beschlüsse bis zur rechtskräftigen Entscheidung des Gerichts eine Vollzugssperre an. Die Regelung hat Bedeutung für diejenigen Fälle, in denen der angefochtene Gläubigerbeschluss der „Vollziehung“ bedarf. Dies betrifft nach dem Wortsinn der Vorschrift zunächst solche Beschlüsse, die tatsächlicher Umsetzungsmaßnahmen bedürfen, um Wirkung zu entfalten. Genannt sei neben der Umsetzung einer konkreten Anweisung an den Gläubigervertreter etwa die zur Durchführung eines von der Gläubigerversammlung gebilligten *debt equity swaps* (§ 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 5 SchVG) erforderliche Kapitalerhöhung.<sup>59</sup> Wegen der in § 2 Satz 3 SchVG enthaltenen Regelung gilt dies im Ergebnis jedoch für alle Beschlüsse, mit denen einer Änderung der Anleihebedingungen zugestimmt wird. Denn Änderungen der Anleihebedingungen aufgrund Mehrheitsbeschlusses der Gläubiger werden danach erst wirksam, wenn sie in der Urkunde oder in den Anleihebedingungen „vollzogen worden sind“. Konkret erfolgt dies durch entsprechende Ergänzung oder Änderung der Sammelurkunde (§ 21 SchVG), die damit vom Moment des Widerspruchs bis zum Ablauf der Klagefrist und während eines anhängigen Klageverfahrens nicht erlaubt ist. Für den Versammlungs- oder Abstimmungsleiter bedeutet dieses Vollzugsverbot, dass er den in der Niederschrift dokumentierten Beschlussinhalt noch nicht zum Zwecke der Ergänzung oder Änderung der Urkunde an die Wertpapiersammelbank übermitteln darf. Anders als im Aktienrecht besteht also nicht nur eine faktische Registersperre, sondern eine ausdrückliche gesetzliche Vollzugssperre. Genauso wie im Aktienrecht begründet dies aber ein Missbrauchspotenzial, was das Instrument der Vollzugssperre insgesamt in einem zweifelhaften Licht erscheinen lässt.

---

<sup>59</sup> Dazu Vogel (Fußn. 5), § 5, Rn. 34 ff., 37.

## 2. Reichweite der Vollzugssperre

Ungeachtet dessen ist der Gesetzeswortlaut, wonach der Beschluss „vor einer rechtskräftigen Entscheidung“ nicht vollzogen werden darf, in zweierlei Hinsicht unvollständig: Zum einen muss neben einem rechtskräftigen Urteil auch eine Klagerücknahme die Vollzugssperre beenden, jedenfalls wenn sie nach Ablauf der Anfechtungsfrist erfolgt.<sup>60</sup> Zum anderen darf der Vollzug nicht erst mit Klageerhebung, sondern er muss bereits mit Beginn der Anfechtungsfrist ausgesetzt sein.<sup>61</sup> Andernfalls würde die Vollzugssperre ins Leere laufen, wenn der Emittent die Umsetzung nur schnell genug in die Wege leitet. Würde aber – wie es eigentlich sein müsste – in jedem Fall eine Vollzugssperre während der gesamten Laufzeit der Anfechtungsfrist bestehen, dann würde dies wiederum in jedem Fall eine zeitliche Verzögerung der Beschlussumsetzung um einen Monat bedeuten. Und dies wirft einmal mehr die Frage nach der Sinnhaftigkeit des gewählten Verfahrens auf.

