

Schriften zum Gesellschafts-,  
Bank- und Kapitalmarktrecht

83

Sandra Kühn

# Barabfindungsklauseln in Wandelanleihebedingungen

Rechtsnatur und Wirksamkeit unter besonderer  
Berücksichtigung des AGB- und Übernahmerechts



**Nomos**

Schriften zum Gesellschafts-,  
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 83

Sandra Kühn

# Barabfindungsklauseln in Wandelanleihebedingungen

Rechtsnatur und Wirksamkeit unter besonderer  
Berücksichtigung des AGB- und Übernahmerechts



**Nomos**

Dekan und Berichterstatter: Prof. Dr. Matthias Casper  
Berichterstatter: Prof. Dr. Ingo Saenger  
Tag des Kolloquiums: 7. Juli 2020

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

Zugl.: Münster (Westf.), Univ., Diss. der Rechtswissenschaftlichen Fakultät, 2020

ISBN 978-3-8487-7711-2 (Print)

ISBN 978-3-7489-2104-2 (ePDF)



Onlineversion  
Nomos eLibrary

## D6

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

*Meiner Familie*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2020 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster als Dissertation angenommen. Sie entstand während meiner Tätigkeit am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht. Rechtsprechung und Literatur wurden bis August 2020 berücksichtigt.

Außerordentlicher Dank gebührt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Matthias Casper, der diese Arbeit nicht nur angeregt, sondern ihre Fertigstellung nach Kräften gefördert hat. Dabei ließ er mir einerseits vertrauensvoll großen wissenschaftlichen Freiraum, stand mir andererseits aber bei Diskussionsbedarf stets prompt und engagiert zur Seite. Die sechsjährige Tätigkeit an seinem Lehrstuhl – zunächst als studentische Hilfskraft und anschließend als wissenschaftliche Mitarbeiterin – hat mein Studium in Münster entscheidend geprägt und wird mir allzeit in bester Erinnerung bleiben. Dazu haben auch meine Kollegen Kirsten Krug, Zinnia Palm, Felix Kunst, Julius Balan, Max Grieger und Bastian Stromann beigetragen, die nicht nur für fachliche Diskussionen zu begeistern waren, sondern die Zeit insbesondere persönlich bereichert haben.

Herrn Prof. Dr. Ingo Saenger danke ich herzlich für die äußerst rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Für den wertvollen Austausch über die Bilanzierung nach IFRS gilt mein Dank ferner Herrn Prof. Dr. Bernd Stibi vom Institut der Wirtschaftsprüfer. Besonders gedankt sei auch Herrn Prof. Dr. Timo Fest, der mir das Manuskript seiner Habilitationsschrift „Anleihebedingungen – Rechtssicherheit trotz Inhaltskontrolle“ (Stand: 2017) freundlicherweise vorab überlassen hat.

Für die Gewährung eines Druckkostenzuschusses möchte ich außerdem dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband der Deutschen Wissenschaft meinen Dank aussprechen.

*Vorwort*

Schließlich möchte ich Hanna Hoffmann, Kirsten Krug, Julius Balan, Felix Kunst und Thomas Pollmann herzlich danken, die sich mit großem Engagement der mühevollen Aufgabe des Korrekturlesens angenommen haben. Gleiches gilt für meine Eltern Dietlind Eisenhut-Kühn und Jörg Kühn sowie meine Schwester Katja Kühn, die darüber hinaus meinen bisherigen Lebensweg ebenso wie meine Großeltern mit uneingeschränktem Zuspruch begleitet und mir ohne Zögern jegliche erdenkliche Unterstützung haben zukommen lassen. Ihnen ist diese Arbeit in Liebe und Dankbarkeit gewidmet.

## Inhaltsübersicht

Abbildungsverzeichnis	25
Tabellenverzeichnis	27
Abkürzungsverzeichnis	29
Teil 1: Grundlagen	31
§ 1 Einleitung	31
§ 2 Terminologie	35
§ 3 Historische und rechtstatsächliche Entwicklung von Wandelschuldverschreibungen	41
§ 4 Wirtschaftliche Hintergründe	43
§ 5 Rechtsgrundlagen	52
Teil 2: Funktion und rechtstatsächliche Ausgestaltung von Barabfindungsklauseln	59
§ 6 Terminologie	59
§ 7 Funktionsweise	61
§ 8 Rechtstatsächliche Untersuchung	65
Teil 3: Rechtsnatur von Barabfindungsklauseln	132
§ 9 Vorbemerkungen	132
§ 10 Das Wandlungsrecht bei Wandelanleihen ohne Barabfindungsklausel	134
§ 11 Ungebundene Barabfindungsklauseln	158
§ 12 Gebundene Barabfindungsklauseln	194
§ 13 Abweichende Beurteilung bei Barabfindungsklauseln mit Kündigungsrecht	232
§ 14 Wandelanleihen mit Barabfindungsklauseln als Derivat	234
§ 15 Zusammenfassung der Rechtsnatur von Barabfindungsklauseln	238

