



Universität Hamburg

DER FORSCHUNG | DER LEHRE | DER BILDUNG

Zur Kündigung und Widerruflichkeit von Schuldverschreibungen

von

Prof. Dr. Kai-Oliver Knops

Lehrstuhl für Zivil- und Wirtschaftsrecht, insbes. Bank-, Kapitalmarkt- u. Verbraucherrecht

Universität Hamburg



Inhaltsübersicht

A. Überblick

B. Inhalt von Schuldverschreibungen

- I. Typizität und Wesen
- II. Begebungsbedingungen

C. Kausalforderung

- I. Kausales Schuldverhältnis
- II. Verhältnis der Schuldverschreibung zum Kausalverhältnis

D. Maßgebliche Normen

- I. § 488: Unternehmer als Emittent
- II. § 491: Verbraucher als Emittent
- III. § 793: Für beide

E. Kündigung & Widerruflichkeit

- I. Kündigung
 - 1. Schuldverschreibung
 - 2. Kausalschuldverhältnis
- II. Widerruflichkeit
 - 1. Inhaberschuldverschreibung
 - 2. Kausalgeschäft

D. Fazit und rechtspolitische Forderung

So sind die globalen Finanz-Investments verteilt

Asset-Klassen 2005

178 Billionen \$



Asset-Klassen 2014

294 Billionen \$



A. Überblick

- Standardanleihe oder Festzinsanleihe (englisch straight bond oder plain vanilla bond)
- Nullkuponanleihe (auch Zerobond genannt) werden i.d.R. mit Disagio ausgegeben und zum Nominalwert zurückgezahlt
- Ewige Anleihe (Rente oder Konsolbond, engl. perpetual)
- Variabel verzinsten Anleihe (floater) mit Kopplung an Index wie EURIBOR (European Interbank Offered Rate) oder dem LIBOR (London Interbank Offered Rate) etc.
- Anleihen mit Optionsrechten
 - Wandelanleihen
 - Optionsanleihen
 - Aktienanleihen
- Hybridanleihen als eigenkapitalähnliche, nachrangige Unternehmensanleihe ohne Laufzeitbegrenzung
- Keine Sonderformen sind i.d.R. spez. benannte Papiere wie Samurai- oder Yankee-Bonds

A. Überblick

- Neueste Entwicklungen:
 - Wertpapieremissionen mittels Distributed-Ledger-Technologie (DLT)
 - elektronische Schuldverschreibungen (s. Stöhr, DStR 2019, 1889 ff.)
 - Ausgabe durch Security Token Offerings (STOs), die den Erwerbern gesellschaftsrechtliche oder schuldrechtliche Ansprüche gewähren
 - Finanzinstrumente mit Erlaubnispflicht je nach Produkt
 - Kreditwesengesetz
 - Kapitalanlagegesetzbuch
 - Versicherungsaufsichtsgesetz oder
 - Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
- Gefahren für gesamten Anleihemarkt:

Offenbar gewaltige Blasenbildung

 - Hauptursache schlechte Bonität der Emittenten, ablesbar am Rating
 - Geldpolitik des ESZB und der FED
 - Rezessionsängste und politische Unsicherheit
 - Kursgewinne gehen Anlegern oft vor Kapitalerhaltung

B. Inhalt von Schuldverschreibungen

I. Typizität und Wesen

- Verknüpfung von Innehabung einer Forderung mit dem Eigentum an dem verbrieften Papier (**Wertpapier**)
- Innehabung ergibt die formelle Legitimationskraft d. Papiers; materiell-berechtigt ist der wahre Eigentümer des Papiers
- Gefahrenpotenzial:
 - Auseinanderfallen von Inhaberschaft und Eigentum
 - Gutgläubiger Erwerb der Inhaberschuldverschreibung möglich nach §§ 932 ff. BGB
 - Beweislastumkehr hinsichtlich der Forderungsberechtigung
- Prägung durch Vertragstheorie
 - wirks. Begebungsvertrag (hM) vs. durch Ausstellung oder Inverkehrbringen
- wertmaßgebend ist zwar Forderung, aber nach Verbriefung handelbar nach § 929 ff.
- Zweck: leichter fungibel – Papierinhaber kann Leistung ohne Weiteres fordern/Aussteller darf ohne weitere Untersuchung an ihn leisten

