

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN

**DAS RICHTERLICHE VERBOT DER KREDITVERGABE
AN GESELLSCHAFTER UND SEINE FOLGEN**



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 20



**PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN**

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Andreas Cahn

**Das richterliche Verbot der Kreditvergabe
an Gesellschafter und seine Folgen**

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 20

Das richterrechtliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen

Anmerkungen zum Urteil des BGH vom 24. November 2003, II ZR 171/01

I. Problemstellung

Das Urteil des BGH vom 24. 11. 2003¹ verschärft das Recht der Kapitalerhaltung empfindlich. Der Leitsatz, „Kreditgewährungen an Gesellschafter, die nicht aus Rücklagen oder Gewinnvorträgen, sondern zu Lasten des gebundenen Vermögens der GmbH erfolgen, sind auch dann grundsätzlich als verbotene Auszahlung von Gesellschaftsvermögen zu bewerten, wenn der Rückzahlungsanspruch gegen den Gesellschafter im Einzelfall vollwertig sein sollte“ und die zugehörigen Urteilsgründe lassen erhebliche Auswirkungen nicht nur auf das Finanzierungsgebaren kleiner Gesellschaften, um die es in dem vom BGH entschiedenen Fall ging, sondern auch auf die Möglichkeiten der Innenfinanzierung großer Konzerne befürchten.

Namentlich cash pool Vereinbarungen, die üblicherweise zwischen Konzernunternehmen abgeschlossen werden, um durch die Bündelung und konzerninterne Umverteilung überschüssiger Liquidität die konzernweiten Finanzierungskosten und den Außenfinanzierungsbedarf der Unternehmensgruppe zu senken², werden durch die neue Entscheidung in Frage gestellt. Auch hier gewähren nämlich die angeschlossenen Gesellschaften durch Abführung ihrer nicht benötigten Liquidität auf das Zielkonto Darlehen an das herrschende Konzernunternehmen³. Dabei spielt es für die rechtliche Beurteilung keine Rolle, ob das herrschende Unternehmen selbst das Zielkonto unterhält oder zu diesem Zweck eine besondere Betreiber- oder Finanzierungsgesellschaft einschaltet. Da das herrschende Unternehmen die Einrichtung des cash pools und die damit verbundenen Mittelflüsse veranlasst, sind Auszahlungen an eine nicht mit dem herrschenden Unternehmen identische Inhaberin des Zielkontos so zu behandeln, als seien sie dem herrschenden Unternehmen zugeflossen und von diesem an die Betreibergesell-

¹ II ZR 171/01 Der Konzern 2004, ◆

² Die Höhe der Ersparnis entspricht dem konzernweiten Ausgleichsbetrag multipliziert mit der Differenz zwischen dem durchschnittlichen Soll- und Habenzins. Konzernweiter Ausgleichsbetrag ist dabei der Betrag, den die Konzernunternehmen mit Liquiditätsüberschuss den liquiditätsbedürftigen Unternehmen zur Verfügung stellen. Näher dazu *Wehlen* in: Lutter/Scheffler/Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, Rn. 23.28 f.; *Hormuth* Recht und Praxis des konzernweiten Cash Managements, 1998, S. 84.

³ Vgl. *U. H. Schneider* in: Lutter/Scheffler/Schneider (Fn. 2) Rn. 25.11 f.; *Eichholz*, Das Recht konzerninterner Darlehen, 1993, S. 43 f.; *Hormuth* (Fn. 2), S. 100 f.; *Makowski*, Cash-Management in Unternehmensgruppen, 2000, S. 48 ff.; *Zeidler*, Zentrales Cashmanagement in faktischen Aktienkonzernen - gesellschaftsrechtliche Probleme und Lösungen, 1999, S. 11; *Bayer*, FS Lutter, 2000, S. 1011, 1014 f.; *Cahn* ZHR 166 (2002), 278, 280; *Hellwig*, FS Peltzer, 2001, S. 163, 165; *Ränsch* in: The International Lawyer, Freundesgabe Döser, 1999, S. 557, 558, *Sieger/Hasselbach* BB 1999, 645 f.; a.A. wohl nur *Hommelhoff* WM 1984, 1105, 1106 und ihm folgend *Schmidsberger*, Eigenkapitalersatz im Konzern, 1996, S. 137, die Verträge eigener Art annehmen.

schaft weitergeleitet worden⁴, mithin als Darlehen an einen Gesellschafter. Wollte man bei täglichen Übertragungsvorgängen im Rahmen eines solchen cash pooling in jedem Fall sicherstellen, dass Darlehen niemals zu Lasten des gebundenen GmbH-Vermögens gewährt werden, würde dies einen Kontrollaufwand erfordern, der den wirtschaftlichen Nutzen des Verfahrens überwiegen könnte. Bei Verletzung des Kreditvergabeverbotes drohen indessen nicht nur die persönliche Haftung des Empfängers auf Rückgewähr und des auszahlenden Geschäftsführers auf Schadensersatz, sondern auch die strafrechtliche Haftung wegen Untreue⁵.

In Anbetracht der allgemein gehaltenen Begründung der Entscheidung stellt sich darüber hinaus die Frage, ob der Leitsatz der Entscheidung auch für die AG Geltung beanspruchen soll. Die Konsequenzen könnten hier deswegen noch dramatischer sein als im Recht der GmbH, weil die aktienrechtliche Kapitalerhaltung erheblich weiter geht. Während § 30 GmbHG nur Auszahlungen an Gesellschafter aus dem zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögen untersagt, ist nach § 57 AktG vor Auflösung der Gesellschaft jegliche Zuwendung an Aktionäre außerhalb der Verteilung des Bilanzgewinns verboten, selbst wenn sie aus Rücklagen oder Gewinnvorträgen finanziert werden könnte.

II. Die Begründung des richterrechtlichen Kreditvergabeverbots

1. Sachverhalt

Der für die vorliegende Fragestellung entscheidende Sachverhalt lässt sich mit wenigen Worten wiedergeben: Eine im Jahr 1990 gegründete GmbH gewährte im Jahr 1994, vertreten durch eine alleinvertretungsberechtigte Geschäftsführerin, deren Ehemann zwei Darlehen in Höhe von insgesamt 850.000 DM. Der Darlehensnehmer hatte sich bei der Gründung der Gesellschaft mit einem Geschäftsanteil von 45.000 DM am Stammkapital von 50.000 DM beteiligt, seinen Anteil aber sogleich treuhänderisch an seine Ehefrau abgetreten. Etwa zwei Monate nach Gewährung des zweiten Darlehens übertrug die Geschäftsführerin den Geschäftsanteil zurück auf ihren Ehemann, den Darlehensnehmer. Im Jahr 1997 wurde das Konkursverfahren über das Vermögen der GmbH eröffnet. Der Konkursverwalter nahm unter anderem den Darlehensnehmer auf Rückzahlung der offenen Darlehensschuld und die Geschäftsführerin auf Schadensersatz in Anspruch. Die Vorinstanzen hatten die Klage gegen die Geschäftsführerin abgewiesen. Der BGH hat das Berufungsurteil insoweit aufgehoben, weil entgegen der Auf-

⁴ Cahn, Kapitalerhaltung im Konzern, 1998, S. 243; Zeidler (Fn. 3), S. 105.

⁵ Vgl. etwa Schaal in Rowedder/Schmidt-Leithoff, GmbHG, 4. Aufl., 2002, Vor §§ 82-85 Rn. 23.

fassung des OLG ein Schadensersatzanspruch gegen die Geschäftsführerin möglicherweise begründet sei.

Ausgangspunkt für die Beurteilung ist die Frage, ob die Geschäftsführerin durch die Gewährung des Darlehens an ihren Ehemann ihre Pflichten verletzt hat. Das wäre zweifellos zu bejahen, wenn der Darlehensnehmer bereits zur Zeit der Darlehensgewährung erkennbar nicht kreditwürdig gewesen sein sollte⁶. Eine Haftung wegen Verletzung von Geschäftsführerpflichten wäre aber auch dann begründet, wenn der Darlehensnehmer nach Auszahlung der Valuta in Vermögensverfall geraten wäre und die Geschäftsführerin es dennoch versäumt hätte, Sicherheiten bestellen zu lassen oder das Darlehen zu kündigen. In beiden Fällen würde die Geschäftsführerin unabhängig davon haften, ob es sich bei dem Empfänger um einen Gesellschafter oder um einen Dritten gehandelt hätte.

Fehlende Kreditwürdigkeit oder erkennbarer Vermögensverfall des Darlehensnehmers waren indessen offenbar nicht festgestellt. Das Neue an der Entscheidung ist gerade, dass der BGH in der Gewährung eines Darlehens an einen Gesellschafter aus gebundenem Gesellschaftsvermögen auch dann eine Pflichtverletzung sieht, wenn der Rückzahlungsanspruch im Einzelfall vollwertig sein sollte.