*Inhaltsübersicht*

Teil 4: AGB-rechtliche Zulässigkeit von Barabfindungsklauseln	240
§ 16 Anwendbarkeit der §§ 305 ff. BGB auf Anleihebedingungen	240
§ 17 Einbeziehungskontrolle	267
§ 18 Auslegung	271
§ 19 Inhaltskontrolle von Barabfindungsklauseln	274
§ 20 Zusammenfassung der AGB-rechtlichen Zulässigkeit von Barabfindungsklauseln	320
Teil 5: Übernahmerechtliche Fragestellungen im Zusammenhang mit Barabfindungsklauseln	322
§ 21 Wirtschaftliche und rechtliche Grundlagen des Übernahmerechts	322
§ 22 Zulässigkeit von Barabfindungsklauseln im Hinblick auf das Verhinderungsverbot (§ 33 WpÜG)	324
§ 23 Auswirkungen auf die Prüfung ungebundener Barabfindungsklauseln nach § 308 Nr. 4 BGB	385
§ 24 Zusammenfassung der übernahmerechtlichen Zulässigkeit von Barabfindungsklauseln	388
Teil 6: Konkrete Ausgestaltung der Barabfindungsklausel in den Anleihebedingungen	390
§ 25 Überlegungen zur Ausgestaltung von Barabfindungsklauseln anhand der bisher gewonnenen Erkenntnisse	390
§ 26 Formulierungsvorschläge	399
Teil 7: Schluss	407
§ 27 Rechtspolitischer Ausblick	407
§ 28 Zusammenfassung der Ergebnisse	411
Literaturverzeichnis	427
Stichwortverzeichnis	451

## Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	25
Tabellenverzeichnis	27
Abkürzungsverzeichnis	29
Teil 1: Grundlagen	31
§ 1 Einleitung	31
I. Untersuchungsgegenstand	31
II. Gang der Untersuchung	33
§ 2 Terminologie	35
I. Wandelanleihe	35
II. Sonderformen der Wandelanleihe	38
1. Pflichtwandelanleihe	38
2. Contingent Convertible Bonds (CoCo-Bonds)	39
3. Umgekehrte Wandelanleihe	40
§ 3 Historische und rechtstatsächliche Entwicklung von Wandelschuldverschreibungen	41
§ 4 Wirtschaftliche Hintergründe	43
I. Mezzanines Finanzinstrument	43
II. Bilanzierung	45
III. Vorteile von Wandelanleihen	46
1. Emittentenmotivation	47
2. Anlegermotivation	49
§ 5 Rechtsgrundlagen	52
I. Schuldverschreibungsrecht	52
II. Aktienrecht	55
Teil 2: Funktion und rechtstatsächliche Ausgestaltung von Barabfindungsklauseln	59
§ 6 Terminologie	59
I. Begriffsbestimmung	59

*Inhaltsverzeichnis*

II. Hintergründe der vertragsgestalterischen Praxis	60
§ 7 Funktionsweise	61
I. Ermittlung des Barausgleichs	61
II. Unterschiede zu umgekehrten Wandelanleihen	62
III. Wandelanleihen mit Barabfindungsklausel im Anwendungsbereich des § 221 AktG	63
§ 8 Rechtstatsächliche Untersuchung	65
I. Einleitung	65
1. Zum Zweck einer vorgeschalteten rechtstatsächlichen Analyse	65
2. Zur Typenbildung	66
a. Definition: Typus	66
b. Kriterien für die Typenbildung	67
3. Vorgehensweise	67
II. Übersicht über die untersuchten Wandelanleihen	67
III. Auslegung der untersuchten Anleihebedingungen	71
IV. Anwendungsberechtigung	72
1. Ungebundene Barabfindungsklauseln	73
a. Grundsätzliche Formulierung	73
b. Vorbehalt: Anforderungen nach deutschem Gesellschaftsrecht	74
2. Gebundene Barabfindungsklauseln	75
a. Unterschiedliche Voraussetzungen für die Barzahlung	75
b. Unterschiedliche Absicherung der Wandlungsrechte	77
c. Vorbehalt: Anforderungen nach deutschem Gesellschaftsrecht	80
3. Befristete Barabfindungsklauseln in der Übernahmesituation	81
4. Kündigungsrecht bei Anwendung der Barabfindungsklauseln	88
5. Zwischenergebnis	92
a. Typenbildung	92
b. Rechtstatsächliche Häufigkeit	93
aa. Befund	93
bb. Gründe	93
V. Rechtscharakter der Barzahlung	100
1. Berechtigungsformulierungen	100

