

**BKR**

# Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht

Geschäftsführende Herausgeber:  
Prof. Dr. Petra Buck-Heeb  
Prof. Dr. Jens Koch

Herausgeber:  
Prof. Dr. Markus Artz  
Paul H. Assies  
Dr. Heiko Beck  
Prof. Dr. Jürgen Ellenberger  
Dr. Markus Escher  
Prof. Dr. Dr. Stefan Grundmann  
Dr. Christian Grüneberg  
Prof. Dr. Mathias Habersack  
Ralf Josten  
Prof. Dr. Hans-Michael Krepold  
Dr. Volker Lang  
Prof. Dr. Katja Langenbacher  
Klaus M. Löber  
Dr. Rainer Metz  
Prof. Dr. Sebastian Omlor  
Prof. Dr. Andreas Pfingsten  
Prof. Dr. Dörte Poelzig  
Prof. Dr. Patrick Rösler  
Prof. Dr. Frank A. Schäfer  
Dr. Hanno Teuber  
Dr. Wolfgang Weitnauer  
Dr. Stefan Werner

**bkr.beck.de**

**BKR**  
Bank- und  
Kapitalmarktrecht

Prof. Dr. Matthias Lehmann/Jonas Schürger  
**Brexit-Steuerbegleitgesetz und Brexit-Übergangsgesetz – Sicherheit trotz Unsicherheit?** 365

Prof. Dr. André Meyer, LL.M. Taxation  
**Abschlussprüferhaftung gegenüber Kapitalanlegern für unrichtige Bestätigungsvermerke in Prospekten** 372

Dipl.-Jurist (Univ.) Mathias Fromberger/  
M.Sc. LL.M. Lars Haffke/Ass. Jur. Patrick Zimmermann  
**Kryptowerte und Geldwäsche** 377

Lennart Lorenz, LL.M./David John  
**Die (Nicht-)Anwendbarkeit des KAGB in praxisrelevanten Sonderkonstellationen** 386

Jan Struckmann  
**Kurze Einberufungsfrist mit hoher Relevanz** 393

Philippe Woesch, LL.M./Kevin Dietrich  
**Mustervertrag für Schuldscheindarlehen nach LMA-Standard** 399

BGH, Urt. v. 26.3.2019 – XI ZR 383/17  
**Zur Rückabwicklung eines KfW-Darlehens nach Widerruf** 405

OLG Dresden, Urt. v. 17.1.2019 – 8 U 1020/18  
**Haftung des Abschlussprüfers gegenüber Kapitalanlegern** 411

**8/2019** 19. Jahrgang  
Seite 365 bis 416, 16. August 2019



der Gesellschaft das Zustandekommen der Satzungsänderung notwendig machen.<sup>61</sup> Verstößt ein Aktionär gegen die Treuepflicht, ist die abgegebene Stimme nichtig und wird als nicht abgegeben gewertet.<sup>62</sup>

In der Situation des § 36 Abs. 5 SAG besteht aufseiten der Aktiengesellschaft ein herausragendes Interesse am Fortbestand der Gesellschaft. Im Krisenfall kann die aktienrechtliche Einberufungsfrist nach § 123 Abs. 1 AktG ein Hindernis für eine etwaig notwendige rasche Kapitalerhöhung darstellen.<sup>63</sup> Im Stadium des § 36 Abs. 5 SAG, der als bloße Vorsichtsmaßnahme gedacht ist, besteht jedoch nur eine abstrakte Gefahr, dass zukünftig ein Krisenfall eintreten könnte. Dieses bloß abstrakte Interesse der Gesellschaft hat grundsätzlich jedoch noch keinen Einfluss auf die Treuepflicht der Aktionäre. Im Rahmen von § 36 Abs. 5 SAG würde ansonsten die Ausnahme zum Regelfall. ErWG 124 BRRD betont aber gerade, dass die Freiheit der Stimmabgabe unangetastet bleiben soll. Diese Wertung würde unterlaufen, wenn Aktionäre stets einer Satzungsänderung nach § 36 Abs. 5 SAG zustimmen müssten. Nicht zu beachten ist in diesem Zusammenhang zudem das Interesse der Öffentlichkeit an der Stabilität des Finanzmarktes, welche infolge einer verzögerten Eigenkapitalerhöhung gefährdet sein könnte. Hierbei handelt es sich um ein Drittinteresse, das keinen Einfluss auf die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht hat.

Vor diesem Hintergrund kann ein dringendes Interesse der Gesellschaft, das Auswirkungen auf die Treuepflicht der Aktionäre hat, allenfalls dann angenommen werden, wenn sich bereits abzeichnet, dass das Institut zeitnah eine Kapitalerhöhung zur Abwendung der Abwicklung durchführen muss.

## VII. Zusammenfassung

Die Notwendigkeit kurzer Einberufungsfristen für Krisenmaßnahmen liegt auf der Hand. Die Effektivität von Frühinterventionsmaßnahmen der Aufsichtsbehörden und von Sanierungsversuchen des Instituts kann gefährdet werden, wenn mindestens 30 Tage zwischen Einberufung zur Hauptversammlung und der Kapitalerhöhung vergehen müssen. Dennoch überlässt die BRRD es ausdrücklich den Aktionären eines Instituts, über die Verkürzung dieser Frist abzustimmen. Dementsprechend greifen auch die gesellschaftsrechtlichen Grundsätze zur Treuepflicht der Aktionäre nur im Ausnahmefall ein und geben diesen kein bestimmtes Abstimmungsergebnis vor.

