

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXXV
<i>Einleitung</i>	1
§ 1. Thematische Einführung	2
<i>Kapitel 1: Inhaltskontrolle</i>	27
§ 2. Anleihebedingungen als AGB	29
§ 3. Keine Bereichsausnahme für Anleihebedingungen	72
<i>Kapitel 2: Leitbilder</i>	165
§ 4. Verbriefung des Leistungsversprechens	167
§ 5. Quelle der Leitbilder	215
§ 6. Einzelne Bestimmungen	274
<i>Kapitel 3: Inhaltskontrolle aktienähnlicher Kapitalinstrumente</i>	325
§ 7. Aktienähnliche Kapitalinstrumente	329
§ 8. Schutz der Inhaber aktienähnlicher Kapitalinstrumente	368
<i>Kapitel 4: Auslandsemissionen und Rechtsvergleich</i>	411
§ 9. Inhaltskontrolle bei Auslandsemissionen	413
§ 10. England	426
§ 11. U.S.A., insbesondere das Recht des Bundesstaats New York	454

<i>Kapitel 5: Reformperspektive Rechtssicherheit trotz Inhaltskontrolle</i>	473
§ 12. Optionale Integration der Inhaltskontrolle in das Prospektbilligungsverfahren	474
<i>Ergebnisübersicht</i>	492
Literaturverzeichnis	505
Register	569

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXXV

Einleitung

§ 1. Thematische Einführung	2
A. Inhalt von Anleihebedingungen	3
I. Beschreibung der Leistung	3
II. Rechte und Pflichten des Schuldners und der Gläubiger	3
1. Rechte der Schuldner	4
2. Gläubigerschutz durch covenants	4
III. Sonstige Bestimmungen	5
IV. Finanzinnovationen	5
1. Abschaffung vormals bestehender Innovations- hemmnisse	6
a) Restliberalisierung	6
b) Emissionsfreiheit für Inhaber- und Orderschuld- verschreibungen	6
2. Motive für produktorientierte Finanzinnovationen	7
a) Motive der Emittenten	7
aa) Rechtliche Rahmenbedingungen	7
bb) Marktbedingte Motive	8
b) Motive der emissionsbegleitenden Institute	8
c) Prognose	9
3. Fokus auf Zahlungsverpflichtungen	9
4. Strukturierte Wertpapiere und ihre Elemente	9
B. Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen	10
I. Grundsatzentscheidung in der Rechtssache Klöckner & Co. KGaA	10
1. Stellungnahme des OLG Düsseldorf	10
2. Grundlegende Aussagen des BGH	11
II. Inhaltskontrolle nicht nur von Genussscheinbedingungen	11

C. Ungewissheit über Maßstäbe der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle	12
D. Ökonomische Auswirkungen der Rechtsunsicherheit	12
I. Risiko der Unwirksamkeit	13
1. Höhere Zinsbelastungen	13
2. Unerwartete Verbindlichkeiten und Liquiditätsabflüsse	14
a) Rechtmäßigkeit der Praxis	14
b) Wirtschaftliches Risiko	15
II. Praktische Bedeutung der Anleihefinanzierung	16
1. Wachsender Umfang der Anleihefinanzierung	16
2. Publikumsfinanzierung auch mittelständischer Unternehmen	16
a) Gründe für die Dominanz der Bankkredite	17
aa) Geringer Kapitalbedarf	17
bb) Befürchtung eines illiquiden Sekundärmarktes	17
b) Kreditklemme	18
aa) Entfallen der Anstaltslast	18
bb) Aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Eigenmittelausstattung	19
c) Neue Handelsegmente für mittelständische Unternehmen	20
aa) LSE und Euronext Paris als Vorreiter	20
bb) Entwicklung im Inland	21
cc) Regulierung von KMU-Wachstumsmärkten	22
E. Aufgabenstellung	23
I. Vorgehen de lege lata	23
II. Ausblick de lege ferenda	24

Kapitel 1 Inhaltskontrolle

§2. Anleihebedingungen als AGB	29
A. Anleihebedingungen als Vertragsbedingungen	30
I. Skriptur als einseitige, nicht empfangsbedürftige Willenserklärung	30
1. Widerspruch zum System des geltenden Vertragsrechts	31
2. Aussage des historischen Gesetzgebers	32
a) Wortlaut, Wille des historischen Gesetzgebers	32
b) Bewertung der Argumente	33
aa) Regelung eines Ausnahmefalls	33
bb) Notwendigkeit der Einbeziehung von Rechtsscheinaspekten	33

cc) Vereinbarkeit des § 794 Abs. 1 BGB mit der Vertragstheorie	34
(1) Von § 794 Abs. 1 BGB erfasste Konstellationen	35
(a) Bedeutung des § 794 Abs. 1 BGB unter Anwendung der Kreationstheorie	35
(b) Bedeutung des § 794 Abs. 1 BGB unter Anwendung der Vertragstheorie	35
(2) Bedeutung des § 794 Abs. 1 BGB für den gutgläubigen Erwerb	36
(a) Unterschriebene Urkunde als Rechts-scheinträger, Zurechnung	36
(b) Redlichkeit des Erwerbers	37
(c) Unerheblichkeit der Art und Weise des Inverkehrgelangens	38
3. Forderung gegen sich selbst	38
4. Ausstellung durch Vertreter ohne Vertretungsmacht	38
II. Begebungsvertrag als Entstehungsgrund der verbrieften Forderung	39
III. Verhältnis von Skriptur und Begebungsvertrag	40
1. Inhaltliche Abstraktheit des Begebungsvertrags	40
2. Zusammenwirken von Skriptur und Begebungsvertrag	40
a) Anleihebedingungen im Rahmen der Skriptur	40
b) Schuldrechtliches Element des Begebungsvertrags	41
aa) Auslegung des Begebungsvertrags unter Heranziehung der Skriptur	41
bb) Beschränkung der Skriptur im Lichte des § 796 BGB	42
IV. Zwischenergebnis	43
B. Eigenemission	43
C. Fremdemission in Form der unmittelbaren Platzierung	44
I. Rechtliche Ausgestaltung des Übernahmevertrags	45
II. Geschäftsbesorgungs- und Garantiekonsortium	47
III. Begebungskonsortien	47
D. Fremdemission in Form der mittelbaren Platzierung	49
I. Ablauf der Festübernahme	50
II. Vielzahl von Verträgen	51
1. Absicht der Mehrfachverwendung	51
2. Emissionskonsortium als einziger Vertragspartner	52
a) Rechtliche Natur eines Emissionskonsortiums	52
aa) Gesellschaft bürgerlichen Rechts	52
bb) Abweichende Musterverträge der ISMA	53
b) Verschiedene Arten der Anleihebegebung	54
aa) Emissionen auf Grundlage eines Angebotsprogramms	54
bb) Stand-alone-Anleihen	54
3. Globalverbriefung	55