## VII. Freigabeverfahren

### 1. Gegenstand und Zielrichtung

Wegen der Vollzugssperre kann die für die Sanierung des Schuldners erforderliche Umsetzung eines Mehrheitsbeschlusses durch einzelne Gläubiger mittels Anfechtungsklage blockiert werden, um daraus persönliche Sondervorteile zu ziehen, selbst wenn der Beschluss im Ergebnis rechtmäßig ist. Um derartige missbräuchliche Anfechtungsklagen möglichst auszuschließen, besteht wie im Aktienrecht die Möglichkeit eines Freigabeverfahrens als einem speziellen gerichtlichen Beschlussverfahren zur Überwindung der Vollzugssperre. § 20 Abs. 3 Satz 3 SchVG verweist auf die einschlägige aktienrechtliche Regelung. Damit darf der angefochtene Beschluss trotz erhobener Anfechtungsklage vollzogen werden, wenn das Prozessgericht auf Antrag des Schuldners analog § 246 a AktG feststellt, dass die Erhebung der Klage dem Vollzug des angefochtenen Beschlusses nicht entgegensteht. Anders als im Aktienrecht richtet sich der Freigabebeschluss allerdings nicht an den Registerrichter, sondern an das Leitungsorgan des Emittenten oder den gewählten Gläubigervertreter. Auch geht es hier – wie ausgeführt<sup>62</sup> – nicht um die Überwindung einer faktischen Registersperre, sondern eines ausdrücklichen gesetzlichen Vollzugsverbots. Demgemäß hat der Gesetzgeber dem Freigabeverfahren durch seine Übertragung in das SchVG eine neue Zielrichtung gegeben.

---

<sup>60</sup> Hierauf hat *Baums* (Fußn. 3), 5, zu Recht hingewiesen.

<sup>61</sup> Ähnlich wie hier *Maier-Reimer* (Fußn. 1), 1321. Vgl. dazu auch *Simon* (Fußn. 28), 276 f.

<sup>62</sup> Siehe oben VI. 1.

## 2. Verfahrensbeschleunigung

Dies bedeutet aber nicht notwendig, dass das Freigabeverfahren bei Gläubigerbeschlüssen schneller von Statten gehen wird als bei Hauptversammlungsbeschlüssen. Betrachtet man die in der aktienrechtlichen Praxis übliche Verfahrensdauer von acht bis neun Monaten,<sup>63</sup> dann ist eher zweifelhaft, ob das Freigabeverfahren missbräuchlichen Klagen wirksam verhindert. Dies gilt umso mehr als die nach § 5 Abs. 3 SchVG beschlossenen Sanierungsmaßnahmen aus Unternehmenssicht regelmäßig (noch) eilbedürftiger sein werden als von Aktionären beschlossene Strukturmaßnahmen in der Aktiengesellschaft. Im Rahmen der Überarbeitung des Bundesschuldenwesengesetzes ist zwar jüngst auch eine Verfahrensbeschleunigung in § 20 SchVG erfolgt.<sup>64</sup> Für das Freigabeverfahren ist nunmehr das Oberlandesgericht zuständig, dessen Beschlüsse unanfechtbar sind. Dies war aber – wohlgermerkt – nur eine Anpassung an die Regelung des § 246 a AktG in der Fassung des ARUG<sup>65</sup> und nicht etwa eine beschleunigende Weiterentwicklung gegenüber dem Aktienrecht.

## 3. Abwägungskriterien

Des Weiteren lassen sich die Beschlussvoraussetzungen des § 246 a Abs. 2 AktG nicht eins zu eins übertragen. Unproblematisch mag das sein für die dort in Nr. 1 und 2 genannten Kriterien: Der Freigabebeschluss darf in entsprechender Anwendung des § 246 a Abs. 2 AktG ergehen wenn die Anfechtungsklage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist oder der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags nachweist, dass er seit Einberufung der Gläubigerversammlung Schuldverschreibungen im Nennwert von mindestens 1.000 Euro hält. Problematisch ist wegen eines anderen Verlaufs der „Fronten“ im Schuldverschreibungsrecht aber die sinngemäße Anwendung von § 246 a Abs. 2 Nr. 3 AktG. In diesem Zusammenhang hat *Maier-Reimer* einleuchtend dargelegt, dass es hier bei Beschlüssen, die in Rechte der Gläubiger eingreifen, nur um eine summarische Abwägung gehen kann, ob die beschlossene Änderung der Anleihebedingungen im Zeitpunkt der Beschlussfassung zur Vermeidung der Insolvenz des Schuldners notwendig schien.<sup>66</sup> Denn nach § 246 a Abs. 2 Nr. 3 AktG soll das Gesamtinteresse der Gesellschaft und ihrer Aktionäre auf der einen Seite abgewogen werden gegen das Individualinteresse des einzelnen Klägers auf der anderen Seite. Bei Gläubigerbeschlüssen laufen das Schuldnerinteresse und das Interesse der Gläubigermehrheit aber

---

<sup>63</sup> Vgl. *Baums* (Fußn. 3), 5.

