

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Herausgegeben von Peter O. Mülbert,
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

Band 213

**Zivilrechtlicher Anlegerschutz
bei bedingten Pflichtwandel- und
Herabschreibungsanleihen**

**Zugleich ein Beitrag zur Harmonisierung des Gläubigerschutzes
in der Europäischen Bankenunion unter Berücksichtigung
eines Vergleiches mit dem US-amerikanischen und
dem schweizerischen Recht**

Von

Christoph Roggemann



Duncker & Humblot · Berlin

CHRISTOPH ROGGEMANN

Zivilrechtlicher Anlegerschutz
bei bedingten Pflichtwandel- und
Herabschreibungsanleihen

Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 213

Zivilrechtlicher Anlegerschutz bei bedingten Pflichtwandel- und Herabschreibungsanleihen

Zugleich ein Beitrag zur Harmonisierung des Gläubigerschutzes
in der Europäischen Bankenunion unter Berücksichtigung
eines Vergleiches mit dem US-amerikanischen und
dem schweizerischen Recht

Von

Christoph Roggemann



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Wirtschaft und Recht der EBS Law School Wiesbaden
hat diese Arbeit im Jahre 2019 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0720-7352
ISBN 978-3-428-15930-7 (Print)
ISBN 978-3-428-55930-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen lieben Eltern

Geleitwort

In dem Bereich der Hybridfinanzierung hat sich seit geraumer Zeit ein neuer Anleihtypus durchgesetzt, der Contingent Convertible Bond. Seine besondere Wirkungsart zeichnet sich dadurch aus, dass die verbrieften Forderungen bei Eintritt vorab festgelegter, meist krisenbezogener Ereignisse unmittelbar in hartes Kernkapital der Emittentin umgewandelt bzw. dauerhaft oder zeitweise herabgeschrieben werden. Diese Entwicklung, die ihre Wurzeln in der US-amerikanischen Finanzökonomie hat, geht zurück auf den dritten Baseler Akkord, der mit dem Bail-in-Kapital einen wichtigen Grundstein im Eigenmittelrecht der Europäischen Bankenunion gelegt hat. Durch diese Regelungstechnik konnten programmatische Wertungselemente (*bail in statt bail out!*) auch außerhalb der Bankensanierung berücksichtigt und durch die hohe praktische Akzeptanz der neuen Anleiheform wirksam umgesetzt werden. Die hier vorliegende Arbeit lenkt das Augenmerk auf ein Feld, das seit Jahrzehnten zu einem Streitpunkt geworden ist, der nunmehr unter einem neuen, vom Bankaufsichtsrecht gesetzten Vorzeichen steht: Es geht um den Anlegerschutz der Hybridgläubiger.

Der Verfasser hat es sich zur Aufgabe gemacht, hier eine besonders komplexe Gemengelage (neue innergesellschaftliche Anreiz- und Interessenkonflikte, Verhältnis des zivilrechtlichen Anlegerschutzes zum harmonisierten Bankaufsichtsrecht) aufzuschlüsseln, die Interessenkollisionen aus rechtsdogmatischer Sicht zu untersuchen und praktikable Lösungsvorschläge zu entwickeln. Die Arbeit zieht daraus präzise und ohne überflüssige Aufarbeitung von Randfragen eine Reihe von Konsequenzen für die seit den 1980er Jahren geführte Diskussion zur richtigen Schutzgewähr für Genussrechtsinhaber. Es werden die zivilrechtlichen Anspruchsarten (Abwehr-, Ersatz- und Anpassungsrechte, aber auch Informationsrechte) umfassend dargelegt und auf das neue Betrachtungsobjekt der Bail-in-Anleihen bezogen. Abgerundet werden die Überlegungen mit funktionalen Vergleichen anhand des Schweizer und US-amerikanischen Rechts. Bei sachkundiger Dokumentation der strukturell ähnlichen Problemlagen und Problemlösungen gelingt es dem Verfasser, auf einen Reformbedarf und auf Reformperspektiven hinzuweisen.

Die Arbeit schließt mit einem bemerkenswerten Vorschlag, wenn sie empfiehlt, den Anlegerschutz auf europäischer Ebene anzusiedeln. Der Ansatz zielt darauf ab, die Spannungen zwischen den Privatrechtsordnungen der Mitgliedstaaten und den Zielsetzungen der Bankrechtsreformen einerseits

sowie zwischen den aufsichtsrechtlichen Säulen von Eigenmittelrecht und Abwicklungsrecht andererseits aufzuheben. Gelingen kann das nach dem Verfasser durch eine weitere Fortsetzung des Bail-in-Gedankens im Bereich der zivilrechtlichen Folgestreitigkeiten zwischen Anleihegläubiger und Emittent. Dieser geforderte Neuanfang im hybridrechtlichen Anlegerschutz ist ein folgerichtiger und konzeptionell bemerkenswerter Ansatzpunkt für weiterführende Überlegungen. Das Buch ist insgesamt weit mehr als die Qualifikationsleistung eines guten Juristen, vielmehr wird es in seinem Gegenstandsbereich eine kaum entbehrliche Grundlage für die weitere und notwendige Diskussion bleiben.

