

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

CHRISTOPH KELLER / NILS KÖBLER

**DIE BEDEUTUNG DES SCHULDVERSCHREIBUNGSGESETZES FÜR
DEUTSCHE STAATSANLEIHEN IM LICHT DER JÜNGSTEN
ENTWICKLUNGEN**



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 138

Christoph Keller / Nils Kößler

Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 138

3/2013

Inhaltsverzeichnis

Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen	2
I. Schuldverschreibungsgesetz von 2009	3
II. Umschuldung griechischer Staatsanleihen.....	5
III. Musterbestimmungen für Schuldverschreibungen der Eurostaaten.....	12
IV. Reform des Bundesschuldenwesengesetzes.....	17
V. Anhang: Berechnungsbeispiele.....	19

Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen

Dr. Christoph Keller und Dr. Nils Kößler, Frankfurt a.M.¹

Seit Erlass des Schuldverschreibungsgesetzes von 2009 (SchVG) zeichnet sich ab, dass die Emissionspraxis der deutschen Staatsanleihen im Hinblick auf kollektive Gläubigermechanismen („Collective Action Clauses“ – CACs), wie sie das SchVG erstmals rechtssicher ermöglicht, substantiellen Änderungen unterliegen wird. Während die Haltung inländischer öffentliche Emittenten noch bei Verabschiedung des SchVG reserviert war, hat sich die Situation seit Mai 2010 grundlegend geändert: Verschiedene Mitgliedstaaten der Eurozone sind mit Verbindlichkeiten in ihrer Währung in Schwierigkeiten geraten und mussten um internationale Hilfe nachsuchen. Vor dem Hintergrund der politischen Forderung nach einer Beteiligung der bestehenden Gläubigerschaft („private sector involvement“, „PSI“) musste schließlich Griechenland im Frühjahr 2012 eine Umschuldung (mithilfe entsprechender Klauseln) bemühen. Politische und rechtliche Festlegungen der Eurogruppe über die künftige Dokumentation der (verbrieften) Staatenschuld im Hinblick auf eine potentiell erforderlich werdende Umschuldung folgten. Bei den nationalen Umsetzungsarbeiten sind auch gewisse „Unzulänglichkeiten“ des durch das SchVG geschaffenen gesetzlichen Gestaltungsrahmens aufgegriffen worden.

Die nachfolgende Abhandlung zeichnet im Einzelnen die verschiedenen Entwicklungslinien nach, beginnend (i) mit dem SchVG und der darin zum Ausdruck gekommenen traditionellen Haltung der öffentlichen Hand zu CACs, leitet über (ii) zur Griechenland-Umschuldung („PSI“) und deren rechtlichen Besonderheiten und Ergebnisse unter dem (neuen) Blickwinkel einer Beteiligung privater Gläubiger, soll (iii) die von der Eurogruppe gezogenen Konsequenzen in Gestalt der Empfehlungen des Wirtschafts- und Finanzausschusses für „Umschuldungsklauseln“ der Mitgliedsstaaten der Eurozone im Hinblick auf Art. 12 Abs. 3 des ESM-Vertrags erläutern und schließlich (iv) einen Überblick über die gesetzgeberischen Schritte in Deutschland zur Umsetzung der Empfehlungen liefern.

¹ *Dr. Christoph Keller* ist Abteilungsleiter und *Dr. Nils Kößler* ist Mitarbeiter im Zentralbereich Recht der Dt. Bundesbank. Der Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Meinung der Autoren wieder.

I. Schuldverschreibungsgesetz von 2009

Das *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen* vom 31. 7.2009 (SchVG) sollte einen Schlusspunkt für die durch die Empfehlungen der G 10 aus 2002 im Gefolge der Argentinien-Krise ausgelöste Entwicklung setzen.² Jene forderten von den Jurisdiktionen der G 10, kollektive Abstimmungsmechanismen auf vertraglicher Grundlage für die verbriefte *Auslandsschuld* eines öffentlichen Emittenten zu ermöglichen bzw. einzuführen.³ Wesentliches Merkmal der Auslandsschuld eines öffentlichen Emittenten ist, dass sie aus Sicht des Emittenten regelmäßig in fremder Währung denominiert ist, fremdem Recht unterliegt und zumeist auch an einem fremden Gerichtsstand klagbar ist. Die so charakterisierte Auslandsschuld ist besonders kritisch, da der souveräne Emittent diese nur aus seinen Währungsreserven bedienen kann. Eine Schöpfung der Emissionswährung durch seine eigene Zentralbank ebenso wie eine Reduzierung der Zahlungspflichten durch währungsrechtliche Änderungen oder sonstige gesetzgeberische Eingriffe des Emittenten (im Rahmen des verfassungsrechtlich Zulässigen) sind ausgeschlossen.⁴

Auf den Fall einer zwischenstaatlichen Währung wie den Euro, dessen Rechtsgrundlagen die Finanzierung staatlicher Schuld durch die Zentralbank(en) untersagen und dessen Geld- und Währungspolitik durch einen unabhängigen Verbund von Zentralbanken wahrgenommen wird, lässt sich die vorgezeichnete klassische Trennung zwischen Inlands- und Auslandsschuld freilich nicht ohne weiteres übertragen.⁵ Vielmehr weist die inländische Schuld in Euro Merkmale einer Auslandsschuld auf: Die rechtlichen und institutionellen Grundlagen des Euro können nur durch einen einstimmigen Vertragsänderungsprozess geändert werden,⁶ die

² BGBl. I 2009, S. 2512.

³ Berichte der G 10 vom Mai 1996 „The Resolution of Sovereign Liquidity Crises“ sowie der G 10 Working Group on Contractual Clauses vom 26.9.2002, die sich beide auf souveräne Emissionen in fremder Währung beziehen (s. S. 6, Nr. 10 ff. des Berichts von 1996, der sich auf „capital flows to developing countries“ bzw. sodann auf die seinerzeitige Auslandsschuld Mexikos bzw. dessen Bankensystem in US-Dollar bzw. indexiert in US-Dollar bezieht; s. im G 10 Bericht von 2002 die Bezugnahme auf „external finance“ ganz zu Beginn; ferner auch die Bezugnahme auf „foreign“ bonds in der DE-Klausel in Fußnote 3).

⁴ S. hierzu mit einer Reihe von Belegen aus der Währungsgeschichte zum sog. Goldstandard *Gianviti/Krueger/Pisani-Ferry/Sapir/Hagen*, a European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, 2010, S. 6 ff.

⁵ Zur Unabhängigkeit der Zentralbanken des Eurosystems s. Art. 130 AEUV.

⁶ Wengleich Änderungen des Teils 3 des AEUV mittlerweile im sog. vereinfachten Vertragsänderungsverfahren gem. Art. 48 Abs. 6 ff. EUV möglich sind, die allerdings nach wie vor die Zustimmung aller Mitgliedstaaten erfordern und nur dann zulässig sind, wenn es nicht zu einer Ausdehnung der Zuständigkeiten der Union kommt; Änderungen zahlreicher Bestimmungen des ESZB-Statuts sind mittlerweile auch im Wege der einfachen („ordentlichen“) EU-Gesetzgebung möglich, Art. 40 ESZB-Satzung, wobei es eher um technische Normen des Kapitels IV der Satzung geht.

inländische staatliche Schuld in Euro ist währungsrechtlichen Zugriffen durch den nationalen Gesetzgeber entzogen, ihre Monetisierung durch die nationale Zentralbank erscheint aufgrund der Verbote sowie der organisatorischen Ausgestaltung des Eurosystems im primären Unionsrecht weitgehend ausgeschlossen.