Dem BGH ist zunächst insoweit zuzustimmen, als er den Darlehensnehmer trotz der treuhänderischen Übertragung seines Gesellschaftsanteils wie einen Gesellschafter behandelt. Die als Begründung angeführte Aussage, der Darlehensnehmer sei „als mittelbarer Gesellschafter zu behandeln“, ist allerdings nicht mehr als ein Schlagwort, das bestenfalls als Kurzformel für die maßgeblichen Wertungsgesichtspunkte dienen, ebenso gut aber auch zu unzutreffenden Folgerungen verleiten kann⁷ und daher besser vermieden werden sollte. Entscheidend ist, dass der Darlehensnehmer durch Weisungen gegenüber der Treuhänderin über die Ausübung der gesellschafterlichen Verwaltungsrechte entscheiden konnte und kraft des Treuhandverhältnisses Nutznießer der mit der Beteiligung verbundenen Vermögensrechte war. Unter diesen Umständen konnte er sich durch die Zwischenschaltung seiner Ehefrau als Gesellschafterin nicht der Anwendung der Regeln über die Vermögensbindung entziehen.

⁶ Vgl. etwa *H.P. Westermann* in Scholz, *GmbHG*, 9. Aufl., 2000, § 30 Rn. 25; *Goerdeler/Müller* in Hachenburg, *GmbHG*, 8. Aufl., 1992, § 30 Rn. 57; *Stimpel*, FS 100 Jahre GmbH-Gesetz, 1992, S. 335, 347, 349; *Fleck* JbFSStR 1984/85, 554; *Koppensteiner* ZHR 155 (1991), 97, 104; ebenso für das Aktienrecht *Lutter* in KölnKommAktG, 2. Aufl., 1988; § 57 Rn. 28; *Henze* in GroßkommAktG, 4. Aufl., 2001, § 57 Rn. 49; *Canaris*, FS Fischer, 1979, S. 31, 35 Fn. 12.

⁷ Vgl. dazu etwa *Cahn* (Fn. 4), S. 97 ff.

Zutreffend ist auch, dass sich aus der bewusst auf Geschäftsführer und andere Vertreter der GmbH beschränkten Vorschrift des § 43a GmbHG keine Beschränkung für die Vergabe von Darlehen der Gesellschaft an ihre Gesellschafter herleiten lässt⁸.

2. Die Begründung für das Kreditvergabeverbot: § 30 GmbHG als Regelung zum Schutz einer liquiden Haftungsmasse

Entscheidend ist damit die Frage, ob aus § 30 GmbHG das Verbot folgt, Darlehen aus dem zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögen an Gesellschafter auszureichen. Das ist bereits vor einigen Jahre im Schrifttum mit Argumenten vertreten worden, die der BGH sich nunmehr zu eigen gemacht hat und die daher genauere Betrachtung verdienen.

Eingangs sei nochmals hervorgehoben, dass es nicht etwa um die Frage geht, ob eine unzureichende Verzinsung oder die mangelnde Vollwertigkeit des Rückgewähranspruchs dazu führen, dass Darlehen an Gesellschafter eine unzulässige Auskehr von Gesellschaftsvermögen darstellen. Es besteht Einigkeit darüber, dass es unter diesen Voraussetzungen an einer gleichwertigen Gegenleistung des Gesellschafters fehlt und eine Darlehensgewährung aus gebundenem Vermögen gegen § 30 GmbHG verstößt⁹. Das Verbot der Darlehensgewährung aus gebundenem Vermögen soll vielmehr auch für angemessen verzinsten Kredite gelten, an deren vereinbarungsgemäßer Rückführung zur Zeit der Ausreichung des Darlehens kein Zweifel besteht.

Zur Begründung wird geltend gemacht, eine rein bilanzielle Betrachtungsweise, die eine Darlehensvergabe als ergebnisneutralen Aktivtausch beurteilt, werde der Bedeutung des § 30 Abs. 1 GmbHG nicht gerecht¹⁰. Es sei unter Vermögensschutzgesichtspunkten nicht dasselbe, ob die GmbH über liquide Mittel für eigene Zwecke jederzeit verfügen könne oder sie einem Gesellschafter überlasse und während des vereinbarten Zeitraumes lediglich Zinszahlungen erhalte¹¹. Aus Sicht der Gläubiger bedeute es einen erheblichen Unterschied, ob sie sich aus jederzeit verwertbaren Gegenständen des Gesellschaftsvermögens sofort befriedigen könnten oder stattdessen auf eine nicht fällige Forderung der Gesellschaft gegen ihren Gesellschafter

⁸ Vgl. etwa *Koppensteiner* in Rowedder/Schmidt-Leithoff (Fn. 5) § 43a Rn. 3; eingehend dazu *Cahn* (Fn. 4), S. 254 ff. mit zahlr. Nachw.

⁹ Vgl. die Nachweise in Fn. 6 sowie *Pentz* in Rowedder/Schmidt-Leithoff (Fn. 5) § 30 Rn. 34 und *Hueck/Fastrich* in Baumbach/Hueck, GmbHG, 17. Aufl., 2000, § 30 Rn. 16; *Heidinger* in Michalski/Römermann, GmbHG, 2002, § 30 Rn. 48.

¹⁰ BGH Der Konzern 2004, ◆; *Stimpel* FS 100 Jahre GmbHG, 1992, S. 335; 349.

¹¹ *Stimpel*, FS 100 Jahre GmbHG, 1992, S. 335; 349; *Kleffner*, Erhaltung des Stammkapitals und Haftung nach §§ 30, 31 GmbHG, 1994, S. 65 ff. für ungesicherte Darlehen.

angewiesen seien¹². Zudem lasse sich die Bonität des Darlehensnehmers allenfalls zur Zeit der Darlehensvergabe beurteilen, nicht aber für den entscheidenden Zeitpunkt der Fälligkeit des Rückgewähranspruchs prognostizieren¹³.

Das GmbHG messe dementsprechend im Rahmen des Kapitalaufbringungsrechts der Unterscheidung zwischen tatsächlicher Einzahlung und bloßer Schuld des Gesellschafters zentrale Bedeutung bei (§§ 7 Abs. 2, 19 Abs. 2 S.1 GmbHG). Auch ein Rückgewähranspruch nach § 31 GmbHG sei sofort fällig und dürfe weder gestundet noch in ein Darlehen umgewandelt werden¹⁴. Daran zeige sich, dass das Gesetz auch die zeitweilige Überlassung gebundenen Kapitals an einen Gesellschafter verhindern wolle. Ließe man Darlehen der Gesellschaft an ihre Gesellschafter aus gebundenem Vermögen zu, bestehe die Gefahr, dass das Stundungsverbot umgangen und verbotene Auszahlungen aus dem Stammkapital bilanzneutral als Darlehen verschleiert würden¹⁵.

Zeitverschobene schuldrechtliche Ansprüche seien nach § 30 GmbHG kein adäquater Ausgleich für Leistungen der GmbH¹⁶. Der Vermögensschutz durch § 30 GmbHG erschöpfe sich nicht in der Garantie einer bilanzmäßigen Rechnungsziffer, sondern gebiete die Erhaltung einer entsprechenden Haftungsmasse. Mit dem Ziel, der GmbH ein ihren Bestand schützendes Mindestbetriebsvermögen und ihren Gläubigern eine Befriedigungsreserve zu sichern, sei es nicht vereinbar, wenn die Gesellschafter der Gesellschaft reale Vermögenswerte im Austausch gegen zeitlich hinausgeschobene schuldrechtliche Rückzahlungsansprüche entziehen könnten. Da dem Kapitalabfluss eine nur rechnerische, nicht aber sofort realisierbare Forderung gegenüberstehe, sei aus diesen Gründen auch die Gewährung eines ordnungsgemäß verzinsten Darlehens an einen kreditwürdigen Gesellschafter mit § 30 GmbHG nicht zu vereinbaren¹⁷.

¹² BGH Der Konzern 2004, ◆; *Stimpel*, FS 100 Jahre GmbHG, 1992, S. 349 f., jeweils unter Hinweis auf BGHZ 81, 311, 320 f. "Sonnenring".

¹³ *Brockfeld*, Darlehen der AG und der GmbH an ihre Gesellschafter, 1987, S. 6 f.

¹⁴ *Stimpel*, FS 100 Jahre GmbHG, 1992, S. 335, 350 f.

¹⁵ BGH DER KONZERN 2004, 371, 373;

¹⁶ *Stimpel*, FS 100 Jahre GmbHG, 1992, S. 335, 352; zust. *Lutter/Hommelhoff*, GmbHG, 15. Aufl., 2000, § 30 Rn. 33; in diesem Sinne auch *Fleck* JbFStR 1984/85, 554; *Scholz-U.H. Schneider* § 43a Rn.62; *Kühbacher*, Darlehen an Konzernunternehmen, 1993, S.44 ff.; im Ergebnis auch *Joost* ZHR 148 (1984), 27, 33 Fn. 23; *Falkenstein*, Grenzen für die Entnahmerechte der GmbH-Gesellschafter, 1992, S.76 f. und tendenziell *Altmeppen* in *Roth/Altmeppen*, GmbHG, 4. Aufl., 2003, § 30 Rn. 93.

¹⁷ BGH Der Konzern 2004, ◆; *Stimpel*, FS 100 Jahre GmbHG, 1992, S. 335, 352; *Schön*, ZHR 159 (1995), 351, 361; *Kühbacher* (Fn. 16), S. 43 f.