III. Emittent als Verwender der Anleihebedingungen	57
1. Begründung der ablehnenden Ansicht	57
a) Verhältnis zwischen Emittent und Emissionskonsortium	57
b) Verhältnis zwischen Konsorten und Anlegerpublikum	58
aa) Kein Stellen durch die Konsorten	59
bb) Keine Zurechnung an den Emittenten	60
2. Praktische Abläufe bei der Gestaltung von Anleihebedingungen	61
a) Emissionen im Rahmen von Angebotsprogrammen	61
b) Emissionen außerhalb von Angebotsprogrammen	61
aa) Rechte der Emittenten	62
bb) Rechte der Konsorten	63
3. Zurechnung der Anleihebedingungen an den Emittenten	64
a) Normative Grundlagen der ablehnenden Ansicht	64
b) Teleologisches Verständnis des Tatbestandsmerkmals „Stellen“	67
c) Zurechnungskriterium in Mehr-Personen-Verhältnissen	68
aa) Inanspruchnahme einseitiger Gestaltungsmacht	68
bb) Anwendung des Kriteriums durch die Rechtsprechung	69
cc) Anwendung auf die mittelbare Platzierung von Schuldverschreibungen	69
E. Ergebnisse	70
§ 3. Keine Bereichsausnahme für Anleihebedingungen	72
A. Keine Verträge auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts	72
I. Restriktive Auslegung der Bereichsausnahme nach § 310 Abs. 4 Satz 1 BGB	73
1. Gründe für die Bereichsausnahme	73
2. Beschränkung auf materielle Satzungsbestandteile	74
II. Rechtsverhältnis zwischen dem Emittenten und den Anleihegläubigern	75
1. Herkömmliche und aktienähnliche Schuld- verschreibungen	75
2. Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen	76
a) Keine mitgliedschaftlichen Rechte vor Ausübung des Umtausch- bzw. Optionsrechts	76
b) Keine andere Beurteilung bei Anwartschaftsrechten	77
3. Genussrechte	78
a) Rechtsnatur obligationsähnlicher Genussrechte	78
b) Aktienähnliche Genussrechte	80
aa) Keine Qualifikation als stille Gesellschaften	80
(1) Gemeinsamer Zweck	81

(a) Abgrenzung vom partiarischen Darlehen	82
(b) Indizwirkung der Verlustbeteiligung und Unterscheidung im Aktien- und Ertrag- steuerrecht	82
(2) Erwerbsvorgang	84
bb) Inhaltskontrolle auch bei Qualifikation als stille Gesellschaft	84
III. Rechtsbeziehung der Anleihegläubiger untereinander	85
1. Rechtslage kraft Gesetzes	85
2. Möglichkeit der privatautonomen Gesellschafts- gründung	86
a) Société des obligataires im französischen Recht	86
aa) Gesellschaftsvertrag	87
bb) Gemeinsamer Zweck	87
b) Möglichkeit vergleichbarer Gestaltungen im deutschen Recht	88
aa) Kerngehalt der gesellschaftsrechtlichen Regelungen . .	88
bb) Innengesellschaft der Treugeber einer Publikums- gesellschaft	88
cc) Rechtsbindungswille	89
dd) Ausschluss alternativer Gl�ubigerkoordinationen durch � 4 Satz 1 SchVG	90
(1) Regelungsgehalt des � 4 Satz 1 SchVG	90
(2) Gesellschaft zur Koordination der Gläubiger- interessen	91
ee) Keine Anwendung der Bereichsausnahme nach � 310 Abs. 4 Satz 1 BGB	91
B. Begründungsansätze für eine entsprechende Anwendung von � 310 Abs. 4 Satz 1 BGB	92
I. Voraussetzungen der Rechtsfortbildung	92
II. Keine ausreichende Vergleichbarkeit mit dem Aktienrecht	92
1. Vergleichbare Regelungsmethodik im Aktien- und Schuldverschreibungsrecht	93
2. Differenzierte Betrachtung	93
a) Organisationsrechtlicher Gehalt des SchVG	93
b) Rudimentäre Vorgabe für den Inhalt von Anleihe- bedingungen	94
III. Kapitalmarktrechtlicher Lösungsansatz	95
1. Spezialität der Aufklärungs-, Beratungs- und Prospekt- vorschriften	95
2. Bedürfnis für die AGB-rechtliche Inhaltskontrolle trotz bestehender Publizitätspflichten	96
a) Bewertung der Gesetzesmaterialien	96
b) Nur Schutz vor „unseriösen“ Emissionen	97