Vor dem Hintergrund der Zusage der Bundesregierung gegenüber der G 10 in 2002 sowie der beiden mit CACs nach deutschem Recht ausgestatteten US-Dollar-Emissionen des Bundes aus den Jahren 2005 und 2009 nicht ganz nachvollziehbar – hat der Bundesgesetzgeber mit dem SchVG „nach deutschem Recht begebene inhaltsgleiche Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen“ (§ 1 Abs. 1 SchVG) zwar sehr breit erfasst, Schuldverschreibungen von *deutscher Emittenten in der Form einer juristischen Person des öffentlichen Rechts (wie z.B. Anleihen von Bund, Ländern und Gemeinden)* in § 1 Abs. 2 SchVG aber generell ausgeschlossen.⁷ Dabei unterscheidet der Gesetzgeber nicht einmal zwischen nationalen und internationalen Emissionen.⁸ Hintergrund für diese Ausnahme waren vermutlich Befürchtungen der Gesetzgebungsorgane, dass bereits die Möglichkeit, deutsche öffentliche Emissionen mit CACs auszustatten, zu Kostennachteilen für die öffentliche Hand führen würde. Ungeachtet des Wortlauts des § 1 Abs. 2 SchVG lässt sich jedoch nicht ernsthaft mehr argumentieren, dass CACs in Emissionen der öffentlichen Hand, die sich in dem durch das SchVG gesetzten Rahmen bewegen, eine unangemessene Benachteiligung des Anlegers beinhalten würden und damit gegen § 307 BGB verstießen.⁹

Seiner damaligen Sichtweise entsprechend hatte der Gesetzgeber auch auf Bestimmungen über eine zusammenfassende Änderung der Bedingungen bei verschiedenen Anleihen desselben Schuldners durch Mehrheitsentscheid (sog. Aggregation) verzichtet, obwohl das Bedürf-

⁷ S. G 10 Working Group on Contractual Clauses, Fußnote 3: “While the German government has confirmed in public the validity of such clauses in sovereign bond issues, further legal clarification is now under way in order to encourage and promote the use of collective action clauses in foreign bonds issued in Germany.”

⁸ Hierzu näher *Preuß*, SchVG, § 1, Rn. 29 ff.

⁹ Auch der Bund selbst hält die Ausnahme für nicht relevant bzw. sieht darin kein Risiko; so finden sich in den beiden Bundesemissionen in US-Dollar aus 2005 und 2009 CACs, wobei der Bund in den Bedingungen der jüngeren der beiden Emissionen – in Kenntnis des Ausschlusses in § 1 Abs. 2 SchVG - auf das Caveat fehlender Wirksamkeit gänzlich verzichtet hat; zur Eigenschaft von Emissionsbedingungen als AGB und zur Ablehnung einer AGB-rechtlichen Einbeziehungskontrolle s. BGH NJW 1992, S. 1902, 1904 f. (Klöckner-Genussscheine), BGH BKR 2005, S. 323 (Aktienanleihen) einerseits bzw. zur Anwendung der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle BGH WM 2009, S. 1500 (Goldoptionen) andererseits; zum aktuellen Stand der Diskussion s. *Sester* in diesem Tagungsband.

nis der Praxis im damaligen Gesetzentwurf als solches erkannt wurde und vor allem bei öffentlichen Emittenten besonders dringend war.¹⁰

Des Weiteren stellt sich gerade im Zusammenhang mit öffentlichen Emissionen die Frage nach der Überleitung alter Emissionen, die aktuell keine CACs enthalten, während Neuemissionen absehbar solche enthalten werden. Die Phasing-In-Bestimmung in § 24 Abs. 2 SchVG würde mit Blick auf die reduzierende Auslegung durch das OLG Frankfurt am Main vom 27.3.2012 für weite Kreise von Emittenten leer laufen, da danach nur wenige Altemissionen (= die vor dem Inkrafttreten des SchVG unter das alte SchVG 1899 fielen) von einem Opt-In der Gläubiger profitieren könnten.¹¹ Träfe die Auffassung des OLG Frankfurt am Main zu, wäre die Nutzung des § 24 SchVG für in- und ausländische staatliche Emittenten nicht möglich.¹²

II. Umschuldung griechischer Staatsanleihen

Die überkommene Vorstellung, nationale staatliche Schuld in der eigenen Währung könne nie einer Umschuldung unterliegen bzw. würde immer bedient, wurde spätestens im Sommer 2011 erschüttert, als der französische Bankenverband einen ersten konkreten Vorschlag zur Sanierung der verbrieften griechischen Staatsschuld in Euro unterbreitet hatte.¹³ Nicht zuletzt auf Druck der deutschen Seite unterbreitete Griechenland schließlich einen weitaus einschneidenderen Vorschlag, den es dann auch per Angebotsmemo vom 24.2.2012 seinen

¹⁰ Vgl. BT-Drs. 16/12814, S. 18. Im Falle der Umschuldung Griechenlands umfasste die Liste der vom Umtauschangebot erfassten „designated securities“ 88 Einzelemissionen, Anhang I zum „Invitation Memorandum“ der Hellenischen Republik vom 24.2.2012 für Nicht-US-Anleger.

¹¹ ZIP 2012, S. 725; dazu *Paulus*: EWiR 2012, S. 259; zur Kritik an der aktuellen Rechtsprechung in Fällen der Restrukturierung bei Schuldverschreibungen statt vieler: *Paulus* WM 2012, S. 1109 sowie zusammenfassend *Weiss* in diesem Tagungsband.

¹² § 1 Abs. 1 SchVG 1899: „Sind von jemand, der *im Inland* seinen Wohnsitz oder seine gewerbliche Niederlassung hat, Schuldverschreibungen mit...ausgestellt...“, § 24 SchVG 1899: „Auf Schuldverschreibungen *des Reichs, eines Landes oder von Gemeinden und Gemeindeverbänden* finden die Vorschriften des Gesetzes keine Anwendung.“

¹³ Ziel des Vorschlags war, Kürzungen des Nominalkapitals zu vermeiden sowie die Rückzahlung des Kapitals durch „ansparende“ Nullcouponanleihen erstklassiger Adressen abzusichern; die ausstehenden Schuldverschreibungen Griechenlands sollten im Rahmen von vier Optionen grosso modo in Schuldverschreibungen mit langer Laufzeit getauscht werden, deren Kapital im Rahmen einer „Defeasance“-Struktur durch die Lieferung unverzinslicher Emissionen eines AAA-gerateten Emittenten mit identischer Laufzeit tilgbar gewesen wäre; der Vorschlag beruhte auf Konzepten, die im Rahmen der Brady-Umschuldung lateinamerikanischer Staaten erfolgreich eingesetzt worden sind.

