

# INHALTSÜBERSICHT

## 1. Teil: Einleitung

- |                     |   |
|---------------------|---|
| § 1 Ausgangslage    | 3 |
| § 2 Problemstellung | 7 |

## 2. Teil: Grundlagen

- |  |    |
|--|----|
| § 3 Begriff der Anleihsbedingungen   | 15 |
| § 4 Funktion der Anleihsbedingungen  | 18 |
| § 5 Machtausübung und Machtkontrolle<br>auf dem organisierten Anleihsmarkt | 21 |
| § 6 Zur Auslegungsmethode  | 49 |

## 3. Teil: Kapitalmarktrecht und Auslegung

- |   |     |
|---|-----|
| § 7 Die kapitalmarktorientierte Auslegung | 93  |
| § 8 Stellungnahme                         | 104 |

## 4. Teil: Der relevante Auslegungsmaßstab

- |                                |     |
|--------------------------------|-----|
| § 9 Die einheitliche Auslegung | 147 |
| § 10 Der Verständnißmaßstab    | 152 |
| § 11 Ergebniskontrolle         | 173 |

## 5. Teil: Besondere Auslegungsregeln

- |                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| § 12 Die Ungewöhnlichkeitsregel | 181 |
| § 13 Die Unklarheitenregel      | 192 |

## 6. Teil: Die relevante Vertragsgrundlage

- |  |     |
|--|-----|
| § 14 Geltungsprobleme der Anleihsbedingungen | 205 |
|--|-----|

# INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsübersicht	V
Inhaltsverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Literaturverzeichnis	XXV

## 1. Teil: Einleitung

<b>§ 1 Ausgangslage</b>	3
I. Anleihe als Mittel der Kapitaltransformation	3
II. Globalisierung	3
III. Marktbezug	5
IV. Vertragsauslegung	6
<b>§ 2 Problemstellung</b>	7
I. Allgemeines	7
1. Die Auslegung von Verträgen	7
2. Anwendung auf Anleihensbedingungen	8
II. Die einzelnen Fragen	8
1. Die einheitliche Auslegung	8
2. Der relevante Auslegungsmassstab	9
3. Besonderheiten bei vorformulierten Vertragsbedingungen	9
4. Die relevante Vertragsdokumentation	10
III. Aufbau der Arbeit	11
IV. Rechtskreise	11

## 2. Teil: Grundlagen

<b>§ 3 Begriff der Anleihsbedingungen</b>	15
I. Begriff	15
II. Abgrenzungen	15
1. Emissionsbedingungen	15
2. Übernahmebedingungen	16
<b>§ 4 Funktion der Anleihsbedingungen</b>	18
I. Allgemeines	18
II. Rationalisierungsfunktion	18
1. Im Allgemeinen	18
2. Beurteilung	18
III. Spezialisierungsfunktion	19
1. Im Allgemeinen	19
2. Beurteilung	19
IV. Zwischenfolgerung	19
<b>§ 5 Machtausübung und Machtkontrolle auf dem organisierten Anleihsmarkt</b>	21
I. Risiko und Macht	21
1. Einleitung	21
2. Machtkontrolle	21
a. Ausgangslage	21
b. Beurteilung	23
<i>aa. Machtkontrolle und Richtigkeitsgewähr</i>	23
<i>bb. Merkmale der Richtigkeitsgewähr</i>	23
<i>cc. Konsequenzen</i>	24
3. Weiteres Vorgehen	25