2. Verpflichtungsformulierungen	102
3. Anspruchsformulierungen	104
4. Zwischenergebnis	105
VI. Anwendungsmodalitäten	106
1. Wandlungs-/Ausübungstag	106
2. Benachrichtigungstag	107
a. Zeitfenster nach Wandlungserklärung	107
b. Nach Kenntniserlangung	108
c. Funktion der Benachrichtigung	109
3. Berechnung	110
a. Berechnungsmodus	110
aa. Berechnungszeitraum	110
bb. Referenzzeitraum	112
b. Beginn und Ende des Berechnungszeitraums	115
aa. Vorwärtsgerichtet	115
(1) Beginn nach der Benachrichtigung	115
(2) Beginn nach der Wandlungserklärung	117
bb. Rückwärtsgerichtet	118
(1) Ende vor dem Benachrichtigungstag	118
(2) Ende am Wandlungstag	120
c. Länge des Berechnungszeitraums	120
4. Dauer bis zum Erhalt der Gegenleistung	121
a. Befund	121
b. Fälligkeitsbeginn: Ende des Berechnungszeitraums	121
c. Fälligkeitsbeginn: Ausübungstag	123
d. Tabellarische Übersicht	123
5. Typenbildung hinsichtlich der Anwendungsmodalitäten	125
VII. Ergebnis der rechtstatsächlichen Untersuchung	126
Teil 3: Rechtsnatur von Barabfindungsklauseln	132
§ 9 Vorbemerkungen	132
I. Notwendigkeit einer Einordnung	132
II. Gang der Untersuchung	133

*Inhaltsverzeichnis*

§ 10 Das Wandlungsrecht bei Wandelanleihen ohne Barabfindungsklausel	134
I. Bedingte Kapitalerhöhung, §§ 192 ff. AktG	134
1. Vorteile der bedingten Kapitalerhöhung	134
2. Ausübung des Umtauschrechts	135
3. Abschluss des Zeichnungsvertrages	137
a. Dogmatische Ausgestaltung	138
aa. Vorüberlegungen zu einem möglichen Angebot in den Anleihebedingungen	139
bb. Festofferte und Angebotsvertrag	144
cc. Optionsrecht	145
dd. Einordnung	146
b. Geringe Relevanz dieser Einordnung	147
II. Genehmigte Kapitalerhöhung, §§ 202 ff. AktG	147
1. Nachteile der genehmigten Kapitalerhöhung	147
2. Konsequenzen für den Wandlungsprozess	149
III. Ordentliche Kapitalerhöhung	149
IV. Eigene Aktien	150
1. Einschränkungen bei der Absicherung durch eigene Aktien	150
2. Konsequenzen für den Wandlungsprozess	151
V. Kumulative Absicherung	152
1. Absicherung durch bedingtes und genehmigtes Kapital	152
2. Absicherung durch bedingtes oder genehmigtes Kapital und eigene Aktien	153
§ 11 Ungebundene Barabfindungsklauseln	158
I. Beeinflussung des Wandlungsrechts durch Existenz einer ungebundenen Barabfindungsklausel	158
1. Zeichnungsvertragsabschluss bei Wandelanleihen mit (ungebundener) Barabfindungsklausel	158
2. Bedingter Zeichnungsvertrag	160
a. Aufschiebende Bedingung	160
b. Auflösende Bedingung	161
3. Wahlschuld	162
4. Leistungsbestimmungsrecht	164
5. Elektive Konkurrenz	164

