

# 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 Klößner & 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 Ertragsteuerrecht . . . . .	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 Gesellschaftsgründung . . . . .	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 Gläubigerinteressen . . . . .	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 Anleihebedingungen . . . . .	94
III. Kapitalmarktrechtlicher Lösungsansatz . . . . .	95
1. Spezialität der Aufklärungs-, Beratungs- und Prospektvorschriften . . . . .	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) Darlehensstheorie . . . . .	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 Aufsichtsansorgans . . . . .	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 actus contrarius 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