Wiesbaden, im März 2020

Prof. Dr. Tim Florstedt

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand im Wesentlichen während meiner Tätigkeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Prof. Dr. Tim Florstedt für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht und Bankrecht an der EBS Law School, Wiesbaden. Im Wintersemester 2018/2019 wurde die Arbeit von der dortigen Juristischen Fakultät als Dissertation angenommen. Für die Drucklegung konnten aktuelle Rechtsentwicklungen und Literatur bis Oktober 2019 berücksichtigt werden.

An dieser Stelle möchte ich all jenen danken, die durch ihre Unterstützung – auf welche Weise auch immer – zum Gelingen dieses Buches beigetragen haben:

Besonderen Dank schulde ich meinem akademischen Lehrer, Herrn Prof. Dr. Tim Florstedt, der nicht nur das Thema der Arbeit angeregt und durch zahlreiche Gespräche sehr gefördert, sondern auch durch besonderen Einsatz eine rasche Durchführung des Promotionsverfahrens ermöglicht hat. Er hat mich während meiner Tätigkeit als Assistent an seinem Lehrstuhl in beispielloser Weise ermutigt, eigene Gedanken anzustellen, ohne dabei Einfluss auf das Ergebnis zu nehmen. Herrn Prof. Dr. Tobias Tröger danke ich herzlich für die Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern, Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Herrn Prof. Dr. Dirk A. Verse, M. Jur. (Oxford), und Herrn Prof. Dr. Mülbart, danke ich herzlich für die Aufnahme in die Schriftenreihe.

Die Arbeit wäre sicherlich nicht entstanden ohne die liebevolle Unterstützung meiner Freundin, Isabelle Hundt, die zudem die mühsame Arbeit des Korrekturlesens auf sich genommen hat. Größter Dank gilt meinen Eltern, die meine Ausbildung immer unterstützt und gefördert haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Juist, im März 2020

Christoph Roggemann

Inhaltsübersicht

Einleitung	27
<i>Erster Teil</i>	
Grundlegung	
	38
§ 1 Internationale Entwicklungslinien der neuen Kapitalklasse	39
§ 2 Typologie und Risikogestaltung	83
§ 3 Herausforderungen für den zivilrechtlichen Anlegerschutz	94
<i>Zweiter Teil</i>	
Bestandsaufnahme zum Anlegerschutz im deutschen Recht <i>de lege lata</i>	
	106
§ 4 Gesetzliche Ausgangslage	107
§ 5 Kontrolle der Anleihebedingungen	119
§ 6 Auskunfts- und Kontrollrechte	130
§ 7 Abwehr- und Ersatzansprüche, Vertragsanpassung und Kündigungsrechte	140
§ 8 Die Judikatur des Bundesgerichtshofes zur gesteigerten Pflichtenbin- dung in Genussrechtsverhältnissen	165
§ 9 Zur Anwendbarkeit der Rechtsprechungsgrundsätze auf die neue Kapitalklasse	200
<i>Dritter Teil</i>	
Anlegerschutzlösungen in anderen Rechtsordnungen	
	213
§ 10 Das US-amerikanische Recht	214
§ 11 Das Schweizer Recht	235
<i>Vierter Teil</i>	
Folgerungen für den zivilrechtlichen Anlegerschutz <i>de lege ferenda</i>	
	252
§ 12 Gesamtbefund: Ablehnung der „Klößner-Judikatur“	253

§ 13 Die nationale Lösung	260
§ 14 Die europäische Lösung	273
Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen	289
Literatur- und Quellenverzeichnis	295
Sachregister	317

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	27	
I. Theoretische Standortbestimmung	28	
1. Hybride Finanzierungsinstrumente	29	
2. Entwicklungen im Bankenrecht	29	
3. Problemstellung	31	
II. Rechtsvergleichender Ansatz	33	
III. Leitgedanken	35	
IV. Gang der Untersuchung	36	
<i>Erster Teil</i>		
Grundlegung		38
§ 1 Internationale Entwicklungslinien der neuen Kapitalklasse	39	
I. Die Entwicklung der Baseler Regelwerke	39	
1. Basel I und Basel II	39	
2. Einsichten aus der Finanzkrise	40	
3. Neuausrichtung durch Basel III	42	
a) Die neue Kapitalklasse: <i>Contingent Capital</i>	42	
b) Entwicklungsverlauf	44	
c) Neue Eigenmittelvorgaben	45	
II. Die Entwicklung in der Europäischen Union	47	
1. Reformen im Eigenmittelrecht	47	
a) Eigenmittelvorgaben nach dem Kreditwesengesetz alter Fassung	48	
b) Die Umsetzung von Basel III in der CRR	50	
2. Reformen im Sanierungs- und Abwicklungsrecht	51	
a) Zum Bedeutungsverlust der neuen Kapitalklasse durch die Einführung des Bail-in-Instruments	53	
b) Zur Funktion der neuen Kapitalklasse als Element der Ab- wicklungs- und Sanierungsplanung	54	
c) Zur Funktion der neuen Kapitalklasse als vertragliches Bail- in-Kapital	55	
3. Bezug zum Anlegerschutz	58	
III. Anpassungen im deutschen Aktienrecht	59	
1. Rechtliche Grundlagen	61	
2. Umtauschrecht der Gesellschaft	62	