Gläubigern (hier: den Haltern von „designated securities“, verteilt auf 88 Einzelemissionen = „ISINs“) mit Fristsetzung übermittelt.¹⁴

Die Halter jener „designated securities“ sollten für 1000,-- € Nominalkapital

(i) 315,-- € nominal neue Griechische Bonds (aufgesplittet in 20 verschiedene neue Bonds nach englischem Recht über je 15,75 € mit zwischen 2022 und 2041 gestaffelten Endfälligkeiten, gleichrangig zu den Ansprüchen des EFSF aus der Fazilität zur Finanzierung des Erwerbs der EFSF-Bonds zu (ii)),

(ii) je einen kurz laufenden EFSF-Bond („PSI payment notes“) über nominal 150,00 € sowie die bis zum Umtausch aufgelaufenen Zinscoupons der Altanleihen und

(iii) eine über 315,-- € lautende BSP-gebundene Schuldverschreibung (eine Art „Besserungsschein“ für den hypothetischen Fall einer Erholung des griechischen BSP)

erhalten.¹⁵ Eine Differenzierung des Angebots nach den Restlaufzeiten der alten Bonds fand nicht statt.¹⁶

Der Umtausch sollte (i) über eine freiwillige Annahmeerklärung (= Zustandekommen eines Tauschvertrags zwischen Griechenland und dem Halter, in dessen Erfüllung Griechenland Eigentümer der alten, der Halter hingegen Eigentümer der vorbeschriebenen Austauschpapiere würde, vgl. § 480 BGB) sowie (ii) über eine gleichzeitige Stimmabgabe im Rahmen von CACs (= Erteilung eines Auftrags an einen Stimmrechtsvertreter, an der Abstimmung über eine Änderung der Zahlungsbedingungen der „designated bonds“ nach Maßgabe der Weisung des Halters teilzunehmen) bewirkt werden. Hierbei nutzte Griechenland die aus der US-Praxis bekannte Technik des „exit consent“, ohne allerdings – und damit anders als bei exit consents

¹⁴ S. „Invitation Memorandum“ der Hellenischen Republik vom 24.2.2012 für Nicht-US-Anleger. Auf eine umfassende Darstellung der Griechenlandumschuldung sowie hierbei insbesondere die Behandlung der wenigen Emissionen nach japanischem, italienischem und Schweizer Recht, für die nur ein exchange offer bzw. nur eine Aufforderung zur Abstimmung unterbreitet wurde, soll aufgrund des begrenzten Umfangs des Beitrags verzichtet werden; s. hierzu aber *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, The Greek debt exchange: an analysis in historical perspective, v. 22.6.2012; in der deutschen Literatur *Sandrock*, RIW 2012, S. 429, 430 ff.

¹⁵ S. „Invitation Memorandum“ (Fußnote 14), Definition von „the Exchange Offer“. Darin lag nicht nur eine Reduktion des Nominalkapitals um 53,5 %, sondern unter Berücksichtigung von alten Bonds mit kurzen Restlaufzeiten auch ein Verlust gegenüber dem Nettogegenwartswert in Höhe von knapp 80 %. Für alte Bonds mit langen Restlaufzeiten (von 10 bis 30 Jahren) war die Einbuße freilich deutlich geringer.

¹⁶ Dies weicht von Angeboten in anderen Umschuldungsfällen gravierend ab, wo im Grundsatz kurze Laufzeiten mit Austauschinstrumenten zu pari bzw. kürzerer Fälligkeitsstreckung bedacht wurden, um den NPV-Verlust gleichmäßig zu halten; im griechischen Falle mussten Papiere mit Restlaufzeiten von wenigen Tagen (z.B. Fälligkeit am 20.3.2012) einen Bewertungsabschlag in NPV von nahezu 80 %, Papiere mit Restlaufzeiten von über 20 (oder in einem Fall sogar 45) Jahren hingegen NPV-Abschläge von nur 25 % (bzw. deutlich darunter) hinnehmen.

üblich – die dissentierenden Altanleihen im Vergleich zum freiwilligen Umtauschangebot zu „verschlechtern“. Vielmehr sollten die dissentierenden Altanleihen nur „1:1“ an das Umtauschangebot angepasst werden.¹⁷

Die „designated securities“, deren Halter nun neben der freiwilligen Teilnahme am Tausch gleichzeitig ihre Stimme (über die Instruktion des Vertreters) abgeben sollten, gliederten sich in zwei Komplexe, deren rechtliche Rahmenbedingungen voneinander erheblich abwichen:

Der weit überwiegende Teil betraf Anleihen nach griechischem Recht. Diese Anleihen waren unter sog. GR-ISINs registriert und beliefen sich auf einen Nominalwert von insgesamt rd. 177 Mrd. €, verteilt auf 53 ISINs. Die übrigen „designated securities“ der Hellenischen Republik (einschließlich der von ihr garantierten Anleihen der staatlichen Eisenbahnen bzw. Athener Verkehrsbetriebe) unterlagen englischem Recht und waren deshalb zumeist unter XS-ISINs registriert. Sie betrafen ein Volumen von nominal 21 Mrd. €, verteilt auf 35 ISINs.¹⁸

Während die Anleihen nach griechischem Recht (zunächst) nicht mit CACs ausgestattet waren, enthielten die Bedingungen der Anleihen nach englischem Recht die hierfür typischen CACs, wobei eine frühere und eine spätere Variante Verwendung fanden:

- Die Beschlussfähigkeit der Gläubigerversammlung war davon abhängig, dass 66 % (frühere Variante) bzw. 75 % (spätere Variante) des Nennwerts der ausstehenden Anleihe auf der Versammlung vertreten waren (sog. Quorum).¹⁹ Wenn das Quorum nicht erreicht werden sollte, war bei einem zweiten Aufruf die neue Gläubigerversammlung beschluss-

¹⁷ S. „Invitation Memorandum“ (Fußnote 14), „The Consent Solicitation“ sowie „The Proposed Amendments to the Eligible Titles“; ferner zu Hintergründen der exit consents allgemein: *Hofmann/Keller*, ZHR 684, S. 701 f.; ein besonders drastisches Beispiel für einen „punitive“ exit consent lag der Entscheidung des englischen High Court (J. Briggs) vom 27.7.2012 in Sachen *Assanegon vs. IBRC (formerly Anglo Irish)* zugrunde, wo im Rahmen des freiwilligen Umtausches betreffend nachrangige Schuldverschreibungen 200,- € für 1000,- € nominal geboten wurden, im Rahmen des Exit Consents jedoch 1000,- € durch 1 Cent ersetzt, d.h. praktisch ausgelöscht werden sollten. J. Briggs urteilte, dass die Mehrheitsabstimmung inhaltlich missbräuchlich sei und den Interessen der Gläubiger (wobei auf die verbliebenen dissenters abzustellen sei) zuwider liefe. Ferner sah er in der Abstimmung, die erst *nach Übertragung des Eigentums an den Emittenten* stattfand, eine nichtige Abstimmung von „disenfranchised“ Anleihehaltern.