aa)	Bonitätsprüfung der Emittenten im Genehmigungsverfahren	97
	(1) Körperschaften des öffentlichen Rechts und Kreditinstitute	98
	(2) Industrieunternehmen	99
bb)	Keine Inhaltskontrolle der Anleihebedingungen unter Geltung der präventiven Emissionsverbote	99
	(1) Wille des Gesetzgebers	99
	(2) Genehmigungspraxis	100
cc)	Keine Inhaltskontrolle der Anleihebedingungen im Prospektbilligungs- oder Börsenzulassungsverfahren	100
	(1) Prüfungsumfang bei der Billigung des Wertpapierprospekts	101
	(2) Prüfungsumfang bei der Zulassung der Wertpapiere zum regulierten Markt	101
c)	Funktionales Äquivalent zur Einbeziehungs-kontrolle	102
aa)	Schutzzweck der Einbeziehung nach § 305 Abs. 2 BGB	102
bb)	Funktionale Reduktion bei der Einbeziehung von Anleihebedingungen	103
	(1) Individuelle Aushändigung der Anleihebedingungen	103
	(2) Rechtsunsicherheit für Zweiterwerber	104
	(3) Gefährdung der Fungibilität von Teilschuldverschreibungen derselben Emission	105
cc)	Zielrichtung der Publizitätspflichten	105
IV.	Gefährdung der Fungibilität der Wertpapiere	106
1.	Beeinträchtigung der Fungibilität durch die Rechtskrafterstreckung	107
a)	Keine materiell-rechtliche Wirkung der Rechtskraft	108
b)	Auswirkung der Rechtskrafterstreckung	108
aa)	Unwirksamkeit kraft Gesetzes bei objektiv richtigen Urteilen	109
bb)	Objektiv unrichtige Urteile und Rechtskrafterstreckung	109
2.	Delisting	110
a)	Reguläres Delisting	111
b)	Zwangsdelisting	111
aa)	Ungewissheit über die objektive Unrichtigkeit der rechtskräftigen Feststellung	111
bb)	Ermessensentscheidung	112
	(1) Grundsatz der Verhältnismäßigkeit	112
	(2) Anonymität des modernen Effekten-giroverkehrs	112
	(a) Transaktionsablauf	112
	(b) Grenzpreis	115
cc)	Reaktionsmöglichkeit des Emittenten	115
	(1) Tranche 1: Unwirksamkeit der Bestimmung in den Anleihebedingungen	116

(2) Tranche 2: Wirksamkeit der Bestimmung in den Anleihebedingungen	116
C. Keine teleologische Reduktion von § 305 Abs. 1 Satz 1 BGB trotz effektiven Klauselwettbewerbs	116
I. AGB-rechtliche Inhaltskontrolle als Instrument zur Kompensation des Marktversagens	117
1. Partielles Marktversagen als Geltungsgrund der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle	117
2. Behauptung einer effektiven Marktkontrolle in Bezug auf Anleihebedingungen	121
a) Kontrolltätigkeit institutioneller Investoren	122
b) Beschränkter Nutzen für Privatanleger	123
3. Modifikation des Preisarguments	124
a) Preisargument	124
aa) Zivilrechtliche Generalklauseln	124
bb) Sekundäres Unionsrecht und Entwurf des AGBG	125
cc) Rechtsprechung des BGH	125
dd) Grundsätzliche Einwände gegen das Preisargument	126
b) Modifikationen in Bezug auf Anleihebedingungen	127
c) Schwäche des Preisarguments	127
aa) Preisbestimmung mittels des Bookbuilding-Verfahrens	127
bb) Berücksichtigung einzelner Anleihebedingungen bei der Preisbestimmung	128
(1) Vorgehen bei der Bewertung von Anleihen	128
(2) Vertraglich fixierte Zinsen	128
(a) Empirische Untersuchungen	129
(b) Uneinigkeit über den Einfluss von Anleihebedingungen auf den Marktpreis	130
(3) Variable Zinsen	131
(4) Kausalität der unangemessenen Benachteiligung	131
II. Individualschutz als weiterer Zweck der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle	132
1. Begründungsansätze für den Schutz der Vertragspartner der Verwender	132
a) Persönliche und situative Unterlegenheit	132
aa) Unterwerfungswille als terminologisches Relikt	134
bb) Abkehr von dem Terminus der Unterwerfung	134
b) Einseitiges Ausnutzen der Vertragsgestaltungsfreiheit	136
aa) Formulierung der ständigen Rechtsprechung und Präzisierung des Schutzzwecks	136
bb) Funktionale Legitimation des Schutzzwecks	137
cc) Unterschiede zu einseitigen Individualvereinbarungen	138
2. Verhältnis der Schutzzwecke zueinander	139
a) Ausweichmöglichkeiten und effektiver Klauselwettbewerb	139

b) Ökonomische Restriktionen bei der einseitigen Vertragsgestaltung	141
c) Zwischenergebnis	142
III. Teleologische Reduktion bei mehreren Schutzzwecken	142
D. Keine Bereichsausnahme im SchVG	143
I. Regelung im SchVÄndG-DiskE	143
1. Regelungsgehalt von § 795 Abs. 2 BGB-DiskE	143
2. Gründe für die gesetzgeberische Zurückhaltung	144
3. Vorgaben der Klausel-RL	145
a) Anwendungsbereich der Klausel-RL	146
aa) ErwGr 10 Klausel-RL	146
bb) Verträge auf dem Gebiet des Wertpapierrechts	146
(1) Anhang der Klausel-RL	146
(a) Einschränkung der anwendbaren Klauselverbote	147
(b) Umsetzung im deutschen Recht	147
(2) Änderungsantrag im Rahmen der Vorarbeiten für die Verbraucher-RL	148
b) Vermeintlicher Wettbewerbsnachteil des Finanzplatzes Deutschland	148
II. Keine Beschränkung auf die Transparenzkontrolle	149
E. Keine umfassende Kontrollfreiheit nach § 307 Abs. 3 Satz 1 BGB	149
I. Fehlen rechtsnormativer Vorgaben	150
1. Unterscheidung zwischen Treu und Glauben und rechtsnormativen Vorgaben	150
2. Restriktive Auslegung von § 307 Abs. 3 Satz 1 BGB	151
a) Begriff der Rechtsvorschrift	151
b) Gebote von Treu und Glauben als Bestandteile des objektiven Rechts	152
II. Anleihebedingungen als Leistungsbeschreibungen	153
1. Vertragsbezogener Ansatz bei Rechtsprodukten	154
a) Versicherungsbedingungen	155
b) Bedingungen einer selbstständigen Herstellergarantie	156
c) Legitimation durch § 306 Abs. 2 BGB	156
d) Einzelne kontrollfreie Bestimmungen	158
2. Modifikation des Chance-Risiko-Profiles	160
a) Wertungen des § 306 Abs. 2 BGB	161
b) Unbeachtlicher Irrtum	162
F. Ergebnisse	162

Kapitel 2

Leitbilder

§ 4. Verbriefung des Leistungsversprechens	167
A. Unterscheidung von Verbriefung und Leistungsversprechen . .	167
I. Zweck der Verbriefung	168
1. Gefahren für den Zessionar	168
a) Nichtberechtigter Zedent	168
b) Schuldnerschutz zulasten des Zessionars	169
2. Schutz des Zessionars durch Verbriefung	169
a) Monopolisierung und Liberation	170
b) Gutgläubiger Erwerb der verbrieften Forderung	171
aa) Übertragung des Wertpapiers	171
bb) Abtretung der verbrieften Forderung	172
II. Keine Funktionseinbuße durch das Giroeffektenwesen . . .	173
1. Rationalisierung des Wertpapierwesens	173
a) Dauerglobalurkunde	174
b) Girosammelverwahrung	175
2. Einziehung des verbrieften Leistungsversprechens	175
a) Nachweis der Aktivlegitimation im Erkenntnisverfahren .	175
b) Beschränkung des Leistungsanspruchs im Erkenntnis-	
verfahren	177
3. Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs im Effekten-	
giroverkehr	178
a) Vollzug des Rechtserwerbs vom Berechtigten	178
aa) Besitzlage bei der Girosammelverwahrung	178
bb) Besitzumstellung und Publizität	179
cc) Mittelbarer Besitz des Erwerbers	180
dd) Besonderheit bei Dauerglobalurkunden	180
b) Erwerb des verbrieften Rechts vom Nichtberechtigten . . .	181
aa) Miteigentum und Mitbesitz an beweglichen Sachen . .	181
bb) Miteigentum und Mitbesitz an Sammelurkunden . . .	182
(1) Rechtsfortbildung	182
(a) Verordnungen über Reichsschuldbuch-	
forderungen	183
(b) Keine Änderung durch das BSchuWG	184
(2) Besitzverschaffungsmacht	185
III. Einführung elektronischer Wertpapiere	185
1. Begebung von Schuldverschreibungen ohne	
Ausstellung einer Papierurkunde	186
a) Einführung einer besonderen Begebungsform	186
b) Kryptowertpapiere als Sonderform	186
2. Einziehung des verbrieften Leistungsversprechens	187
a) Nachweis der Aktivlegitimation im Erkenntnisverfahren .	187

b) Nachweis der Weisung zur Umtragung der Schuldverschreibung auf den Emittenten	188
3. Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs	189
a) Einzeleintragung	189
b) Sammeleintragung	190
B. Leistungsversprechen	191
I. Schuldverschreibungen als abstrakte Wertpapiere	192
1. Kausale Wertpapiere	192
2. Abstrakte Wertpapiere	193
a) Grundsatz der Abstraktion	194
b) Einrede der Bereicherung	194
c) Auswirkung dilatorischer Einreden aus dem Grundverhältnis	195
d) Umkehr der Beweislast hinsichtlich des Zustandekommens des Grundverhältnisses	197
3. Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen	197
a) Schicksal der Charakteristika abstrakter Verbriefung bei Effekten	198
aa) Schicksal des bereicherungsrechtlichen Herausgabeanspruchs	198
bb) Schicksal der Einrede der Bereicherung	199
cc) Schicksal dilatorischer Einreden	200
b) Erweiterung der inhaltlichen Gestaltungsfreiheit	200
aa) Kein Ausschluss der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle bei abstrakter Verbriefung von Genussrechten	200
bb) Beispiele für Einschränkungen der Privatautonomie bei kausaler Verbriefung	201
(1) Kündigungsrecht des Darlehensnehmers nach § 489 BGB	201
(2) Informations- und Kontrollrechte bei aktienähnlichen Genussrechten	204
(a) Identität der Mitgesellschafter	205
(b) Allgemeines Informationsrecht entsprechend § 131 AktG	206
II. Typologische Farblosigkeit des Leistungsversprechens	207
1. Spezifisch wertpapierrechtlicher Einwendungsausschluss	207
2. Typusbestimmte und typuslose Wertpapiere kraft Gesetzes	207
3. Gestaltung bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen	208
III. Kondiktionsfestigkeit des Ersterwerbs	209
1. Rechtlicher Grund	209
2. Ersterwerb aufgrund eines Kaufvertrags	211

a) Darlehenstheorie	211
aa) Wertende Bedenken	211
bb) Konstruktive Bedenken	212
b) Zweckbestimmung vor dem Zustandekommen des Kaufvertrags	213
C. Ergebnisse	213
§ 5. Quelle der Leitbilder	215
A. Einzelne Leitbilder des SchVG	216
I. Gleichbehandlung der Anleihegläubiger	216
1. Änderung der Anleihebedingungen im Wege der kollektiven Bindung	217
2. Bilaterale Vereinbarungen mit einzelnen Gläubigern	217
II. Kündigung der Schuldverschreibung	218
1. Kündigungsrecht einzelner Anleihegläubiger	218
a) Grundlage des Kündigungsrechts	219
aa) Keine Anwendung von § 490 Abs. 1 BGB	219
bb) Schuldversprechen als Dauerschuldverhältnis	219
b) Keine Vorgaben für die Ausgestaltung des Kündigungs- rechts	221
aa) § 795 Satz 1 BGB-DiskE	221
bb) § 22 Abs. 1, 2 SchVG-RefE	222
2. Kollektivkündigung (§ 5 Abs. 5 SchVG)	223
a) Vorbehalt der einheitlichen Kündigung durch mehrere Anleihegläubiger	223
b) Rücknahme der Kollektivkündigung	224
III. Umschuldungsklauseln	226
1. Zulassung von Umschuldungsklauseln	226
a) Internationale Entwicklung	226
b) Reform des deutschen Schuldverschreibungsrechts	227
2. Vorgaben für die Ausgestaltung von Umschuldungs- klauseln	228
a) Disenfranchisement clause	229
b) Verbindungsklauseln	229
aa) Rationale Apathie	230
bb) Gestaltungsvarianten	231
(1) Doppeltes Mehrheitserfordernis	231
(2) Einfaches Mehrheitserfordernis	232
cc) Reformüberlegungen	232
(1) Legislative Vorbilder	233
(a) Obstruktionsverbote im Insolvenz- und Restrukturierungsplanverfahren	233
(b) Vom Bund begebene Schuldverschreibungen	233
(2) Ergänzung des SchVG	234

B. Anwendung der besonderen Klauselverbote	235
I. Gespaltener Prüfungsmaßstab des AGB-Rechts	235
1. BGH NJW-RR 2009, 1641	236
a) Im Verkehr mit Verbrauchern	236
b) Im unternehmerischen Verkehr	237
c) Gespaltener Prüfungsmaßstab nach individueller Schutzbedürftigkeit	237
2. OLG Frankfurt WM 1993, 2089	238
3. Literatur	239
II. Regelung im SchVÄndG-DiskE	240
1. Regelungsgehalt des § 795 Abs. 2 BGB-DiskE	240
2. Ausschluss der besonderen Klauselverbote	241
3. Besondere Generalklausel für Anleihebedingungen	241
a) Begründung des SchVÄndG-DiskE	241
b) Vorteile einer besonderen Generalklausel	242
III. Notwendigkeit eines einheitlichen Prüfungsmaßstabs	243
1. Fortfall der Fungibilität der Schuldverschreibung	243
a) Anforderungen an die Fungibilität von Schuld- verschreibungen	243
b) Auswirkungen des gespaltenen Prüfungsmaßstabs auf den Inhalt der Anleihebedingungen	244
aa) Ergebnisrelevanz des gespaltenen Prüfungsmaßstabs	244
bb) Übertragung der Teilschuldverschreibungen	246
c) Fortfall der Fungibilität und deren Folgen	247
aa) Börsenhandel	247
(1) Regulierter Markt	247
(a) Zulassung zum Börsenhandel	247
(b) Aussetzung des Handels und Widerruf der Zulassung zum Handel	248
(2) Freiverkehr	249
bb) Restrukturierung nach dem SchVG	249
2. Konflikte durch den gespaltenen Prüfungsmaßstab	249
a) Keine Inhaltsänderung des Rechts durch derivativen Erwerb	250
b) Objektive und einheitliche Auslegung von Anleihe- bedingungen	251
IV. Verwirklichung eines einheitlichen Prüfungsmaßstabs	252
1. Vereinbarkeit mit den Vorgaben der Klausel-RL	253
2. Umkehrschluss zu § 10 Abs. 5 Satz 1, 2 KWG und § 17 Abs. 5 Satz 1, 2 WpIG	254
3. AGB-rechtliche Schutzlücke	255
a) Finanzierungsleasing	255
aa) Entstehung der AGB-rechtlichen Schutzlücke	256
bb) Anhebung des individuellen Schutzniveaus	257
b) Vergleichbare Interessenlage bei Anleiheemissionen	258
c) Dominanz institutioneller Anleger am Sekundärmarkt	259

4. Unsicherheit der Zweiterwerber über den Rechtsinhalt und Ausschluss der Fungibilität	259
5. Funktionale Reduktion von § 310 Abs. 1 Satz 1 BGB	260
C. Anwendung der AGB-rechtlichen Generalklausel	262
I. Abwägung der berechtigten Interessen	262
II. Legislative Konkretisierungen	263
1. Leitbildcharakter des deutschen Rechts	263
2. Zwingendes Recht	265
a) Verstoß gegen zwingendes Recht	265
b) Zulässige Abweichungen vom zwingenden Recht	266
3. Wesentliche Grundgedanken des dispositiven Rechts	266
a) Abweichung von einer gesetzlichen Regelung	266
b) Unvereinbarkeit mit einem wesentlichen Grundgedanken	267
c) Umkehr der Begründungs- bzw. Argumentationslast	268
d) Keine Rechtfertigung durch den Vertragsschluss begleitende Umstände	269
aa) Verbrauchervertrag	270
bb) Keine Berücksichtigung der den Vertragsschluss begleitenden Umstände	270
cc) Vereinbarkeit mit Art. 4 Abs. 1 Klausel-RL	272
D. Ergebnisse	272
§ 6. Einzelne Bestimmungen	274
A. Änderungsvorbehalte	274
I. Cash settlement bei herkömmlichen Wandelschuld- verschreibungen	274
1. Ablauf des Aktienerwerbs bei Wandelschuld- verschreibungen	275
2. Inhalt der Anleihebedingungen	276
a) Umtausch- oder Bezugsrecht	276
b) Zeichnungs- oder Kaufvertrag	276
3. Zumutbarkeit	278
a) Vermutung der Unzumutbarkeit und Anforderungen an deren Entkräftung	278
b) Interessen des Verwenders	279
aa) Anfechtung des Beschlusses über die Kapitalerhöhung	279
bb) Verwässerungsschutz	280
c) Höhe der Barzahlung	281
II. Umgekehrte Wandelanleihen	283
1. Einordnung des Umtauschrechts	283
2. Zumutbarkeit	285
a) Wirtschaftliche Nachteile der Anleihegläubiger	285

b) Sanierungsinstrument auf Vorrat	286
c) Auswirkung der Änderung des § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG im Rahmen der Aktienrechtsnovelle 2016	287
B. Ersetzung des Anleiheschuldners	289
I. Motive für die Schuldnerersetzung	290
1. Änderung steuerlicher Rahmenbedingungen	290
2. Veränderungen im Konzern des Emittenten	291
II. Gestaltungsvarianten	292
1. Schuldübernahme mit antizipierter Zustimmung?	292
2. Indirekte Rechtsübertragung	293
a) Rechtliche Nachteile und Hindernisse in der praktischen Umsetzung	294
aa) Erneute Bestellung akzessorischer Sicherheiten	294
bb) Verlust des Wertpapiercharakters	295
cc) Vertraglicher Einwendungsausschluss und erneute Verbriefung	296
b) Unvereinbarkeit mit dem Leitbild der Zustimmungsbefugnis	296
III. Normatives Leitbild de lege lata	297
1. Keine Exklusivität der Änderungsverfahren nach § 4 Satz 1 SchVG	298
a) Regelungslücke	298
b) Sinn und Zweck der kollektiven Bindung	299
2. Benachteiligung der Anleihegläubiger und Kompensation	299
a) Keine Unwirksamkeit nach § 309 Nr. 10 BGB	300
b) Unvereinbarkeit mit dem wesentlichen Grundgedanken der §§ 414, 415 BGB	301
c) Kompensation der Leitbildabweichung	301
aa) Rechtsprechung des BGH zur Vertragsübernahme	302
bb) Bonität des neuen Schuldners	304
cc) Selbstständige Garantie der Konzernmutter	304
(1) Vergleich mit der Ausgabe der Schuldverschreibung durch die Konzernmutter	304
(2) Wertung des § 418 Abs. 1 Satz 1, 3 BGB	305
dd) Verschmelzung als Alternative zur Schuldnerersetzung	306
(1) Gläubigerschutz durch Sicherheitsleistung	307
(2) Gläubigerschutz durch das Recht zur außerordentlichen Kündigung	309
d) Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht	311
aa) Vereinbarkeit mit Anhang Nr. 1 Buchst. p Klausel-RL	311
bb) Vereinbarkeit mit verfassungsrechtlichen Vorgaben	312
(1) Beeinträchtigung der Privatautonomie und des Eigentums	312

(2) Kündigungsrecht als angemessener Ausgleich	313
3. Skripturrechtlicher Vollzug	314
a) Sammelverwahrte Globalurkunden und elektronische Schuldverschreibungen	314
b) Effektive Stücke	314
IV. Kodifikation der Schuldnerersetzung	316
1. SchVÄndG-DiskE	317
2. Erweiterte Regelung in § 23 SchVG-RefE	318
a) Regelungsgehalt	318
aa) Ergänzung der materiellen Voraussetzungen	318
bb) Wirksamwerden der Schuldnerersetzung	319
cc) Informationspflichten	319
b) Schwächen des § 23 SchVG-RefE	319
aa) Beeinträchtigung der Gläubigerinteressen auch bei gleichwertigen Vermögen	320
bb) Prozessuale Schwierigkeiten	320
cc) Unzureichende Information der Gläubiger	321
3. Ausblick de lege ferenda	321
a) Kodifikation der lex lata	321
b) Veränderung des Leitbilds	322
c) Zusätzliche Vereinbarungen zugunsten der Gläubiger	323
C. Ergebnisse	323

Kapitel 3

Inhaltskontrolle aktienähnlicher Kapitalinstrumente

§ 7. Aktienähnliche Kapitalinstrumente	329
A. Obligations- und aktienähnliche Genussrechte	329
I. Obligationsähnliche Genussrechte	330
II. Aktienähnliche Genussrechte	330
B. Anforderungen an die aktienähnliche Ausgestaltung von Kapitalinstrumenten	331
I. Teilnahme am Gewinn und Abwicklungserlös der Gesellschaft	332
1. Rechtsstellung der Aktionäre	332
2. Ertragsteuerliche Anforderungen an Genussrechte mit Beteiligungscharakter	333
a) Einkommensteuerrecht	333
aa) Ausschüttungen auf Genussrechte	333
bb) Veräußerung von Genussrechten	333
b) Körperschaftsteuerrecht	335
c) Anforderungen an die Ausgestaltung	336

aa) Beteiligung am Gewinn	336
bb) Beteiligung am Abwicklungserlös	338
3. Verallgemeinerungsfähigkeit der auf Genussrechte beschränkten Anforderungen	338
II. Teilnahme am Verlust der Gesellschaft	339
1. Rechtsstellung der Aktionäre	339
2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an schuld- vertragliche Kapitalinstrumente	340
a) Eingezahltes Kapital	340
aa) Institutsaufsichtsrecht	340
bb) Versicherungsaufsichtsrecht	341
cc) Inhaltliche Ausgestaltung	341
(1) Begriff des Verlusts	341
(2) Umfang der Verlustbeteiligung	342
(3) Art und Weise der Verlustbeteiligung	342
b) Ausfall von Ausschüttungen	343
aa) Institutsaufsichtsrecht	344
bb) Versicherungsaufsichtsrecht	344
3. Wirtschaftspolitisch motivierte Ausnahmen im Aufsichtsrecht	344
a) Institutsaufsichtsrecht	345
b) Kleine Versicherungsunternehmen	346
III. Nachrangigkeit	347
1. Rechtsstellung der Aktionäre	347
2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an schuld- vertragliche Kapitalinstrumente	347
a) Institutsaufsichtsrecht	347
b) Versicherungsaufsichtsrecht	348
3. Notwendigkeit der Kumulation von Verlustteilnahme und Nachrangigkeit	349
IV. Langfristigkeit der Kapitalüberlassung	350
1. Rechtsstellung der Aktionäre	350
2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Dauer der Kapitalüberlassung	351
a) Ursprungslaufzeit	351
aa) Institutsaufsichtsrecht	351
bb) Versicherungsaufsichtsrecht	351
b) Ergänzende Bestimmungen	352
aa) Institutsaufsichtsrecht	352
bb) Versicherungsaufsichtsrecht	353
cc) Zivilrechtliche Wirksamkeit entsprechender Gestaltungen	354
3. Exklusion aufsichtsrechtlicher Besonderheiten	356
a) Ausschluss der Kündigungsrechte der Gläubiger	356
b) Behördliche Zustimmung	357