Auch wenn es keine Verpflichtung gibt, § 36 Abs. 5 SAG umzusetzen, sollten dennoch alle CRR-Institute in der Rechtsform der AG oder SE, die sich im Streubesitz befinden, von der Möglichkeit, die Einberufungsfrist herabzusetzen, Gebrauch machen. Der hiermit verbundene Eingriff in die Rechte der Aktionäre wird ausgeglichen durch die Vorteile dieser Maßnahme im Krisenfall. Kein Handlungsbedarf besteht demgegenüber gem. § 121 Abs. 6 AktG bei Instituten, bei denen auf Hauptversammlungen die Anwesenheit aller Aktionäre bzw. die gegenseitige Vertretung sichergestellt ist.

61) Vgl. *Stein*, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl. 2016, AktG § 179 Rn. 218.

62) Vgl. *Koch*, in: Hüffer/Koch (Hrsg.), AktG, 13. Aufl. 2018, § 179 Rn. 31; *Stein*, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl. 2016, AktG § 179 Rn. 219.

63) ErWG 124 BRRD.

**Philippe Woesch, LL. M./Kevin Dietrich\***

# Mustervertrag für Schuldscheindarlehen nach LMA-Standard

*Das Schuldscheindarlehen hat sich am nationalen und internationalen Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative längst durchgesetzt. Die britische Loan Market Association („LMA“) hat nunmehr im Oktober 2018 erstmals eine Muster-Vertragsdokumentation und einen Nutzerleitfaden zu der Begebung von Schuldscheindarlehen für die Praxis veröffentlicht. Vorliegend sollen nach einem Marktüberblick die rechtlichen Grundlagen des Schuldscheindarlehens dargelegt werden, bevor die vertraglichen Ausgestaltungen unter Berücksichtigung der neuen LMA-Vertragsmuster erörtert und mögliche Auswirkungen auf den FinTech-Bereich dargestellt werden sollen.*

## I. Marktüberblick und rechtliche Einordnung des Schuldscheindarlehens

### 1. Schuldscheindarlehen am Finanzierungsmarkt

In der Praxis der Großkreditvergabe konkurriert das Schuldscheindarlehen mit der ebenfalls kapitalmarktorientierten Unternehmensanleihe und dem klassischen Bankkredit, der ggf. als Konsortialkredit syndiziert wird.<sup>1</sup> Nach zwei Rekordjahren 2016 und 2017 mit über 25 Mrd. € Gesamt-Emissionsvolumen bei Schuldscheindarlehen, wurde für 2018 trotz eines schwächeren ersten Halbjahrs

immer noch ein Gesamt-Emissionsvolumen von bis zu 20 Mrd. € erwartet.<sup>2</sup> Die Nachfrage nach Schuldscheindarlehen ist in den letzten Jahren jedenfalls stark gewachsen.

Die Emission von Schuldscheindarlehen richtet sich hauptsächlich an kleine und mittelständische Unternehmen ohne oder nur mit eingeschränktem Zugang zum Kapitalmarkt, die eine zufriedenstellende Bonität („Investment-Grade-Rating“), stabile Geschäftsaussichten und einen ausreichenden Jahresumsatz aufweisen.<sup>3</sup> Die wirtschaftliche Solidität des Schuldscheinemittenten ist als Kehrseite der schlanken Dokumentation und des weniger umfangreichen Pflichtenkatalogs bei einem Schuldscheindarlehen anzusehen. Der Schuldscheinmarkt hat sich zudem im Lauf der

\*) Philippe Woesch (LL. M.) ist Rechtsanwalt und Partner in der Anwaltssozietät Schalast in Frankfurt a. M., Kevin Dietrich ist Rechtsanwalt in der Anwaltssozietät Schalast in Frankfurt a. M. Die Autoren sind in der Praxisgruppe Banking & Finance tätig.

1) *Steffek*, Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 2. Aufl., 2016, Vor §§ 488 ff. Rn. 32.

2) Strategy Research der LBBW vom 16.8.2018, abrufbar unter [https://www.lbbw.de/public/research/schuldscheinmarkt-h1-2018\\_7z5ex4g83\\_m.pdf?origin=ssd](https://www.lbbw.de/public/research/schuldscheinmarkt-h1-2018_7z5ex4g83_m.pdf?origin=ssd).

3) *Schmitt*, BB 2012, 2039, 2040; *Achleitner/Volk*, CFB 2013, 157, 158.

letzten Jahre stark internationalisiert, sodass neben den öffentlich-rechtlichen Institutionen zunehmend ausländische Unternehmen und Geschäftsbanken aktiv am Markt auftreten.<sup>4</sup> Fast die Hälfte der Emittenten des Jahres 2016 waren ausländische Unternehmen mit insgesamt einem Anteil von mehr als 40 % des Emissionsvolumens.<sup>5</sup>

## 2. Wesentliche Vorteile eines Schuldscheindarlehens

Für die Investoren ergibt sich durch die Beteiligung an einem Schuldscheindarlehen der Vorteil, dass sie einen Zugang zu Unternehmen erhalten, die üblicherweise nicht auf den internationalen Kapitalmärkten oder am Markt für syndizierte Kredite auftreten. Neben dem originären Interesse eines jeden Investors an einer guten Verzinsung der Kapitalanlage ergibt sich bei einem Schuldscheindarlehen ein weiterer bilanzieller Vorteil. Schuldscheindarlehen können bei langfristiger Halteabsicht als Darlehensforderung zum Nennwert des erworbenen Anteils bilanziert werden.<sup>6</sup> Hierdurch wird eine laufende Wertberichtigung und damit eine Belastung der Gewinn- und Verlustrechnung verhindert.<sup>7</sup> Zudem sind Schuldscheindarlehen unter bestimmten Voraussetzungen seit einiger Zeit als EZB-fähige Sicherheit und damit auch für Refinanzierungszwecke anerkannt.<sup>8</sup> Gerade für große Kapitalsammelstellen, wie zum Beispiel Versicherungen, stellen Schuldscheindarlehen daher eine gute Alternative zum Erwerb von Schuldverschreibungen dar.