¹⁸ Nicht zu den „designated securities“ zählten einige wenige Emissionen nach japanischem, italienischem und Schweizer Recht, für die nur ein exchange offer bzw. nur eine Aufforderung zur Abstimmung unterbreitet wurde.

¹⁹ Soweit die Entscheidung keine „wesentliche“ Änderung betreffen sollte, waren mehr als 50 % (frühere Variante) bzw. 66 2/3 % (spätere Variante) ausreichend. Als wesentliche Änderung galten etwa Modifikationen der von der Schuldnerin zu leistenden Zahlungen und der Fälligkeiten.

fähig, wenn eine Anwesenheitsquote von 33 % (frühere Variante) bzw. 50 % (spätere Variante) erreicht wurde.²⁰

- Die Beschlussfassung selbst erfolgte mit einfacher Mehrheit (frühere Variante) bzw. 75 % (spätere Variante).²¹

Hieraus folgte, dass eine Anpassung der Zahlungsbedingungen der Bonds nach englischem Recht mit einer Mehrheit von $1/3 \times 50 \% = 16,66 \%$ (frühere Variante) bzw. $1/2 \times 3/4 = 37,5 \%$ (spätere Variante) des Nominalkapitals möglich war.

- Teilweise sahen die Bedingungen einen Stimmrechtsausschluss bei solchen Gläubigern vor, die unter der Kontrolle des Emittenten stehen.
- Aber: Ein Mehrheitsentscheid durch Aggregation war nicht möglich.

Um die geplante Umschuldung auch und vor allem bei den Anleihen nach griechischem Recht umsetzen zu können, mussten diese nachträglich mit CACs versehen werden. Hierzu wählte die griechische Regierung den Weg eines Gesetzes (N° 4050/12 vom 23.2.2012), durch das die bestehenden Anleihebedingungen um CACs mit Aggregation ergänzt wurden:

- Das Quorum wurde erfüllt, wenn sich mindestens die Hälfte des Nennwerts *aller* betroffenen („eligible“) Anleihen an der Abstimmung beteiligten.
- Beschlüsse waren mit $2/3$ des an der Abstimmung teilnehmenden Nennwerts *aller* betroffenen („eligible“) Anleihen zu fassen (das bedeutete im Ergebnis $1/2 \times 2/3 = 1/3$ des Gesamtkapitals).
- Ein Stimmrechtsausschluss bestand nur, soweit der Gläubiger mit dem Emittenten bzw. dem Garanten identisch war.

Offenkundig hatte der griechische Gesetzgeber sich an den Mehrheitserfordernissen der neueren Anleihen nach englischem Recht orientiert, dabei allerdings eine weitreichende Aggregation vorgesehen (= Ermittlung von Quorum und Mehrheit im Wege der einstufigen Zählung, d.h. ohne Rücksicht auf die Verhältnisse in der Einzelemission).

Das Umtauschangebot der Hellenischen Republik vom 24.2.2012 an die „designated holders“ sowohl nach griechischem wie auch englischem Recht verbunden mit der Einladung zur Ab-

²⁰ Soweit die Entscheidung keine „wesentliche“ Änderung betreffen sollte, waren 0 % (frühere Variante, vgl. etwa das Offering Circular vom 4.4.2003 über 400 Mio. €, S. 9 f.) bzw. 25 % (spätere Variante, vgl. etwa das Offering Circular vom 29.4.2004 über 1 Mrd. €, S. 9) ausreichend.

²¹ Soweit die Entscheidung keine „wesentliche“ Änderung betreffen sollte, waren bei der späteren Variante $66 \frac{2}{3} \%$ ausreichend (vgl. etwa das Offering Circular vom 29.4.2004 über 1 Mrd. €, S. 10).

stimmung (über die Erteilung der weisungsgebundenen Vollmacht) führte zu folgenden Ergebnissen:²²

- Bei den Anleihen nach griechischem Recht wurde eine Zustimmungsquote von insgesamt knapp 86 % (aus dem Gesamtkapital) erreicht, wobei 82,5 % freiwillig tauschten und mit „Ja“ votierten, 3,3 % nur mit „Ja“ votierten, ohne aber am Tausch teilzunehmen. Damit kam es bei 82,5 % der Gläubiger zu einem freiwilligen direkten Tausch und bei den restlichen 17,5 % des Gesamtkapitals zu einer „Änderung“ im Wege der Mehrheitsabstimmung nach dem CAC-Gesetz vom 23.2.2012.²³
- Bei den Anleihen nach englischem Recht wurde (bei einer Zustimmungsquote von insgesamt 56 %) nur eine Umtauschquote von insgesamt 69 % des Gesamtkapitals erreicht. Dabei kam es nur für 17 der 35 betroffenen Anleihen zu einem freiwilligen Tausch *und* einer erfolgreichen Mehrheitsabstimmung. Bei den restlichen 18 Anleihen ergab sich nur ein freiwilliger Tausch, da die erforderliche Mehrheit bei der Abstimmung (bzw. in einem Fall das erforderliche Quorum) in den Einzelemissionen nicht zustande gekommen war – obwohl die Angebotsfrist zweimal verlängert wurde (bis zum 4.4.2012 bzw. 18.4.2012).
- In Höhe des verbliebenen Volumens von rund 6,8 Mrd. € (entspricht ca. 30 % des Volumens der XS-Anleihen bzw. ca. 3,4 % des Gesamtvolumens der „designated bonds“ von 197 Mrd. €) können die dissentierenden Anleihegläubiger rechtlich weiterhin vollständige Zahlung verlangen.
- Im Falle einer aggregierten Abstimmung nach Maßgabe des griechischen CAC-Gesetzes wäre eine volle Bindung möglich gewesen, da mit einer Zustimmungsquote von 56 % des Gesamtkapitals (i) ein ausreichendes Quorum und (ii) auch eine 2/3-Mehrheit zustande gekommen wäre (nachdem 78 % des Kapitals nach englischem Recht an der Abstimmung teilgenommen hatten, mithin 56 % des Gesamtkapitals mehr als 2/3 des *teilnehmenden* Kapitals ausmachten).

²² Hierzu im Einzelnen die Pressemitteilung des Griechischen Finanzministeriums vom 9.3.2012, veröffentlicht auf <http://www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/baba4f3e-da88-491c-9c61-ce1fd030edf6>.

²³ Zu den genauen Zahlen s. *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, The Greek debt exchange: an analysis in historical perspective, S. 17; s. ferner auch die Zusammenfassung bei *Sandrock*, RIW 2012, S. 429, 432.