Schließlich sei zu bedenken, dass durch die Gewährung von Darlehen an Gesellschafter aus gebundenem Gesellschaftsvermögen die im Gesetz angelegte „strukturelle Nachrangigkeit“ der Gläubiger des Gesellschafters gegenüber den Gesellschaftsgläubigern überspielt werde¹⁸: Vor der Darlehensgewährung hätten die Gläubiger des Gesellschafters nur im Wege der Verwertung seines Gesellschaftsanteils und damit im Rang nach den Gesellschaftsgläubigern auf die entsprechenden Mittel im Gesellschaftsvermögen zugreifen können. Demgegenüber erhielten sie durch die Auszahlung des Darlehens die Möglichkeit, sich vorrangig aus der Valuta zu befriedigen, während die Gesellschaftsgläubiger wegen der fehlenden Insolvenzfestigkeit des Rückgewähranspruchs der Gesellschaft aus § 31 GmbHG ihre privilegierte Stellung hinsichtlich dieses Teils des Gesellschaftsvermögens eingebüßt hätten¹⁹

III. Kritik

1. Liquiditätsschutz durch § 30 GmbHG?

Diese auf § 30 GmbHG gestützten Gründe für ein Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter tragen die daraus gezogene Folgerung nicht.

a) Inkonsequenz einer auf Kredite beschränkten Liquiditätsschutzregel

Es mag zwar zutreffen, dass es für eine GmbH, deren bilanzielles Nettovermögen nicht die Stammkapitalziffer erreicht, einen Unterschied macht, ob sie einem Gesellschafter die Darlehensvaluta überlässt oder mit diesen Mitteln anderweitig wirtschaftet. Mit dieser Begründung müsste man indessen einer GmbH bei Vorliegen einer Unterbilanz jeden Leistungsaustausch mit einem Gesellschafter untersagen, wenn dadurch flüssige Mittel gebunden werden. So entzieht etwa auch der Erwerb eines Gegenstandes des Anlagevermögens (zu einem angemessenen Preis) der Gesellschaft auf Dauer Liquidität, die sie ansonsten für andere Zwecke hätte verwenden können. Derartige Güter lassen sich häufig nicht oder jedenfalls nicht zum vollen Anschaffungspreis wieder veräußern²⁰. Ein solcher Erwerb verschlechtert daher auch die Befriedigungsmöglichkeiten der Gläubiger. Unter beiden Aspekten könnte sich eine verzinsliche Geldanlage in Form der Darlehensvergabe an einen Gesellschafter, die der Gesellschaft neben der Zinsforderung einen vollwertigen und u.U. kurzfristig fälligen Rückzahlungsanspruch gewährt, als vorteilhafter darstellen, zumal die Gesellschaft ihre Mittel ohnehin nicht in bar

¹⁸ Schön, ZHR 159 (1995), 351, 352, 361 im Anschluss an *U. H. Schneider* ZGR 1984, 497, 503.

¹⁹ Schön, ZHR 159 (1995), 351, 361; zust. BGH Der Konzern 2004, ♦.

²⁰ Vgl. die darauf gestützte Kritik am Konzept eines Gläubigerschutzes durch ein festes Kapital bei *Manning/Hanks*, *Legal Capital*, 3rd ed. 1990, S. 79.

vorzuhalten, sondern auch vor einer Kreditvergabe bei Dritten anzulegen pflegt, denen gegenüber sie auf schuldrechtliche Rückgewähransprüche verwiesen ist. Es ist also keineswegs gesagt, dass die Kreditgewährung an einen Gesellschafter geschäftspolitisch oder unter dem Gesichtspunkt der Gläubigersicherung notwendigerweise nachteiliger wäre als ein Leistungsaustausch mit sofort fälliger Gegenleistung, dessen Zulässigkeit nach § 30 GmbHG bei Angemessenheit der Konditionen nicht in Zweifel gezogen wird. Vor allem aber haben derartige Erwägungen nichts mit der Erhaltung des zur Deckung der Stammkapitalziffer erforderlichen Vermögens seinem Wert nach zu tun, die § 30 GmbHG sichern soll. Entgegen der Auffassung des BGH geht es dieser Vorschrift nicht um den Schutz der liquiden Vermögens, sondern nur um die bilanzielle Unversehrtheit des Stammkapitals. Dafür ist aber bei einer Geldanlage durch Vergabe von Darlehen vor allem die Bonität des Schuldners entscheidend, die bei einem Gesellschafter ohne weiteres höher sein kann als bei einem vom richterrechtlichen Kreditvergabeverbot nicht erfassten Dritten.

b) Die unterschiedlichen Grundlagen von Substanzschutz und Liquiditätsschutz am Beispiel des Rechts der USA

Nicht nur der Fall des Erwerbs von Gegenständen von einem Gesellschafter, sondern auch ein Blick auf andere Rechtsordnungen lehrt, dass Liquiditätsschutz auf völlig anderen Erwägungen beruht und daher auch anders ausgestaltet sein muss als ein Ausschüttungsverbot, dem es um den wertmäßigen Erhalt einer bestimmten Vermögenssubstanz geht. So enthalten zahlreiche U.S.-amerikanische Gesellschaftsrechte Bestimmungen, nach denen Auszahlungen an Gesellschafter nur zulässig sind, wenn kumulativ zwei Voraussetzungen erfüllt sind²¹: Die Auszahlung darf zum einen nicht dazu führen, dass das Gesellschaftsvermögen nicht mehr zur Deckung der Verbindlichkeiten ausreicht²². Zum anderen darf die Auszahlung nicht zur Folge haben, dass die Gesellschaft voraussichtlich außer Stande sein wird, ihre Verbindlichkeiten bei Fälligkeit zu begleichen²³.

Die zuerst erwähnten Beschränkungen, die sog. balance sheet tests, entsprechen der bilanzgestützten Ausschüttungssperre des § 30 GmbHG. Soweit die Gesellschaften ein festes Kapital ausweisen, muss das Nettovermögen der Gesellschaft nach der Auszahlung ausreichen, um

²¹ Zur historischen Entwicklung der equity insolvency tests und der balance sheet tests vgl. *Manning/Hanks* (Fn. 20), S. 63 ff.

²² Vgl. etwa § 6.40 (c) (2) Revised Model Business Corporation Act; § 500 (b) (1) Cal. Corp. Code; § 510 (b) i.V.m. § 102 (a) (9), (12) und (13) N.Y. Bus. Corp. Law.

²³ § 6.40 (c) (1) Revised Model Business Corporation Act; § 500 (b) (2) Cal. Corp. Code; § 510 (a) i.V.m. § 102 (a) (8) N.Y. Bus. Corp. Law.

dieses Kapital zu decken²⁴. Demgegenüber sollen die sog. equity insolvency tests sicherstellen, dass die Gesellschaft auch nach einer Auszahlung an einen Gesellschafter über hinreichende Liquidität verfügt, um ihre Verbindlichkeiten bei Fälligkeit zu begleichen. Insbesondere dann, wenn das Gesellschaftsvermögen zu einem erheblichen Teil aus Gegenständen besteht, die sich nicht kurzfristig veräußern oder beleihen lassen, kann diese Fähigkeit selbst dann beeinträchtigt sein, wenn die Gesellschaft über hinreichendes Vermögen verfügt, um ihre Schulden und ein etwaiges Kapital zu decken.

Die beiden erwähnten Ausschüttungssperren dienen damit verschiedenen Zielen und sind dementsprechend unterschiedlich ausgestaltet. Während man bei der Anwendung einer Regelung, die dem wertmäßigen Schutz der Vermögenssubstanz dient, auf die allgemein anerkannten Rechnungslegungsregeln zurückgreifen kann, erfordert eine Prognose über die künftige Solvenz der Gesellschaft eine eigenständige Beurteilung, für die den Geschäftsleitern ein weitgehender Einschätzungsspielraum zusteht²⁵.

Ein grundsätzliches Verbot, im Interesse der Erhaltung der Liquidität der Gesellschaft aus dem zur Deckung ihrer Verbindlichkeiten und eines etwaigen Kapitals erforderlichen Vermögen Darlehen an Gesellschafter auszureichen, wird aber selbst unter Geltung dieser besonderen Liquiditätsschutzregeln nicht propagiert. In der Tat würde eine derartige Beschränkung dem Zweck der Liquiditätsschutzregelungen gleich in doppelter Hinsicht nicht gerecht. Sie würde zum einen in willkürlicher Weise aus der Vielzahl liquiditätsbeschränkender Transaktionen eine bestimmte Art herausgreifen und besonderen Regeln unterstellen²⁶. Zum anderen würde sie auf der Annahme gründen, Gesellschafter seien grundsätzlich schlechtere Schuldner als außenstehende Dritte. Eine solche Annahme ließe sich indessen weder empirisch noch normativ rechtfertigen²⁷. Vielmehr bleibt es unter Geltung der equity insolvency tests auch im Hinblick auf Kreditvergaben an Gesellschafter bei der Einschätzungsprärogative der Geschäftsleitung, wie sie auch bei Geschäften mit Dritten besteht. Dieser Beurteilungsspielraum erfährt nur dort eine Einschränkung, wo Eigeninteressen der Entscheidungsträger berührt sind. In diesem Fall ist ihnen die Berufung auf die business judgment rule aber unabhängig davon versagt, ob die fragliche Transaktion die Liquidität der Gesellschaft beeinträchtigt oder

²⁴ Siehe etwa § 510 (b) N.Y. Bus. Corp. Law.

²⁵ Vgl. Ziff. 2. und 4. des Official Comment zu § 6.40 RMBCA.