II. Die Anlegerrisiken	25
1. Meinungsstand	25
2. Stellungnahme	25
a. Kapitalrisiken	25
<i>aa. Risikoarten</i>	25
<i>bb. Risikokontrolle</i>	27
b. Marktrisiken	27
<i>aa. Risikoarten</i>	27
<i>bb. Risikokontrolle</i>	28
III. Die Machtverhältnisse	29
1. Einleitung	29
2. Die Machtverhältnisse auf dem Primärmarkt	30
a. Bei der Fremdemission	30
<i>aa. Meinungsstand</i>	30
<i>aaa. Stellung der Schuldnerin</i>	30
<i>bbb. Stellung der Anleger</i>	32
<i>bb. Stellungnahme</i>	33
<i>aaa. Vorbemerkung</i>	33
<i>bbb. Die Machtverhältnisse zwischen Schuldnerin und Bank</i>	33
<i>ccc. Die Machtverhältnisse zwischen Bank und Anleger</i>	35
<i>cc. Zwischenfolgerung</i>	40
b. Bei der Selbstemission	41
<i>aa. Allgemeines</i>	41
<i>bb. Stellungnahme</i>	41
3. Die Machtverhältnisse auf dem Sekundärmarkt	42
a. Ausgangslage	42
b. Meinungsstand	43
c. Stellungnahme	43
<i>aa. Grundsätzliches zur Machtlage</i>	43
<i>bb. Gesetzliche Regelung</i>	44
<i>aaa. Vorbemerkung</i>	44
<i>bbb. Gesetzliche Regelung und Risikoverteilung</i>	44
<i>ccc. Würdigung</i>	45
<i>cc. Vertragliche Regelung</i>	46
4. Zusammenfassung und Ergebnisse	47
IV. Weiteres Vorgehen	48

<b>§ 6 Zur Auslegungsmethode</b>	49
<b>I. Einleitung</b>	49
<b>II. Herkömmlicher Ansatz</b>	49
1. Auslegungsmethode und Vertrauensprinzip	49
a. Meinungsstand	49
<i>aa. Gemeinsame Grundlagen jeder Auslegung</i>	49
<i>bb. Unterschiede der Gesetzes- und Vertragsauslegung</i>	50
<i>cc. Bedeutung des Vertrauensprinzips</i>	51
b. Stellungnahme	51
<i>aa. Vertrauensprinzip und Typenbildung</i>	51
<i>bb. Realtyp und Idealtyp</i>	52
<i>cc. Unabhängigkeit der Typenbildung von der Methode</i>	52
<i>dd. Finalität der Typenbildung</i>	53
<i>ee. Ausschliesslichkeit der Typenbildung?</i>	54
<i>ff. Dogmatische Eingliederung</i>	55
<i>gg. Würdigung</i>	55
c. Weiteres Vorgehen	56
2. Anleiensbedingungen im Vergleich zu Körperschaftsstatuten	57
a. Meinungsstand	57
b. Stellungnahme	58
<i>aa. Organisationsstruktur</i>	58
<i>aaa. Kriterium der rechtlichen Institutionalisierung</i>	58
<i>bbb. Institutionalisierungsgrad der Anleihe</i>	59
<i>ccc. Konsequenzen</i>	60
<i>bb. Qualifikation des Anspruchs</i>	60
3. Grundsatz der Gleichbehandlung	60
a. Meinungsstand	60
b. Stellungnahme	61
<i>aa. Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Privatrecht</i>	61
<i>bb. Der Grundsatz der Gleichbehandlung bei Anleihen</i>	62
<i>aaa. Mangelnde Plausibilität</i>	62
<i>bbb. Konsequenzen</i>	63
4. Ergebnis	63
<b>III. Moderne Ansätze</b>	66
1. Meinungsstand	66
a. Vorbemerkung	66
b. Neuere Hermeneutik	66
c. Diskurstheorie	68
d. Topik	70