Für Darlehensnehmer zeichnen sich Schuldscheindarlehen insbesondere im Vergleich zu Anleihen dadurch aus, dass sie bereits ab einem Emissionsvolumen von ca. 10 Mio. € begeben werden können.<sup>9</sup> Geringere Emissionsvolumina dürften für Investoren kaum interessant sein. Für den Darlehensnehmer ist die Begebung eines Schuldscheindarlehens zudem mit Emissionskosten von bis zu 1,0 %<sup>10</sup> des Emissionsvolumens aufgrund des geringeren Dokumentationsaufwands deutlich kostengünstiger als bei einer vergleichbaren Anleiheemission oder bei einem Konsortialkredit.<sup>11</sup> Der Darlehensnehmer kann darüber hinaus ggf. seine bestehenden Kreditlinien unter einer Reduzierung der Kredithöhe offenhalten, was ihm mehr Flexibilität und damit einen größeren Entscheidungsspielraum bei Investitionen verschafft.<sup>12</sup> Zudem besteht für den Darlehensnehmer die Möglichkeit, seine Gläubigerstruktur zu diversifizieren, da der Investorenkreis in der Regel nicht so eingegrenzt ist wie bei Konsortialkrediten.

## 3. Zivilrechtliche Einordnung des Schuldscheindarlehens

Aus zivilrechtlicher Sicht handelt es sich bei einem Schuldscheindarlehen um einen Darlehensvertrag nach den allgemeinen Vorschriften der §§ 488 ff. BGB.<sup>13</sup> Dies ist auch bei dem LMA-Mustervertrag der Fall, da der Vertrag deutschem Recht unterfällt. Der Schuldschein dient dabei als Beweisurkunde des Gläubigers (§§ 371, 952 BGB) über die Valutierung des zugrunde liegende Darlehens. Da sich die Valutierung des Darlehens jedoch auch auf andere Weise als durch den Schuldschein beweisen lässt, wird in der Praxis zumeist kein gesonderter Schuldschein mehr ausgestellt.

Wirtschaftlich betrachtet kann bei einem Schuldscheindarlehen von einem der Anleihe angelehnten Kredit gesprochen werden, da sich der Prozess in gewisser Form mit einer Anleiheemission deckt.<sup>14</sup> Gleichwohl wird das Schuldscheindarlehen nicht als Wertpapier iSv § 2 Abs. 1 Nr. 3 WpHG qualifiziert und unterliegt hierdurch deutlich weniger formalen Anforderungen.<sup>15</sup> Daher erfolgen auch keine Platzierung und kein Handel von Schuldscheindarlehen über die Börse. Überdies handelt es sich bei Schuldscheindarlehen nicht um

Schuldverschreibungen, sodass auch das Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (SchVG) insgesamt nicht auf Schuldscheindarlehen anzuwenden ist.<sup>16</sup> In den Anwendungsbereich des Vermögensanlagegesetzes (VermAnlG) fallen Schuldscheindarlehen von Instituten und Industrieunternehmen ebenfalls nicht, da es sich um nicht öffentlich angebotene Vermögensanlagen handelt, wenn sie auf Basis vertraglicher Vereinbarungen nur mit einer begrenzten Zahl von institutionellen Anlegern geschlossen werden.<sup>17</sup>

## II. Typische Vertragsmerkmale eines Schuldscheindarlehensvertrages nach LMA-Standard

Die LMA hat Ende Oktober 2018 erstmals eine Muster-Vertragsdokumentation zu Schuldscheindarlehen (LMA-Muster) mit unverbindlichen Musterklauseln für die Praxis inklusive einem dazugehörigen Nutzerleitfaden zur Verfügung gestellt. Bis dahin existierte lediglich ein Schuldscheinleitfaden der LMA aus dem Jahr 2014, welcher 2016 überarbeitet worden ist. Die Loan Market Association (LMA) wagt sich damit, ähnlich wie beim Konsortialkredit vor einigen Jahren, erneut an eine Standardisierung eines am Markt bereits erprobten Finanzierungsprodukts. Eine Entwicklung wie bei den LMA-Musterverträgen zu syndizierten Krediten als strukturelle Ausgangslage bei Vertragsverhandlungen ist bei den LMA-Mustern zum Schuldscheindarlehen und insbesondere im internationalen Finanzierungskontext zu erwarten.<sup>18</sup>

Die konventionellen Charakteristika eines Schuldscheindarlehens finden sich auch im neuen LMA-Muster wieder. Hierzu gehören zum Beispiel das Einzelkündigungsrecht jedes Investors und das Fehlen von Abstimmungsmechanismen sowie Mehrheitsklauseln.<sup>19</sup> Ein Schuldschein wird nicht ausgestellt. Strukturell wurde die Entwicklung der Muster-Vertragsdokumentation auf der Basis bestimmter Annahmen entwickelt, zB dass die Darlehensnehmer ein Investment-Grade-Rating aufweisen oder bei Unternehmen ohne entsprechendes Rating eine entsprechende Bonität aufweisen.<sup>20</sup> Für andere Kreditrisiken sollte das Muster dementsprechend angepasst werden. Dem Muster kommt, wie bei LMA-Vertragsmustern üblich, keine Bindungswirkung zu.