²⁶ Dazu bereits oben, a).

²⁷ Vgl. *Frey*, Einlagen in Kapitalgesellschaften, 1990, S. 101; *Cahn* ZHR 166 (2002), 278, 298.

nicht, ob es sich beim Geschäftspartner um einen Gesellschafter oder um einen Dritten handelt und ob es um eine Kreditvergabe oder um eine andere Transaktion geht²⁸.

Wie der vorstehende rechtsvergleichende Blick in das U.S.-amerikanische Recht zeigt, findet der nunmehr vom BGH propagierte Liquiditätsschutz in einer Vorschrift, die allein auf die bilanziellen Verhältnisse der Gesellschaft abstellt, keine Grundlage. Das richterrechtliche Kreditvergabeverbot geht sogar weit über die Auszahlungsbeschränkungen hinaus, die unter der Geltung von Regeln anerkannt sind, die gerade dem Schutz der Liquidität der Gesellschaft dienen.

c) Kein Vorbild für das Kreditvergabeverbot in der bisherigen Rechtsprechung

Der BGH beruft sich für seine These, § 30 GmbHG verbiete eine Kreditvergabe an Gesellschafter aus gebundenem Vermögen, unter anderem auf die Sonnenring-Entscheidung aus dem Jahr 1981²⁹. Aus den einschlägigen Passagen dieses Urteils, die als Beleg für das Kreditvergabeverbot herangezogen werden³⁰, lässt sich jedoch insoweit nichts herleiten.

Im Sonnenring-Fall ging es um eine Vertragsbestimmung, nach der die beklagte Hessische Landesbank einer mittelbar von ihr abhängigen GmbH den Erlös aus der Veräußerung von deren Immobilien erst nach Verwertung aller GmbH-eigenen Grundstücke gutbringen sollte. Die Beklagte sollte also möglicherweise – das Sonnenring-Urteil äußert sich nicht abschließend zur Auslegung der fraglichen Vertragsbestimmung – über einen nicht unerheblichen Zeitraum eine beträchtliche Summe, die ihrer Enkelgesellschaft zustand, zinslos behalten dürfen. Die Erwägungen des BGH zu den dadurch verschlechterten Befriedigungsmöglichkeiten der Gesellschaftsgläubiger münden in den Schluss, eine solche Stundung würde gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften verstoßen, so dass die Beklagte einen darin liegenden Vermögensvorteil jedenfalls insoweit nicht behalten dürfte, soweit er zu Lasten des Stammkapitals gegangen wäre³¹.

Das entspricht der herkömmlichen Dogmatik des § 30 GmbHG, nach der Austauschgeschäfte nur dann zu einer Auszahlung von Gesellschaftsvermögen führen, wenn der Wert der beiderseitigen Leistungen nicht ausgeglichen ist. Danach stellt zwar die unentgeltliche Nutzungs-

²⁸ Vgl. etwa § 8.31 (a) (2) RMBCA und den Ziff. 1. (c) des Official Comment; §§ 4.01 (c) i.V.m. 1.23 der Principles of Corporate Governance des American Law Institute.

²⁹ BGHZ 81, 311 "Sonnenring".

³⁰ Vgl. BHG DB 2004, 371, 372; *Stimpel*, Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz, 1992, S. 335, 349 f., jeweils unter Hinweis auf BGHZ 81, 311, 320 f.

³¹ BGHZ 81, 311, 321 "Sonnenring".

überlassung eine Auskehr von Gesellschaftsvermögen dar, nicht aber die Inanspruchnahme eines Gesellschaftsdarlehens zu marktüblichen Zinsen bei Vollwertigkeit des Rückgewähranspruchs. Die Behauptung, die Begründung des BGH gehe weiter, als für den konkreten Fall einer unentgeltlichen Nutzungsüberlassung erforderlich gewesen sei³², findet in dem Urteil selbst keine Stütze.

d) Die These von den Grenzen der bilanziellen Betrachtungsweise im Recht der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung

Nicht überzeugend ist schließlich der Hinweis auf die angeblichen Grenzen der bilanziellen Betrachtungsweise im Recht der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung: Die bloße Aktivierung einer Forderung, die der Gesellschaft aufgrund der Kapitalaufbringungs- oder Kapitalerhaltungsvorschriften zustehe, ersetze nicht die danach gebotene Zufuhr von Mitteln und dementsprechend sei auch ihre Stundung oder Umwandlung in ein verzinsliches Darlehen unzulässig³³.

Das geltende Recht erfordert keineswegs die sofortige vollständige Einzahlung einer Bareinlage³⁴. Sofern keine Einpersonen-Gründung vorliegt, setzt die Anmeldung einer GmbH nach § 7 Abs. 2 GmbHG³⁵ lediglich voraus, dass auf jede Stammeinlage mindestens ein Viertel eingezahlt ist und die Summe der erbrachten Bar- und Sacheinlagen die Hälfte des Mindeststammkapitals gemäß § 5 Abs. 1 GmbHG, insgesamt also € 12.500 erreicht. Für die Einzahlung der übrigen 75% einer Bareinlage und eines etwaigen Aufgeldes begnügt sich das Gesetz vielmehr mit dem bloßen Leistungsversprechen des Gesellschafters. Insoweit ist weder eine Prüfung der Leistungsfähigkeit des Schuldners noch ein Zeitraum vorgeschrieben, innerhalb dessen die restliche Einlage bewirkt werden muß³⁶. Der hinausgeschobenen Fälligkeit wird weder durch eine obligatorische Verzinsungspflicht noch durch einen Abzinsungsabschlag vom Nominalwert der Forderung Rechnung getragen³⁷. Das Gesetz selbst gestattet es also, dass die Gesellschaft ihren Gesellschaftern im Rahmen der Barkapitalaufbringung den größ-

³² So *Stimpel*, FS 100 Jahre GmbH-Gesetz, 1992, S. 335, 347 f.

³³ Vgl. insbesondere *Stimpel*, FS 100 Jahre GmbH-Gesetz, 1992, S. 335, 350 f.; *Schön* ZHR 159 (1992), 351, 359 ff.; zust. BGH Der Konzern 2004, ◆.

³⁴ Vgl. dazu bereits *Cahn* ZHR 166 (2002), 278, 290 f.

³⁵ Das Gleiche gilt nach 56a, 57 Abs. 2 GmbHG im Rahmen einer Kapitalerhöhung.

³⁶ Zu Verjährungsfragen, die sich nach der Schuldrechtsreform stellen, vgl. *Pentz* GmbHR 2002, 225 ff.; *dens.* in Rowedder/Schmidt-Leithoff (Fn. 5) § 19 Rn. 27.

³⁷ Vgl. *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Teilband 5, 6. Aufl., 1997, § 272 HGB Rn. 69.

ten Teil ihrer Einlageforderung unbefristet, zinslos und ohne Sicherung stundet. Über den Zeitpunkt und die Höhe der Einforderung entscheiden, vorbehaltlich einer abweichenden Satzungsbestimmung, nach § 46 Nr. 2 GmbHG die Gesellschafter unter Mitwirkung der von einer solchen Einforderung Betroffenen³⁸. Erst wenn ein entsprechender Beschluss gefasst worden ist, greift das aus dem Befreiungsverbot des § 19 Abs. 2 Satz 1 abgeleitete Stundungsverbot ein³⁹.

Es kann also keine Rede davon sein, dass das Kapitalaufbringungsrecht sich nicht mit zeitverschobenen Zahlungsansprüchen begnüge, sondern durchweg eine sofortige reale Leistungsbewirkung fordere. Den Vorschriften des GmbH-Gesetzes über die Barkapitalaufbringung liegt vielmehr durchaus eine bilanzielle Betrachtungsweise zugrunde, die hinsichtlich der Anforderungen an die Werthaltigkeit und den Barwert von Zahlungsansprüchen gegenüber Gesellschaftern sogar erstaunlich liberal ausgeformt ist. Ein Verbot der Darlehensvergabe aus gebundenem Vermögen an Gesellschafter lässt sich aus diesen Bestimmungen jedenfalls nicht herleiten. Im Gegenteil sprechen diese Regelungen für die Zulässigkeit solcher Darlehen.

Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus den ebenfalls als Beleg für die vermeintliche Liquiditätssicherungsfunktion der Kapitalschutzvorschriften herangezogenen Bestimmungen der §§ 19 Abs. 2, 31 Abs. 4 GmbHG. Der Hinweis auf das Erlass-, Stundungs- und Novationsverbot⁴⁰ für Kapitalsicherungsansprüche verkennt, dass die Anwendbarkeit dieser Regeln eine Forderung der Gesellschaft voraussetzt, die ihre Grundlage in einer Kapitalaufbringungs- oder Kapitalerhaltungsvorschrift hat. Ein Hinausschieben der Erfüllung im Einvernehmen mit der Gesellschaft ist nur dann untersagt, wenn diese Bedingung erfüllt ist. Gerade dies ist aber bei Umsatzgeschäften zu marktüblichen Bedingungen nicht der Fall. Die Voraussetzung des Verstoßes gegen § 30 GmbHG kann hier nicht ihrerseits mit dem Hinweis auf die Beschränkungen begründet werden, die gelten würden, wenn ein solcher Verstoß vorläge und der Anspruch der Gesellschaft nicht (nur) aus § 488 BGB, sondern (auch) aus § 31 GmbHG folgen würde.