<sup>64</sup> Art. 2 des Gesetzes zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes vom 13. September 2012, BGBl. I, 1914.

<sup>65</sup> Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie vom 30. Juli 2009, BGBl. I, 2479.

<sup>66</sup> *Maier-Reimer* (Fußn. 1), 1322.

nicht parallel. Ein Vorteil für den Schuldner bedeutet immer einen Nachteil für alle Gläubiger, d.h. auch diejenigen, die dem Beschluss zugestimmt haben. Denn es wird in die einheitlich verbrieften Gläubigerrechte eingegriffen und eine Zinsreduktion ist zunächst einmal auch für denjenigen Gläubiger von Nachteil, der ihr zugestimmt hat. Zu einer anderen Sichtweise gelangt man nur, wenn man etwaige Sondervorteile der Mehrheit in die Abwägung mit einbezieht. Und dies bedeutete dann wiederum die Anfechtbarkeit des Beschlusses von vornherein. Ein Interessengleichlauf zwischen Schuldner und Gläubigermehrheit oder – gesamttheit besteht also nur, wenn die Änderung der Anleihebedingungen zur Vermeidung der Insolvenz des Schuldners notwendig war. Nur dies kann bei Beschlüssen, die in Rechte der Gläubiger eingreifen, das für das Gericht maßgebliche Abwägungskriterium sein.

Bei möglicherweise ebenfalls eilbedürftigen aber inhaltlich eher technischen Änderungen (etwa einem Schuldnerwechsel aus steuerlichen Gründen unter Beibehaltung der Garantie der Konzernmutter) wird dagegen eine Abwägung zwischen Schuldner- und Klägerinteresse genügen.<sup>67</sup>

## **VIII. Thesen**

1. Um die Anerkennung einer Beschlussnichtigkeit in extremen Situationen wird man kaum umhin kommen. Der Gesetzgeber sollte die Nichtigkeitsgründe und ihre Geltendmachung wie im Aktienrecht klarstellend einschränken.
2. Gläubigerbeschlüsse unterliegen einer (begrenzten) materiellen Beschlusskontrolle anhand des Maßstabs der „gemeinsamen Interessen“ der Gläubigergesamtheit. Ohne ein derartiges materielles Kriterium wird man nicht auskommen. Wie es letztendlich benannt wird, ist dann nichts weiter als eine Frage der Begrifflichkeit. Eine gesetzliche Klarstellung erscheint nicht zwingend. Inhaltlich muss sich die materielle Beschlusskontrolle beschränken auf den Ausschluss sachfremder Erwägungen als Grundlage eines Eingriffs der Mehrheit in Rechte und Ansprüche der Minderheit.
3. Die Gestaltungswirkung des der Anfechtungsklage stattgebenden Urteils folgt bereits aus der kollektiven Bindung des § 4 SchVG. Eine – wenngleich nicht zwingende – gesetzliche Klarstellung könnte in Gestalt eines Hinweises in § 20 SchVG erfolgen, dass ein der Anfechtungs- (und Nichtigkeits-) Klage stattgebendes Urteil der kollektiven Bindung des § 4 SchVG unterliegt.

---

<sup>67</sup> *Maier-Reimer* (Fußn. 1), 1322.

Der gesetzlichen Korrektur und Präzisierung bedürfen, nicht zuletzt im Interesse der Beschleunigung, Vollzugssperre und Freigabeverfahren.



## 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





**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)**