4) *Koller/Wöckener*, Ekkenga (Hrsg.), Handbuch der AG-Finanzierung, 2. Aufl., 2019, Kap. 13 Rn. 16 ff. mwN.

5) Credit Special der Helaba vom 22.5.2017, abrufbar unter <https://www.helaba.de/blob/helaba/428436/df32ed4d45f901401baf4fc79707f4c3c-20170522-data.pdf>.

6) Zur Bilanzierung von Schuldscheindarlehen instruktiv *Kohl/Meyer*, CFB 2013, 170 ff.; *Dreher*, Zerey (Hrsg.), Finanzderivate, 4. Aufl., 2016, § 13 Rn. 41; *Oulds*, Veranneman (Hrsg.), Kommentar zum SchVG, 2. Aufl., 2016, § 1 Rn. 29; *Baums* (Hrsg.), Recht der Unternehmensfinanzierung, 1. Aufl., 2017, § 30 Rn. 65.

7) *Koller/Wöckener* (Fn. 4), Kap. 13 Rn. 5.

8) *Zlatanov*, RdF 2016, 119.

9) *Achleitner/Volk*, CFB 2013, 157, 164.

10) *Achleitner/Volk*, CFB 2013, 157, 166.

11) *Koller/Wöckener* (Fn. 4), Kap. 13 Rn. 4.

12) *Kuhlmann*, CF 2016, 53; *Achleitner/Volk*, CFB 2013, 157, 158.

13) *Wehrhahn*, BKR 2012, 363, 364.

14) *Kessler* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung Mittelstand, 1. Aufl., 2015, § 5 Rn. 334.

15) *Habersack*, MünchKomm BGB, 7. Aufl., 2017, Vorb. § 793 Rn. 21.

16) *Oulds* (Fn. 6), § 1 Rn. 29; *Wehrhahn*, BKR 2012, 363, 364.

17) *Buck-Heeb*, NJW 2015, 2535; Begr. RegE, BT-Drs. 18/3994, 39 f.

18) Vgl. *Welter*, Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., 2017, § 118 Rn. 73 ff.

19) Vgl. *Warneke/Becker*, ZIP 2018, 1332, 1335 ff. mwN.

20) Siehe Ziff. 2.2 (a) der LMA-Nutzerleitfadens.

Bei dem LMA-Muster wurde ein Vertragsmuster mit und ein Vertragsmuster ohne Garantieklausel (sog. Downstream-Garantie einer übergeordneten Gesellschaft) erstellt. Es handelt sich demnach um zwei Vertragsmuster. Die LMA-Muster sind kurzgehalten, so erfasst das Schuldscheindarlehen mit integrierter Garantie lediglich 27 Seiten (ohne Anlagen). Durch die schlanke und klare Dokumentation der LMA-Muster soll vor allem eine Erhöhung der Effizienz erzielt werden und die derzeit noch wenig ausgeprägten Übertragungen auf dem Sekundärmarkt gefördert werden.

### 1. Auszahlung

Analog zu den typischen Auszahlungsvoraussetzungen bei einem syndizierten Kreditvertrag hat der Darlehensnehmer eines Schuldscheindarlehens bestimmte Voraussetzungen zu schaffen und bestimmte Dokumente beizubringen, um die Darlehensvaluta zu erhalten. Üblicherweise handelt es sich hierbei mindestens um gesellschaftsrechtliche Unterlagen und eine Legal Opinion. Dies sieht auch das LMA-Muster in der Anlage vor. Welche weiteren Dokumente der Darlehensgeber als Nachweis für erforderlich erachtet, hängt vom Einzelfall ab.

### 2. Zins und Tilgung

Die aus ökonomischer Perspektive wohl wichtigste Regelung für die Investoren am Kapitalmarkt ist ihr Risikoaufschlag für die Kapitalüberlassung. Die Verzinsung erfolgt gemäß LMA-Muster entweder auf der Basis eines fest vereinbarten oder eines variablen Zinssatzes, wobei sich letzterer typischerweise aus einer fixen Kreditmarge und einem Referenzzinssatz (zB 3- oder 6-Monats-EURIBOR) zusammensetzt.<sup>21</sup> Aufgrund der aktuellen politischen und aufsichtsrechtlichen Diskussion um die Abschaffung des LIBOR und des EURIBOR sehen die LMA-Muster zu Schuldscheindarlehen zwei Varianten für den Wegfall des Referenzzinssatzes vor.

In einer Variante hat der Darlehensnehmer unter Wahrung bestimmter Voraussetzungen das Recht, einen Referenzzinssatz zu bestimmen und in einer anderen Variante wird eine automatische Ersetzung durch einen von einer Zentralbank, regulatorischen Behörde oder sonstigen genannten Institution bestimmten Referenzzinssatz vorgenommen.<sup>22</sup> Unabhängig hiervon handelt es sich bei den Varianten zu den Zinsklauseln strukturell um einen deutlichen Unterschied zu den LMA-Musterverträgen zu syndizierten Krediten. Bei Konsortialkrediten können derartige Änderungen am Kreditvertrag regelmäßig aufgrund der im Markt anzutreffenden Standardklauseln durch eine Entscheidung der Mehrheitsbanken vorgenommen werden.<sup>23</sup> Eine entsprechende Systematik ist bei Schuldscheindarlehen aufgrund der fehlenden Möglichkeiten konzertierter Änderungen nicht umsetzbar. Hier ist eine vorab festgelegte Ersetzungsmöglichkeit, die gewissen Automatismen folgt, aus praktischen Erwägungen die bessere Variante.