a) Ersetzungsbefugnis (<i>facultas alternativa</i>)	63
b) Rechtliche Bindung (Antizipation)	64
3. Aufhebung der Volumengrenze für bedingtes Kapital	65
4. Keine Wertprüfung der eingebrachten Forderung	67
a) Relevanz für das Prinzip der effektiven Kapitalaufbringung	68
b) Relevanz für das Verbot der Untepari-Emission	69
5. Bezug zum Anlegerschutz	70
IV. Die Entwicklung in den USA	71
1. Reformen im Eigenmittelrecht	71
a) <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i>	71
b) Keine verbindliche Einführung der neuen Kapitalklasse	73
2. Reformen im Abwicklungsrecht	74
3. Praktische Bedeutung von bedingten Pflichtwandel- und Herabschreibungsanleihen	76
4. Fazit	76
V. Die Entwicklung in der Schweiz	77
1. Reformen im Eigenmittelrecht	78
2. Reformen im Sanierungs- und Abwicklungsrecht	79
3. Gesellschaftsrechtliche Anpassungen	80
4. Fazit	82
§ 2 Typologie und Risikogestaltung	83
I. Die Wahl des Auslöseereignisses	84
1. Regulatorisch-diskretionäre Auslöseereignisse	85
2. Bilanzwertorientierte Auslöseereignisse	85
3. Marktwertorientierte Auslöseereignisse	87
II. Die Höhe des Auslöseereignisses	88
III. Das Umwandlungsverhältnis	90
1. Allgemeine Bedeutung	90
2. Konkrete Ausgestaltung	91
IV. Bezug zum Anlegerschutz	93
§ 3 Herausforderungen für den zivilrechtlichen Anlegerschutz	94
I. Anlegerrisiken und Risikobegriff	94
II. Zur Stellung der Anleihegläubiger zwischen Aktionärs- und Regulierungsinteressen	96
1. Konflikte mit Aktionärsinteressen	96
2. Konflikte mit den Interessen der Bankenaufsicht	98
III. Fallgruppen möglicher Beeinträchtigungen der Anleihegläubiger durch die Emittentin	98
1. Beeinträchtigungen durch sorgfaltswidrige Geschäftsführung	99
2. Beeinträchtigungen durch einseitige Beeinflussungen der leistungsbestimmenden Bemessungsfaktoren und Wertgrößen	100

a)	Einseitige Einflussnahmen auf bilanzwertorientierte Auslöseereignisse	101
b)	Einseitige Einflussnahmen auf marktwertorientierte Auslöseereignisse	102
c)	Einseitige Einflussnahmen auf regulatorisch-diskretionäre Auslöseereignisse	103
3.	Beeinträchtigungen im Bereich der Grundlagenentscheidungen und Konzernierungsmaßnahmen	103
IV.	Ergebnis	104

Zweiter Teil

**Bestandsaufnahme zum Anlegerschutz
im deutschen Recht *de lege lata*** 106

§ 4	Gesetzliche Ausgangslage	107
I.	Anlegerschutz durch individualschützendes Recht	107
II.	Anlegerschutz durch funktionenschützendes Recht	108
1.	Aktienrecht	109
a)	Exklusivität mitgliedschaftlicher Einflussmacht durch das Rechtsprinzip der Verbandssouveränität	110
b)	Aktienrechtlicher Verwässerungsschutz	111
2.	Markt und Marktrecht	112
a)	Marktkräfte	113
b)	Kapitalmarktrecht	114
3.	Bankenaufsichtsrecht	116
a)	Liquiditätsanforderungen, Risikokontrolle und Dokumentationsstandards	116
b)	Verhaltenssteuerung durch regulatorisches Wandlungskapital	117
III.	Ergebnis	119
§ 5	Kontrolle der Anleihebedingungen	119
I.	Transparenzkontrolle nach dem Schuldverschreibungsrecht	120
II.	Inhaltskontrolle nach dem Recht der allgemeinen Geschäftsbedingungen	121
1.	Anwendbarkeit der §§ 305 ff. BGB	122
2.	Einbeziehung der Anleihebedingungen, § 305 Abs. 2 BGB	123
3.	Bereichsausnahmen, § 310 BGB	124
4.	Verbot überraschender Klauseln und Unklarheitenregel, § 305c Abs. 1 und Abs. 2 BGB	125
5.	Inhaltskontrolle, § 307 Abs. 1 BGB	128
III.	Ergebnis	130
§ 6	Auskunfts- und Kontrollrechte	130
I.	Stand und Entwicklung der Informationsrechte von Hybridgläubigern	131