B. Inhalt von Schuldverschreibungen

II. Begebungsbedingungen

- Bestimmen sich meist durch konkrete Anleihebedingungen, welche wiederum der Inhaltskontrolle nach §§ 305 ff. BGB unterliegen
- Nach Wegfall des § 795 a.F. BGB kann diese von jedermann begeben werden – auch von Privatpersonen
 - Gefährlichkeit des Geschäfts ist bereits durch § 1822 Nr. 9 BGB indiziert
- Kein Schutz privater Emittenten
 - bisher keine Schutzvorkehrung – deshalb sind die Grundsätze zur Beurteilung von Schuldverschreibungen auf die in der Praxis lauenden Gefahren anzupassen

C. Kausalforderung

I. Kausales Schuldverhältnis

– Im Verhältnis Emittent – Ersterwerber:

- Kein selbstständiges, abstraktes Schuldversprechen iSd. § 780
- Entscheidend: konkreter Leistungsinhalt (sämtliche Ansprüche, kausal oder abstrakte Forderungen)
- Entspricht in Praxis häufig synallagmatischem Dauerschuldverhältnis nach § 488 Abs. 1: zeitweilige Überlassung von Kapital sowie Zinszahlung und Rückzahlung bei Fälligkeit stehen im Vordergrund
- Zweck der Begebung: Kapitalüberlassung (= Kredit erlangen)
- Allein Wesen der Inhaberschuldverschreibung geschuldet, dass nur die Leistung des Ausstellers, nicht die des Nehmers verbrieft wird (§ 793)

→ Dann ökonomisch sowie rechtsdogmatisch Darlehen gem. § 488 ff.

C. Kausalforderung

I. Kausales Schuldverhältnis

– Im Verhältnis Ersterwerber – Folgeerwerber:

- Abstraktes Schuldversprechen ohne Gegenleistungspflicht

→ Kapitalverschaffung ist nur Pflicht des Ersterwerbers

- Valuta bereits ausgezahlt
- Nimmt Leistungsversprechen aus Urkunde wie es ist
- Kann Rückzahlung nicht vor Fälligkeit verlangen (keine Kündigungsmöglichkeit)

→ Grund für Leistungsversprechen liegt in Urkunde selbst (abstrakt)

→ Zweck der Sonderregeln in §§ 793 ff. (Fungibilität) gilt erst ab Verkauf der „Darlehensforderung“ an Zweiterwerber

C. Kausalforderung

II. Verhältnis der Schuldverschreibung zum Kausalschuldverhältnis

- Vertrag zw. Emittent und Kreditinstitut zur fest vereinbarten Übernahme des Wertpapiers ist kaufähnlicher Vertrag mit geschäftsbesorgungsvertraglichen Elementen (hM)
- In der Sache entsteht Rückzahlungsverpflichtung und nicht abstraktes Schuldversprechen gem. § 780 im Verhältnis zum Ersterwerber
- Erst wenn durch Zweiterwerb aus Wertpapier weitere Forderung erwächst, ergeben §§ 793 ff. BGB Sinn
- Kausalverhältnis wird dadurch nicht beseitigt
 - Nur Rückzahlungspflicht wird vom kausalen zum abstrakten Leistungsversprechen
- Nur ggü. Ersterwerber ist das Kausalverhältnis maßgeblich
 - Für Folgeerwerber wirkt Leistungsversprechen abstrakt, ohne dass es auf Kausalverhältnis ankommt

D. Maßgebliche Normen zwischen Aussteller und dem ersten Nehmer

I. 488 ff. BGB

- Anwendbarkeit ergibt sich aus der Natur des Schuldverhältnisses
 - Rechtskauf zwischen Alt- und Neugläubiger ändert den Charakter des durch die Verbriefung begründeten Schuldverhältnis nicht
 - Ausnahmsweise: Inhaberschuldverschreibung als abstrakte Forderung nach § 780
 - Aber auch hier liegt synallagmatische Verknüpfung mit der Kapitalauszahlung und Belassung der Valuta durch die Bank vor
- Daher allgemeine Geltung der Regeln der §§ 488 ff. gegenüber der Bank

D. Maßgebliche Normen zwischen Aussteller und dem ersten Nehmer

II. § § 491 ff. BGB

- Verbraucher iSd. § 13 BGB: Anwendung der besonderen Regeln über den Verbraucherkredit
- Bei objektiver Auslegung der AGB der Schuldverschreibung und des Begebungsvertrags sowie Berücksichtigung des Parteiwillens: Darlehen iSd. § 488; jedoch nicht in der Form des § 492 BGB
 - Betitelung als „Begebungsvertrag“ ändert nichts an „wahrem Kern“ des Vertrags
 - Auch Ausstellung einer Urkunde hat nur deklaratorische Bedeutung für die darin verkörperte Forderung
- Zeigen auch die in der Praxis verwendeten Konditionen:
 - Durch feste Verzinsung und Rückzahlungstermine wird Kapitalrückführung festgelegt
 - Angaben in Prospekten: Finanzierungszweck erwähnt

D. Maßgebliche Normen zwischen Aussteller und dem ersten Nehmer

III. § § 793 ff BGB

- Problematik: Verdrängung durch die Verbraucherschützenden Vorschriften der § § 491 ff. BGB?
- Bei Leistung aus Inhaberschuldverschreibung des Ausstellers **gegenüber Zweiterwerb** wohl § § 793 ff. vorrangig (Schutzzweck)
- Anders **gegenüber dem ersten Nehmer**: Begebung eines Schuldversprechens stellt Anleihe dar (verzinsliches Darlehen)
 - Weiterveräußerung unterliegt dem Kaufrecht als Rechtskauf
 - Kausalgeschäft ist Darlehen iSd. § § 488 ff.
 - Valuta stammt aus Eigenmitteln der Bank
 - Weitergabe der Inhaberschuldverschreibung von vornherein nicht geplant (s. Begebungsvertrag, Urkunde, Prospekt; Schuldgrund fehlt in Urkunde)

E. Kündbarkeit & Widerruflichkeit

I. Kündbarkeit

1. Schuldverschreibung

- Stark umstritten; ggf. außerordentliche Kündigung des Nehmers als Kapitalgeber entsprechend § 490 Abs. 1 oder § 314 bei wirtschaftlichen Schwierigkeiten oder Insolvenz des Gebers
- Anwendbarkeit des § 490 ausgeschlossen:
 - kein Bedürfnis (BGH)
 - spezielle Regelungen in den §§ 793 ff. – gesetzgeberische Entscheidung im Interesse der Verkehrsfähigkeit von Schuldverschreibungen
- Anwendbarkeit des § 314 hingegen prinzipiell möglich, hinsichtlich der Schuldverschreibung als Dauerschuldverhältnis
 - Oft weitere Verschlechterung des Ratings / Kündbarkeit allein deswegen nicht
 - Wenn Anleger Geber der Anleihe ist kein Fall des § 490 oder § 502 BGB

E. Kündbarkeit & Widerruflichkeit

I. Kündbarkeit

2. Kausalschuldverhältnis

- Ebenfalls nur nach § 314 im Falle eines wichtigen Grundes kündbar
- Formulärmäßig vorgegebene Unkündbarkeit jedenfalls unwirksam (nicht mit den wesentlichen Grundgedanken des Kausalverhältnisses vereinbar)
- Merkmal der „Unzumutbarkeit“ jedoch fraglich, in Anbetracht der Umstände des Einzelfalls und unter Abwägung der beiderseitigen Interessen an der Fortsetzung des Vertrags

E. Kündbarkeit & Widerruflichkeit

II. Widerruflichkeit

1. Inhaberschuldverschreibung

- Vertragsunterlagen enthalten zum Teil eigene Widerrufsbelehrungen
- Aber: 2-Wochen-Frist heute längst abgelaufen
- Jedoch kann zusätzlich gesetzliches Widerrufsrecht bestehen; fehlt dahingehende Belehrung, verlängert sich die Widerrufsfrist
- Schuldverschreibung als **sonstige Finanzierungshilfe** iSd. § 506 Abs. 1 S.1 BGB
- = an den Verbraucher wird in einer nicht als Darlehen oder Zahlungsaufschub anzusehenden Form zeitweilig Kaufkraft überlassen und zwar zwecks vorgezogener Verwendung künftigen Einkommens für einen konsumtiven oder investiven Zweck
- Anspruch auf Kredit ergibt sich nicht bereits aus Schuldverschreibung selbst

E. Kündbarkeit & Widerruflichkeit

II. Widerruflichkeit

2. Kausalgeschäft

- Möglichkeit des Widerrufs nach Maßgabe der §§ 495, 355 BGB ggü. Bank hinsichtlich dem mit der Begebung zustande gekommenen Darlehen
- § 512 begründet ebenfalls Widerrufsmöglichkeit durch Umgehungsverbot für Verbraucherschützende Vorschriften
- Zwar fällt Inhaberschuldverschreibung nach der äußeren Form nicht in Anwendungsbereich des Verbraucherkreditrechts
- Aber regelmäßig Umgehung der Schutzvorschriften

E. Kündbarkeit & Widerruflichkeit

II. Widerruflichkeit

2. Kausalgeschäft

- häufig Widerrufsbelehrung insgesamt mangelhaft
 - Fristbeginn bleibt unklar (abzustellen auf Abschluss Begebungsvertrag)
 - Teilweise Belehrung nicht durch Bank, sondern Fondsgesellschaft
 - Rechtsfolgen unter „finanzierte Verträge“ häufig nicht hinreichend und deutlich
 - Bezugnahme auf Darlehnsvertrag fehlt

- Wenn verwendete Widerrufsbelehrung fehlerhaft, können Verträge heute noch widerrufen werden
 - Vgl. dazu Art. 229 § 38 Abs. 3 EGBGB, aber nur bei Immobiliendarlehen gem. § 492 Abs. 1a S. 2 (Fassung von 1.8.2002 bis 10.6.2010)

F. Fazit

- Kündbarkeit sowohl des Kausalgeschäfts als auch der Schuldverschreibung scheidet mangels wichtigen Grundes regelmäßig aus
 - Inhaberschuldverschreibung regelmäßig wirksam und nicht widerruflich
 - Unterfällt zwar § 312, aber regelmäßig durch Treuhänder/Vertreter begeben
 - Schuldversprechen iSd. § 780 ist isoliert nicht widerrufbar nach § 495
 - Jedoch meist eingebettet in darlehensvertragliches Kausalverhältnis
 - Materiell als Verbraucherdarlehensvertrag nach § 491 geschlossen
 - Form gem. § 492 nicht eingehalten (vgl. Art. 9 RiLi 87/102/EWG) – Abweichung von §§ 491 bis 511
 - § 512 S. 1 verletzt
 - keine Verwirkung des Widerrufs von Verbraucherdarlehensverträgen unter Geltung der RICHTLINIE 2008/48/EG!
- Viele Kausalgeschäfte heute noch widerrufbar

F. Fazit

- Liberalisierung des Anleiherechts gefährlich für Anleger sowie mittelbar für Stabilität des Sektors
- Rechtpolitische Forderungen:
 - Inhaberschuldverschreibung keine risikoarme Anlageform, erst recht nicht, wenn Privatanleger zum Emittent gemacht wird
 - Risiko, dass Loslösung des eigenen Schuldversprechens vom Kausalschuldverhältnis hin zu einem abstrakten Schuldverhältnis führt, muss Privatperson klar und deutlich gemacht werden
 - Für die entsprechende Aufklärung müssen die professionellen ersten Nehmer sorgen und jeder andere, der Begebung veranlasst und fördert
 - Besonders zu erläutern: Risiko der Beweislastverschiebung

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Prof. Dr. Kai-Oliver Knops

Lehrstuhl für Zivil- und Wirtschaftsrecht, insbes. Bank-, Kapitalmarkt- u.
Verbraucherrecht

Universität Hamburg

www.schuldrecht.de