2. Stellungnahme	70
a. Vertragstext und Sinnerwartung	70
b. Erweiterung bestehender Wertungsgrundlagen?	71
aa. Vorverständnis und Ermittlung der Wertungsgrundlagen	71
bb. Relevanz der gleitenden Wertsysteme	72
cc. Einfluss anderer Wissenschaftszweige	73
dd. Verfahren zur Ermittlung der Wertungsgrundlagen	73
c. Bildung eines objektiven Auslegungskriteriums	74
d. Folgenorientierung und Rechtspolitik	75
e. Offene Argumentation	77
3. Ergebnis	77
IV. Wirtschaftsrechtlicher Ansatz	78
1. Meinungsstand	78
a. Allgemein	78
b. Zur Vertragsauslegung	79
2. Stellungnahme	80
a. Anleihsbedingungen und Wirtschaftsrecht	80
aa. Wirtschaftsprozess: Kapitalmarkt	80
bb. Zwecksteuerung: Anlegerschutz	80
cc. Eingliederung in das Wirtschaftsrecht	81
b. Konsequenzen für die Auslegung	81
V. Ökonomie und Recht	82
1. Meinungsstand	82
2. Kritik	83
3. Stellungnahme	84
a. Vorbemerkung	84
b. Demokratische Legitimation	84
c. Relevanz als "Methode"?	85
4. Konsequenzen für die Auslegung	86
VI. Zusammenfassung und Ergebnisse	87
1. Herkömmlicher Ansatz	87
2. Moderne Ansätze	88
3. Wirtschaftsrechtlicher Ansatz	88
4. Ökonomie und Recht	89

### 3. Teil: Kapitalmarktrecht und Auslegung

<b>§ 7 Die kapitalmarktorientierte Auslegung</b>	93
I. Einleitung	93
II. Ziele des Anlegerschutzes	93
1. Individualschutz	93
a. Individualschutz als Sozialschutz	93
b. Würdigung	94
2. Funktionsschutz	95
a. Die einzelnen Effizienzbedingungen	96
aa. Allokative Effizienz	96
bb. Operationelle Effizienz	96
cc. Institutionelle Effizienz	97
b. Beurteilung durch die Doktrin	97
c. Würdigung	99
d. Relevanz für die Auslegung	100
aa. Meinungsstand	100
bb. Würdigung	100
III. Harmonisierung	102
<b>§ 8 Stellungnahme</b>	104
I. Einleitung	104
II. Soziale Relevanz	105
1. Bestimmung der Schwächelage	105
a. Bestimmung	105
b. Abgrenzung	105
2. Ausprägungen	105

3. Ablehnung der sozialen Argumentation	107
a. Keine unausgeglichene Machtlage	107
b. Substitution	108
c. Diversifikation	109
d. Konsultation	110
e. Anleger und Konsument	111
f. Relevanz der Erkenntnisse für die Typenbildung	112
4. Konsequenzen	114
III. Allokative Relevanz	114
1. Einleitung	114
2. Vorbedingungen der Allokationseffizienz	114
a. Ökonomische Effizienz	114
b. Informationelle Effizienz	115
c. Zielkonflikt zwischen den beiden Effizienzbedingungen	116
d. Konsequenzen für das weitere Vorgehen	116
3. Informationelle Effizienz	117
a. Ausgangslage	117
b. Anleiensbedingungen und Preisbildung	118
<i>aa. Informationsökonomische Grundlegung</i>	118
<i>bb. Beurteilung durch die Doktrin</i>	119
<i>cc. Würdigung</i>	119
<i>dd. Konsequenzen für das weitere Vorgehen</i>	121
c. Marktpreis und Auslegung	121
<i>aa. Argumentation</i>	121
<i>bb. Beurteilung</i>	122
<i>aaa. Ausgangslage</i>	122
<i>bbb. Subjektive Erwartungshaltung des Anlegers</i>	123
<i>ccc. Reflexion der Erwartungshaltung im Preis</i>	129
<i>ddd. Aussagen der Preisbewegung</i>	
<i>über den Verständnismassstab einer Entscheidungsregel</i>	130
d. Informationelle Effizienz und Marktteilnehmer	131
<i>aa. Argumentation</i>	131
<i>bb. Beurteilung</i>	131
<i>aaa. Informationell effiziente Entscheidungsregel?</i>	131
<i>bbb. Wertbezogenheit der Argumentation</i>	132
e. Informationelle Effizienz und ökonomische Effizienz	133