II.	Rechtsdogmatische Einordnung	132
III.	Schuldrechtliche Informationsrechte	134
	1. Anspruch auf Rechnungslegung im weiteren Sinne	135
	2. Anspruch auf Auskunft im engeren Sinne	136
	3. Anspruch auf Einsichtnahme in Bücher und Urkunden	138
IV.	Ergebnis und Kritik	139
§ 7	Abwehr- und Ersatzansprüche, Vertragsanpassung und Kündigungsrechte	140
I.	Keine Abwehr- bzw. Unterlassungsansprüche gegen einzelne Geschäftsführungs- und Bilanzierungsmaßnahmen	141
II.	Kein gesetzlicher Anspruch auf Wiederauffüllung des Kapitalkontos bzw. Nachholung von Zinsleistungen	142
	1. Der Meinungsstand bei Genussrechten	143
	2. Keine Übertragung auf Herabschreibungsanleihen	144
III.	Primäranspruch auf Ersatz ungerechtfertigter Verlustbeteiligungen	145
	1. Problemfeld: Ausnutzung bilanzieller Wahlrechte und Spielräume im Bereich der Ergebnisermittlung und -verwendung	146
	a) Beispiel: Rückstellungspolitik	147
	b) Beispiel: Rücklagenpolitik	147
	c) Beispiel: Reservenpolitik	148
	2. Bestehende Lösungsansätze	149
	3. Primärrechtlicher Schutz der Hybridgläubiger	151
	a) Ergänzende Vertragsauslegung	151
	b) Schuldrechtliche Grenzen für arglistiges Verhalten	153
IV.	Sekundäranspruch gem. §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB	154
V.	Keine gesellschaftsrechtliche Vorstandshaftung	154
VI.	Keine vertragliche Vorstandshaftung	156
	1. Sachwalterhaftung gem. § 311 Abs. 3 S. 2 BGB	156
	2. Haftung über den Anstellungsvertrag des Vorstands gem. §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB i. V. m. mit den Grundsätzen des Vertrages mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	157
VII.	Deliktische Ansprüche	158
	1. Kein Anspruch gem. § 823 Abs. 1 BGB	158
	2. Begrenzte Ansprüche gem. § 823 Abs. 2 BGB	158
	3. Anspruch gem. § 826 BGB	160
	4. Zurechnung des Organverhaltens analog § 31 BGB	162
VIII.	Anspruch auf Vertragsanpassung gem. § 313 BGB	162
IX.	Kündigungsrechte	163
X.	Ergebnis und weiterer Fortgang der Untersuchung	164
§ 8	Die Judikatur des Bundesgerichtshofes zur gesteigerten Pflichtenbindung in Genussrechtsverhältnissen	165
I.	Wesentliches zum Begriff des Genussrechtes	166
	1. Rechtsnatur	166

2. Typenvielfalt	167
a) Aktiengleiche Genussrechte	167
b) Obligationenähnliche Genussrechte	168
c) Aktienähnliche Genussrechte	169
3. Fungible Genussscheine und bilaterale Genussrechtsverträge	171
II. Die historische Entwicklung der Judikatur zur Haftung für sorgfalts- widrige Geschäftsführung	172
1. Die restriktive Rechtsprechung des Reichsgerichts im Jahr 1922	173
2. Die Forderung von Treue- und Rücksichtnahmepflichten im Schrifttum der 1980er Jahre	174
a) Argument: Kompensation fehlender mitgliedschaftlicher Einflussmacht trotz wirtschaftlicher „Als-Ob-Mitgliedschaft“	175
b) Argument: Nähe zu fiduziarischen Rechtsverhältnissen	176
3. Die Stärkung des Anlegerschutzes in den 1990er Jahren	177
a) Das „Klöckner-Urteil“ des Bundesgerichtshofes vom 5.10.1992	177
b) Die Aufnahme des „Klöckner-Urteils“ im Schrifttum	179
4. Die Ausdehnung der Judikatur auf den Anwendungsbereich des Kreditwesengesetzes im Jahr 2014	181
a) Der Meinungsstand im Schrifttum	182
b) Das Urteil des Bundesgerichtshofes vom 29.4.2014	184
5. Das Urteil des Bundesgerichtshofes vom 10.6.2016	185
6. Folgerung	186
III. Tatbestand und Rechtsfolgen eines Sekundäranspruches nach den Grundsätzen der „Klöckner-Judikatur“	187
1. Schuldverhältnis	188
2. Verletzung von Nebenpflichten	188
a) Keine Anwendung von § 93 Abs. 1 AktG im Außenverhältnis	189
b) Pflicht zur Unterlassung kaufmännisch-unseriöser Entschei- dungen	190
c) Pflicht zur Einhaltung des satzungsmäßigen Unternehmens- gegenstandes	193
3. Vertretenmüssen	195
4. Haftungsausfüllender Tatbestand	196
a) Naturalrestitution oder angemessene Entschädigung?	196
b) Berechnung des Differenzschadens	197
5. Nachrangigkeit	199
6. Haftungsfreizeichnung	199
IV. Ergebnis	200
§ 9 Zur Anwendbarkeit der Rechtsprechungsgrundsätze auf die neue Kapitalklasse	200
I. Der Meinungsstand zur sachlichen Reichweite der „Klöckner- Grundsätze“	201