C. Zulässigkeit aktienähnlicher Kapitalinstrumente	357
I. Eigenkapital ohne Mitgliedschaft	358
1. Gesellschaftsrechtliche Gestaltungen	358
2. Finanzplanvereinbarung	359
3. Finanzplanähnliche Vereinbarung in Anleihe- bedingungen	362
II. Kein numerus clausus der Eigenkapitalinstrumente durch die Kapital-RL	363
1. Keine umfassende Regelung der Eigenkapital- finanzierung	364
2. Widerspruch zu der personellen Schutzrichtung der Kapital-RL	365
a) Schutz der Aktionäre	365
b) Schutz der Gläubiger der AG	365
D. Ergebnisse	366
§ 8. Schutz der Inhaber aktienähnlicher Kapitalinstrumente	368
A. Besondere Schutzbedürftigkeit der Inhaber aktienähnlicher Kapitalinstrumente	368
I. Bedeutung der mitgliedschaftlichen Mitverwaltungsrechte	369
II. Keine Mitverwaltungsrechte der Inhaber aktienähnlicher Kapitalinstrumente	370
1. Stimmrecht	370
a) Grundsatz der Verbandssouveränität	371
b) Abspaltungsverbot	371
2. Anfechtungsrecht gegen Beschlüsse der Haupt- versammlung	372
a) Doppelte Funktion des Anfechtungsrechts	372
b) Keine Anfechtungsbefugnis der Inhaber aktienähnlicher Kapitalinstrumente	373
aa) Ausdehnung auf sämtliche Eigenkapitalgeber	373
(1) Unterschiedliche Rechte der Eigenkapitalgeber	374
(2) Keine Schutzlosigkeit der schuldvertraglichen Eigenkapitalgeber	374
bb) Vergleich mit den Inhabern stimmrechtsloser Vorzugsaktien	374
c) Abspaltungsverbot	376
3. Auskunfts- und Informationsrechte	376
III. Kompensationsmechanismen	379
1. Schadensersatz bei Pflichtverletzungen	379
2. AGB-rechtliche Inhaltskontrolle am Maßstab aktienrechtlicher Normen und Grundsätze	381

3. Ausübungskontrolle	381
B. Aktienrechtliche Normen und Grundsätze im Rahmen der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle	382
I. Aktienrechtliche Normen und Grundsätze bei der Inhaltskontrolle von Publikumsgesellschaftsverträgen	383
1. Haftung der Mitglieder eines gewillkürten Aufsichtsorgans	384
2. Formbedürftigkeit von Gründervereinbarungen	385
3. Veräußerungsoptionen	386
II. Methodische Grundlage	387
III. Grenzen des erweiterten Prüfungsmaßstabs	388
1. Keine bloße Transparenzkontrolle	388
2. Beschränkung auf vermögensrechtliche Normen und Grundsätze	389
C. Beispiele für die Ausrichtung der AGB-rechtlichen Inhalts- kontrolle an aktienrechtlichen Normen und Grundsätzen	390
I. Wiederauffüllung des Rückzahlungsanspruchs	391
1. Modalitäten der Wiederauffüllung als <i>actus contrarius</i> zu der Verlustteilnahme	392
a) Teilnahme an laufenden Verlusten	392
b) Verlustteilnahme nur bei Kapitalherabsetzung	393
2. Keine Pflicht zur Wiederauffüllung im Wege ergänzender Vertragsauslegung	393
3. Kein Ausschluss der Wiederauffüllung in den Anleihebedingungen	395
a) Rückzahlungsanspruch als Kapitalkonto	395
aa) Ausschüttungsverbot	396
bb) Verwendungsgebot	397
b) Verminderter Rückzahlungsanspruch infolge Kapital- herabsetzung	398
aa) Ausschüttungsverbot	398
bb) Verwendungsgebot	399
II. Ausgleich bei Eintritt in einen Vertragskonzern	400
1. Keine Verletzung einer Nebenpflicht des Begebungs- vertrags	402
2. Kein Recht zur außerordentlichen Kündigung der Kapitalinstrumente	403
3. Störung der Geschäftsgrundlage	405
4. Ausgleich oder Abfindung entsprechend den §§ 304, 305 AktG	406
a) Anderer Vertragsteil als Schuldner der Ausgleichszahlung b) Abfindung als Alternative	407 408

5. Unwirksamkeit abweichender Vereinbarungen	409
D. Ergebnisse	409
 Kapitel 4 Auslandsemissionen und Rechtsvergleich 	
§ 9. Inhaltskontrolle bei Auslandsemissionen	413
A. Umgehung räumlich begrenzter Emissionsverbote	414
B. Keine Umgehung der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle	415
I. Grundsatz der Rechtswahlfreiheit	416
1. Bereichsausnahme der Rom I-VO für handelbare Wertpapiere	416
2. Rechtsfolgen der Bereichsausnahme	418
II. Grenzen der Rechtswahlfreiheit	419
1. Sonderanknüpfung in Art. 46b Abs. 1 EGBGB	419
2. Ordre public	420
C. Vermeidung gewerbesteuerrechtlicher Hinzurechnungen	420
I. Hinzurechnung bei inländischen Organgesellschaften	421
1. Entgelt für Schulden	421
2. Kein Bankenprivileg für Konzernfinanzierungsgesellschaften	422
II. Nutzung einer ausländischen Konzernfinanzierungsgesellschaft	423
III. Überlegungen de lege ferenda	424
D. Ergebnisse	425
§ 10. England	426
A. Grundlagen des englischen Schuldverschreibungsrechts	426
I. Regelungen im CA 2006	427
II. Dominanz von Sammelurkunden	427
III. Verwahrung und Übertragung	429
1. Kette von Treuhandverhältnissen	429
2. Übertragung durch Novation	430
IV. Anleihebedingungen	431
1. Anleihetreuhänder (trustee) und trust deed	431
2. Common service provider und deed poll	432
3. Inhaltliche Gestaltungsfreiheit	433