Schließlich ist auch die Erwägung nicht überzeugend, in der Vorleistung der kreditgewährenden Gesellschaft liege auch bei marktüblicher Verzinsung und hinreichender Sicherheit des Rückgewähranspruchs die Zuwendung eines wirtschaftlichen Vorteils an den Empfänger. Das Risiko einer Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Darlehensnehmers, das ohne-

³⁸ Vgl. BGH WM 1990, 1618 f.; *Koppensteiner* in Rowedder/Schmidt-Leithoff (Fn. 5) § 47 Rn. 74.

³⁹ *Ulmer* in Hachenburg (Fn. 6) § 19 Rn. 49; *Pentz* in Rowedder/Schmidt-Leithoff (Fn. 5) § 19 Rn. 55.

⁴⁰ Vgl. dazu *Ulmer* in Hachenburg (Fn. 6) § 19 Rn. 41 ff.

hin nur bei fehlender oder unzureichender Besicherung des Darlehens von Bedeutung ist, wird durch daran anknüpfende Kündigungsrechte des Darlehensgebers⁴¹ weitgehend aufgefangen. Ein verbleibendes Risiko wird durch den marktüblichen Zins abgegolten. Insoweit besteht keine Besonderheit gegenüber anderen Geschäften mit Gesellschaftern oder Dritten, die ein Risikoelement enthalten.

Ein grundsätzliches Verbot, Gesellschaftern Darlehen aus dem gebundenen Gesellschaftsvermögen zu gewähren, das bei vollwertigem Rückgewähranspruch und angemessener Verzinsung nicht die Werthaltigkeit, sondern über den Zweck des § 30 GmbHG hinausgehend nur die Liquidität des Gesellschaftsvermögens sichern würde, lässt sich daher aus dieser Vorschrift auch dann nicht herleiten, wenn man die übrigen Bestimmungen über die Sicherung der Kapitalgrundlagen der Gesellschaft in die Betrachtung einbezieht⁴².

2. Umkehrung der Rangfolge von Gesellschafts- und Gesellschaftergläubigern?

Auch mit der „strukturellen Nachrangigkeit“ des Zugriffs der Gesellschaftergläubiger auf Gesellschaftsmittel lässt sich ein Verbot der Darlehensgewährung an Gesellschafter aus gebundenem Vermögen nicht begründen. Die Argumentation krankt zunächst daran, dass auch sie⁴³ voraussetzt, der Gesellschaft stehe aufgrund einer solchen Kreditgewährung ein Anspruch aus § 31 GmbHG zu, dessen fehlende Insolvenzfestigkeit zu einer Verlagerung des Risikos einer Insolvenz des Gesellschafters auf die Gesellschaftsgläubiger führe⁴⁴. Die Anwendbarkeit der §§ 30 f. GmbHG und der für Kapitalschutzansprüche geltenden strengen Regeln kann jedoch nicht ihrerseits mit dem Hinweis auf die Konsequenzen begründet werden, die gelten würden, *wenn* eine Darlehensgewährung einen Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften darstellen würde. Die Frage ist nämlich gerade, *ob* ein solcher Verstoß vorliegt, wenn ein Darlehen zu marktüblichen oder sonst angemessenen Bedingungen gewährt wird.

Insoweit sind Gesellschaftsdarlehen, für die der Gesellschafter ausreichende Sicherheiten stellt, von vornherein aus der Betrachtung auszuschneiden. Eine etwaige Einbuße des Schutzmechanismus der strukturellen Nachrangigkeit zum Nachteil der Gesellschaftsgläubiger wird

⁴¹ Vgl. § 490 Abs. 1 BGB

⁴² So im Ergebnis auch *U.H. Schneider*, FS Döllerer, 1988, S. 537, 544; *Koppensteiner* ZHR 156 (1991), 97, 104.

⁴³ Vgl. bereits oben, 1. d).

⁴⁴ *Schön*, ZHR 159 (1995), 351, 361.

durch die Begründung eines „strukturellen Vorrangs“ ihres Zugriffs auf die Sicherheit ausgeglichen.

Sofern die Bonität des vertraglichen Rückgewähranspruchs der Gesellschaft gegenüber dem Gesellschafter keinem vernünftigen Zweifel unterliegt, wie dies etwa beim cash pooling hinsichtlich der Ansprüche einer konzerninternen Finanzierungsgesellschaft der Fall sein kann, verstoßen aber bei angemessener Verzinsung auch ungesicherte Darlehen aus dem gebundenen Gesellschaftsvermögen nicht deswegen gegen § 30 GmbHG, weil dadurch den Gläubigern des Empfängers ein unzulässiger Vorteil hinsichtlich des Zugriffs auf die Valuta oder der damit erworbenen Gegenwerte verschafft würde: Unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten spricht gegen eine dahin gehende Annahme wiederum der Umstand, dass der kapitalerhaltungsrechtlich unbedenkliche Erwerb eines Gegenstands des Anlagevermögens von einem Gesellschafter zu einem angemessenen Preis die Befriedigungsmöglichkeiten der Gesellschaftsgläubiger trotz der unmittelbaren Zugriffsmöglichkeit auf diesen Gegenstand de facto erheblich stärker beeinträchtigen kann als die Gewährung eines angemessen verzinsten Darlehens an einen zahlungsfähigen Gesellschafter.

Aber auch unter rechtlichen Gesichtspunkten führt die Darlehensgewährung an einen Gesellschafter grundsätzlich nicht zu einer Verschlechterung der Zugriffsmöglichkeiten der Gesellschaftsgläubiger. Das gilt jedenfalls dann, wenn die Gesellschaft das Darlehen nicht durch Übergabe von Bargeld, sondern im Wege der Verfügung über eine Forderung gewährt, die ihr gegen einen Dritten, insbesondere gegen ein Kreditinstitut, zusteht. Vor der Darlehensvergabe können die Gesellschafter auf die Forderung der Gesellschaft gegen den Dritten zugreifen, danach auf die Forderung gegen den Gesellschafter. Vor der Darlehensgewährung hätten die Gläubiger des Dritten, danach die Gläubiger des Gesellschafters Zugriff auf die Valuta bzw. das Surrogat. Die Darlehensgewährung an den Gesellschafter hat folglich nicht eine Verschlechterung des Zugriffsrangs, sondern lediglich eine Auswechslung des Schuldners zur Folge. Ob sich damit die Befriedigungsaussichten verschlechtern, hängt von der Bonität des Schuldners ab.

3. Zwischenergebnis

Damit ist der entscheidende Gesichtspunkt angesprochen: Ob die Geschäftsleitung ihre Pflichten gegenüber der Gesellschaft verletzt, wenn sie ein ungesichertes Darlehen ausreicht, hängt von der Zahlungsfähigkeit des Empfängers und von der Höhe des Zinses ab. Ein Geschäftsleiter verletzt seine Pflichten gegenüber der Gesellschaft, wenn er deren Vermögen durch Geschäfte mit Dritten in sorgfaltswidriger Weise mindert. Ob es sich bei dem Nutznie-

ber einer solchen pflichtwidrigen Vermögensminderung um einen Gesellschafter oder um einen Dritten handelt, spielt für den Tatbestand der Pflichtverletzung keine Rolle. Entscheidend ist dementsprechend nicht die Verbandsmitgliedschaft des Vertragspartners, sondern der Inhalt des Geschäfts.

Insbesondere, wenn es sich bei dem Kreditnehmer um einen beherrschenden Gesellschafter handelt, mag die Vermutung nahe liegen, dass die Prüfung der Kreditwürdigkeit nicht immer mit der gleichen Sorgfalt und Objektivität erfolgt wie dies bei der Entscheidung über die Vergabe eines Kredits an einen Dritten der Fall wäre. Dieser Gefahr sollte aber durch strenge Darlegungs- und Beweisanforderungen, nicht hingegen durch ein generelles Verbot der Darlehensvergabe an Gesellschafter Rechnung getragen werden. Es besteht kein Grund zu der Annahme, Gesellschafter seien durchweg unzuverlässigere Schuldner als Dritte. Die vom BGH postulierte Einheitslösung, die das Darlehen des vom Verbot des § 181 BGB befreiten Alleingesellschafter-Geschäftsführers einer maroden GmbH an sich selbst ebenso behandelt wie die Darlehensgewährung einer Konzerntochter an eine Muttergesellschaft, deren Solvenz außer Zweifel steht, wird den wirtschaftlichen Bedürfnissen nicht gerecht.

4. Der Abschluss eines Beherrschungsvertrages als Ausweg im Konzern

In Konzernen ließen sich das auf § 30 GmbHG gestützte Kreditvergabeverbot durch den Abschluss eines Beherrschungsvertrages außer Kraft setzen, der entsprechend § 291 Abs. 3 die Anwendbarkeit der Kapitalerhaltungsvorschriften und damit die Grundlage für das Kreditvergabeverbot suspendiert⁴⁵. In der Sache ergibt es indessen unter dem maßgeblichen Gesichtspunkt des Gläubigerschutzes keinen rechten Sinn, die Zulässigkeit von Leistungen einer abhängigen Gesellschaft in einen cash pool vom Abschluss eines solchen Unternehmensvertrages abhängig zu machen. An die Stelle der Vermögensbindung nach §§ 30, 31 GmbHG tritt hier vor allem der Verlustübernahmeanspruch gegen das herrschende Unternehmen entsprechend § 302 AktG⁴⁶. Wenn der Darlehensrückgewähranspruch gegen das herrschende Unternehmen uneinbringlich ist, hilft aber auch der Anspruch auf Verlustübernahme nicht weiter.