### 3. Zahlstelle

Im Unterschied zu einem Konsortialkredit, bei dem ein Konsortialführer für die Konsortialbanken gegenüber dem Darlehensnehmer als Frontend-Ansprechpartner und Vertretungsberechtigter zur Verfügung steht,<sup>24</sup> bestehen zwischen den Investoren eines Schuldscheindarlehens keine rechtlichen Verbindungen. Die LMA-Muster sehen vor, dass eine Zahlstelle vom Darlehensnehmer beauftragt wird. Die jeweils fälligen Zins- und Tilgungsleistungen des Darlehensnehmers sind über diese Zahlstelle abzuwickeln, wobei die Zahlstelle keinerlei Verpflichtungen gegenüber den einzelnen Investoren hat.<sup>25</sup> Die Zahlstelle leitet vielmehr die Zins- und Tilgungs-

leistungen im Auftrag des Darlehensnehmers an die Investoren weiter.<sup>26</sup> Anders als beim Konsortialkredit tritt die Erfüllungswirkung der fälligen Zahlungsschulden daher nicht bereits mit der Leistung an die Zahlstelle ein, sondern erst im Zeitpunkt der Gutschrift bei den Investoren.<sup>27</sup>

### 4. Rückzahlung/Kündigung des Darlehensnehmers

Schuldscheindarlehenverträge sind typischerweise so ausgestaltet, dass der Darlehensnehmer die vollständige Rückzahlung der Darlehensvaluta am Ende der vereinbarten Laufzeit schuldet (sog. Bullet-Payment). Ein vertragliches Kündigungsrecht des Darlehensnehmers ist genauso wie ein vorzeitiges Rückzahlungsrecht oder die Möglichkeit einer revolvierenden Inanspruchnahme üblicherweise ausgeschlossen.<sup>28</sup>

Sofern dem Darlehensnehmer ein Schuldscheindarlehen mit variabler Verzinsung gewährt wurde, empfiehlt es sich aus Investorensicht, auf das gesetzliche Kündigungsrecht in § 489 Abs. 1 Nr. 1, 2. Halbs. BGB hinzuweisen, das vertraglich nicht eingeschränkt werden kann (§ 489 Abs. 4 BGB).<sup>29</sup> Nach dieser Vorschrift ist der Darlehensnehmer während der Laufzeit des Schuldscheindarlehens berechtigt, frühestens für den Tag des Ablaufs der Zinsperiode mit einer Frist von einem Monat die Kündigung zu erklären. Die Kündigung eines variabel verzinslichen Schuldscheindarlehens wird daher erst wirksam, wenn dem Darlehensgeber bzw. dem Investor spätestens einen Monat vor Ablauf der nächsten Zinsanpassung die Kündigung des Darlehensnehmers zugegangen ist.<sup>30</sup> In den LMA-Mustern wurde vor dem Hintergrund, dass internationalen Investoren ein solches gesetzliches Kündigungsrecht unbekannt sein dürfte, ein ausdrücklicher Hinweis hierzu aufgenommen.<sup>31</sup> Gleichwohl kommt die Ausübung dieses Kündigungsrechts in der Praxis so gut wie nicht vor.<sup>32</sup>

### 5. Kündigung des Darlehensgebers/Investors

Ein Recht zur ordentlichen Kündigung steht auch dem Darlehensgeber eines Schuldscheindarlehens in der Regel nicht zu. Hingegen finden sich ähnlich wie bei Konsortialkrediten die katalogartig aufgeführten Ereignisse, die einen außerordentlichen Kündigungsgrund darstellen, regelmäßig auch in Schuldscheindarlehenverträgen wieder. Die LMA-Muster enthalten insoweit eine marktübliche Aufzählung außerordentlicher Kündigungsgründe zB für Zahlungsverzug oder Insolvenz.<sup>33</sup>

Im Falle des Eintritts eines Kündigungsgrundes ist jeder einzelne Investor zur Kündigung berechtigt. Dies ist ein signifikanter Unterschied zu den Regelungen in einem Konsortialkreditvertrag. Ein

21) *Koller/Wöckener* (Fn. 4), Kap. 13 Rn. 39.

22) Siehe Klauseln 1 und 3 zum LMA-Muster-Schuldscheindarlehenvertrag.

23) Siehe Ziff. 5.1 des LMA-Nutzerleitfadens.

24) *Schaffelhuber/Sölch*, MünchHdb GesR I, 5. Aufl., 2019, § 31 Rn. 31.

25) *Hüther*, Eilers/Rödding/Schmalenbach (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, 2. Aufl., 2014, Kap. C Rn. 239.

26) *Wehrhahn*, BKR 2012, 363, 367.

27) Siehe Ziff. 4.8 und Ziff. 5.6 des LMA-Nutzerleitfadens.

28) Vgl. *Hüther* (Fn. 25), Kap. C Rn. 238; differenzierend: *Berger*, MünchKommBGB, 7. Aufl., 2016, Vorb. § 488 Rn. 51 mwN.

29) *Krämer*, NK-BGB, 3. Aufl., 2016, § 488 Rn. 16.

30) *Berger* (Fn. 28), § 489 Rn. 10.

31) Siehe Ziff. 5.3 (b) des LMA-Nutzerleitfadens und Klausel 4 des LMA-Muster-Schuldscheindarlehenvertrages.