II. Änderung der Leistungspflicht	165
1. Ersetzungsbefugnis als Leistung an Erfüllungsgestattung	166
2. Ersetzungsbefugnis als Schuldänderungsbefugnis	168
a. Gestaltungsrecht	168
b. Nähe zur unselbstständigen Optionsklausel	169
3. Vermengung beider Rechtsinstitute	169
4. Stellungnahme	171
5. Ergebnis	173
III. Einordnung ungebundener Barabfindungsklauseln	173
1. Vorgehensweise	173
2. Folgen für die Leistungspflicht der Emittentin	174
3. Bedingungsfeindlichkeit von Gestaltungsrechten	175
4. Ius variandi	176
a. Rechtliche Ausgangslage	176
aa. Schuldänderungsbefugnis	176
bb. Ersetzungsbefugnis	177
cc. Rückschlüsse aus den Anleihebedingungen	177
b. Parteiinteressen	178
aa. Emittentin	178
(1) Aktiendefizit	178
(2) Strategische Gründe	180
(3) Kostenoptimierung und Kurspflege	180
(4) Spekulation	181
(5) Zwischenergebnis	183
bb. Anleihegläubiger	183
5. Verzug	184
a. Subsumtion unter die Voraussetzungen des Verzugsschadensersatzes	185
b. Einordnung als Ersetzungsbefugnis	185
c. Einordnung als Schuldänderungsbefugnis	186
aa. Ausübung eines möglichen Gestaltungsrechts	186
bb. Präventive Wirkung der Schuldänderungsbefugnis	188

*Inhaltsverzeichnis*

6. Schadensersatz statt der Leistung	189
a. Subsumtion unter die Voraussetzungen des Schadensersatzes statt der Leistung	189
b. Folgen für die Einordnung als Ersetzungsbefugnis	191
7. Korporationsrechtliche Besonderheiten	191
8. Spezifizierung: Änderung oder Aufhebung der Leistungspflicht?	193
9. Ergebnis	194
§ 12 Gebundene Barabfindungsklauseln	194
I. Ansprüche des Anleihegläubigers einer Wandelanleihe ohne Barabfindungsklausel bei Unmöglichkeit der Aktienlieferung	195
1. Schadensersatzanspruch aus dem Optionsvertrag	195
2. Schadensersatzanspruch aus dem Zeichnungsvertrag	196
a. Entstehung der primären Leistungspflicht	196
aa. Bei Absicherung durch bedingtes Kapital	196
(1) Keine Geltung des § 187 Abs. 2 AktG	197
(2) Rechtslage bei Geltung des § 197 S. 2 AktG	199
(aa) Fehlen eines Kapitalerhöhungsbeschlusses	200
(bb) Anfechtbarkeit und Nichtigkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses	201
(cc) Pflichtwidrige Aktienaussgabe an Dritte	203
(dd) Kapitalerhöhungsbeschluss bleibt hinter benötigtem Aktienvolumen zurück	204
(3) Anwendbarkeit des § 197 S. 2 AktG	206
(4) Dogmatische Verankerung	207
(aa) Keine Erfüllungs-, aber Sekundäransprüche	207
(bb) § 221 AktG als lex specialis zu § 197 S. 2 AktG	208

(cc) Erfüllungs- und Sekundäransprüche bei Wandlungsrechten	209
bb. Bei Absicherung durch genehmigtes Kapital	212
b. Voraussetzungen für die Unmöglichkeit	214
aa. Bei Absicherung durch eine bedingte Kapitalerhöhung	214
bb. Bei zusätzlicher Absicherung durch eine genehmigte Kapitalerhöhung	217
cc. Bei zusätzlicher Absicherung durch die Lieferung eigener Aktien	217
3. Darüber hinausgehende Pflichtverletzung?	218
4. Vertretenmüssen	219
5. Umfang des Schadensersatzanspruchs	220
II. Zum Konkurrenzverhältnis von Schadensersatzansprüchen und Barabfindungsklausel	222
III. Einordnung gebundener Barabfindungsklauseln	222
1. Schuldauhebungsbefugnis	222
2. Pauschalierter Schadensersatzanspruch	224
3. Vertragsstrafe	226
4. Garantie	227
5. Abstraktes Schuldversprechen	229
6. Ergebnis	231
§ 13 Abweichende Beurteilung bei Barabfindungsklauseln mit Kündigungsrecht	232
I. Kein bestehendes Anleiheverhältnis	232
II. Lösungsmöglichkeit	233
§ 14 Wandelanleihen mit Barabfindungsklauseln als Derivat	234
§ 15 Zusammenfassung der Rechtsnatur von Barabfindungsklauseln	238
Teil 4: AGB-rechtliche Zulässigkeit von Barabfindungsklauseln	240
§ 16 Anwendbarkeit der §§ 305 ff. BGB auf Anleihebedingungen	240
I. Sperrwirkung des SchVG	240

*Inhaltsverzeichnis*

II. Anleihebedingungen als AGB i.S.d. Definition des § 305 Abs. 1 S. 1 BGB	242
1. Gesetzesbegründung zum AGBG	242
2. Gesetzesbegründung zum SchVG	243
3. Rechtsprechung	243
4. Platzierungsarten	244
5. Vertragsbedingungen	246
6. Weitere Probleme bei mittelbarer Platzierung	247
a. Vielzahl von Verträgen	247
b. Im Einzelnen ausgehandelt, § 305 Abs. 1 S. 3 BGB	249
c. Stellen bei Vertragsschluss oder die Problematik um die nur derivativen Rechtsbeziehungen	250
aa. Umgehung i.S.d. § 306a BGB	251
bb. Teleologische Reduktion des Merkmals „Vertragsbedingungen“	251
cc. Teleologische Auslegung der Voraussetzung des „Stellens“	252
dd. Stellungnahme	253
7. Zwischenergebnis	257
III. Bereichsausnahme nach § 310 Abs. 4 S. 1 BGB	257
1. Verträge auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts	257
2. Ungeschriebene Bereichsausnahme	260
a. Spezialität der kapitalmarktrechtlichen Informationsvorschriften	260
b. Inkongruenz von Verbraucher- und Anlegerschutz	262
c. Negative Auswirkungen auf die Fungibilität der Wertpapiere	263
d. Kein Schutzbedürfnis wegen funktionierenden Klauselwettbewerbs	264
§ 17 Einbeziehungskontrolle	267
§ 18 Auslegung	271
§ 19 Inhaltskontrolle von Barabfindungsklauseln	274
I. Kontrollmaßstab: § 307 Abs. 3 BGB	274
1. Umfassende Kontrollfreiheit nach § 307 Abs. 3 BGB	274

2. Kontrollfreiheit wegen §§ 5–21 SchVG	276
3. § 307 BGB und das gesetzliche Leitbild	277
a. §§ 793 ff. BGB und SchVG	277
b. § 221 AktG	278
c. §§ 488 ff. BGB	278
d. Allgemein anerkannte Rechtsgrundsätze und Richterrecht	281
II. Maßstab der Inhaltskontrolle	281
III. Ungebundene Barabfindungsklauseln	284
1. Verstoß gegen § 308 Nr. 4 BGB	284
a. Leistungsänderung oder -abweichung	285
b. Zumutbarkeit der Leistungsabweichung	286
aa. Interessen des Anlegers	287
(1) Änderung der Hauptleistung	287
(aa) Verhinderung von Vermögenseinbußen durch Bildung des arithmetischen Mittels	288
(bb) Erhaltung künftiger Gewinnchancen durch einen Deckungskauf	288
(cc) Keine „unterschlagnene Dividende“	289
(2) Berechtigte Erwartung des Aktienerwerbs	291
bb. Interessen der Gesellschaft	293
(1) Absicherung gegenüber Schadensersatzansprüchen	293
(2) Kostenoptimierung	294
(3) Kurspflege	295
(4) Eigenkapitalstrategische Maßnahme	296
cc. Erkennbarkeit der Leistungsänderung	298
2. Verstoß gegen § 307 Abs. 1 S. 1 BGB	302
3. Zulässigkeit bei abweichender Klauselgestaltung	302
IV. Gebundene Barabfindungsklauseln	304
1. Unwirksamkeit nach § 309 Nr. 5 BGB	304
2. Unwirksamkeit nach § 309 Nr. 7 b) BGB	305
3. Unwirksamkeit nach § 308 Nr. 4 BGB	306
a. Erkennbarkeit der Leistungsänderung	306