Tabelle 1: Ergebnisse von Umtausch/Abstimmung im Falle Griechenlands

	GR-Anleihen (griech. Recht)	XS-Anleihen (engl. Recht)
Nennwert	ca. 177 Mrd. €	ca. 20 Mrd. €
Zahl der ISINs	53	35
Zahl der voll umgetauschten ISINs (im Wege der Abstimmung)	53	17
Anteil der freiwillig umgetauschten Bonds (% aus Nominalkap.)	82,5 %	56 %
Anteil der im Wege der Mehrheitsabstimmung umgetauschten Bonds, deren Gläubiger nicht zugestimmt haben d.h. überstimmt wurden (% aus Nominalkap.)	17,5 %	ca. 13 % (verteilt auf die 17 voll umgetauschten ISINs)
Verbleibender Nennwert (= Hold-Out-Volumen)	0 Mrd. €	ca. 6,8 Mrd. € (verteilt auf die 18 nicht voll umgetauschten ISINs)

Damit lässt sich aus der Griechenland-Umschuldung das folgende Fazit ziehen, das auch Lehren für die Musterbestimmungen für Schuldverschreibungen der Eurostaaten enthält:

1. CACs nach englischem Recht erweisen sich für staatliche Emittenten in einer Umschuldungssituation tendenziell als nachteilig, da
 - jedenfalls bislang keine aggregierte Abstimmung (sondern nur eine solche nach Einzelanleihen) vorgesehen ist,
 - keine Nachbesserung durch den nationalen Gesetzgeber möglich ist, da aus Sicht des Emittenten Fremdrecht vereinbart wurde und
 - dadurch „Hold-Out“-Strategien erleichtert werden: Großanleger können günstig (d.h. zu krisenbedingt niedrigen Anleihekursen) eine Sperrminorität in der einzelnen Anleihe erwerben und so eine Abstimmung über eine Anpassung der Zahlungsbedingungen zu ihren Lasten verhindern. Kleine Emissionsvolumina der Einzelanleihen wirken sich für den Emittenten besonders ungünstig aus.²⁴
2. Eine Emission nach nationalem Recht ohne Klauseln wäre am Ende sogar umschuldungsfreundlicher, da sie im Notfall durch die Einfügung von gesetzlichen CACs nachgebessert werden könnte. Allerdings bleibt der Ausgang etwaiger gerichtlicher Auseinandersetzungen um die Verfassungsmäßigkeit solcher nachträglich einwirkenden Gesetze abzuwarten.²⁵

²⁴ Beispiel: Der Hold-Out plant, sich in einen XS-Bond mit einem Emissionsvolumen von 100 Mio. nominal einzukaufen, dessen Marktkurs derzeit bei 50 liegt; die qualifizierte Mehrheit für eine Anpassung der Zahlungsbedingungen beträgt 75 %; damit beträgt der Aufwand des Hold-Out für den Erwerb der Sperrminorität von 25 % nur 12,5 Mio.; nachdem eine Änderung der Zahlungsbedingungen durch Gläubigerabstimmung gegen seinen Willen nicht möglich ist, steht der Emittent vor der Wahl eines Zahlungsverzugs (mit zahlreichen negativen Konsequenzen wie „D-Rating“, Auslösung von cross default usw.) oder der vollen Zahlung; entscheidet er sich für Letzteres, ist die Strategie des Hold-Out aufgegangen; jener erhält volle 25 Mio. und hat sein eingesetztes Kapital verdoppelt.

²⁵ Insbesondere das OLG Frankfurt am Main bringt in seiner Entscheidung vom 27.3.2012 Zweifel zum Ausdruck, indem es bereits die – weniger einschneidende – Norm des deutschen SchVG für die Überführung von Altmissionen (in der von der Beklagten gewählten Auslegung) für verfassungswidrig hält, BB 2012, S. 1305 ff, 1307 r.Sp.: Die Anwendung des Mehrheitsprinzips ex lege für bereits begründete Schuldverhältnisse sei „ein belastendes Gesetz, welches eine bestehende Rechtsposition verschlechtere“. „Die nachträgliche Unterstellung einer Anleihe unter das Mehrheitsprinzip wäre dem Anleger nachteilig, weil ... für eine Anleihe mit einer Mehrheitsklausel ein höherer Zins veranlasst wäre ...“ Eine solche Norm sei unverhältnismäßig, da sie keine „angemessene und gebotene Überleitungsregel“ enthalte. Eine verfassungswidrige Rückwirkung läge nur dann nicht vor, wenn das Mehrheitsprinzip bereits – und sei es nur im Rahmen des SchVG 1899 – Anwendung gefunden hätte.

3. Es besteht eine verschärfte Übergangsproblematik, da staatliche Emittenten künftig u.U. mit dreierlei CAC-Standards arbeiten werden (Altanleihen nach englischem Recht, nationale Altanleihen ohne CACs, neue nationale Anleihen nach dem EFC-Standard, s.u. 3.).

III. Musterbestimmungen für Schuldverschreibungen der Eurostaaten

Aufgrund der Erfahrungen mit der Griechenland-Umschuldung beschloss der Europäische Rat, dass ab 1.1.2013 in *alle* neuen Staatsschuldtitel der Eurozone mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr standardisierte CACs aufzunehmen wären.²⁶ Dementsprechend hatten sich die Mitgliedstaaten in Art. 12 Abs. 3 ESM-Vertrag wie folgt verpflichtet:

„Ab 1. Januar 2013 enthalten alle neuen Staatsschuldtitel des Euro-Währungsgebiets mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr Umschuldungsklauseln, die so ausgestaltet sind, dass gewährleistet wird, dass ihre rechtliche Wirkung in allen Rechtsordnungen des Euro-Währungsgebiets gleich ist.“²⁷

Die Regierungen der Eurogruppe haben damit – abweichend von den Empfehlungen der G 10 von 2002 und erst recht abweichend von § 1 Abs. 2 SchVG – die bislang übliche Abgrenzung zwischen Auslands- und Inlandsschuld für die Frage der Notwendigkeit von CACs in ihren Anleihebedingungen aufgegeben. Vielmehr haben sie auch für ihre inländische Schuld in Euro die Notwendigkeit von CACs ausdrücklich anerkannt und damit die Besonderheit staatlicher Schuld im Rahmen einer supranationalen Währungsunion bestätigt.²⁸

Eine Arbeitsgruppe des Wirtschafts- und Finanzausschusses hatte auf der Grundlage der Schlussfolgerungen des Europäischen Rats vom 24./25.3.2011 Musterbedingungen für Staatsanleihen des gemeinsamen Währungsgebiets erarbeitet (im Folgenden: EFC-CACs).²⁹

Danach sollten – je nach Wahl der Beteiligten - sowohl schriftliche Abstimmungen als auch physische Versammlungen möglich sein. Bei beiden kann der Halter sich durch einen Bevollmächtigten vertreten lassen.³⁰

Entsprechend der bisherigen englischen Praxis bzw. der Empfehlungen der G 10 sollen für *wesentliche* Änderungen der Emissionsbedingungen („reserved matters“ wie v.a. die Ände-

²⁶ Schlussfolgerungen des Europäischen Rats auf seiner Tagung vom 24./25.3.2011 (EUCO 10/1/11 REV 1).

²⁷ S. ferner BT-Drs. 17/9047 v. 20.3.2012 „Entwurf eines Gesetzes zum Vertrag vom 11. Juni 2011 zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus“.

²⁸ Die besonderen Risiken der staatlichen Schuld in einer Währungsunion sind freilich schon im AEUV bedacht worden, wie Art. 125 (Ausschluss der Haftung für Schuld anderer Mitgliedstaaten) oder Art. 123 (Verbot von Kreditfazilitäten der Zentralbanken für Staaten bzw. Käufen ihrer Emissionen am Primärmarkt) belegen.