32) *Jahn*, Diem/Jahn (Hrsg.), Acquisition Finance Agreements in Germany, 1. Aufl., 2017, Ziff. 14 Rn. 7.

33) Siehe Ziff. 5.10 (a) des LMA-Nutzerleitfadens.



zeitlich befristetes Recht zur vorzeitigen Kündigung des Darlehens steht dem Investor regelmäßig bei einem Wechsel der Eigentumsverhältnisse des Darlehensnehmers („Change of Control“) zu.<sup>34</sup> Zudem sind die gesetzlichen Kündigungsgründe aus §§ 490 Abs. 1, 314 Abs. 1 und 313 Abs. 3 BGB anwendbar. Hingegen sehen die LMA-Muster im Unterschied zu den Mustern bei syndizierten Krediten kein gesondertes ausdrückliches Kündigungsrecht eines Darlehensgebers vor, wenn die Gewährung eines Schuldscheindarlehens oder dessen Aufrechterhaltung für ihn rechtswidrig wird (sog. Illegality-Klausel).<sup>35</sup>

## 6. Sicherheiten

In der Frage der Besicherung des Schuldscheindarlehens hängt es maßgeblich von der Bonität des Darlehensnehmers ab, ob die Investoren bereit sind, die Darlehenssumme unbesichert zur Verfügung zu stellen.<sup>36</sup> Bei einem Darlehensnehmer mit ausgezeichneter Bonität ist es durchaus möglich, dass auch gänzlich auf die Bestellung von Sicherheiten verzichtet wird. Sofern der Darlehensnehmer keine derart ausgezeichnete Bonität nachweisen kann, kommt auch bei Schuldscheindarlehen die Bestellung üblicher Sicherheiten in Betracht.<sup>37</sup> Da eine dingliche Besicherung unmittelbar zugunsten der Investoren die Fungibilität des Schuldscheindarlehens erheblich einschränkt, wird in einem solchen Fall ein Sicherheitentreuhänder bestellt, zu dessen Gunsten die Sicherheiten bestellt werden und der sie treuhänderisch für die Investoren verwaltet.<sup>38</sup> Alternativ würde sich hier auch eine Sicherheitenverwaltung über ein Refinanzierungsregister gem. §§ 22 a ff. KWG anbieten.

## 7. Zusicherungen und Gewährleistungen

In den LMA-Mustern finden sich über die Negativerklärung und einer *Pari passu*-Klausel hinaus bewusst keine Vorschläge zu weiteren spezifischen Zusicherungen und Gewährleistungen des Darlehensnehmers als Schuldscheinmittelen. Bei der Erstellung der LMA-Muster sollte sich auf den Kern des Schuldscheindarlehens fokussiert und so weitestgehend auf strukturell eher auf andere Fremdfinanzierungsmittel wie den Konsortialkreditvertrag passende Regelungen verzichtet werden.<sup>39</sup> Lediglich ganz allgemein gehaltene Informationspflichten werden dargestellt, da sich insbesondere bei diesen Klauseln ein individueller Anpassungsbedarf je nach Darlehensnehmer und Finanzierungsstruktur ergibt.<sup>40</sup> Die Übernahme von Zusicherungsklauseln aus Konsortialkreditverträgen ist im Einzelfall auf ihre Geeignetheit zu prüfen, da die Investoren bei Schuldscheindarlehen in keinerlei rechtlichem Zusammenhang wie etwa die Konsortialbanken beim Konsortialkredit stehen. Demzufolge ist auch die Möglichkeit von Mehrheitsentscheidungen nicht gegeben, was eine Änderung der Bestimmungen insbesondere in der Restrukturierung erschwert.<sup>41</sup>

## 8. Financial Covenants

Klauseln, mit denen sich der Darlehensnehmer schuldrechtlich verpflichtet, während der Laufzeit des Darlehens gewisse finanzielle Kennzahlen einzuhalten (Financial Covenants), entstammen ursprünglich aus der Dokumentation von syndizierten Kreditverträgen. Sie sollen für die Kreditlaufzeit Zielvorgaben für Bilanzrelationen und fester Finanzkennzahlen vorgeben.<sup>42</sup> Bedenkt man, dass Schuldscheindarlehenverträge traditionell nur an Unternehmen mit guter Bonität vergeben werden und dies auch eine der Annahmen bei der Erstellung der LMA-Musterdokumentation darstellt, kann auf die Einhaltung von Financial Covenants in der Praxis auch

gänzlich verzichtet werden.<sup>43</sup> Die entsprechenden Kosten für ein Monitoring des Darlehensnehmers während der Darlehenslaufzeit wären dann unverhältnismäßig. Überdies würden die Financial Covenants den Darlehensnehmer einschränken und das Schuldscheindarlehen an Attraktivität verlieren.