4. Ökonomische Effizienz	134
a. Transaktionskosten und Vertrag	134
<i>aa. Argumentation</i>	134
<i>bb. Würdigung</i>	136
b. Transaktionskosten und Markt	136
<i>aa. Steigerung der Allokationseffizienz</i>	136
<i>bb. Konsequenzen</i>	138
IV. Vertrauensfunktion	138
1. Konkretisierung	138
2. Thematisierung	139
3. Problematisierung	140
a. Heterogene Erwartungshaltung	140
b. Optimierungsproblem?	141
c. Wertbezogenheit der Argumentation	142
4. Konsequenzen	143
V. Ergebnis	143

## **4. Teil: Der relevante Auslegungsmassstab**

<b>§ 9 Die einheitliche Auslegung</b>	147
I. Funktionaler Ansatz	147
1. Methode	147
2. Regelungskonzept	148
3. Ergebnis	148
II. Institutioneller Ansatz	149
1. Einleitung	149
2. Begründung	149
a. Institutionelle Besonderheit	149
b. Konsequenzen	150
3. Ergebnis	150

<b>§ 10 Der Verständnismassstab</b>	152
I. Die Bildung des Durchschnittfalles	152
II. Verständnismassstab und Marktsegmentierung	152
III. Transaktionsverständnis	153
1. Begriffliche Bestimmung	153
2. Konkretisierungen	154
a. Transaktionsverständnis und Verkehrsübung	154
aa. Thematisierung	154
bb. Problematisierung	155
cc. Konsequenzen	156
b. Beispiel: Rechtswahl	157
aa. <i>Rechtswahl im Kontext der Transaktion</i>	157
aaa. <i>Zulässigkeit und Problematik</i>	157
bbb. <i>Würdigung</i>	158
bb. <i>Konfliktlösende Entscheidungsregel</i>	161
cc. <i>Auslegungsvariante 1</i>	161
aaa. <i>Ausdrückliche Regelung</i>	161
bbb. <i>Vorgehen bei Regelungslücken</i>	161
ccc. <i>Konsequenzen</i>	163
dd. <i>Auslegungsvariante 2</i>	164
c. Beispiel: Reorganisation	165
aa. <i>Klauselmechanismus</i>	165
aaa. <i>Beschreibung</i>	165
bbb. <i>Beurteilung</i>	165
bb. <i>Auslegungsvariante 1</i>	167
aaa. <i>Entscheidungsregel</i>	167
bbb. <i>Handlungsbedarf für die emittierende Bank</i>	168
ccc. <i>Konsequenzen</i>	169
cc. <i>Auslegungsvariante 2</i>	169
dd. <i>Auslegungsvariante 3</i>	170
ee. <i>Konsequenzen</i>	171
ff. <i>Ergebnis</i>	172
<b>§ 11 Ergebniskontrolle</b>	173
I. Ergebnis	173

<b>II. Kontrolle</b>	173
1. Folgenorientierung	173
a. Privatautonomie	174
aa. <i>Idealtypische Entscheidungsregel und Privatautonomie</i>	174
bb. <i>Indirekte Form bürgerlicher Autonomie</i>	174
b. Kohärenz mit der Wirtschaftsordnung	175
aa. <i>Einleitung</i>	175
bb. <i>Wertungskonformität</i>	176
2. Praktikabilität und Vernünftigkeit	177