²⁹ Economic and Financial Committee (EFC), Fassung vom 17.2.2012, veröffentlicht auf http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/cac_text_model_cac.pdf.

³⁰ Nr. 4 ff. der EFC-CACs, zur Bevollmächtigung Nr. 4.10.

zung der Zahlungsbedingungen) höhere Mehrheitsanforderungen/Quoren gelten als für sonstige Änderungen.³¹

Mehrheiten für *wesentliche* Änderungen sollen *alternativ emissionsweise* oder *aggregiert* ermittelt werden können.³²

Im Hinblick auf die aggregierte Mehrheitsermittlung unterscheiden die EFC-CACs in ihrem Definitionenkatalog zwischen „the Bonds“, d.h. den Schuldverschreibungen der Einzelemission, deren Bestandteil die EFC-CACs konkret sind, und sonstigen Schuldverschreibungen desselben Emittenten („and any other bills, bonds, debentures, notes or other debt securities issued by the Issuer in one or more series“). Ebenso wird zwischen „Änderungen“ (dieser Schuldverschreibungen) und „emissionsübergreifenden Änderungen“ (dieser Schuldverschreibungen *und* denen aus anderen Emissionen) unterschieden.³³

Im Falle einer nur emissionsweisen Zählung bei der Abstimmung über *wesentliche* Änderungen bedarf es

- im Falle einer Versammlung einer Mehrheit von 75 % des vertretenen Kapitals, wobei das Quorum für die Beschlussfähigkeit – auch im Falle eines zweiten Aufrufs – 2/3 beträgt (d.h., in jeder Anleihe müssen 75 % x 2/3 = 50 % des ausstehenden Kapitals zugestimmt haben),
- im Falle einer schriftlichen Abstimmung einer Mehrheit von 2/3 des ausstehenden Kapitals (ein Quorum ist nicht erforderlich, da die Mehrheiten ohnehin nur aus dem ausstehenden Kapital ermittelt werden; Nichtteilnahme wirkt sich wie eine Nein-Stimme aus).

Grund für die „Privilegierung“ der Versammlung könnte sein, dass physische Versammlungen einen höheren Aufwand sowie ein größeres Risiko des Scheiterns (bei Verfehlen des Quorums wegen zu geringer Teilnahme) implizieren.³⁴

Bei einer aggregierten Mehrheitsermittlung für *wesentliche* Änderungen soll das Zustandekommen der Mehrheit *zweistufig* ermittelt werden. Anders als in den CACs nach dem griechi-

³¹ Nr. 1 lit h), Nr. 2.1 bis 2.4 bzw. 2.5 der EFC-CACs.

³² Wengleich die Abstimmungsverfahren als solche nur Emission für Emission stattfinden sollen, s. Nr. 4.1. der EFC-CACs: “The provisions set out below, and any additional rules adopted and published by the Issuer will, to the extent consistent with the provisions set out below, apply to any meeting of Bondholders called to vote ...”

³³ Nr. 1 lit f), g).

³⁴ Die Erfahrung im Griechenland-Fall haben allerdings gezeigt, dass die organisatorischen Unterschiede – dank des Einsatzes eines Abstimmungsvertreeters – gering gehalten werden können; im Ergebnis dürfte nach den EFC-CACs eine Mehrheit qua Versammlung leichter zu erreichen sein als qua schriftliche Abstimmung.

schen Gesetz N° 4050/12 muss bei einer emissionsübergreifenden Zählung nach den EFC-CACs nicht nur eine Gesamtmehrheit, sondern *zusätzlich noch eine Mehrheit in jeder Einzelanleihe* erreicht werden.³⁵

Das aggregierte Mehrheitserfordernis für *wesentliche* Änderungen beläuft sich demnach bei einer Versammlung auf

- 75 % des vertretenen Kapitals (x 2/3 Quorum = 50 % des Gesamtkapitals) *und*
- 2/3 des vertretenen Kapitals in jeder Einzelanleihe (x 2/3 Quorum = 44,4 % des Kapitals der Einzelanleihe),

bei einer schriftlichen Abstimmung auf

- 66 2/3 % des Nennwerts des Gesamtkapitals *und*
- 1/2 des Nennwerts in jeder Einzelanleihe.

Auch hier wird die Abstimmung im Wege der physischen Versammlung privilegiert.

Für *sonstige* Änderungen verbleibt es bei einer ausschließlich emissionsweisen Mehrheitsermittlung.

Beim Stimmrechtsausschluss folgt die Eurogruppe einem Mittelweg. Ausgeschlossen sind der Emittent und von ihm kontrollierte juristische Personen. Juristische Personen mit „Entscheidungsautonomie“ wie etwa Zentralbanken und beaufsichtigte Kreditinstitute behalten jedoch ihr Stimmrecht.³⁶

Die Musterbedingungen des EFC zeigen, dass die Eurogruppe auf die Problematik der Emissionen nach englischem Recht (XS-ISINs) reagiert hat, indem die Staaten des gemeinsamen Währungsgebiets künftig auch zusammengefasste Abstimmungen ermöglichen sollen. Damit sollen die Regierungen der Eurogruppe Risiken aus (kleinvolumigen) Einzelemissionen im Bereich der Staatsanleihen vermeiden, bei denen der Erwerb einer „Sperrminorität“ andernfalls zu leicht gemacht würde. Gleichzeitig soll mit der zweistufigen Zählung etwaigen verfassungsrechtlichen Bedenken Rechnung getragen werden.

Gleichwohl dürfte die zweistufige Zählung (d.h. das zusätzliche Erfordernis einer Mehrheit in einer Einzelanleihe) die Tür zum Erwerb von Sperrminoritäten neu – wenn auch in geringem Umfang – geöffnet haben. Wenn ein Hedge-Fonds 55,6 % oder mehr des Kapitals einer ISIN erwerben würde, könnte er möglicherweise nicht nur die Mehrheit in seiner Emission,

³⁵ Nr. 2.2. lit b) (i), (ii).

³⁶ Nr. 2.7 lit. c), (iii) (x), (y).

sondern – schlimmer noch – die aggregierte Mehrheit insgesamt vereiteln. Dann könnte die Mehrheit nur noch emissionsweise (mit den dann anwendbaren höheren Mehrheitsschwellen) ermittelt werden. Als Reaktion auf diese Konstellation enthalten die EFC-CACs die Möglichkeit zur Teilaggregation (unter Ausschluss der „gesperrten“ Emission), die freilich das Problem der Sperrminorität für die *konkret betroffene* Emission nicht löst.³⁷

Damit kommen die Mitgliedstaaten nicht umhin, auch bei Einsatz der EFC-Klauseln auf großvolumige Einzelemissionen zu achten, um den Erwerb von Sperrminoritäten möglichst schwierig zu machen. Günstiger wären Klauseln, die – wie im Fall von Griechenland – eine einstufige Aggregation ermöglichen (ohne Rücksicht auf die Mehrheiten in einer einzelnen ISIN). Dies dürfte auf vertraglichem Wege problematisch werden, nachdem der – vertragliche Vereinbarungen über die gemeinsame Abstimmung legitimierende – Bezug zur Einzelemission gänzlich fehlen würde.