Sofern doch Financial Covenants vereinbart werden, wird insbesondere auf Kennzahlen zum Verschuldungsgrad (Leverage Ratio), Umsatz (Cashflow Cover Ratio), Zinsdeckungsgrad (Interest Cover Ratio) und Eigenkapital (Minimum Equity) abgestellt.<sup>44</sup> Bei Verletzungen von Financial Covenants kann bei Konsortialkrediten regelmäßig per Mehrheitsentscheidung eine Verzichtserklärung (sog. Waiver) von den Gläubigern eingeholt werden, was bei Schuldscheindarlehen aufgrund der Struktur als bilaterale Darlehensverträge nicht ohne weiteres möglich ist. Zudem ist zu beachten, dass es aufgrund der fehlenden rechtlichen Verbindung der Investoren auch keine zentrale Einheit gibt, die die Einhaltung der Financial Covenants und der weiteren Zusicherungen und Gewährleistungen überwacht.<sup>45</sup>

## 9. Übertragung von Schuldscheindarlehen

Um eine rechtsgeschäftliche Übertragung der Schuldscheindarlehen zu erreichen, können die Forderungen (insb. die anteiligen Rückzahlungs- und Zinsforderungen) grundsätzlich abgetreten werden oder es findet eine Vertragsübernahme statt.<sup>46</sup>

In der Praxis werden die Ansprüche aus dem Darlehensvertrag überwiegend im Wege der (teilweisen) Vertragsübernahme an die dann neuen jeweiligen Forderungsinhaber übertragen (sog. Vertragsübernahmemodell).<sup>47</sup> Die Vertragsübernahme ist gesetzlich nicht definiert, jedoch ist die rechtsgeschäftliche Übertragung eines Schuldverhältnisses als Ganzes anerkannt.<sup>48</sup>

Bei dem Vertragsübernahmemodell treten die Investoren vollumfänglich in die Stellung des ursprünglichen Darlehensgebers ein. Der Darlehensgeber ist im Gegensatz zu einer Übertragung im Wege der Abtretung nicht weiter Vertragspartei. Soweit ein Schuldschein bei der Valutierung des Schuldscheindarlehens ausgestellt wurde, erwerben die jeweiligen Forderungsinhaber durch die Übertragung von Teilen der Darlehensforderung Miteigentum an dem ausgestellten Schuldschein (§ 952 BGB).<sup>49</sup>

Ein entsprechendes Muster für eine Vertragsübernahme („Übertragungszertifikat“) findet sich im Anhang zu dem LMA-Mustervertrag. Nach der ausdrücklichen Gestaltung entstehen zwischen den jeweiligen Investoren und dem Darlehensnehmer einzelne bilaterale

34) Siehe Klausel 5 des LMA-Muster-Schuldscheindarlehenvertrages.

35) Siehe Ziff. 5.5 (b) des LMA-Nutzerleitfadens.

36) *Hüther* (Fn. 25), Kap. C Rn. 243.

37) Vgl. *Kessler* (Fn. 14), § 5 Rn. 337.

38) *Koller/Wöckener* (Fn. 4), Kap. 13 Rn. 56.

39) Siehe Ziff. 2.2 (b), Ziff. 3.5 und Ziff. 4.7 des LMA-Nutzerleitfadens.

40) Siehe Ziff. 8 und 9 des LMA-Muster-Schuldscheindarlehenvertrages.

41) *Hüther* (Fn. 25), Kap. C Rn. 240; *Warneke/Becker*, ZIP 2018, 1132, 1335.

42) *Diem*, Akquisitionsfinanzierung, 3. Aufl., 2013, § 22 Rn. 8 f.; *Wittig*, WM 1996, 1381 ff.

43) Siehe Ziff. 3.5 des LMA-Nutzerleitfadens.

44) *Hüther* (Fn. 25), Kap. C Rn. 241; *Diem* (Fn. 42), § 22 Rn. 16 ff.

45) *Koller/Wöckener* (Fn. 4), Kap. 13 Rn. 103; *Wehrhahn*, BKR 2012, 363, 368.

46) *Koller/Wöckener* (Fn. 4), Kap. 13 Rn. 62; *Baums* (Fn. 6), § 30 Rn. 68 f.

47) *Hüther* (Fn. 25), Kap. C Rn. 244; *Schmitt*, BB 2012, 2039, 2040 mwN; *Wehrhahn*, BKR 2012, 363, 365; zum Vertragsübernahmemodell siehe *Mülbert*, in *Staudinger* (Hrsg.), Kommentar zum BGB, 2015, § 488 Rn. 557.

48) *Grüneberg*, Palandt (Hrsg.), 77. Aufl., 2018, § 398 Rn. 41.

49) Vgl. *Bassenge* (Fn. 48), § 952 Rn. 2 ff.

Verträge.<sup>50</sup> Zur ordnungsgemäßen Abwicklung der Zahlungen des Darlehensnehmers zum nächsten Fälligkeitstermin ist zudem die Zahlstelle über die Vertragsübernahme innerhalb der im Schuldscheinanlehensvertrag vereinbarten Frist zu informieren.

### III. Platzierung von Schuldscheinanleihen unter Berücksichtigung neuer Marktteilnehmer durch FinTechs

#### 1. Platzierung im indirekten und direkten System

Sofern die Emission eines Schuldscheinanlehens für das Unternehmen als Finanzierungsmaßnahme in Betracht kommt, richtet sich der Emittent nicht an die Hausbank als unmittelbaren Finanzierungsgeber, sondern entweder direkt an geeignete Investoren (direktes System) oder über einen ersten Darlehensgeber letztlich an Investoren am Kapitalmarkt, die ihre finanziellen Mittel gewinnbringend anlegen möchten (indirektes System).<sup>51</sup> Deutlich häufiger findet die Platzierung eines Schuldscheinanlehens im indirekten System statt.