*Inhaltsverzeichnis*

b. Interessenabwägung	308
V. Befristete Barabfindungsklauseln in der Übernahmesituation	310
1. Zusätzliche Ausübungsregelungen und ihre Bedeutung	310
2. Inhaltliche Ungebundenheit der Klausel	310
3. Interessenabwägung	311
a. Interessen der Gesellschaft	311
b. Berücksichtigung des § 33 WpÜG	313
VI. Barabfindungsklauseln mit Kündigungsrecht	313
1. Auslegung der Klausel	314
2. Verstoß gegen § 3 SchVG	316
a. Zur vorrangigen Anwendbarkeit des § 3 SchVG	316
b. Maßstab des § 3 SchVG	317
3. Rechtsfolge	318
§ 20 Zusammenfassung der AGB-rechtlichen Zulässigkeit von Barabfindungsklauseln	320
Teil 5: Übernahmerechtliche Fragestellungen im Zusammenhang mit Barabfindungsklauseln	322
§ 21 Wirtschaftliche und rechtliche Grundlagen des Übernahmerechts	322
I. Der Übernahmemarkt	322
II. Grundstrukturen des Übernahmerechts	323
§ 22 Zulässigkeit von Barabfindungsklauseln im Hinblick auf das Verhinderungsverbot (§ 33 WpÜG)	324
I. Grundlagen zum § 33 WpÜG	325
1. Entwicklung und Normzweck	325
2. Skizzenhafte Chronik des „Übernahmepokers“ Deutsche Wohnen AG vs. Vonovia SE	327
3. Skizze des Verbotstatbestandes	329
a. Zeitliche Dimension	330
b. Sachliche Dimension	330
II. Aufnahme einer Barzahlungsoption in die Anleihebedingungen	334
III. Anündigung der Ausübung einer Barzahlungsoption	335

IV. Ausübung einer Barzahlungsoption	338
1. Einfluss von Wandelanleihen auf den Erfolg eines Übernahmeangebots	338
a. Differenzierung nach Erwerbsgegenstand: Wandelanleihen und infolge Wandlung entstandene Aktien	339
b. Differenzierung nach Ausgestaltung der Wandlungserklärung	342
aa. Bedingte Wandlungserklärung bei Vorliegen eines freiwilligen Übernahmeangebots	342
(1) Annahmeeeignis tritt nicht ein	342
(2) Annahmeeeignis tritt ein	343
(aa) Junge Aktien	343
(bb) Bestehende Aktien	344
(cc) Keine Auswirkung auf den „Erfolg des Übernahmeangebots“	344
(α) Stichtag: Letzter Tag der einfachen Annahmefrist i.S.v. § 16 Abs. 1 S. 1 WpÜG	345
(β) Reichweite des Schutzzwecks des § 33 WpÜG	346
(3) Zwischenergebnis	348
bb. Gewöhnliche Wandlungserklärung nach Eintritt eines Kontrollwechsels	348
(1) Einfluss der durch Wandlung entstehenden Aktien auf das Erreichen der Kontrollschwelle	349
(2) Einfluss der durch Wandlung entstehenden Aktien auf das Erreichen der Mindestannahmequote	350
cc. Gewöhnliche Wandlungserklärung bei Vorliegen eines freiwilligen Übernahmeangebots	350
(1) Geltung der allgemeinen Regelung	351

(2) Konkurrenzverhältnis zwischen gewöhnlicher und bedingter Wandlungserklärung	352
c. Zusammenfassung der bisherigen Ergebnisse	354
d. Abweichende Ergebnisse durch die Bestimmungen der Angebotsunterlage	355
aa. Zwei entscheidende Regelungen	355
bb. Rechtmäßigkeit dieser Regelungen	357
e. Ergebnis und weiteres Vorgehen	360
2. Objektive Verhinderungseignung als Reaktion auf eine vor Überschreitung der Mindestannahmeschwelle erfolgende Wandlungserklärung	360
aa. Erhöhung der Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien	361
bb. Reduktion der für den Bieter erreichbaren Aktien	362
b. Einordnung der Barabfindungsklausel	363
c. Verhinderungseignung bei Entzug einer hypothetischen Chance	365
3. Objektive Verhinderungseignung, wenn nach der Angebotsunterlage die erst durch Wandlung entstehenden Aktien bei der Berechnung der Mindestannahmeschwelle zu berücksichtigen sind	371
4. Ausnahmen vom Verhinderungsverbot	372
a. Ausnahme nach § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 1 WpÜG	372
b. Ausnahme nach § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 2 WpÜG	374
c. Ausnahme nach § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 3 WpÜG	374
aa. Verfassungsmäßigkeit	374
bb. Anforderungen an die Aufsichtsratszustimmung	376
(1) Qualifiziertes Unternehmensinteresse?	376
(2) Bestimmung des Unternehmensinteresses	378

(3) Berücksichtigung des Aktionärsinteresses?	380
cc. Interessenabwägung	381
V. Abweichende Beurteilung bei gebundenen Barabfindungsklauseln	383
VI. Rückschlüsse für die Absichtserklärung	383
§ 23 Auswirkungen auf die Prüfung ungebundener Barabfindungsklauseln nach § 308 Nr. 4 BGB	385
I. Unterschiedliche Bezugspunkte im Rahmen der Interessenabwägung	385
II. Die Anlegerinteressen	386
III. Abwägung gegen das Änderungsinteresse	387
§ 24 Zusammenfassung der übernahmerechtlichen Zulässigkeit von Barabfindungsklauseln	388
Teil 6: Konkrete Ausgestaltung der Barabfindungsklausel in den Anleihebedingungen	390
§ 25 Überlegungen zur Ausgestaltung von Barabfindungsklauseln anhand der bisher gewonnenen Erkenntnisse	390
I. Berechnungszeitraum	390
II. Länge des Berechnungszeitraums	391
III. Vorwärts- vs. rückwärtsgerichtete Berechnung	392
IV. Beginn des Berechnungszeitraums	395
V. Fälligkeit der Barabfindung	396
VI. Gleichbehandlung der Anleihegläubiger	396
VII. Kündigungsrecht	397
1. Gebundene Barabfindungsklauseln	397
2. Barzahlungsoptionen	398
VIII. Formales	399
§ 26 Formulierungsvorschläge	399
I. Gebundene Barabfindungsklausel	399
II. Barzahlungsoptionen	401
III. Barabfindungsklauseln in der Übernahmesituation	403
IV. Zusammenfassung	405
V. Zum Umgang mit diesen Formulierungsvorschlägen	406

*Inhaltsverzeichnis*

Teil 7: Schluss	407
§ 27 Rechtspolitischer Ausblick	407
§ 28 Zusammenfassung der Ergebnisse	411
I. Wandelanleihen als Finanzierungsinstrumente	411
II. Definition und Typen von Barabfindungsklauseln	411
III. Rechtsnatur	413
IV. AGB-Recht	417
V. Übernahmerecht	421
VI. Konkrete Ausgestaltung von Barabfindungsklauseln	426
Literaturverzeichnis	427
Stichwortverzeichnis	451

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Funktionsweise einer Barabfindungsklausel	63
Abbildung 2: Anwendungsmodalitäten der Barabfindungsklausel nach den Musteranleihebedingungen von Herfs/Scholz, in: Hopt, Klaus J. (Hrsg.), Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts- und Bankrecht, 2013, II.E.6.2, § 8 (6) (a)	111
Abbildung 3: Anwendungsmodalitäten bei der Wandelschuldverschreibung 2013/2016 der Epigenomics AG	113
Abbildung 4: Anwendungsmodalitäten bei Barabfindungsklauseln mit vorwärtsgerichtetem, nach der Benachrichtigung beginnendem Berechnungszeitraum	116
Abbildung 5: Anwendungsmodalitäten bei der Wandelschuldverschreibung 2019 der adidas AG	117
Abbildung 6: Anwendungsmodalitäten bei Barabfindungsklauseln mit rückwärtsgerichtetem, am Benachrichtigungstag endendem Berechnungszeitraum	119
Abbildung 7: Anwendungsmodalitäten bei Barabfindungsklauseln mit rückwärtsgerichtetem, am Wandlungstag endendem Berechnungszeitraum	120
Abbildung 8: Hypothetischer Verlauf des Aktienkurses nach der Wandlung	182
Abbildung 9: Zeitlicher Ablauf bei bedingten Wandlungserklärungen	348



## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht über die untersuchten Wandelschuldverschreibungen	68
Tabelle 2: Maximaldauer vom Wandlungstag bis zum Erhalt der Gegenleistung	124
Tabelle 3: Ergebnisse der rechtstatsächlichen Untersuchung	128



## Abkürzungsverzeichnis

allgM	allgemeine Meinung
BAK	Barabfindungsklausel
i.E.	im Ergebnis
i.H.v.	in Höhe von
ISIN	International Securities Identification Number (= Internationale Wertpapierkennnummer)
l. Sp.	linke Spalte
r. Sp.	rechte Spalte
RefE	Referentenentwurf
Var.	Variante
WSV	Wandelschuldverschreibung
zit.	zitiert

Im Übrigen folgen die Abkürzungen *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 9. Auflage Berlin 2018.