³⁷ Allerdings muss der Emittent dies in der Einladung zur Abstimmung angekündigt haben, vgl. Nr. 2.3.

Tabelle 2: Vergleichende Übersicht über die Mehrheitsschwellen

	Schuldverschreibungsge- setz von 2009	Griechisches Gesetz vom 23. 2.2012	Musterbestimmun- gen (EFC-CASs)
Aggregation?	nein	ja (ausschließ- lich/einstufig)	ja (kombi- niert/zweistufig)
Mehrheits- schwelle in schriftlicher Ab- stimmung	75 % des teilnehmenden Nennwerts	2/3 des teilnehmenden Nennwerts (nur aggr.)	<u>einzeln:</u> 2/3 des offe- nen Nennwerts <u>aggr.:</u> 2/3 des offenen Nennwerts + 1/2 in Einzelanleihe
Mehrheits- schwelle bei Ab- stimmung in Versammlung	75 % des teilnehmenden Nennwerts	2/3 des teilnehmenden Nennwerts (nur aggr.)	<u>einzeln:</u> 75 % des teilnehmenden Nennwerts <u>aggr.:</u> 75 % des teil- nehmenden Nenn- werts + 2/3 in Einzelanleihe
Quorum bei Versammlung (zweiter Aufruf)	25 % des ausstehenden Nennwertes	1/2 des offenen Nennwerts (nur aggre- giert)	2/3 des offenen Nennwerts (unklar, ob aus Einzelanleihe oder aggr.)
-> Quote des Gesamtkapitals	18,75 % (= 3/4 x 1/4)	33,33 % (= 1/2 x 2/3)	<u>aggr.:</u> 1/2 (= 75 % x 2/3) + Einzelanleihe: 2/3 x 2/3 = 4/9

IV. Reform des Bundesschuldenwesengesetzes

Auf die Musterklauseln des EFC reagierend, hat die Bundesregierung den Entwurf eines *Gesetzes zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes* eingebracht.³⁸ Ausweislich der Gesetzesbegründung soll ein gesetzliches Leitbild geschaffen werden, damit der Bund künftig seine Emissionen mit CACs entsprechend denjenigen des EFC ausstatten kann, ohne AGB-rechtlichen Einwänden aufgrund einer gerichtlichen Inhaltskontrolle ausgesetzt zu sein.³⁹

Die §§ 4a ff. des Entwurfs sind „optional“ ausgestaltet: Der Bund kann von den dortigen Gestaltungsmöglichkeiten in seinen Emissionsbedingungen Gebrauch machen, muss es aber nicht (s. § 4a: „Die Emissionsbedingungen der vom Bund begebenen Schuldverschreibungen ... können Klauseln enthalten ...“). Damit folgt der Gesetzgeber einem ähnlichen Ansatz wie im SchVG.⁴⁰

Inhaltlich orientieren sich die Bestimmungen des Entwurfs eng an den EFC-Musterklauseln: So findet sich in § 4b Abs. 1 eine fast deckungsgleiche Liste „wesentlicher Beschlüsse“ (richtigerweise: „Beschlussgegenstände“) entsprechend den „reserved matters“ aus Nr. 1 lit. h der EFC-CACs, § 4b Abs. 2 bis 8 zeichnen die in Nr. 2 der EFC-CACs vorgesehenen (auf Basis der Einzelemission oder auf zusammengefasster Basis zu ermittelnden) Mehrheiten inhaltlich identisch nach, während § 4f Abs. 2 und 3 die Quoren für die Beschlussfähigkeit einer präsenten Versammlung im Einklang mit Nr. 4.6, 4.7 der EFC-CACs regeln.

Die Bestimmungen sollen auch für nach deutschem Recht begebene Schuldverschreibungen eines anderen Mitgliedstaats der Eurozone gelten (künftig: § 1 Abs. 2 S. 2 SchVG).

Aus § 4a des Entwurfs würde folgen, dass der Bund – aus rein zivilrechtlicher Sicht, wenngleich unter Verstoß gegen Art. 12 Abs. 3 des ESM-Vertrags – CACs rechtswirksam vereinbaren könnte, die gegenüber denen des EFC „zurück“ blieben, z.B. höhere Mehrheitsschwellen oder nur eine emissionsweise Zählung vorsähen. Aus der Optionalität folgt, dass der Bund sich auch zwischen den beiden Extremen (keine CACs oder solche nach dem EFC-Muster) positionieren könnte, nachdem § 4a jedenfalls an der zivilrechtlichen Machbarkeit beider Extreme keine Zweifel lässt.

³⁸ BT-Drs. 17/9049 vom 20.3.2012, vom Bundestag am 27/28.6.2012 beschlossen, Ausfertigung und Verkündung bis zur Entscheidung des BVerfG am 12.9.2012 ausgesetzt, verkündet am 13.9.2012, BGBl. I 2012, S. 1914.

³⁹ BT-Drs. 17/9049, Begründung, AT, Nr. 1; zur Rechtsprechung des BGH s.o. Fußnote 9 sowie der Beitrag von *Sester* in diesem Tagungsband.

⁴⁰ *Nodoushani*, WM 2012, S. 1798, 1799 r.Sp.

Der Gesetzesentwurf wirft jedoch eine Reihe von Fragen auf:

- So sollen Schuldverschreibungen der Länder und Gemeinden sowie supranationaler Institutionen (soweit diese nach deutschem Recht emittieren) nicht in die Neuregelung einbezogen werden. Sie fielen nach § 1 Abs. 2 SchVG (der nun ausdrücklich in Abs. 2 um andere Staaten der Eurozone ergänzt würde) auch nicht unter das SchVG. Es erschiene wenig kohärent, wenn der Bund (und andere Staaten der Eurozone) Klauseln im Sinne der EFC-Empfehlungen (mit einer aggregierten Mehrheitsermittlung) und private Emittenten zumindest Klauseln mit einer Mehrheitsermittlung auf emissionsbezogener Basis verwenden könnten, für sonstige öffentliche Emittenten die Nutzung jeder Art von CACs jedoch weiterhin mit Unsicherheiten verbunden und damit ausgeschlossen bliebe. Angesichts der beiden Regelungsmodelle im SchVG einerseits und in den §§ 4a ff. des Entwurfs andererseits dürfte allerdings die Argumentation zunehmend schwerfallen, es existiere kein gesetzgeberisches Leitbild für solche Emissionen. Zumindest die Gestaltungsmöglichkeiten nach dem SchVG wird man auch bei anderen öffentlichen Emittenten als AGB-rechtlich unangreifbar erachten.
- Bedauerlich ist ferner, dass der Entwurf keine Übergangsbestimmungen für Altmissionen (vgl. § 24 SchVG) enthält. So besteht die Gefahr, dass trotz der Einführung der EFC-CACs noch für Jahrzehnte Bundesanleihen ohne CACs neben solchen mit CACs fortbestehen. Je nach Erwartungen bzw. Sensibilitäten des Marktes könnte sich ein gespaltener Markt für Bundesemissionen bilden. Mittelfristig wäre sinnvoll, die aggregierte Abstimmung auch für private Emittenten zu ermöglichen und die §§ 4a ff. des Entwurfs in das SchVG zu überführen. Nicht wenige private Emittenten haben mehrere Emissionen ausstehen, so dass sie im Falle einer Umschuldung vor ähnlichen Problemen stehen könnten wie staatliche Emittenten.⁴¹ Desweiteren wäre die gewählte „anlassbezogene“ Gesetzgebungstechnik zu überdenken. Die Neuregelungen sollten mit allgemeiner Geltung versehen sein, statt nur einen „safe harbour“ für bestimmte Emittenten und Gestaltungsformen zu schaffen. Solche Maßnahmen könnten sich rasch als „unsafe harbour“ für andere Bereiche erweisen.