1.	Anwendbarkeit auf obligationenähnliche Genussrechte	201
2.	Anwendbarkeit auf Nachranganleihen	202
3.	Anwendbarkeit auf herkömmliche Wandel- und Optionsanleihen	202
4.	Anwendbarkeit auf umgekehrte Wandelanleihen	203
II.	Stellungnahme	204
1.	Zur Abgrenzbarkeit der Haftungsdogmatik im Allgemeinen	205
2.	Zur Reichweite bei der neuen Kapitalklasse im Besonderen	206
a)	Keine Sperrwirkung des Art. 52 CRR	206
b)	Vereinbarkeit mit dem Sanierungs- und Abwicklungsverfahren nach der BRRD	208
c)	Parallele zum <i>Debt-Equity-Swap</i> gem. § 5 SchVG	210
3.	Zu einer differenzierten Lösung bei der neuen Kapitalklasse	211
III.	Ergebnis und Würdigung	212

Dritter Teil

Anlegerschutzlösungen in anderen Rechtsordnungen 213

§ 10 Das US-amerikanische Recht	214
I. Gesetzliche Ausgangslage	214
1. Die einzelstaatlichen Gesellschaftsrechtsordnungen	214
a) Überblick	215
b) Die Stellung der Hybridgläubiger	216
2. Das bundeseinheitliche Kapitalmarktrecht	217
a) Securities Act von 1933	218
b) Trust Indenture Act von 1939	220
c) Die einzelstaatlichen „ <i>Blue Sky Laws</i> “	221
3. Zwischenergebnis und Bewertung	222
II. Kautelarjuristischer Anlegerschutz	223
1. Verwässerungsschutzklauseln (<i>Antidilution Provisions</i>)	224
2. Handlungsbeschränkende Klauseln (<i>Restrictive Covenants</i>)	225
3. Gläubigerstimmrechte (<i>Voting Rights</i>)	226
III. Ungeschriebener Anlegerschutz	227
1. Corporate Law – „ <i>Fiduciary Duties</i> “	228
a) Die Minderheitsauffassung: Erstreckung der Treubindung auf das Außenverhältnis	229
b) Die herrschende Meinung: Beschränkung der Treubindung auf das Innenverhältnis	230
2. Contract Law – „ <i>Good Faith and Fair Dealing</i> “	232
IV. Ergebnis	234
§ 11 Das Schweizer Recht	235
I. Gesetzliche Ausgangslage	235
1. Gesellschaftsrecht	238

a)	Kontrollrechte	238
b)	Geschäftsleiterhaftung	240
c)	Verwässerungsschutz	243
2.	Kapitalmarktrecht	245
II.	Kautelarjuristischer Anlegerschutz	246
1.	Verwässerungsschutzklauseln	247
2.	Ausgestaltung der Wandlungs- bzw. Herabschreibungsparameter	248
3.	Kontrolle der Anleihebedingungen	248
III.	Ungeschriebener Anlegerschutz	249
IV.	Ergebnis	251

Vierter Teil

Folgerungen für den zivilrechtlichen Anlegerschutz *de lege ferenda* 252

§ 12	Gesamtbefund: Ablehnung der „Klöckner-Judikatur“	253
I.	Bezugspunkte und Grenzen der Vertragsauslegung	253
1.	Teleologische Erwägungen	255
2.	Systematische Erwägungen	255
a)	Gesellschaftsrecht	256
b)	Aufsichtsrecht	257
c)	Kapitalmarktrecht	258
3.	Rechtspolitische Erwägungen	258
II.	Ergebnis	260
§ 13	Die nationale Lösung	260
I.	Gestaltung der Risikoordnung	261
II.	Vertragliche Schutzklauseln	262
III.	Allgemeiner zivilrechtlicher Anlegerschutz	262
1.	Schuldrechtliches Schädigungsverbot	263
2.	Rechtsmissbrauchslehren	264
a)	Allgemeines Rechtsmissbrauchsverbot	264
b)	Unionsrechtliches Rechtsmissbrauchsverbot	266
3.	Anwendung der Schutzzecklehre	268
IV.	Sekundäre Darlegungs- und Beweislast als mögliches Korrektiv	269
1.	Der Stand der Judikatur	270
2.	Übertragung auf das Untersuchungsthema	271
V.	Ergebnis	272
§ 14	Die europäische Lösung	273
I.	Zur Möglichkeit einer Sonderregelung für regulatorische Instrumente des zusätzlichen Kernkapitals	273
II.	Dogmatische Vorüberlegung	274
1.	Systematischer Zusammenhang	276