## 5. Teil: Besondere Auslegungsregeln

<b>§ 12 Die Ungewöhnlichkeitsregel</b>	181
I. Anwendungsbereich	181
1. Allgemeines	181
2. Beurteilung durch die Doktrin	181
II. Anwendung auf Anleihebedingungen	182
1. Meinungsstand	182
a. Schweizerische Doktrin	182
b. Deutsche Doktrin	183
c. US-amerikanische Doktrin	185
2. Stellungnahme	185
a. Ausgangslage	185
aa. <i>Instrument der Machtkontrolle</i>	185
bb. <i>Keine Gefahr missbräuchlicher Ausnutzung</i>	185
b. Konsenskontrolle	186
c. Ungewöhnlichkeitskontrolle	186
aa. <i>Gerichtsstandsklausel</i>	186
bb. <i>Allgemeine Anwendung</i>	187
d. Inhaltskontrolle	188
aa. <i>Öffentliche Ordnung als Massstab</i>	188
bb. <i>Konkretisierung</i>	189
aaa. <i>Wertungsmassstab</i>	189
bbb. <i>Problematisierung</i>	189
ccc. <i>Beispiel: Eingriff in die Gläubigerrechte</i>	190

<b>§ 13 Die Unklarheitenregel</b>	192
I. Anwendungsbereich	192
1. Allgemeines	192
2. Beurteilung durch die Doktrin	192
II. Anwendung auf Anleihsbedingungen	193
1. Meinungsstand	193
a. Schweizerische Doktrin	193
b. Deutsche Doktrin	193
c. US-amerikanische Doktrin	194
2. Stellungnahme	195
a. Legitimation	195
b. Auslegung und Unklarheitenregel	195
<i>aa. Abgrenzung</i>	195
<i>bb. Würdigung</i>	196
<i>cc. Konsequenzen</i>	197
c. Möglichkeit der ergänzenden Vertragsauslegung	197
<i>aa. Bedeutung der ergänzenden Vertragsauslegung</i>	197
<i>aaa. Orientierung am vertraglichen Gleichgewicht</i>	197
<i>bbb. Würdigung</i>	198
<i>bb. Relevanz ökonomischer Argumentation?</i>	199
d. Grenzen der ergänzenden Vertragsauslegung	201
<i>aa. Bei objektiv wesentlichen Vertragspunkten</i>	201
<i>bb. Bei subjektiv wesentlichen Vertragspunkten</i>	201
<i>cc. Konsequenzen</i>	202

## **6. Teil: Die relevante Vertragsgrundlage**

<b>§ 14 Geltungsprobleme der Anleihsbedingungen</b>	205
I. Einleitung	205
II. Umfang der Prospektpflicht	205
1. Gesetzliche Grundlage	205
2. Meinungsstand	205
3. Praxis	206

4. Stellungnahme	207
a. Gesetzeswortlaut	207
b. Prospektinhalt als entscheidungsrelevante Information	207
<i>aa. Verständnismassstab</i>	207
<i>bb. Konsequenzen</i>	207
5. Exkurs: Zusätzliche Erläuterungspflichten	208
<b>III. Prospektpflicht und Konsensbildung</b>	209
1. Ausgangslage	209
2. Problemstellung	210
3. Stellungnahme	210
a. Rechtstechnische Argumentation	210
b. Wertbezogene Argumentation	211
<i>aa. Machtlage als Kriterium</i>	211
<i>bb. Bestimmungsversuch</i>	211
<i>cc. Das Verhältnis von Vertragsgrundlage und Prospektpflicht</i>	212
4. Ergebnis	213
<b>IV. Verbindlichkeit und wertpapierrechtliche Verbriefung</b>	214
1. Allgemeines	214
2. Meinungsstand	214
a. Die herkömmliche Auffassung	214
b. Die Auffassung von ZOBL	215
c. Die Auffassung von VON BALLMOOS	216
3. Stellungnahme	217
a. Einredeordnung als flexibles System	217
b. Die Einredeordnung am Beispiel der Aktiengesellschaft	217
c. Anwendung auf Anleihsbedingungen	218
<i>aa. Vorbemerkung</i>	218
<i>bb. Gesetzliche Grundlagen</i>	218
<i>cc. Historische Entwicklung</i>	219
<i>dd. Beurteilung</i>	220
<i>ee. Konsequenzen</i>	221
<b>V. Zusammenfassung und Ergebnisse</b>	223