B. Rechtliche Grundlage der Inhaltskontrolle	433
I. Common law und equity	434
II. Statutory law	435
1. Inhaltskontrolle durch die Gerichte	435
a) UCTA	436
b) UTCCR	436
aa) Inhaltskontrolle	437
bb) Erstreckung der Inhaltskontrolle auf Anleihe- bedingungen	438
2. Inhaltskontrolle durch den Financial Ombudsman Service	439
C. Entscheidungen englischer Gerichte	440
I. Collective action clauses	440
1. Re The Dominion of Canada Freehold Estates and Timber Co. Ltd.	441
2. Problemstellung	442
3. Begründung des High Court of Justice Chancery Division	444
II. Nachrangklauseln	445
1. Re Maxwell Commc'n Corp. Plc.	445
2. Pari-passu-Prinzip und abweichende Vereinbarungen . .	447
3. Begründung des High Court of Justice Chancery Division	448
III. No-action clauses	448
1. Wesentlicher Regelungsgehalt von no-action clauses . . .	449
2. Re Colt Telecom Group Plc.	450
a) Insolvenzantrag als remedy i. S.d. no-action clause?	451
b) Kein Verstoß gegen den ordre public im englischen Recht	451
D. Ergebnisse	452
§ 11. U.S.A., insbesondere das Recht des Bundesstaats New York	454
A. Metro. Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc.	454
I. Sachverhalt	454
II. Aus den tragenden Gründen	455
III. Obiter dictum zur gerichtlichen Inhaltskontrolle	457
1. Unconscionability-Doktrin	458
2. Keine contracts of adhesion	460
a) Kritik aus der Literatur	461
b) Überwiegende Zustimmung in der Literatur	461
3. Erwartungen der Marktteilnehmer an die Rechtssicherheit	462

B. Trust Indenture Act	462
I. Anleihtreuhänder	463
1. Funktion der Anleihtreuhänder	463
2. Missachtung der Anlegerinteressen als Ursache für den Börsencrash	464
3. Normative Vorgaben für die Rechtsstellung der Anleihtreuhänder	465
II. Verwaltungskontrolle der Vorgaben des TIA durch die SEC	467
C. Kein praktisches Bedürfnis für eine Inhaltskontrolle	468
I. Anleihebedingungen als Bestandteil des Treuhandvertrags	468
II. Kein Einfluss der Anleihtreuhänder auf die Anleihe- bedingungen	469
1. Plain vanilla bonds	469
2. Gründe für die Standardisierung der Anleihe- bedingungen	470
a) Exklusive Kostenlast und universeller Ertrag	470
b) Gefahr von Bewertungsungenauigkeiten	471
c) Vergleichbarkeit der Schuldverschreibungen	471
D. Ergebnisse	472

Kapitel 5

Reformperspektive Rechtssicherheit trotz Inhaltskontrolle

§ 12. Optionale Integration der Inhaltskontrolle in das Prospektbilligungsverfahren	474
A. Reformvorschlag	474
I. Ergänzungen der Prospekt-VO	475
1. Antrag der Emittenten, Anbieter oder Zulassungs- antragsteller	475
a) Antragsrecht	475
b) Pflicht zur Übermittlung der Anleihebedingungen	476
2. Billigung und Ausschluss der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle durch die Gerichte	477
a) Prüfungsmaßstab	477
b) Safe harbour	477
c) Publizität	479
d) Vorteile	479
3. Verfahren bei Beanstandung einzelner Anleihebe- dingungen	480

II. Kein Widerspruch zu Vorgaben der Klausel-RL	481
III. Keine Wiedereinführung der Emissionsverbote (§§ 795, 808a BGB a.F.)	482
1. Unterschiede zu den §§ 795, 808a BGB a.F.	483
a) Keine Beschränkung der Emissionsfreiheit	483
b) Faktische Divergenz des Prüfungsumfangs	484
2. Praktische Auswirkungen	485
a) Keine Verzögerung der Emissionen	485
b) Personelle Ausstattung der zuständigen Behörde	485
B. Vereinbarkeit mit den Justizgrundrechten der EU	486
I. Ausschluss einer erneuten Überprüfung der Missbräuchlichkeit der Anleihebedingungen im gerichtlichen Verfahren	487
II. Kein Rechtsschutz der Anleger gegen die behördliche Billigung des Prospekts	487
1. Keine Widerspruchs- bzw. Klagebefugnis der Anleihe- gläubiger	487
2. Keine Einschränkung des Anspruchs auf Zugang zu einem Gericht	489
C. Ergebnisse	490

Ergebnisübersicht

I. Grundlagen der AGB-rechtlichen Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen	492
1. Anleihebedingungen als AGB	492
2. Keine Bereichsausnahme	493
II. Leitbilder für die AGB-rechtliche Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen	494
1. Wertpapierrechtliche Implikationen	494
2. Einzelne Leitbilder des SchVG	495
3. Anwendung der besonderen Klauselverbote	495
4. Anwendung der AGB-rechtlichen Generalklausel	496
5. Beispiel: Änderungsvorbehalte bei Wandelschuld- verschreibungen	496
6. Beispiel: Ersetzung des Anleiheschuldners	496
III. Besonderheiten bei aktienähnlichen Kapitalinstrumenten	497
1. Aktienähnliche Kapitalinstrumente	497
2. Schutz der Inhaber aktienähnlicher Kapitalinstrumente	499

IV. AGB-rechtliche Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen bei Auslandsemissionen	500
V. Inhaltskontrolle von Anleihebedingungen im Ausland . . .	500
1. Rechtslage in England	500
2. Rechtslage in den U.S.A., insbesondere im U.S.-Bundes- staat New York	501
VI. Reformperspektive Rechtssicherheit trotz AGB-rechtlicher Inhaltskontrolle	502
Literaturverzeichnis	505
Register	569