2.	Das europäische Anlegerentschädigungssystem	277
a)	Einheitliche Abwicklungsfonds	277
b)	Die Verwaltung der Abwicklungsfonds	278
c)	Bereits <i>de lege lata</i> bestehende Entschädigungsansprüche	279
III.	Ausweitung des europäischen Anlegerentschädigungssystems	279
1.	Die Vorteile der europäischen Lösung	281
2.	Mögliche Bedenken gegen die vorgeschlagene Lösung	284
a)	Vermeidung eines „ <i>Moral Hazard</i> “ durch eine kollektive Bankenhaftung für individuelle Pflichtverletzungen	284
b)	Keine verfassungswidrige Verkürzung des Rechtsschutzes	285
c)	Keine Zweckentfremdung der Fondsmittel	286
IV.	Resümee	286
	Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen	289
	Literatur- und Quellenverzeichnis	295
	Sachregister	317

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AbwMechG	Abwicklungsmechanismusetz
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ausf.	ausführlich
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BankG	Bankengesetz (Schweiz)
BaslKomm	Basler Kommentar
BB	Betriebsberater
BBl	Bundesblatt (Schweiz)
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
B. C. L. Rev.	Boston College Law Review
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGE	Bundesgerichtsentscheidung (Schweiz)
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BRRD	Banking Recovery and Resolution Directive
bspw.	beispielsweise

Bus. Law.	Business Lawyer
BT-Drucks.	Bundestag-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CFL	Corporate Finance Law
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev	Columbia Law Review
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
DAV	Deutscher Anwaltverein
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
DJT	Deutscher Juristentag
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EBA	European Banking Authority
Erw.	Erwägung
ErwG	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Zeitschrift Europarecht
f.	und der/die/das Folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
ff.	und die Folgenden
FIDLEG	Finanzdienstleistungsgesetz (Schweiz)
FINIG	Finanzinstitutsgesetz (Schweiz)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
Fla. St. U. L. Rev.	Florida State University Law Review
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSB	Financial Stability Board
FSOC	Financial Stability Oversight Council

gem.	gemäß
GesKR	Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Großkomm	Großkommentar
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HdB	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
h. L.	herrschende Lehre
Hous. Journ. Int'l L.	Houston Journal of International Law
Hs.	Halbsatz
IAS	International Accounting Standards
Insb.	Insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
i. S. d.	im Sinne des
ISIN	International Securities Identification Number
i. V. m.	in Verbindung mit
jew.	jeweils
Journ. Applied Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
Journ. Banking & Fin.	Journal of Banking and Finance
Journ. Corp. L.	Journal of Corporation Law
Journ. L. & Com.	Journal of Law and Commerce
Journ. L. & Society	Journal of Law and Society
JZ	Juristenzeitung
KölnKomm	Kölner Kommentar
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
Lit.	Literatur
lit.	littera (Buchstabe)
MAR	Market Abuse Regulation
MBCA	Model Business Corporation Act
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act
Min. L. Rev.	Minnesota Law Review

Mio.	Millionen
MünchKomm	Münchener Kommentar
MREL	Minimum requirements for own funds and eligible liabilities
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Nachw.	Nachweis
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Notre Dame Journ. L. Ethics & Pub. Pol’y	Notre Dame Journal of Law, Ethics and Public Policy
Nr.	Nummer
Nw. Journ. Int’l L. & Bus	Northwestern Journal of International Law and Business
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OLA	Orderly Liquidation Authority
OLG	Oberlandesgericht
OR	Obligationenrecht
Publ. L. No.	Public Law Number
RegE	Regierungsentwurf
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Satz/Seite/Siehe
SA	Securities Act
SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
sog.	sogenannte/n
SRM	Single Resolution Mechanism
SRM-VO	Single Resolution Mechanism Verordnung
SSM	Single Supervisory Mechanism

ST	Der Schweizer Treuhänder
St.	Ständige
St. John's Journ. Legal Comment.	Saint Johns's Journal of Legal Commentary
St. John's L.Rev	Saint Johns's Law Review
Stat.	Statute
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
TIA	Trust Indenture Act
TLAC	Total loss absorption capacity
u.	und
u. a.	unter anderem
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. St. Thomas Journ. L. & Pub. Pol'y	University of St. Thomas Journal of Law and Public Policy
USA	United States of America
USC	United States Code
UmwG	Umwandlungsgesetz
v.	vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Va. L. & Bus. Rev.	Virginia Law and Business Review
Var.	Variante
VermBG	Vermögensbildungsgesetz
vgl.	vergleiche
Washington & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
Westl. Journ. Del. Corp.	Westlaw Journal Delaware Corporate
Wis. L. Rev	Wisconsin Law Review
WM	Wertpapiermitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGB	Zivilgesetzbuch (Schweiz)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Gesellschaftsrecht

Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
ZWR	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Einleitung

Der Schutz von Kapitalanlegern im deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht hat im letzten Vierteljahrhundert eine „bemerkenswerte Karriere gemacht“¹. Im Jahr 1975 von *Hopt* erstmals als „zentrales ordnungspolitisches Thema“² beschrieben, hat sich der Anlegerschutz in nur wenigen Jahren von einem anfangs kaum beachteten Randgebiet zu einem allgemeinen Rechtsprinzip der deutschen Gesetzgebung und Rechtsprechung des späten 20. Jahrhunderts entwickelt³. Bereits im Jahr 1995 konnte *Mülbert* feststellen, dass der Anlegerschutzgedanke in Deutschland endgültig „als fester Bestandteil des juristischen Argumentationskanons“ angekommen sei, und zwar „als Grund gesetzgeberischer Normproduktion ebenso wie als richterliche Wertungsvariable“⁴. Heute, im Nachgang der globalen Finanzmarktkrise aus den Jahren 2007–2009, kann an diesem Befund kein ernstlicher Zweifel mehr bestehen. Längst hat der deutsche Anlegerschutz nicht nur Anschluss an internationale Standards gefunden, sondern er geht in vielen Bereichen sogar darüber hinaus. Die Finanzmarktkrise hat die ohnehin schon rasante Entwicklung anlegerschützender Gesetzesreformen zusätzlich befeuert und ist zugleich die Ursache für eine ganze Reihe von Gerichtsverfahren, die sich mit dem Schutz von Bankanlegern befassen⁵. Dabei zeigt sich immer deutlicher, dass die umfassenden Reformen in Richtung einer Europäischen Bankenunion die Privatrechtsordnungen der Mitgliedstaaten zum Teil vor beachtliche Herausforderungen stellen. Insbesondere im Teilbereich des zivilrechtlichen Anlegerschutzes sind zahlreiche Einzelfragen der Rechtsanwendung ungeklärt⁶.

¹ *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT, F. 18.

² Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, Vorwort.

³ Vgl. Grundmann/*Hopt*, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, S. 307, 313; zur Entwicklung des Anlegerschutzes als Rechtsprinzip ausf. *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Bd. I, S. 477 ff.; für eine Bestandsaufnahme zu Entwicklungslinien des Anlegerschutzes in einzelnen Rechtsgebieten s. *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 1, 77 ff.

⁴ Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 105 f.

⁵ Anschaulich *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 162 („*investor protection overload*“).

⁶ s. zur Konkurrenz von Aufsichts- und Zivilrecht die Ausführungen bei *Maurenbrecher*, FS von der Crone, S. 555, 559 ff.; für eine Grundlagenuntersuchung zum Spannungsfeld zwischen europäischem Bankenrecht und nationalem Privatrecht *Grundmann*, ZHR 179 (2015), 563, passim.

Die vorliegende Arbeit nimmt sich eine dieser Einzelfragen zum Gegenstand und antizipiert eine Problemstellung, mit der sich deutsche Gerichte noch nicht zu befassen hatten: Den zivilrechtlichen Schutz der Inhaber von bedingten Pflichtwandel- und Herabschreibungsanleihen vor Beeinträchtigungen ihrer Rechtsstellung durch die Emittentin. Mit bedingten Pflichtwandel- und Herabschreibungsanleihen drängt eine neuartige, zuvor kaum beachtete hybride Kapitalklasse auf den Markt, die bei der Finanzierung von Banken unter dem neuen europäischen Eigenmittelregime eine zentrale Stellung einnimmt. Funktion, Risikostruktur und rechtlicher Rahmen der neuen Instrumente geben Anlass, tradierte Anlegerschutzlösungen im deutschen Recht der Hybridfinanzierung erneut zu überdenken.