⁴⁵ BGHZ 103, 1, 6; *Cahn* (Fn. 4), S. 87; *Kahlert*, Verdeckte Gewinnausschüttungen an Nichtgesellschafter im Gesellschaftsrecht, 1994, S. 245; *Fleck*, FS 100 Jahre GmbH-Gesetz, 192, S. 391, 395 f.; *ders.* ZGR 1990, 31, 47; *ders.* GmbHR 1993, 550, 553; *Hommelhoff* WM 1984, 1105, 1110; für den Fall, daß der Anspruch entsprechend § 302 AktG vollwertig ist auch *Lutter* in: Entwicklungen im GmbH-Konzernrecht, ZGR-Sonderheft 6, 1986, S.192, 200; *Oetker* KTS 1991, 521, 537 ff.; *Meister* WM 1980, 390, 399 f.; *Sonnenhol/Stützle* DB 1979, 925, 927; a.A. *Goerdeler/Müller* in Hachenburg (Fn. 6) § 30 Rn. 72; *Emmerich* in Scholz (Fn. 6) Anh. Konzernrecht Rn. 184; *Kühbacher* (Fn. 16) S. 50 ff.; *Brandes*, FS Kellermann, 1991 S. 25, 33; *Peltzer* GmbHR 1995, 15, 17.

⁴⁶ Zum Verhältnis von Vermögensbindung und Verlustübernahme vgl. *Cahn/Simon* Der Konzern 2003, 1, 11 ff.

Die Gläubiger der abhängigen Gesellschaft erlangen also durch den Abschluß eines Beherrschungsvertrages keineswegs mehr Sicherheit für ihre Forderungen.

5. Stärkung des Gläubigerschutzes oder Erosion des GmbH-Rechts?

Auch außerhalb des Konzernzusammenhangs lässt sich in Anbetracht der Rechtsprechung des EuGH zur Niederlassungsfreiheit⁴⁷ prognostizieren, dass die Entscheidung des BGH nicht nur keinen sinnvollen Beitrag zum Gläubigerschutz leisten, sondern im Gegenteil einen Anstoß zur Flucht aus der GmbH in ausländische Rechtsformen mit weniger strengem Gläubigerschutzregime führen wird. Zur Vermeidung der Schwierigkeiten, die das deutsche GmbH-Recht ohnehin mit sich bringt - erwähnt seien nur das kaum noch zu durchdringende Dickicht des Eigenkapitalersatzrechts und die Feinheiten der Lehre von der verschleierte Sacheinlage – und die nunmehr um das richterrechtliche Kreditvergabeverbot vermehrt worden sind, bietet sich die Gründung einer Gesellschaft in einem EU-Mitgliedstaat mit liberalerem Regime und die anschließende Sitzverlegung nach Deutschland an.

Selbst wenn der Gesetzgeber Vorschläge aus dem Schrifttum aufgreifen sollte, die Höhe des Stammkapitals in der GmbH der Wahl der Gesellschafter zu überlassen⁴⁸, würde dies die vorstehend geschilderten Auswirkungen des richterrechtlichen Kreditvergabeverbotes und ihre Folgen für die Wahl der Rechtsform einer deutschen GmbH nur unwesentlich abmildern. Das gilt jedenfalls für Konzerntochtergesellschaften, die in einen cash pool einbezogen werden sollen. Auch bei einer GmbH mit einem Grundkapital in Höhe von € 0 würde weiter die Auszahlungssperre des § 30 GmbHG gelten, aus dem der BGH das Kreditvergabeverbot herleitet. Die Grenze der unzulässigen Auszahlung wäre in diesem Fall nicht schon bei einer Unterbilanz, sondern erst bei der Überschuldung erreicht. Während es ohne weiteres einleuchtet, dass den Gesellschaftern keine Vermögensvorteile zu Lasten des Gesellschaftsvermögens einer GmbH zugewandt werden dürfen, deren Aktiva nicht die Schulden decken, ist dies für eine Kreditvergabe keineswegs zwingend. Eine Gesellschaft, die langfristige Verbindlichkeiten eingegangen ist, kann durchaus über Liquidität verfügen, die sie nicht benötigt. Wenn sie unter solchen Umständen einer solventen Konzernmutter ein angemessen verzinstes Darlehen gewährt, ist dies ebenso wenig zu beanstanden wie eine Anlage dieser Mittel bei einem Kreditinstitut oder der Erwerb von Schuldverschreibungen oder anderen Wertpapieren. Um si-

⁴⁷ Von Bedeutung sind im vorliegenden Zusammenhang insbesondere die Urteile vom 9. 3. 1999, - Rs. C-212/97, Slg. 1999, I-1459 – Centros; 5. 11. 2002 – Rs. C-208/00, Slg. 2002, I-9919 – Überseering; 30. 9. 2003 – Rs. C-167/01, NJW 2003, 3331 - Inspire Art; vgl. dazu etwa *Bayer* BB 2003, 2357; *Spindler* RIW 2003, 850; *Spindler/Berner* RIW 2003, 949 und RIW 2004, 7; *Ziemons* ZIP 2003, 1913.

⁴⁸ Dafür vor allem *Schön* Der Konzern 2004, 162 ff.

cherzugehen, dass die Übertragung solcher Mittel auf das Zielkonto nicht im Einzelfall gegen das auf § 30 GmbHG gestützte Kreditvergabeverbot verstößt, müsste die GmbH aber täglich eine Bilanz auf den Schluss des jeweiligen Geschäftstages erstellen.

6. Ausnahmen vom Kreditvergabeverbot

Um so größere Bedeutung hat die Frage, ob das Kreditvergabeverbot auch Ausnahmen zulässt. In der Entscheidung bleibt dies zwar im Ergebnis dahingestellt, weil im konkreten Fall keine Umstände vorlagen, die es nahe gelegt hätten, eine solche Ausnahme in Erwägung zu ziehen. Immerhin deutet der BGH in einem obiter dictum an, dass möglicherweise auch Darlehen zu Lasten des Stammkapitals mit dem grundsätzlichen Kreditvergabeverbot vereinbar sein könnten, wenn kumulativ die folgenden Voraussetzungen erfüllt sind: Die Darlehensvergabe muss zum ersten im Interesse der Gesellschaft liegen. Zum zweiten müssen die Darlehensbedingungen einem Drittvergleich standhalten. Schließlich muss die Kreditwürdigkeit des Gesellschafters selbst bei Anlegung strengster Maßstäbe außerhalb jedes vernünftigen Zweifels liegen oder die Rückzahlung durch werthaltige Sicherheiten voll gewährleistet sein. Im folgenden soll versucht werden, den Inhalt dieses Ausnahmetatbestandes am Beispiel der Teilnahme einer GmbH an einem konzernweiten cash pooling zu konkretisieren.

a) Drittvergleich

Verhältnismäßig unproblematisch ist dabei das Erfordernis des Drittvergleichs. Gewährt die Gesellschaft einem Gesellschafter aus gebundenem Vermögen einen Kredit zu günstigeren Bedingungen, als sie einem Dritten einräumen würde, stellt dies bereits nach herkömmlichem Verständnis der Kapitalerhaltungsvorschriften eine unzulässige Auszahlung von Gesellschaftsvermögen dar. Wenn die Gesellschaft keine Darlehen an Dritte ausreicht, was häufig der Fall sein wird, kommt es insoweit auf die Marktüblichkeit der Darlehenskonditionen an.

b) Sicherheit des Rückgewähranspruchs

Sicherheiten für Darlehen an den cash pool werden üblicherweise nicht gestellt, würde doch damit ein wesentlicher Vorteil dieser Form der Konzerninnenfinanzierung aufgehoben und zugleich die Außenfinanzierung erschwert. Die strengen Anforderungen, die der BGH an die Sicherheit des Rückgewähranspruchs stellt, werden folglich dazu führen, dass deutsche Kapitalgesellschaften nur noch dann an einem cash pooling teilnehmen werden, wenn die Bonität des herrschenden Unternehmens oder der Finanzierungsgesellschaft des Konzerns über jeden vernünftigen Zweifel erhaben ist. Insoweit wird man allerdings nicht etwa verlangen dürfen, dass die Bonität des Unternehmens von den Rating-Agenturen mit „AAA“ eingestuft ist, denn

damit würde ein Grad an Sicherheit verlangt, den selbst die meisten Kreditinstitute nicht aufweisen. Überdies würden damit nicht geratete Unternehmen ungeachtet ihrer tatsächlichen Bonität als Kreditnehmer ausscheiden.