Es bleibt daher zu wünschen, dass die vorstehenden verbliebenen Punkte in naher Zukunft angegangen werden, indem die gesamte Thematik – durch eine Erweiterung der Optionen im SchVG – eine einheitliche Regelung erfährt.

⁴¹ S. auch *Nodoushani*, WM 2012, S. 1798, 1802 r.Sp.u., 1807 (Nr. 6).

V. Anhang: Berechnungsbeispiele

Beispiel 1 – CACs nach engl. Recht (ohne Aggregation)

Emittent hat fünf Bonds über je 200 Mio. emittiert, die alle mit Wahlklauseln nach englischem Muster (Mehrheit der Anwesenden: 2/3, Quorum: 1/3) ausgestattet sind.

Folgendes Ergebnis:

Bond A:	Teilnahme 120 Mio.	Zustimmung 108 Mio.	% Zustimmung 90 %
Bond B:	Teilnahme 100 Mio.	Zustimmung 95 Mio.	% Zustimmung 95 %
Bond C:	Teilnahme 110 Mio.	Zustimmung 44 Mio.	% Zustimmung 40 %
Bond D:	Teilnahme 80 Mio.	Zustimmung 76 Mio.	% Zustimmung 90 %
Bond E:	Teilnahme 90 Mio.	Zustimmung 85,5 Mio.	% Zustimmung 90 %
<hr/>			
(nachrichtlich) Summe:	500 Mio.	408,5 Mio.	81,7 %

Ohne Aggregationsklausel kommt die nötige Mehrheit bei Bond C nicht zustande, d.h., es sind nur die Bonds A, B, C, D „zu 100 %“ = 4 x 200 Mio. gebunden.

Im Falle eines mit einem freiwilligen Umtausch kombinierten „exit consent“ wäre das gebundene Volumen **4 x 200 Mio. + 44 Mio. (Volumen der freiwillig hingeebenen Stücke) aus Bond C = 844 Mio. = 84,5 %**.

Das Hold-Out-Potential würde noch 156 Mio. umfassen.

Beispiel 2 – Einstufige Aggregation (analog dem griechischen CAC-Gesetz)

Emittent hat fünf Bonds über je 200 Mio. emittiert, die (vorbehaltlich der rechtlichen Machbarkeit) alle mit Wahlklauseln mit einstufig aggregierter Zählung (aggregierte Mehrheit des anwesenden Kapitals: 2/3, Quorum: 1/3) ausgestattet wären.

Folgendes Ergebnis:

Bond A:	Teilnahme 120 Mio.	Zustimmung 108 Mio.	% Zustimmung 90 %
Bond B:	Teilnahme 100 Mio.	Zustimmung 95 Mio.	% Zustimmung 95 %
Bond C:	Teilnahme 110 Mio.	Zustimmung 44 Mio.	% Zustimmung 40 %
Bond D:	Teilnahme 80 Mio.	Zustimmung 76 Mio.	% Zustimmung 90 %
Bond E:	Teilnahme 90 Mio.	Zustimmung 85,5 Mio.	% Zustimmung 90 %
Summe:	500 Mio.	408,5 Mio.	81,7 %

Bei einer aggregierten (einstufigen) Zählung – ohne Betrachtung der Verhältnisse im Einzelinstrument – wäre das **gesamte Volumen von 1.000 Mio. = 100 %** gebunden, Hold Out = 0.

Es käme (sowohl für das Quorum als auch für Mehrheit) nur auf die Summen an.

Beispiel 3 – Zweistufige Aggregation (z.B. EFC-CACs)

Emittent hat fünf Bonds über je 200 Mio. emittiert, die alle mit Wahlklauseln mit zweistufig aggregierter Zählung (aggregierte Mehrheit des anwesenden Kapitals: 2/3, Quorum: 1/3, Mehrheit des anwesenden Kapitals in der Einzelanleihe: einfach) ausgestattet sind.

Folgendes Ergebnis:

Bond A:	Teilnahme 120 Mio.	Zustimmung 108 Mio.	% Zustimmung 90 %
Bond B:	Teilnahme 100 Mio.	Zustimmung 95 Mio.	% Zustimmung 95 %
Bond C:	Teilnahme 110 Mio.	Zustimmung 44 Mio.	% Zustimmung 40 %
Bond D:	Teilnahme 80 Mio.	Zustimmung 76 Mio.	% Zustimmung 90 %
Bond E:	Teilnahme 90 Mio.	Zustimmung 85,5 Mio.	% Zustimmung 90 %
Summe:	500 Mio.	408,5 Mio.	81,7 %

Die summenmäßige Mehrheit wäre erzielt, nicht aber die zweite Mehrheit auf der Ebene der Einzelemission. Bond C wäre nicht gebunden, da dort keine (einfache) Mehrheit zustande gekommen ist. Die Bindungswirkung / das Hold-Out-Volumen wäre wie bei Beispiel A (844 Mio. = 84,4 % bzw. 155 Mio. = 15,5 %)

Eine volle Bindung wäre erst bei folgendem Ergebnis erreicht:

Bond A:	Teilnahme 120 Mio.	Zustimmung 108 Mio.	% Zustimmung 90 %
Bond B:	Teilnahme 100 Mio.	Zustimmung 95 Mio.	% Zustimmung 95 %
Bond C:	Teilnahme 110 Mio.	Zustimmung 60,5 Mio.	% Zustimmung 55 %
Bond D:	Teilnahme 80 Mio.	Zustimmung 76 Mio.	% Zustimmung 90 %
Bond E:	Teilnahme 90 Mio.	Zustimmung 85,5 Mio.	90 % % Zustimmung
Summe:	500 Mio.	425 Mio.	85 %

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 Wirtschafts- 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 Schmidtbleicher 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 Verschmelzun-
gen ins deutsche Recht
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
54. Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturie-
rungen
(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 Ver-
schmelzungsrichtlinie
(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 Götze Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
60. Roland Schmidtbleicher/
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 empi-
rische 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 /
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, 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 /
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 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 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
134. Andreas Cahn/ Henny Mühler Produktinformationen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen
135. Hannes Schneider Ist das SchVG noch zu retten?
136. Daniel Weiß Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz
137. Hans-Gert Vogel Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers



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