I. Theoretische Standortbestimmung

Ein Unternehmen kann grundsätzlich auf drei Wegen finanziert werden: Einbehalt erwirtschafteter Gewinne (Binnenfinanzierung), das eingebrachte Anteilskapital der Gesellschafter (Eigenkapital) und Drittmittelzuführung (Fremdkapital). Die beiden letztgenannten Kategorien bezeichnen im Bereich der Organisationsformen nach der Herkunft der Finanzmittel klassischerweise die typischen Pole der Unternehmensfinanzierung, bei der Aktiengesellschaft den „typischen“ Aktionär und den „typischen“ Fremdkapitalgeber. In der Wirklichkeit der modernen Finanzierungspraxis ist diese duale Betrachtungsweise indes längst überholt. Eigenkapital muss nicht mehr notwendigerweise aus der Gesellschaftersphäre (im Wege der Mitgliedschaft) stammen, sondern kann auch auf Grundlage eines Schuldvertrages zugeführt werden. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht bietet diese Entwicklung aus mehreren Gründen Raum für Diskussionen. Die von Art. 2 Abs. 1 GG garantierte Freiheit bei der Gestaltung schuldrechtlicher Finanzierungsinstrumente lässt nicht nur die Grenze zwischen den Kategorien Eigenkapital und Fremdkapital zunehmend verschwimmen, sondern kann – wie am Beispiel der neuen Kapitalklasse zu zeigen sein wird – auch innerhalb der Kategorie Eigenkapital zu Interessenkonflikten zwischen einzelnen Kapitalgebergruppen führen, deren Bewältigung die Rechtsordnung vor beachtliche Herausforderungen stellt⁷.

⁷ Dies zeigt sich etwa bei der Diskussion um die Ausrichtung der Vorstandspflichten nach dem *Shareholder Value* oder auch den Interessen anderer *Stakeholder*, vgl. dazu eingehend für das deutsche Gesellschaftsrecht und mit Bezügen zu anderen Rechtsordnungen Klöhn, ZGR 2008, 110, 138; zur Diskussion in der Schweiz Sommer, Die Treuepflicht des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 Abs. 1 OR; zur Paralleldiskussion in den USA Partnoy, 31 Journ. Corp. L. (2006), 799, 819 ff.

1. Hybride Finanzierungsinstrumente

Unter dem Schlagwort „Mezzanine“⁸ hat die Innovationskraft der Finanzmärkte eine Vielzahl von Finanzierungsinstrumenten hervorgebracht, die sich weder dem Fremd-, noch dem Eigenkapital eindeutig zuordnen lassen⁹. Die hybriden Titel vereinen Elemente beider Seiten in verschiedener Intensität. Zu nennen sind etwa Genussrechte, Nachrangdarlehen, Wandel- und Optionsanleihen oder stille Gesellschaftereinlagen, jeweils in unzähligen Gestaltungstypen. Die Grenzziehung zwischen den Regelungsbereichen wird weiter dadurch erschwert, dass das deutsche Recht keine allgemeine, das Handels-, Gesellschafts-, Aufsichts- und Steuerrecht umfassende, Bestimmung der Begriffe „Eigenkapital“ und „Fremdkapital“ enthält, sondern die in den jeweiligen Rechtsgebieten maßgeblichen Vorschriften eine Aufteilung nur beschränkt auf ihren jeweiligen Anwendungsbereich vornehmen¹⁰. Das Hybridkapital soll die Vorteile des Eigenkapitals als Residualgröße mit denen einer rein schuldrechtlichen Finanzierung vereinen: *Gesellschaftsrechtlich* wird eine Stärkung der Eigenkapitalbasis möglich, ohne dass den Kapitalgebern mitgliedschaftliche Rechte eingeräumt werden müssen; *steuerrechtlich* ergeben sich unter bestimmten Voraussetzungen Kostenvorteile durch die Abzugsfähigkeit von Ausschüttungen nach § 8 Abs. 3 S. 2 KStG; *aufsichtsrechtlich* können Eigenkapitalvorgaben bei Einhaltung bestimmter gesetzlicher Vorgaben durch hybride Finanzierungsinstrumente erfüllt werden. Voraussetzung für eine Einordnung als wirtschaftliches Eigenkapital ist aber, dass der Anleger eigenkapitaltypische Haftungsrisiken übernimmt, er sich also – vereinfacht gesagt – dem Schicksal des Unternehmens auf „Gedeih und Verderb“¹¹ unterwirft. Der Anleger hat wirtschaftliche Verluste vorrangig vor den übrigen Gläubigern zu tragen, sich im Fall einer Insolvenz oder Liquidation im Verhältnis zu den übrigen Gläubigern nachrangig bedienen zu lassen und sein Kapital für eine gewisse, festgelegte Dauer bindend zur Verfügung zu stellen¹².

2. Entwicklungen im Bankenrecht

Bei der Finanzierung von Banken kommt hybriden Finanzierungsinstrumenten zur Erfüllung öffentlich-rechtlicher Kapitalvorgaben traditionell eine

⁸ Der Begriff Mezzanine stammt aus der italienischen Architektur während der Renaissance und des Barock. Er bezeichnet ein niedriges Zwischengeschoss inmitten zweier Hauptstockwerke.

⁹ Statt vieler *Luttermann*, Unternehmen, Kapital und Genußrechte, S. 258 ff.

¹⁰ Vgl. *Wiedemann*, FS Beusch, S. 893 f.; *Möschel*, ZHR 149 (1985), 206, 214 f.

¹¹ *Habersack*, ZHR 155 (1991), 378, 383.

¹² Vgl. *Wiedemann*, FS Beusch, S. 893, 896 ff.