Als sicheres Zeichen für zweifelsfreie Kreditwürdigkeit wird man etwa die Vergabe ungesicherter Darlehen durch außenstehende Dritte ohne erheblichen Risikoaufschlag ansehen müssen. Das kann immerhin bei großen Unternehmensgruppen der Fall sein, in denen nicht selten ganz erhebliche Eigenmittel beim herrschenden Unternehmen oder einer Finanzierungsgesellschaft gebündelt werden. Sofern ein Ausfall der darlehensgewährenden Gesellschaft hingegen nicht außerhalb vernünftiger Zweifel liegt, wird die Beteiligung an einem cash pool ohne Haftungsrisiko nur noch möglich sein, wenn vor jeder Übertragung auf das Zielkonto sichergestellt wird, dass die Mittel nicht ganz oder zum Teil aus nach § 30 GmbHG gebundenem Vermögen stammen.

e) Interesse der Gesellschaft an der Darlehensgewährung

Schwierigkeiten bereitet auch die Bedingung, die Darlehensvergabe müsse im Interesse der Gesellschaft liegen. Wenn dies so zu verstehen wäre, dass die Gesellschaft überhaupt ein Interesse daran haben muss, überschüssige Mittel verzinslich anzulegen, wären damit weder eine Abführung in einen cash pool noch andere Darlehen an Gesellschafter von vornherein ausgeschlossen, sofern nur die Gesellschaft die angelegte Liquidität während der Laufzeit des Darlehens nicht benötigt und ihr auch keine günstigere Anlagemöglichkeit zur Verfügung steht.

Der Gesamtzusammenhang der Urteilsgründe, namentlich die grundsätzlich ablehnende Haltung gegenüber Gesellschaftsdarlehen aus gebundenem Vermögen an Gesellschafter, spricht indessen dafür, dass das Erfordernis des Interesses der Gesellschaft an der Kreditvergabe in einem engeren Sinne, nämlich dahin zu verstehen sein könnte, dass es im Interesse der Gesellschaft liegen müsse, gerade dem Gesellschafter ein Darlehen zu gewähren. In diesem Fall ließe sich die Zulässigkeit einer solchen Darlehensgewährung nur dann ohne weiteres begründen, wenn der Gesellschafter der Gesellschaft bessere Darlehenskonditionen einräumt, als die Gesellschaft sie bei Dritten erhalten hätte. Hier folgt aus der Ausgestaltung der Darlehensbedingungen das Interesse der Gesellschaft daran, ihre überschüssige Liquidität gerade einem Gesellschafter zu überlassen. Im übrigen läge der Einwand nahe, die Gesellschaft hätte die Mittel zu den gleichen Bedingungen einem Dritten überlassen können. Hier bedürfte das Interesse der Gesellschaft an der Darlehensgewährung einer zusätzlichen Begründung.

Wenn beim cash pooling die konzernweite Einsparung von Finanzierungskosten an die teilnehmenden Gesellschaften weitergegeben wird, dürfte dies ausreichen, um das Interesse an

der konzerninternen Kreditvergabe zu begründen. Im Ergebnis wäre dies nicht anders zu beurteilen als die Gewährung eines höheren als des marktüblichen Zinses auf die in den pool gegebenen Kredite. Ein eigenes Interesse der abhängigen GmbH an der Darlehensvergabe ist aber selbst dann nicht ausgeschlossen, wenn die Einsparungen aus dem pooling, wie häufig der Fall, bei der Muttergesellschaft verbleiben. Eine Stärkung der Finanzkraft des herrschenden Unternehmens kann auch für die abhängigen Konzernglieder von Vorteil sein. Konzernunternehmen, deren Tätigkeit auf die Unternehmens ausgerichtet oder deren Lage aus anderen Gründen vom Erfolg des Gesamtkonzerns abhängig ist, profitieren zumindest mittelbar von einer Stärkung der Konzernfinanzen. Die konzernweite Bündelung überschüssiger Liquidität kann den einzelnen Konzerngesellschaften aber auch dadurch zugute kommen, dass wegen der Erhöhung der Innenfinanzierungsquote die Möglichkeiten der Außenfinanzierung, insbesondere die bei restriktiver Kreditvergabepraxis der Banken zunehmend wichtige Aufnahme von Mitteln am Kapitalmarkt, verbessert werden. Die damit verbundene Erhöhung des Spielraums für Investitionen setzt allerdings die Implementierung eines Systems der Konzerninnenfinanzierung voraus. Die Annahme, die wirtschaftlichen Verhältnisse des herrschenden Unternehmens seien für die abhängige Gesellschaft ohne Bedeutung, ginge daher an der Realität vorbei.

Bei aller Skepsis gegenüber Darlehen an (herrschende) Gesellschafter sollten doch bewährte Formen der Unternehmensfinanzierung nicht durch übermäßige und wirtschaftlich nicht sinnvolle Beschränkungen praktisch weitgehend ausgeschlossen werden.

IV. Konsequenzen des richterrechtlichen Kreditvergabeverbots für das Aktienrecht

Die Begründung, auf die der BGH das Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter stützt, gibt Anlass zu der Befürchtung, die neue Entscheidung könnte noch erheblich weitergehende Folgen nach sich ziehen, als es zunächst den Anschein hat. Konsequenz zu Ende gedacht könnte sich aus ihr nämlich möglicherweise ein allgemeines Verbot für Aktiengesellschaften herzu-leiten sein, ihren Aktionären Darlehen zu gewähren⁴⁹.

Nach § 57 AktG ist mit Ausnahme des Bilanzgewinns das gesamte Vermögen der AG der Auszahlung an die Aktionäre entzogen und steht den Gesellschaftsgläubigern als Zugriffsobjekt für ihre Forderungen zur Verfügung. Eine etwaige Beeinträchtigung der Befriedigungsmöglichkeiten infolge eines Austausches jederzeit realisierbarer Werte gegen zeitverschobene schuldrechtliche Ansprüche gegenüber einem Gesellschafter ist nicht von der Rechtsform der

⁴⁹ Zutr. Pentz in Rowedder/Schmidt-Leithoff (Fn. 5) § 30 Rn. 34.

Gesellschaft abhängig. Auch das AktG unterscheidet in §§ 36 Abs.2, 36a Abs.1 entsprechend § 7 Abs.2 GmbHG zwischen der bloßen Schuld des Gesellschafters und ihrer Erfüllung und statuiert in § 66 Abs.1, 3 ein §§ 19 Abs.2, 31 Abs.4 GmbHG entsprechendes Befreiungsverbot. Die für das GmbH-rechtliche Kreditvergabeverbot angeführten Gründe treffen mithin auch auf die AG zu.

1. Grundsätzliches Verbot der Darlehensgewährung einer AG an ihre Aktionäre?

a) Kreditinstitute

Es wäre geradezu absurd, wenn es Kreditinstituten in der Rechtsform der AG untersagt wäre, Darlehen an Kunden auszureichen, die zugleich Aktionäre der Gesellschaft sind. Die strengen Voraussetzungen für vom BGH in Erwägung gezogene Ausnahme vom Kreditvergabeverbot⁵⁰ werden allerdings in einer Bank-Kunden-Beziehung nicht durchweg erfüllt sein: Zwar liegt die Darlehensgewährung an Kunden grundsätzlich im Interesse eines Kreditinstituts und die Darlehensbedingungen werden hier regelmäßig einem Drittvergleich standhalten. Die weitere Bedingung, dass die Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers auch bei Anlegung strengster Maßstäbe außerhalb jedes vernünftigen Zweifels steht oder die Rückzahlung des Darlehens durch werthaltige Sicherheiten voll gewährleistet ist, beschreibt aber eine Risikostruktur, von der Kreditinstitute nur träumen können.

Bei einer Übertragung der neuen GmbH-rechtlichen Regel in das Aktienrecht ließe sich ein in der Sache untragbares Kreditvergabeverbot an Aktionäre wohl nur durch einen Umkehrschluss aus § 15 Abs. 1 Satz 1 Nr.10 KWG vermeiden. Nach dieser Vorschrift darf ein Institut Kredite an Unternehmen, die zu mehr als 10% am Kapital des Instituts beteiligt sind, nur aufgrund eines einstimmigen Beschlusses der Geschäftsleiter und nur mit ausdrücklicher Zustimmung des Aufsichtsorgans gewährt werden. Dabei wird zum einen vorausgesetzt, dass Kredite an Aktionäre, die in geringeren Umfang am Kapital des Instituts beteiligt sind, ohne weiteres zulässig sind, mithin nicht an § 57 scheitern. Aus der aufsichtsrechtlichen Bestimmung ist zum anderen zu folgern, dass auch einer Kreditgewährung an in erheblichem Umfang beteiligte Kreditnehmer über das Zustimmungserfordernis hinaus keine weiteren Hindernisse entgegenstehen. Wenn die aktienrechtliche Vermögensbindung derartige Kreditgewährungen ohnehin ausschließen würde, bedürfte es der aufsichtsrechtlichen Zustimmungserfordernisse nicht. § 15 Abs. 1 Nr. 10 KWG würde damit allerdings als Regelung verstanden, die eine Ausnahme für Institute in der Rechtsform der AG von einem ansonsten bestehenden

⁵⁰ Vgl. BGH Der Konzern 2004, ♦ unter II. 2. c) dd).