Beim indirekten System mandatiert das Unternehmen klassischerweise eine Bank als Finanzintermediär und ersten Darlehensgeber, die die Finanzierung für das Unternehmen strukturiert und die am Kapitalmarkt das Angebot des Schuldscheinemittenten mit der Nachfrage der Investoren nach Anlagemöglichkeiten auf best-effort-Basis zusammenzubringen versucht.<sup>52</sup> Diese Arrangierung des Schuldscheinanlehens erfolgt anhand eines Term Sheet, indem die wesentlichen Konditionen des Schuldscheinanlehens als Eckwerte enthalten sind.<sup>53</sup> Anschließend wird das Darlehen von der Bank platziert. Der Darlehensvertrag wird beim indirekten System zunächst zwischen der arrangierenden Bank und dem Schuldscheinemittenten abgeschlossen. Die Investoren überweisen dann in der Regel taggleich ihre anteilige Zahlung an die Bank und die Bank überträgt die jeweiligen Forderungsanteile im Wege der Vertragsübernahme an die Investoren.<sup>54</sup>

Wesentlich seltener bisher im Markt anzutreffen war die Platzierung des Schuldscheinanlehens im direkten System. Hierbei vermittelt der Arrangeur das Schuldscheinanlehen nur in seiner Rolle als Finanzintermediär und wird gerade nicht erster Darlehensgeber. Der Darlehensvertrag kommt vielmehr unmittelbar zwischen den Investoren als Darlehensgeber und dem Schuldscheinemittenten zustande.<sup>55</sup>

#### 2. Fintechs als neue Marktteilnehmer

Durch die Digitalisierung und die fortschreitende Plattformökonomie greifen FinTechs in immer größerem Ausmaß auf Geschäftsfelder von etablierten Unternehmen zu. Wie im Markt auch bei anderen Geschäftsmodellen von FinTechs zu beobachten ist, kommt es hierbei zunehmend zu Implikationen mit den Geschäftsfeldern klassischer Banken. Auch für die Emission von Schuldscheinanleihen sind bereits erste Verschiebungen festzustellen. Die Begehung von Schuldscheinanleihen wird zukünftig hauptsächlich in drei Varianten erfolgen:

(i) Die klassische Form der Mandatierung eines Kreditinstituts, welches das Schuldscheinanlehen arrangiert und platziert, wird

weiterhin bestehen bleiben. Insbesondere bei großvolumigen Emissionen mit einer umfangreichen Dokumentation dürften viele Darlehensnehmer weiterhin vermehrt an dieser Art der Schuldscheinemission interessiert sein und Banken auf das LMA-Vertragsmuster als Grundlage zurückgreifen;

(ii) Etablierte Banken schaffen eigene digitalen Plattformen oder beteiligen sich an solchen und bieten hierüber ihre eigenen Schuldscheinanleihen als originäre Darlehensgeber an, wobei sie dem Darlehensnehmer gleichzeitig mehr Flexibilität und Transparenz im Rahmen des Emissionsprozesses ermöglichen (vergleichbar anderer White-Label-Lösungen);

(iii) Zudem werden eigenständige FinTechs am Markt anzutreffen sein, die als Darlehensvermittler mit innovativen Plattformlösungen eigenständig die Arrangierung und Platzierung von Schuldscheinanleihen bei (verschiedenen) Investoren vornehmen und somit einen Teil der Geschäftstätigkeiten für sich beanspruchen, die früher klassisch den Banken zugeordnet waren. Je nach Ausgestaltung des konkreten Geschäftsmodells sind hierbei gewerbe- und/oder bankaufsichtsrechtliche Normen genau im Blick zu behalten.<sup>56</sup>

### IV. Fazit und Ausblick

Die Effizienz der Emission von Schuldscheinanleihen wird aufgrund der neuen LMA-Musterverträge zu Schuldscheinanleihen zunehmen. Die klare Strukturierung und die Aufnahme von international anerkannten Marktstandards bedeuten einen echten Mehrwert für die Marktteilnehmer. Das LMA-Muster wird dem Schuldscheinmarkt zu weiterem Wachstum verhelfen, zumal insbesondere internationale Investoren vertraute Vertragsklauseln wiederfinden. Die Helaba arrangierte Ende 2018 beispielsweise einen Schuldschein über 700 Mio. € nach LMA-Standard und wickelte dies über eine digitale Plattform ab. Insbesondere wenn sich vermehrt FinTechs als Mitbewerber in den Markt begeben und den Emittenten transparente und praxisorientierte Lösungen für ihre konkrete Finanzierungssituation anbieten, könnte hier nochmal eine neue Dynamik entstehen. Viele Großbanken erkannten den Trend und starteten im Jahr 2018 bereits mit eigenen digitalen Schuldscheinplattformen oder kooperierten mit entsprechenden Anbietern. Ob durch die LMA-Muster und die intendierte Übertragungserleichterung von Schuldscheinanleihen tatsächlich ein Anreiz für innovative Trading-Plattformen geschaffen werden kann, der zu mehr Transparenz und damit mehr Liquidität im Sekundärmarkt sorgt, wird sich jedoch zeigen müssen.

50) Siehe Ziff. 4.4 (a) des LMA-Nutzerleitfadens.

51) Hüther (Fn. 25), Kap. C Rn. 226; Bassen/Mama/Koch/Rothe, CFB 2013, 146, 153.

52) Wehrhahn, BKR 2012, 363, 365.

53) Allgemein zum Term Sheet siehe Diem (Fn. 42), § 2 Rn. 32 ff.

54) Koller/Wöckener (Fn. 4), Kap. 13 Rn. 21, mwN.

55) Steffek (Fn. 1), Vorb. §§ 488 ff. Rn. 32; Berger (Fn. 28), Vorb. § 488 Rn. 51.

56) Vgl. BaFin-Merkblatt zur Erlaubnispflicht von Kreditvermittlungsplattformen v. 14.5.2007, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_070514\\_kreditvermittlungsplattform.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_070514_kreditvermittlungsplattform.html).