Kreditvergabeverbot konstituiert. Einen solchen gesellschaftsrechtlichen Gehalt hat der Gesetzgeber der Bestimmung sicherlich nicht beigegeben.

b) Aktiengesellschaften mit anderem Unternehmensgegenstand

Die bankaufsichtsrechtliche Bestimmung hilft allerdings nicht bei der Beantwortung der Frage weiter, ob eine AG, die nicht unter diese Regelung fällt, Darlehen an ihre Aktionäre ausreichen darf oder ob ihr dies unter Zugrundelegung der neuen Rechtsprechung des BGH grundsätzlich untersagt ist. Unklar bleibt angesichts der Begründung des BGH insbesondere, ob im Aktienrecht eine Kreditvergabe an Aktionäre grundsätzlich unzulässig wäre, weil § 57 lediglich die Auszahlung von Bilanzgewinn an die Aktionäre gestattet, oder ob sie nur insoweit unzulässig wäre, als das Darlehen zu Lasten der einer Auszahlung an die Aktionäre entzogenen Mittel, also der zur Deckung des Grundkapitals, der gesetzlichen Rücklage (§ 150 Abs. 1 und 2 AktG) und der Kapitalrücklagen nach §§ 272 Abs. 2 Nr. 1 bis 3 HGB, 150 Abs. 3 und 4 AktG erforderlichen Beträge, gewährt würde, eine Darlehensvergabe an Gesellschafter zu Lasten der freien Rücklagen oder eines Gewinnvortrags also auch im Aktienrecht unbedenklich wäre.

Einerseits könnten die entsprechenden Beträge nach § 158 AktG in den Bilanzgewinn einfließen und dann zur Ausschüttung an die Aktionäre gelangen. Die Gläubiger der AG können sich also nicht darauf verlassen, dass diese Mittel als Haftungsmasse oder Mindestbetriebsvermögen in der Gesellschaft verbleiben. Andererseits wäre eine unterjährige Auszahlung an die Aktionäre nicht möglich, weil dafür das Verfahren der Bilanzfeststellung und der Entscheidung über die Gewinnverwendung einzuhalten wäre. Auszahlungen, die diesen formalen Anforderungen nicht entsprechen, verstoßen auch dann gegen § 57 und sind nach § 62 AktG zurückzugewähren, wenn keine Schmälerung der einer Auszahlung an die Aktionäre entzogenen Haftungsmasse vorliegt. Auch diese verfahrensmäßigen Sicherungen, die unter anderem gewährleisten, dass die Einschätzung der Vermögenslage der Gesellschaft durch die Verwaltung von einem unabhängigen Abschlussprüfer kontrolliert wird, dienen dem Gläubigerschutz. Die aktienrechtliche Vermögensbindung geht also nicht nur in materieller, sondern auch in formaler Hinsicht erheblich weiter als ihr GmbH-rechtliches Pendant.

c) Ausnahme für Kleinaktionäre?

Die Begründung des BGH lässt schließlich auch nicht den Schluss zu, dass zumindest Kredite der AG an nur geringfügig beteiligte Aktionäre, etwa an Mitarbeiter, die zugleich Belegschaftsaktien halten oder sich anderweitig an der Gesellschaft beteiligt haben, zulässig wären.

Der Umstand, dass der BGH das GmbH-rechtliche Kreditvergabeverbot aus § 30 GmbHG ableitet spricht eher gegen die Annahme, dass er eine Bagatellausnahme für geringfügig beteiligte Gesellschafterin Erwägung zieht, wie sie § 32a Abs. 3 Satz 2 GmbHG für das Eigenkapitalersatzrecht vorsieht.

Dort geht es um den umgekehrten Fall einer Darlehensgewährung des Gesellschafters an die Gesellschaft. Die Gefahr einer Spekulation zu Lasten der Gesellschaftsgläubiger im Vertrauen auf mitgliedschaftsbedingte Informationsvorsprünge, der das Eigenkapitalersatzrecht vorbeugen soll, mag bei geringfügig beteiligten Gesellschaftern typischerweise nicht vorliegen. Demgegenüber geht es im unmittelbaren Anwendungsbereich des § 30 GmbHG um die Sicherung eines Mindestnettovermögens vor einer Auskehr an die Gesellschafter, ohne dass hierbei die Höhe der Beteiligung eine Rolle spielen würde. Zwar haben sowohl das Auszahlungsverbot als auch das eigenkapitalersatzrechtliche Rückzahlungsverbot ihre Grundlage (auch) in § 30 GmbHG. Die Gewährung eines Darlehens der Gesellschaft an einen Gesellschafter entspricht aber nach der Analyse des BGH einer schlichten Auszahlung von Gesellschaftsvermögen. Dementsprechend erwähnt der BGH eine Bagatellausnahme für geringfügig beteiligte Gesellschafter nicht einmal obiter. Das legt den Schluss zumindest nahe, dass auch bei einer Übertragung des Kreditvergabeverbots in das Aktienrecht kein Raum für eine Ausnahme für Kleinaktionäre bleibt.

Die Voraussetzungen der vom BGH in Erwägung gezogenen Ausnahme vom Kreditvergabeverbot⁵¹ helfen wiederum⁵² nicht weiter, denn auch hier wird jedenfalls die Sicherheit der Darlehensrückgewähr bei Anlegen strengster Maßstäbe häufig nicht über jeden Zweifel erhaben sein.

d) Folgen für cash pool Vereinbarungen

In Konzernen wäre eine Liquiditätsabführung faktisch abhängiger Aktiengesellschaften an das herrschende Unternehmen oder von diesem Unternehmen eingeschaltete Betreibergesellschaft im Rahmen eines zentralen cash pooling grundsätzlich unzulässig. Sofern nicht die Voraussetzungen der vom BGH erwogenen Ausnahme vom Kreditvergabeverbot vorliegen⁵³, bedürfte es eines Beherrschungsvertrages, der nach § 291 Abs. 3 die Anwendbarkeit der Kapitaler-

⁵¹ Vgl. BGH Der Konzern 2004, ◆ unter II. 2. c) dd).

⁵² Vgl. bereits oben, IV. 1. a).

⁵³ Vgl. oben, III. 6.

haltungsvorschriften und damit die Grundlage für das Kreditvergabeverbot suspendiert, um abhängige Aktiengesellschaften in eine solche Vereinbarung einbeziehen zu können.

Ebenso wie für das GmbH-Recht gilt indessen auch hier, dass es in der Sache unter dem maßgeblichen Gesichtspunkt des Gläubigerschutzes keinen rechten Sinn ergibt, die Zulässigkeit von Leistungen einer abhängigen AG in einen cash pool vom Abschluss eines solchen Unternehmensvertrages abhängig zu machen. An die Stelle der Vermögensbindung nach §§ 57, 62 AktG tritt hier vor allem der Verlustübernahmeanspruch gegen das herrschende Unternehmen nach § 302 AktG. Wenn der Darlehensrückgewähranspruch gegen das herrschende Unternehmen uneinbringlich ist, hilft aber auch der Anspruch auf Verlustübernahme nicht weiter. Die Gläubiger der abhängigen AG erlangen also durch den Abschluß eines Beherrschungsvertrages nicht mehr Sicherheit für ihre Forderungen.

V. Fazit

Das qua Richterrecht eingeführte Verbot der Kreditvergabe aus gebundenem Vermögen an Gesellschafter findet in § 30 GmbHG keine Grundlage. Entgegen der Behauptung des BGH besteht das Anliegen der Vermögensbindungsregeln des deutschen Kapitalgesellschaftsrechts darin, eine Vermögenssubstanz ihre Wert nach zu erhalten. Insoweit ist eine bilanzielle Betrachtungsweise maßgeblich. Es besteht keinerlei Grundlage für die Annahme, dass Forderungen gegenüber Gesellschaftern hierbei grundsätzlich anderen Ansatz- oder Bewertungsgrundsätzen unterliegen würden als Forderungen gegen Dritte. Auch ist das Kapitalerhaltungsrecht weder dazu bestimmt noch dazu geeignet sicherzustellen, dass die Liquidität der Gesellschaft gerade durch Darlehensgeschäfte mit Gesellschaftern nicht beeinträchtigt wird. Aus den substanzorientierten Kapitalerhaltungsvorschriften lassen sich punktuelle oder umfassende Liquiditätsschutzregeln nicht in sinnvoller Weise ableiten. Dafür bedürfte es vielmehr einen grundsätzlichen Reform des Kapitalgesellschaftsrechts, die dem Gesetzgeber vorbehalten bleiben muss.

Ob der BGH mit seinem Urteil tatsächlich auch international übliche und wirtschaftlich sinnvolle Formen der Konzerninnenfinanzierung einschränken wollte oder ob das richterrechtliche Kreditvergabeverbot insoweit zusätzlichen Ausnahmen zugänglich ist, lässt sich den Entscheidungsgründen nicht mit letzter Sicherheit entnehmen. In Anbetracht des volkswirtschaftlichen Schadens, den die Entscheidung nach sich ziehen kann, sollte der Gesetzgeber aber eine Novelle des GmbH-Rechts zum Anlass nehmen, um diese Fehlentwicklung in der Rechtsprechung zu korrigieren und etwaigen Ausweitungen eines solchen hausgemachten Liquiditätsschutzes einen Riegel vorzuschieben.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien

- | | | |
|----|-------------------------------------|--|
| 14 | Jens Conert | Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik |
| 15 | Bob Wessels | Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe |
| 16 | Theodor Baums /
Kenneth E. Scott | Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany |
| 17 | Bob Wessels | International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies |
| 18 | Michael Gruson | Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: die sogenannte Globale Aktie |
| 19 | Michael Gruson | Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union |

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT