

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN, STEFAN SIMON, RÜDIGER THEISELMANN

FORDERUNGEN GEGEN DIE GESELLSCHAFT ALS SACHEINLAGE? –
ZUM ERFORDERNIS DER FORDERUNGSBEWERTUNG BEIM DEBT-
EQUITY SWAP



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 117

Andreas Cahn, Stefan Simon, Rüdiger Theiselmann

Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? –
Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity Swap

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO.117

04/2010

**Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? –
Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity Swap**

Von Prof. Dr. Andreas Cahn, LL.M. (Berkeley), Prof. Dr. Stefan Simon und Dr. Rüdiger

Theiselmann, LL.M. oec.*

I. Problemstellung

Kapitalgesellschaften und ihre Gläubiger können aus verschiedenen Gründen daran interessiert sein, Forderungen gegenüber der Gesellschaft in Eigenkapital umzuwandeln. In Sanierungssituationen wird es ihnen darum gehen, Festbetragsansprüche mit möglicherweise ungewissen Befriedigungsaussichten in Geschäftsanteile und damit in Residualansprüche zu konvertieren, um sich mitgliedschaftlichen Einfluss auf die Gesellschaft zu sichern und nach geglückter Sanierung an etwaigen Wertsteigerungen teilzuhaben¹. Der Tausch von Zahlungsansprüchen gegen die Gesellschaft in Beteiligungskapital (Debt-Equity Swap) kommt aber keineswegs nur in Krisensituationen vor. Namentlich in Unternehmensgruppen kann herrschenden Unternehmen daran gelegen sein, ihre Ansprüche gegen abhängige Gesellschaften zu verwenden, um deren Eigenkapitalbasis zu stärken.

Durch einen Debt-Equity Swap wird der betreffende Gläubiger vom Fremd- zum Eigenkapitalgeber. Die Gesellschaft wird von einer Verbindlichkeit befreit. Ihr Fremdkapitalanteil verringert sich, ihr Eigenkapitalanteil erhöht sich entsprechend. Technisch erfolgt ein solcher Debt-Equity Swap, indem der Anspruch des Gläubigers entweder im Wege des Erlasses oder der Abtretung an die Gesellschaft mit der Folge des Untergangs durch Konfusion² als Einlage eingebracht wird. Rechtsprechung und h.L. beurteilen die Einbringung einer gegen die Gesellschaft selbst gerichteten Forderung als Sacheinlage³. Danach sind die für Sacheinlagen geltenden Offenlegungs- und Bewertungsvorschriften einzuhalten. Eine Einbringung der Forderung zum Nennwert ist dabei nach h.M. nur dann möglich, wenn die Gesellschaft in der Lage wäre, alle ihre fälligen Verbindlichkeiten vollständig zu begleichen⁴.

* Andreas Cahn ist Inhaber der Dresdner Bank Stiftungsprofessur und geschäftsführender Direktor des Institute for Law and Finance an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main; Stefan Simon ist Rechtsanwalt/Steuerberater und Partner der Anwaltssozietät Flick Gocke Schaumburg in Bonn sowie Honorarprofessor an der Universität zu Köln; Rüdiger Theiselmann ist Rechtsanwalt/Bankbetriebswirt in Frankfurt am Main und Lehrbeauftragter an der Universität zu Köln.

¹ Dazu in jüngerer Zeit etwa *Schmidt/Schlitt* Der Konzern 2009, 279, 280; *Wentzler* FB 2009, 446 f.

² Dieser zuletzt genannte Weg ist allerdings bei verbrieften Forderungen nicht eröffnet, vgl. RGZ 147, 233, 243 f.; *Ekkenga* ZGR 2009, 581, 590 f.

³ Vgl. etwa BGHZ 132, 141, 143 f. = NJW 1996, 1473; *Arnold* in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, § 27 Rn. 54 ff.; *Bayer* in Lutter/Hommelhoff, GmbHG, 17. Aufl., 2009, § 5 Rn. 17; *Lutter* in Lutter/Hommelhoff, GmbHG, 17. Aufl., 2009, § 56 Rn. 9.

⁴ RGZ 54, 389, 392; RGZ 134, 262, 268; BGHZ 90, 370, 373 f. = NJW 1984, 1891; BGHZ 110, 47, 61 f. = NJW 1990, 982; BGHZ 125, 141, 145 f. = NJW 1994, 1477.

Um festzustellen, ob dies der Fall, die Forderung mithin „vollwertig“ ist, bedarf es regelmäßig einer Bewertung der Gesellschaft.

Wie im Folgenden gezeigt werden soll, wird weder die Behandlung als Bareinlage noch die Anwendung aller Regeln für Sacheinlagen den Besonderheiten einer Kapitalerhöhung im Wege der Einbringung von Ansprüchen gegen die Gesellschaft gerecht. Während einerseits das Erfordernis einer Bewertung solcher Ansprüche weder durch Bedürfnisse des Gläubiger- noch des Aktionärsschutzes geboten ist, bedarf es andererseits der Offenlegung des Einlagegegenstands, um die Gefahr einer Täuschung gegenwärtiger und künftiger Gläubiger und Gesellschafter auszuschließen. Die Autoren plädieren daher im Ergebnis dafür, bei der Einbringung von Forderungen gegen die Gesellschaft die Anwendung der Sacheinlagebestimmungen im Wege der teleologischen Reduktion auf die Regelungen über die Offenlegung zu beschränken.

Nachstehend werden zunächst die für die Fragestellung wesentlichen Grundzüge der Kapitalaufbringung im Aktien- und GmbH-Recht skizziert (II.). Anschließend wird erörtert, wessen Interessen die besonderen Regeln für Sacheinlagen zu dienen bestimmt sind (III.), bevor im Einzelnen geprüft wird, ob und inwieweit zum Schutz dieser Interessen beim Debt-Equity Swap die Beachtung der Sacheinlagevorschriften notwendig ist (IV.). Abschließend wird das gefundene Ergebnis auf seine Vereinbarkeit mit dem geltenden Recht überprüft (V.).

II. Grundzüge der Kapitalaufbringung

1. Aktienrecht

Die aktienrechtliche Kapitalaufbringung ist traditionell durch die Unterscheidung zwischen Bareinlagen und Sacheinlagen geprägt. Wie sich §§ 27 Abs. 1, 36 Abs. 2, 54 Abs. 2 AktG entnehmen lässt, liegt eine Bareinlage vor, wenn die Einlageleistung durch Einzahlung des Ausgabebetrags erfolgt. Vor Anmeldung der Gesellschaft kann diese Einzahlung gemäß § 54 Abs. 3 AktG nur in gesetzlichen Zahlungsmitteln, also Euro-Banknoten oder Euro- bzw. Eurocent-Münzen⁵, oder durch Gutschrift auf ein Konto der Gesellschaft bei einem nach dieser Vorschrift dafür in Betracht kommenden Kreditinstitut⁶ erfolgen. Eine besondere Offenlegung oder Bewertung von Bareinlagen ist weder nach der Kapitalrichtlinie noch nach dem AktG erforderlich. Das gilt auch bei Gutschriften in anderen Währungen als Euro, soweit § 54 Abs. 3 Satz 1 AktG ihnen schuldbefreiende Wirkung beimisst⁷. Hier kann der Aktionär

⁵ § 14 Abs 1 Satz 2 BBankG, Art 128 Abs 1 Satz 3 AEUV, Art 16 Satz 3 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank. Das deutsche Recht ist insoweit strenger als die Vorgaben der Kapitalrichtlinie, als es nur diese gesetzlichen Zahlungsmittel

⁶ Ausführlich zum Kreis der in Betracht kommenden Unternehmen *Cahn/Senger* in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 54 Rn. 58 ff.

⁷ Vgl. dazu *Cahn/Senger* in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 54 Rn. 56.

zwar unter Umständen für Wechselkursverluste im Zeitraum zwischen Gutschrift und Anmeldung der Gesellschaft verantwortlich sein⁸; eine sachverständige Prüfung des Werts der Einlage ist aber ebenso wenig vorgesehen wie eine Offenlegung der Einzahlungsmodalitäten. Diese Regeln und Grundsätze gelten auch bei einer Kapitalerhöhung für den vor der Anmeldung eingeforderten Betrag⁹.

Für die Einbringung von Sacheinlagen gelten andere, teils¹⁰ strengere Regeln als für Bareinlagen. Der Gegenstand der Sacheinlage, die Person des Inferenten und der Nennbetrag oder die Zahl der für die Sacheinlage zu gewährenden Aktien sind in die Satzung¹¹ aufzunehmen bzw. im Kapitalerhöhungsbeschluss¹² oder Zeichnungsschein¹³ festzusetzen. Die Publizität dieser Dokumente erstreckt sich damit auch auf die Informationen über Sacheinlagen. Darüber hinaus muss grundsätzlich eine Prüfung des Werts der Sacheinlage durch unabhängige, sachverständige Prüfer erfolgen¹⁴, deren Prüfungsbericht beim Registergericht einzureichen ist und dort von jedermann eingesehen werden kann¹⁵. Eine Prüfung des Werts von Sacheinlagen kann nur dann ausnahmsweise entfallen, wenn es sich um Gegenstände handelt, deren aktueller Wert auf andere Weise zuverlässig bestimmt werden kann, weil sich entweder ihr Marktpreis ohne Weiteres feststellen lässt¹⁶ oder eine Bewertung durch einen sachkundigen und unabhängigen Sachverständigen bereits zeitnah erfolgt ist und kein Anlass zu der Annahme besteht, dass der Wert des Gegenstands seitdem erheblich gesunken ist¹⁷. Die Überbewertung einer Sacheinlage führt, jedenfalls nach Eintragung der Gesellschaft¹⁸, zu einer verschuldensabhängigen Differenzhaftung des Inferenten.

⁸ Näher dazu *Cahn/Senger* in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 54 Rn. 57.

⁹ §§ 188 Abs. 2, 203 Abs. 1 i.V.m. § 36 Abs. 2 AktG

¹⁰ Teilweise lassen die Bestimmungen für Sacheinlagen allerdings auch mehr Spielraum als die für Bareinlagen geltenden Regelungen. Das gilt namentlich dann, wenn die Sacheinlage in der Verpflichtung besteht, einen Vermögensgegenstand auf die Gesellschaft zu übertragen. Richtiger Ansicht nach ist in solchen Fällen das Einlageversprechen auch dann bereits mit der Begründung des Anspruchs für die Gesellschaft erfüllt, wenn Anspruchsgegner der Inferent selbst ist; näher dazu *Richter* ZGR 2009, 721, 726 ff.; *Cahn* ZHR 166 (2002), 278, 293 ff.; and. allerdings die h.L., siehe etwa *Arnold* in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, § 27 Rn. 59; *Pentz* in MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2008, § 27 Rn. 26; *Heidinger* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 27 Rn. 26; *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2005, § 5 Rn. 78; *Hueck/Fastrich* in Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Aufl., 2010, § 5 Rn. 24; vgl. auch BGHZ 165, 113, 116 und BGHZ 165, 352, 356.

¹¹ § 27 Abs. 1 Satz 1 AktG.

¹² § 183 Abs. 1 AktG.

¹³ § 205 Abs. 2 AktG.

¹⁴ §§ 33 Abs. 2 Nr. 4, Abs. 4 und 5, 34, 183 Abs. 3, 194 Abs. 4, 205 Abs. 5 AktG.

¹⁵ §§ 34 Abs. 3, 183 Abs. 3 Satz 2, 194 Abs. 4 Satz 2, 205 Abs. 5 Satz 1 Hs. 2 AktG, 9 Abs. 1 Satz 1 HGB.

¹⁶ So für übertragbare Wertpapiere und Geldmarktinstrumente in Umsetzung von Art. 10a Abs. 1 Kapitalrichtlinie, §§ 33a Abs. 1 Nr. 1, Abs. 2, 183 Abs. 1, 194 Abs. 5, 205 Abs. 5 Satz 2 AktG.

¹⁷ So in Umsetzung von Art. 10a Abs. 2 Kapitalrichtlinie §§ 33a Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2, 183 Abs. 1, 194 Abs. 5, 205 Abs. 5 Satz 2 AktG.

¹⁸ Es ist umstritten, ob die Satzung wegen Verstoßes gegen das Verbot der Unterpariemiission vor Eintragung der Gesellschaft nichtig ist, wenn der Wert der Sacheinlage nicht den geringsten Ausgabebetrag erreicht. Für Nichtigkeit etwa *Röhricht* in Großkomm AktG, 4. Aufl., § 27 Rn. 98; *Bayer* in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 27 Rn. 21; gegen Nichtigkeit und für eine Differenzhaftung des Inferenten *Arnold* in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, § 27 Rn. 73.

2. GmbH-Recht

Auch im GmbH-Recht gelten für Sacheinlagen strengere Regeln als für Bareinlagen. Der Gegenstand einer Sacheinlage und der Geschäftsanteil, auf den sie sich bezieht, müssen in der Satzung oder im Kapitalerhöhungsbeschluss festgesetzt werden¹⁹. Bei einer Gründung mit Sacheinlagen müssen die Gründer einen Sachgründungsbericht erstellen, in dem die wesentlichen Umstände darzulegen sind, aus denen sich die Angemessenheit der Sacheinlage ergibt²⁰. Eine vergleichbare Berichtspflicht ist zwar nach h.L. bei einer Sachkapitalerhöhung nicht vorgesehen²¹; ebenso wie bei der Gründung hat indessen auch hier das Registergericht die Eintragung abzulehnen, wenn Sacheinlagen nicht unwesentlich überbewertet sind²². Dabei wird ein Prüfungsrecht des Registerrichters vorausgesetzt, auf Grund dessen er bei Zweifeln an der Werthaltigkeit einer Sacheinlage weitere Nachweise anfordern oder einen sachverständigen Prüfer beauftragen kann²³. Stellt sich nach der Eintragung heraus, dass eine Sacheinlage überbewertet war, muss der Gesellschafter die Wertdifferenz in bar einzahlen²⁴. Nach h.L. beschränkt sich diese Differenzhaftung auf den Unterschiedsbetrag zwischen dem Sachwert zum Zeitpunkt der Anmeldung und dem Nennbetrag des Geschäftsanteils²⁵.

III. Schutzzweck der Sacheinlagevorschriften

Die Beantwortung der Frage, ob und inwieweit beim Debt-Equity Swap die Anwendung der vorstehend skizzierten Regeln für Sacheinlagen geboten ist, setzt Klarheit über deren Schutzzweck voraus; nur auf dieser Grundlage lässt sich der Kreis der Interessen abgrenzen, denen die Kapitalaufbringung beim Debt-Equity Swap sinnvollerweise Rechnung tragen muss.

1. Gläubigerschutz

Die Vorschriften über die Offenlegung von Sacheinlagen dienen der Information. Sie sind im Zuge der Aktienrechtsnovelle 1884 in dem damaligen Art. 209b Abs. 2 HGB eingeführt worden²⁶, um den in der Gründerzeit aufgetretenen Missständen, namentlich der

¹⁹ §§ 5 Abs. 4 Satz 1, 56 Abs. 1 GmbHG.

²⁰ § 5 Abs. 4 Satz 2 GmbHG.

²¹ *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2008, § 56 Rn. 57; *Zöllner* in Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Aufl., 2010, § 56 Rn. 17, § 57a Rn. 10.; aA etwa *Priester* in Scholz, GmbHG, 10. Aufl., 2010, § 56 Rn. 38 f.

²² §§ 9c Abs. 1 Satz 2, 57a GmbHG.

²³ *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2005, § 9c Rn. 40.

²⁴ §§ 9 Abs. 1 Satz 1, 56 Abs. 2 GmbHG.

²⁵ *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2005, § 9 Rn. 11 f.; *H. Winter/Veil* in Scholz, GmbHG, 10. Aufl., 2006, § 9 Rn. 7; *Bayer* in Lutter/Hommelhoff, GmbHG, 17. Aufl., 2009, § 9 Rn. 4; a.A. etwa *Herchen*, *Agio und verdecktes Agio im Recht der Kapitalgesellschaften*, 2004, S. 157 ff., 161 ff.

²⁶ Die Vorschrift lautete: „Werden auf das Grundkapital von Aktionären Einlagen, welche nicht in baarem Gelde bestehen, gemacht oder *seitens der zu errichtenden Gesellschaft vorhandene oder herzustellende Anlagen oder sonstige Vermögensgegenstände übernommen, so müssen die Person des Aktionärs oder des Kontrahenten, der Gegenstand der Einlage oder der Uebernahme und der Betrag der für die Einlage zu gewährenden Aktien oder*

einvernehmlichen Überbewertung von Sacheinlagen durch die Gründer und der anschließenden Platzierung der Aktien bei einem ahnungslosen Anlegerpublikum, entgegenzuwirken²⁷. Der Schutz der Offenlegungsvorschriften sollte danach ursprünglich vor allem die künftigen Aktionäre schützen. Anders als den gegenwärtigen Mitgliedern können ihnen aus einer etwaigen Überbewertung von Sacheinlagen keine aktuellen Einbußen entstehen. Unzureichende Offenlegung und Überbewertung von Sacheinlagen können sich vielmehr erst dann zu ihrem Nachteil auswirken, wenn sie in Unkenntnis der wahren Umstände Anteile erwerben, die sie bei zutreffender Information nicht oder nur zu einem geringeren Preis erworben hätten. Die im Schrifttum anzutreffende Zusammenfassung gegenwärtiger und künftiger Aktionäre zu einer neben den Gesellschaftsgläubigern stehenden Gruppe von Nutznießern der Kapitalaufbringung²⁸ wird daher den unterschiedlichen Gefahren, die gegenwärtigen und künftigen Gesellschaftern aus unzureichender Offenlegung und Überbewertung von Sacheinlagen drohen, nicht gerecht. Für gegenwärtige Gesellschafter geht es vor allem um Verwässerung ihrer Beteiligung, für künftige Gesellschafter allein um zutreffende Information über die Gesellschaft und deren wirtschaftliche Lage im Hinblick auf einen Anteilserwerb. Insoweit stehen sie der Gesellschaft nicht wie Mitglieder, sondern wie Drittgläubiger gegenüber²⁹, in der Sache geht es hier nicht um Aktionärsschutz, sondern um Gläubigerschutz.

Bei Gründungen oder Kapitalerhöhungen mit Sacheinlagen bedürfen indessen nicht nur künftige Aktionäre, sondern vor allem die anderen gegenwärtigen und künftigen Gläubiger der Gesellschaft des Schutzes vor unzutreffender Information über die Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft. Bei der GmbH besteht mangels eines fungiblen Markts für die Gesellschaftsanteile ohnehin keine vergleichbare Gefahr der Fehlinformation des Anlegerpublikums wie bei der AG. Der Gesetzgeber des Jahres 1892 ordnete dementsprechend die Offenlegung von Sacheinlagen ausschließlich im Interesse der Gesellschaftsgläubiger an³⁰.

Ebenso wie die Offenlegung von Sacheinlagen dient auch das Erfordernis einer Kontrolle ihrer Werthaltigkeit vor allem den Belangen der Gesellschaftsgläubiger. Ohne eine solche

der für den übernommenen Gegenstand zu gewährenden Vergütung in dem Gesellschaftsvertrage festgesetzt werden.“

²⁷ Vgl. dazu i.e. §§ 2 und § 7 B. b) und c) der Allgemeinen Begründung zum Entwurf eines Gesetzes betreffend die KGaA und AG, abgedruckt bei Schubert/Hommelhoff, Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1984, S. 414, 435 f.; näher dazu etwa *Hofer* in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Band I, 2007, Kapitel 11 Rn. 26, S. 404.

²⁸ *Bayer* in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2007, § 27 Rn. 3; *Heidinger* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 27 Rn. 3; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., 2008, § 26 Rn. 1 und § 27 Rn. 1; *Herchen*, Agio und verdecktes Agio im Recht der Kapitalgesellschaften, 2004, S. 130 f.

²⁹ BGH NZG 2005, 672 (674) „EM.TV“.

³⁰ Begründung zu § 5 GmbHG, Reichstag, Aktenstück Nr. 660 v. 11. 2. 1892, S. 3715, 3734.

Kontrolle bestünde die Gefahr (einvernehmlicher) Überbewertungen von Gegenständen, die eine Gesellschaft im Ergebnis für ausgegebene Anteile erhält. Bei der AG erhöht eine Überbewertung von Sacheinlagen zwar nicht das Potenzial für Ausschüttungen an Aktionäre, denn dem Zugang auf der Aktivseite entspricht eine Erhöhung des Grundkapitals und der Kapitalrücklage (Agiorücklage)³¹, die nicht für Ausschüttungen zur Verfügung steht³². Die Überbewertung suggeriert aber ein in Wahrheit nicht vorhandenes Verlustdeckungspotenzial des Gesellschaftsvermögens und verfälscht für Gläubiger maßgebliche Bilanzkennzahlen, insbesondere das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital. Bei der GmbH würde eine Überbewertung von Sacheinlagen nicht nur den Informationsgehalt der Bilanz verfälschen; hier könnte es vielmehr darüber hinaus zu einer Erhöhung des ausschüttungsfähigen Vermögens kommen, soweit die Einlage nicht auf den Nennwert des Anteils, sondern auf ein Aufgeld anzurechnen wäre. Ein solches Aufgeld ist bilanziell, ebenso wie bei der AG, durch die Kapitalrücklage abzubilden, die aber bei der GmbH nicht in die Vermögensbindung einbezogen ist³³. Die Kapitalrücklage kann auf Grund eines Gesellschafterbeschlusses aufgelöst werden³⁴. Liegt kein solcher Beschluss vor, mögen die Geschäftsführer durch Ausschüttungen an Gesellschafter zu Lasten der Kapitalrücklage zwar ihre Zuständigkeiten oder, insbesondere bei ungleichmäßigen Auszahlungen, Pflichten gegenüber der Gesellschaft und den Gesellschaftern verletzen, nicht aber gläubigerschützende, der Disposition der Gesellschafter entzogene Bestimmungen. Ausschüttungen an Gesellschafter, die mit einer durch Überbewertung von Sacheinlagen aufgeblähten Kapitalrücklage verrechnet würden, könnten folglich das zur Stammkapitaldeckung erforderliche Vermögen angreifen und damit Gläubigerbelange berühren.

2. Gesellschafterschutz

a) Gründung

Die Gründer würden die notwendigen Informationen über Sacheinlagen auch ohne zwingende gesetzliche Bestimmung bereits deswegen erhalten, weil Gegenstand und Höhe der Einlagen Teil der Gründungssatzung sind, die der Zustimmung jedes einzelnen Gründers bedarf. Eine unabhängige Werthaltigkeitskontrolle von Sacheinlagen bei Gründung kann verhindern, dass einzelne Mitglieder sich – gegebenenfalls im Einvernehmen mit der Verwaltung – Vorteile zu Lasten der anderen verschaffen. In der Sache geht es hier also um die Einhaltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes, dessen Beachtung indessen zur Disposition der Gesellschafter

³¹ § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB.

³² § 150 Abs. 3 und 4 AktG.

³³ *Herchen*, *Agio und verdecktes Agio im Recht der Kapitalgesellschaften*, 2004, S. 165 ff.

³⁴ § 46 Nr. 1 GmbHG.

steht. Bei einer dem Gesellschafterinteresse an Gleichbehandlung dienenden Regelung hätte es daher nahe gelegen, mit dem Einverständnis der Betroffenen Abweichungen von der Wertkontrolle zuzulassen. Die Bestimmungen über Sacheinlagen gelten indessen auch bei gleichmäßigen Überbewertungen, wenn alle Gesellschafter mit der Überbewertung einer Sacheinlage einverstanden sind oder die Gesellschaft einen Alleingesellschafter hat.

Zwar könnte man einwenden, der zwingende Charakter der Sachgründungsvorschriften sei dem Zweck des Gläubigerschutzes geschuldet, der nicht zur Disposition der Gesellschafter stehe und der die Unabdingbarkeit dieser Bestimmungen auch dann gebiete, wenn im Einzelfall kein Interesse der Gesellschafter an ihrer Einhaltung bestehe. Bei gegenläufigen Interessen der Gesellschafter hinsichtlich der Bewertung einer Sacheinlage dienen die Sachgründungsvorschriften aber neben dem Gläubigerschutz auch dem Gesellschafterschutz. Indessen ist für die Zulassung von Sacheinlagen bei der Gründung, wie für alle Festsetzungen in der ursprünglichen Satzung, das Einverständnis aller Vertragspartner erforderlich; das gilt auch dann, wenn erst zwischen Satzungsfeststellung und Eintragung der Gesellschaft Sacheinlagen zugelassen werden sollen, denn auch eine solche Satzungsänderung im Stadium der Vorgesellschaft bedarf der Zustimmung aller Gründer³⁵. In Anbetracht der Veto-Position jedes Gründers bedarf es keiner besonderen gesetzlichen Regeln zu ihrem Schutz.

Zweifel daran, dass die Bestimmungen über die Sachgründung dem Schutz der Gründer zu dienen bestimmt sind, begründet auch die Behandlung von mit Sacheinlagen zu deckenden Aufgeldern. Nimmt man mit der herkömmliche Lehre im Aktienrecht³⁶ und der nahezu einhelligen Meinung im GmbH-Recht³⁷ an, dass die Differenzhaftung des Sacheinlegers kraft Gesetzes allenfalls³⁸ den Unterschiedsbetrag zwischen dem Nominalwert oder rechnerischen Anteil der übernommenen Anteile am Nennkapital und dem wirklichen Wert des Einlagegegenstands erfasst, nicht aber ein etwaiges Agio, spricht dies gegen einen gesellschafterschützenden Charakter der Sachgründungsvorschriften. Für die

³⁵ Vgl. *Stein* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2005, § 179 Rn. 68; für das GmbH-Recht *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2005, § 2 Rn. 19, jeweils mit Nachw.

³⁶ *Lutter* in KölnKomm AktG, 2. Aufl., 1989, § 183 Rn. 66; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., 2008, § 36a Rn. 6; § 183 Rn. 21; *Habersack*, FS Konzen, 2006, S. 179, 183 f., die eine Differenzhaftung für ein Agio nur auf Grundlage einer rechtsgeschäftlichen Wertgarantie in Betracht ziehen; für eine auch auf das Agio bezogene gesetzliche Differenzhaftung aber OLG Jena NZG 2007, 147, 152 = AG 2007, 31; *Arnold* in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, § 27 Rn. 74; *Bayer* in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 27 Rn. 24; *Pentz* in MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2008, § 27 Rn. 44; *Röhricht* in Großkomm AktG, 4. Aufl., § 27 Rn. 105; *Hoffmann-Becking* in MünchHdb AG, 3. Aufl., 2007, § 4 Rn. 39; *Herchen*, Agio und verdecktes Agio im Recht der Kapitalgesellschaften, 2004, S. 133 f.; *Priester*, FS Lutter, 2000, S. 617, 622.

³⁷ *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2005, § 9 Rn. 11 f.; *H. Winter/Veil* in Scholz, GmbHG, 10. Aufl., 2006, § 9 Rn. 7; *Priester*, FS Lutter, 2000, S. 617, 633 f.; a.A. *Herchen*, Agio und verdecktes Agio im Recht der Kapitalgesellschaften, 2004, S. 157 ff., 161 ff.

³⁸ Ob die Differenzhaftung bei negativem Wert des Gegenstandes der Sacheinlage über den Nominalbetrag des übernommenen Anteils hinausgehen kann, ist umstritten; dafür etwa *Bayer* in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 27 Rn. 24; *Pentz* in MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2008, § 27 Rn. 44; *Röhricht* in Großkomm AktG, 4. Aufl., § 27 Rn. 103, dagegen *Lutter* in KölnKomm AktG, 2. Aufl., 1989, § 183 Rn. 66.

Gesellschaftsgläubiger mag es von Bedeutung sein, ob der Wert einer Sacheinlage deren Nennbetrag erreicht und damit die Grund- bzw. Stammkapitalziffer durch Vermögenswerte der Gesellschaft gedeckt ist, während man der Deckung eines Aufgelds keine vergleichbare Bedeutung für den Gläubigerschutz beimessen mag. Das gilt namentlich für die GmbH, denn mangels Geltung der zwingenden Ausschüttungssperre des § 30 GmbHG erfüllt die Kapitalrücklage nicht dieselbe Garantiefunktion wie das Stammkapital. Für die Gesellschafter ist es dagegen unerheblich, ob sich die Überbewertung einer Sacheinlage auf die Deckung des Nennbetrags oder eines Agios auswirkt. In beiden Fällen führt eine Überbewertung dazu, dass die übrigen Gesellschafter für ihre Gesellschaftsanteile mehr eingebracht haben als der Inferent der betroffenen Sacheinlage und damit dessen Beteiligung subventionieren.

b) Kapitalerhöhung

Eine Sachkapitalerhöhung erfordert nach dem Gesetz zwar keinen einstimmigen, wohl aber einen mit qualifizierter Mehrheit gefassten Beschluss der Hauptversammlung. Bei der AG muss dabei zugleich das Bezugsrecht der (übrigen) Aktionäre ausgeschlossen werden; nach überwiegender Auffassung im Schrifttum gilt das auch bei der GmbH³⁹. Anders als bei der Gründung kann hier folglich ein Bedürfnis für den Schutz einer überstimmten Minderheit vor Verwässerung ihrer Beteiligung bestehen. Indessen ist zweifelhaft, ob die Bestimmungen über die Sachkapitalerhöhung dazu bestimmt sind, dieses Schutzbedürfnis zu erfüllen.

Soweit die Prüfung des Werts von Sacheinlagen dazu dient, Unterpari-Emissionen unabhängig davon zu verhindern, ob der Wert der Aktien unter ihrem (Mindest)Nennbetrag liegt, geht es offensichtlich allein um den Schutz der Gesellschaftsgläubiger, denn die Aktionäre würden bei angemessenem Wertverhältnis von Aktien und Sacheinlage auch dann keinen Nachteil erleiden, wenn die Aktien unter pari ausgegeben würden, während umgekehrt die Gefahr einer Verwässerung bestehender Beteiligungen bei Wertdeckung des Nennbetrags der Anteile nicht ausgeschlossen ist.

Ob die Bestimmungen über die Offenlegung und Werthaltigkeitsprüfung von Sacheinlagen im Übrigen auch den Interessen der Gesellschafter dienen, insbesondere Schutz vor einer Verwässerung ihrer Beteiligung gewährleisten sollen, ist umstritten. Nach § 183 Abs. 3 Satz 3 AktG kann das Gericht die Eintragung des Kapitalerhöhungsbeschlusses ablehnen, wenn der Wert einer Sacheinlage nicht den geringsten Ausgabebetrag der dafür zu gewährenden Aktien erreicht. Im Vergleich zur Gründung, bei der das Gericht die Eintragung der Gesellschaft

³⁹ Siehe etwa *Zöllner* in Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Aufl., 2010, § 55 Rn. 20 ff.; *Priester* in Scholz, GmbHG, 10. Aufl., 2010, § 55 Rn. 42 ff.; in der Sache ähnlich *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2008, § 55 Rn. 51 ff.

abzulehnen hat, wenn Sacheinlagen nicht auch ein etwaiges Aufgeld abdecken⁴⁰, schränkt das Gesetz bei Kapitalerhöhungsbeschlüssen den Gegenstand der gerichtlichen Prüfung ein. Daraus folgt zwar nicht zwingend, dass auch die externe Prüfung auf die Deckung des geringsten Ausgabebetrags beschränkt wäre; immerhin liegt aber die Annahme nahe, dass das Gesetz insoweit von einem Gleichlauf der sachverständigen und der gerichtlichen Prüfung ausgeht, denn anderenfalls würde sich die sachverständige Prüfung auf einen für das Eintragungsverfahren unerheblichen Gegenstand erstrecken⁴¹. Nach herkömmlicher Auffassung dient die Werthaltigkeitskontrolle bei Sachkapitalerhöhungen in der AG daher allein dem Gläubigerschutz. Für das GmbH-Recht ist es nahezu einhellige Ansicht, dass weder die Prüfung durch das Registergericht noch eine etwaige Differenzhaftung der Einleger von Gesetzes wegen ein etwaiges Aufgeld erfasst⁴², die Kapitalaufbringungsregeln mithin allein den Schutz der Gesellschaftsgläubiger bezwecken⁴³. Überstimmte Gesellschafter, die sich gegen eine (vermeintliche) Überbewertung von Sacheinlagen und die daraus resultierende Verwässerung ihrer Beteiligungen zur Wehr setzen wollen, können gegen den Kapitalerhöhungsbeschluss stimmen oder ihn entsprechend § 255 AktG anfechten⁴⁴ und auf diesem Wege eine unabhängige Überprüfung des Wertverhältnisses herbeiführen⁴⁵.

3. Zwischenergebnis und weiterer Gang der Untersuchung

Die Bestimmungen über die Offenlegung von Sacheinlagen und die Prüfung ihres Werts bei Gesellschaftsgründung und Kapitalerhöhungen dienen vor allem dem Schutz der gegenwärtigen und künftigen Gesellschaftsgläubiger. Ob ihr Zweck daneben auch im Schutz von Interessen der Gesellschafter besteht, ist zweifelhaft und im Einzelnen umstritten. Der Vollständigkeit halber soll aber bei den folgenden Erörterungen der Auswirkungen der Einlage von Forderungen gegen die Gesellschaft davon ausgegangen werden, dass die Bestimmungen über Sacheinlagen auch die Gesellschafter schützen sollen. Neben den

⁴⁰ §§ 36a Abs 2 Satz 3, 38 Abs. 1 AktG; dazu etwa *Arnold* in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, § 34 Rn. 8

⁴¹ Für eine Beschränkung der Prüfung auf die Deckung des geringsten Ausgabebetrags daher *Lutter* in KölnKomm AktG, 2. Aufl., 1989, § 183 Rn. 52; *Peifer* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2005, § 183 Rn. 64; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., 2008, § 183 Rn. 16; aA, Prüfung ist auch auf die Deckung eines Agios zu erstrecken, *Wiedemann* in Großkomm AktG, 4. Aufl., 1995, § 183 Rn. 82; *Servatius* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 183 Rn. 31 ff.; *Krieger* in MünchHdbAG, 3. Aufl., 2007, § 56 Rn. 49; *Bayer ZHR* 168 (2004), 132, 161 f.; *Priester*, FS Lutter, 2000, S. 617, 623 f.

⁴² LG Augsburg GmbHR 1996, 216, 217; *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2008, § 56 Rn. 38, § 57a Rn. 16.; *Priester* in Scholz, GmbHG, 10. Aufl., 2010, § 57a Rn. 14; *Zimmermann* in Rowedder/Schmidt-Leithoff, GmbHG, 4. Aufl., 2002, § 57a Rn. 10; a.A. *Herchen*, Agio und verdecktes Agio im Recht der Kapitalgesellschaften, 2004, S. 157 ff., 161 ff.

⁴³ *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2005, § 19 Rn. 3.

⁴⁴ Zur entsprechenden Anwendbarkeit von § 255 Abs. 2 AktG auf Sachkapitalerhöhungen BGHZ 71, 40, 50 ff.; aus dem Schrifttum etwa *Stilz* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 255 Rn. 12; *Johannsen-Roth/Goslar* AG 2007, 573, 575; zur entsprechenden Anwendbarkeit dieser Bestimmung im GmbH-Recht etwa *Zöllner* in Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Aufl., 2010, Anh § 47 Rn. 108.

⁴⁵ Zur entsprechenden Anwendbarkeit von § 255 Abs. 2 AktG bei Überbewertung von Sacheinlagen im Rahmen einer Kapitalerhöhung BGHZ 71, 40, 50 f.; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., 2008, § 255 Rn. 7.

Auswirkungen auf die Gläubiger werden daher ebenso die Konsequenzen für die Gesellschafter in die Betrachtung einbezogen und daraufhin geprüft, ob sie eine Anwendung der Bestimmungen über die Offenlegung und Bewertung von Sacheinlagen erfordern.

IV. Bedürfnis für die Beachtung der Sacheinlagevorschriften beim Debt-Equity Swap?

1. Vollwertigkeit der eingebrachten Forderung (Werthaltigkeitskontrolle)

a) Erforderlichkeit im Gläubigerinteresse?

Das Einbringen der Forderung gegen die Gesellschaft im Wege des Erlasses oder der Abtretung führt zum Wegfall ihrer Schuld gegenüber dem Inferenten. Die Verbindlichkeiten der Gesellschaft vermindern sich daher um den Nennbetrag der eingebrachten Forderung. Nach h.M. darf die Forderung indessen nur in Höhe ihres „wirklichen“ Werts auf die Einlageverbindlichkeit angerechnet werden⁴⁶, damit es nicht zu einer „Aufblähung des Kapitals als reinem Hoffnungswert“⁴⁷ kommt. Eine Einbringung zum Nennwert kommt danach nur dann in Betracht, wenn der Anspruch vollwertig ist. Das wiederum soll voraussetzen, dass die Gesellschaft in der Lage wäre, alle ihre fälligen Verbindlichkeiten vollständig zu begleichen⁴⁸.

Nähme man diese Formel beim Wort, wäre die Vollwertigkeit eines Anspruchs nur zu verneinen, wenn die Gesellschaft zahlungsunfähig ist oder ihr zu Verkehrswerten bewertetes Vermögen nicht ihre Verbindlichkeiten deckt⁴⁹. Tatsächlich werden indessen an die Vollwertigkeit eines als Einlage eingebrachten Anspruchs weit strengere Anforderungen gestellt als nur die fehlende Insolvenzreife des Schuldners. Jede wirtschaftliche Entwertung der Forderung beeinträchtigt ihre Vollwertigkeit. Bei Zweifeln an der Bonität des Schuldners ist die Einbringung als Einlage nach h.M. demnach nur mit einem der Entwertung entsprechenden Abschlag vom Nennbetrag zulässig⁵⁰.

Für ein in diesem Sinne verstandenes Vollwertigkeitserfordernis beim Debt-Equity Swap scheint zu sprechen, dass damit an Zahlungsansprüche gegen die Gesellschaft die gleichen Anforderungen gestellt würden wie an Zahlungsansprüche gegen Dritte oder gegen

⁴⁶ BGHZ 90, 370, 373; BGHZ 110, 47, 61 f.; Lutter, FS Stiefel, 1987, S. 505, 517; *ders.* in Lutter/Hommelhoff, GmbHG, 17. Aufl., 2009, § 56 Rn. 9.

⁴⁷ Lutter, FS Stiefel, 1987, S. 505, 517.

⁴⁸ RGZ 54, 389, 392; RGZ 134, 262, 268; BGHZ 90, 370, 373 f. = NJW 1984, 1891; BGHZ 110, 47, 61 f. = NJW 1990, 982; BGHZ 113, 335, 341 f. = NJW 1991, 1754; BGHZ 125, 141, 145 f. = NJW 1994, 1477.

⁴⁹ Vgl. dazu etwa BGHZ 125, 141, 146; OLG Schleswig NZG 2001, 566, 568; Hueck/Fastrich in Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Aufl., 2010, § 5 Rn. 28 i.V.m. § 19 Rn. 76; Schmidt/Schlitt Der Konzern 2009, 279, 282 m. Nachw.

⁵⁰ Vgl. etwa Heidinger in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 27 Rn. 35; Bayer in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 27 Rn. 18; Röhrich in Großkomm AktG, 4. Aufl., 1997, § 27 Rn. 81, 72; Pentz in MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2008, § 27 Rn. 29; Lutter in Lutter/Hommelhoff, GmbHG, 17. Aufl., 2009, § 56 Rn. 9; Roth in Roth/Altmeppen, GmbHG, 6. Aufl. 2009, § 5 Rn. 45 i.V.m. 42.

Gesellschafter im Rahmen des Kapitalschutzes. Bei Ansprüchen gegen Dritte, die zur Erfüllung einer Einlageverbindlichkeit eingebracht werden sollen, steht außer Frage, dass eine Anrechnung nur mit ihrem jeweiligen wirtschaftlichen Wert in Betracht kommt, bei Zweifeln an der (künftigen) Einbringlichkeit daher Abschläge vom Nennbetrag vorzunehmen sind⁵¹. Beim Kapitalschutz ist im Hinblick auf die meisten zeitlich hinausgeschobenen Ansprüche gegen Gesellschafter⁵² ist das Merkmal der Vollwertigkeit nicht lediglich für die Bewertung maßgeblich, sondern entscheidend dafür, ob sich die Gesellschaft überhaupt mit einem solchen unbesicherten Anspruch begnügen darf. Gemäß §§ 27 Abs. 4 AktG, 19 Abs. 5 GmbHG schließt die Rückzahlung einer Bareinlage in Form eines Darlehens an den Einleger die Erfüllung der Einlageverpflichtung nicht aus, wenn der Rückerstattungsanspruch der Gesellschaft vollwertig ist. Nach §§ 57 AktG, 30 GmbHG darf eine AG oder GmbH ihren Gesellschaftern nur dann Kredit gewähren, wenn der Rückerstattungsanspruch vollwertig ist. Es ist zwar noch nicht abschließend geklärt, wo genau die Grenze zwischen vollwertigen und nicht vollwertigen Ansprüchen verläuft⁵³; Einigkeit besteht aber darüber, dass es an der Vollwertigkeit nicht erst bei Insolvenz des Schuldners, sondern jedenfalls bereits bei solchen Zweifeln an der Einbringlichkeit des Anspruchs fehlt, die eine Wertberichtigung auf einen geringeren als den Nominalbetrag erforderlich machen⁵⁴. Mit diesen durch das MoMiG und das ARUG eingeführten gesetzlichen Bestimmungen wollte der Gesetzgeber zu einer bilanziellen Betrachtungsweise beim Kapitalschutz zurückkehren⁵⁵. Für die Beurteilung, ob Ansprüche gegen die Gesellschaft mit ihrem Nennwert auf eine Einlageverpflichtung angerechnet werden dürfen, muss, so ließe sich argumentieren, konsequenterweise derselbe Maßstab gelten wie für die Beurteilung der Vollwertigkeit von Ansprüchen gegen Gesellschafter. Abschläge vom Nennwert einer eingebrachten Forderung wären danach nicht erst bei Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung der Gesellschaft, sondern bereits dann vorzunehmen, wenn Zweifel an der vollständigen Einbringlichkeit des Anspruchs bestehen. In der Tat wird das Vollwertigkeitserfordernis in der Praxis in diesem Sinne verstanden⁵⁶.

Die Übertragung dieser Bewertungsanforderungen auf Ansprüche gegen die Gesellschaft trägt indessen nur scheinbar zur systematischen Geschlossenheit des Kapitalschutzes bei; in

⁵¹ *Röhrich* in Großkomm AktG, 4. Aufl., 1997, § 27 Rn. 72; *Arnold* in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, § 27 Rn. 69; *Bayer* in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 27 Rn. 18; *Heidinger* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 27 Rn. 23, 35; *Ulmer* in Großkomm GmbHG, 2005, § 5 Rn. 54;

⁵² Im Hinblick auf Ansprüche auf Leistung ausstehender Bareinlagen, §§ 36a Abs. 1, 37, 188 Abs. 2 Satz 1 AktG, 7 Abs. 2 Satz 1, 8 Abs. 2, 56a, 57 Abs. 2 GmbHG, ist im Gesetz allerdings nicht von Vollwertigkeit die Rede; näher zu dieser Inkonsistenz im Kapitalschutz etwa *Cahn* ZHR 166 (2002), 278, 290.

⁵³ Eingehend zu dieser Frage *Cahn* Der Konzern 2009, 67, 72 ff.

⁵⁴ Vgl. etwa *Hueck/Fastrich* in Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Aufl., 2010, § 30 Rn. 42; *Altmeppen* in Roth/Altmeppen, GmbHG, 6. Aufl. 2009, § 5 Rn. 98.

⁵⁵ Vgl. BegrRegE MoMiG, BT-Drucks. 16/6140, S. 41, rechte Sp.

⁵⁶ Vgl. die Nachw. in Fn. 50.

Wahrheit wird sie der besonderen Interessenlage beim Debt-Equity Swap nicht gerecht. Gegenstand der bilanziellen Betrachtungsweise beim Kapitalschutz sind die Folgen einer Maßnahme für die Gesellschaft. Maßgeblich sind daher nicht die bilanziellen Auswirkungen der Einlageleistung beim Inferenten oder bei einem für seine Rechnung handelnden Dritten, sondern bei der Gesellschaft⁵⁷. Der Umstand, dass der Inferent eine Forderung gegen die Gesellschaft wegen Zweifeln an ihrer Einbringlichkeit nicht (mehr) mit dem Nennbetrag ansetzen dürfte, ändert nichts daran, dass die Gesellschaft die korrespondierende Verbindlichkeit mit ihrem Nominalbetrag passivieren muss und dementsprechend durch einen Erlass sowohl zivilrechtlich und wirtschaftlich als auch bilanziell in Höhe des Nennwerts entlastet wird. Das Vollwertigkeitserfordernis für die Einbringung von Forderungen gegen die Gesellschaft wechselt in inkonsequenter und durch Gebote des Gläubigerschutzes nicht gebotener Weise die Perspektive, indem auf den Wert der Forderung für den Inferenten statt auf den Wert der Verbindlichkeit und damit der Schuldbefreiung für die Gesellschaft abgestellt wird.

Dagegen mag man einwenden, Gläubiger könnten ihre Ansprüche gegen die Gesellschaft bei fehlender Vollwertigkeit nur mit einem Abschlag vom Nennwert veräußern⁵⁸. Unter diesen Umständen könne aber auch die Gesellschaft selbst ihre Verbindlichkeit für weniger als den Nennbetrag tilgen, wenn Sie – unmittelbar oder mittelbar – Ansprüche ihrer Gläubiger erwerben würde. Die Befreiung von einer Verbindlichkeit sei daher auch für die Gesellschaft selbst nicht den vollen Nennbetrag wert.

Dieser Einwand ginge indessen an der Sache vorbei. Solange nicht das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Gesellschaft eröffnet ist oder ein Zahlungsverbot nach Insolvenzreife oder in ihrem Vorfeld eingreift (§§ 92 Abs. 2 AktG, 64 GmbHG)⁵⁹, darf die Gesellschaft die volle Begleichung einer Verbindlichkeit nicht unter Hinweis darauf verweigern, dass ihr Vermögen nicht zur Tilgung aller Verbindlichkeiten ausreicht⁶⁰. Sie muss vielmehr nach § 253 Abs. 1 Satz 2 HGB auch bei Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung ihre Verbindlichkeiten mit dem vollen Nennbetrag und nicht lediglich mit der voraussichtlichen Befriedigungsquote passivieren; das eigene Kreditrisiko des Schuldners darf bei der Bilanzierung eigener Verbindlichkeiten, wie sie in der Konsequenz des

⁵⁷ Frey, Einlagen in Kapitalgesellschaften, 1990, S. 95 f.

⁵⁸ Röhrich in Großkomm AktG, 4. Aufl., 1997, § 27 Rn. 81, 72; Pentz in MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2008, § 27 Rn. 29; Lutter, FS Stiefel, 1987, S. 505, 517.

⁵⁹ Unter Geltung des sog. modifizierten zweistufigen Überschuldungsbegriffs liegt bei positiver Fortführungsprognose selbst unter diesen Umständen keine Insolvenzreife vor, die ein Zahlungsverbot auslöst, vgl. etwa Mertens/Cahn in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, Anh. § 92 Rn. 12 m. Nachw.

⁶⁰ Dazu Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 66 Rn. 31.

Vollwertigkeitserfordernisses läge, aus gutem Grund nicht berücksichtigt werden.⁶¹ Ein Vergleich mit dem hypothetischen Veräußerungserlös, den der Gläubiger für seine Forderung erzielen könnte, blendet die für den Gläubiger jedenfalls außerhalb der Insolvenz nächstliegende Handlungsalternative der Geltendmachung und Durchsetzung seines Anspruchs gegen die Gesellschaft aus und stellt statt dessen auf einen Geschehensablauf ab, der realistischerweise ohnehin nur bei dem verhältnismäßig kleinen Teil von Gesellschaften in Betracht käme, für deren Verbindlichkeiten ein Markt besteht.

Auch aus den bei Zahlungsunfähigkeit geltenden Zahlungsverboten⁶² lässt sich keine tragfähige Basis für ein Vollwertigkeitserfordernis beim Debt-Equity Swap herleiten⁶³. Insoweit könnte man geneigt sein, zu argumentieren, die Einlage eines Anspruchs gegen die Gesellschaft sei nicht anders zu beurteilen als dessen Begleichung und die anschließende Einlage des Geldbetrags. Die Leistung der Gesellschaft wäre hier aber pflichtwidrig und möglicherweise anfechtbar, so dass der Gläubiger den vereinnahmten Betrag zurückerstatten und seine Einlage noch einmal vollständig leisten müsste, auf seine ursprüngliche Forderung aber lediglich die Insolvenzquote erhielte. Eine solche Argumentation würde indessen die Dinge auf den Kopf stellen und der materiellen Betrachtungsweise bei verdeckten Sacheinlagen widersprechen. Danach ist die äußerliche Aufspaltung eines einheitlichen wirtschaftlichen Geschehens in mehrere Teilakte für die rechtliche Beurteilung unerheblich. Die Begleichung einer Verbindlichkeit gegenüber dem Inferenten und die anschließende Rückzahlung des empfangenen Betrags wird grundsätzlich nicht als Bareinlage akzeptiert, sondern als Einlage des Anspruchs behandelt, die nach den Regeln über Sacheinlagen zu erfolgen hat. Es wäre widersprüchlich, die Einlage eines Anspruchs als zwei gegenläufige Zahlungsvorgänge zu interpretieren, von denen einer bei isolierter Betrachtung gegen ein Zahlungsverbot verstieße und anfechtbar wäre. Selbst wenn man aber für Zwecke des Vergleichs wirtschaftlich austauschbarer Gestaltungen zwei Zahlungsvorgänge unterstellen

⁶¹ Im Zusammenhang mit den Besonderheiten der Internationalen Konzernrechnungslegung (insb. fair value Bewertung) gibt es derzeit im IASB eine Diskussion genau um diese „Credit Risk in Liability Measurement“. Am 18. Juni 2009 hat das IASB das *Discussion Paper DP/2009/2 Credit Risk in Liability Measurement* sowie ein begleitendes *Staff Paper* veröffentlicht. Hierin geht das IASB der Frage nach, inwieweit das Kreditrisiko eines Unternehmens (*credit risk*) bei der Bewertung seiner (finanziellen und nicht-finanziellen) Schulden zu berücksichtigen ist. Diese Frage wurde bereits in einer Reihe von Diskussionspapieren angesprochen (z. B. *DP Fair Value Measurements*, November 2006, *DP Preliminary Views on Insurance Contracts*, May 2007, *DP Preliminary Views on Amendments to IAS 19 Employee Benefits*, March 2008, *DP Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments*, March 2008), jedoch keiner ausführlichen Betrachtung unterzogen. Mit der nun erfolgten Veröffentlichung von *DP Credit Risk in Liability Measurement* möchte das Board die wichtigsten Argumente für und gegen die Berücksichtigung des Kreditrisikos zur Diskussion stellen. Wenn überhaupt dürften sich solche Bewertungsansätze aber nach derzeitigem Kenntnisstand nur durchsetzen, weil und soweit ein untrennbarer Konnex mit der Fair-Value-Bewertung korrespondierender Aktiva hergestellt wird. Für die hier zu diskutierende Frage der Kapitalerhöhung durch Einbringung von Forderungen ergeben sich daher keine weitergehenden Erkenntnisse..

⁶² § 92 Abs. 2 Satz 1 AktG, 64 Satz 1 GmbHG.

⁶³ So aber beispielsweise *Müller ZGR* 1995, 327, 334.

wollte, würde es sich jedenfalls nicht um zwei separate Geschäfte handeln, bei der die Rückzahlung als selbständiger Wertabfluss beurteilt werden könnte.

Aus vergleichbaren Gründen folgt auch aus den Aufrechnungsbeschränkungen der §§ 66 Abs. 1 Satz 2 AktG, 19 Abs. 2 Satz 2 GmbHG weder ein Vollwertigkeitserfordernis noch die Notwendigkeit einer Werthaltigkeitskontrolle von Forderungen gegen die Gesellschaft. Abgesehen davon, dass bei Aufrechnungen durch oder im Einvernehmen mit der Gesellschaft kein Bedürfnis für derartige Einschränkungen besteht⁶⁴, unterscheiden sich Debt-Equity Swaps bereits dadurch von Fällen der Aufrechnung mit einem Bareinlageanspruch, dass die Gesellschaft hier von vornherein keine Barzahlung, sondern lediglich die Einbringung des gegen sie gerichteten Zahlungsanspruchs verlangen kann. Die Befreiung von ihrer Verbindlichkeit ist nicht das Surrogat für einen an sich geschuldeten Zufluss an Bar- oder Buchgeld, sondern die ursprünglich geschuldete Leistung.

Wichtiger als dogmatisch-konstruktive Bedenken gegen die h.M. ist indessen, dass unter dem Blickwinkel des Gläubigerschutzes schlichtweg kein Grund ersichtlich ist, der eine Abweichung vom Nennwertprinzip und die Beachtung eines Vollwertigkeitserfordernisses bei der Einbringung von Forderungen gegen die Gesellschaft rechtfertigen könnte. Durch die Einbringung einer Forderung gegen die Gesellschaft scheidet der betreffende Gläubiger als Konkurrent der übrigen Gläubiger um das Vermögen der Gesellschaft aus. Er gibt seinen Gleichrang mit den anderen Gläubigern auf und begnügt sich mit der letzttrangigen Position als Residualgläubiger. Für die verbleibenden Gläubiger kann dies nur vorteilhaft sein, denn ihre Befriedigungsaussichten steigen damit⁶⁵. Das gilt völlig unabhängig davon, ob die Forderung mit ihrem Nominalwert oder nur mit einem geringeren Betrag auf die Einlageschuld angerechnet wird. Unerheblich ist, worauf im Folgenden noch näher einzugehen ist, die Vermögenslage der Gesellschaft: Selbst wenn diese insolvent ist, kann der mit dem Debt-Equity Swap verbundene Rangrücktritt des Inferenten für die Gläubiger nur vorteilhaft sein. Die Gefahr, dass eine Sacheinlage mit negativem Wert das Gesellschaftsvermögen mindert und den Vorrang der Gläubiger vor den Gesellschaftern unterläuft, besteht bei der Einbringung von Forderungen gegen die Gesellschaft nicht. Ebenso scheidet die bei anderen Sacheinlagen bestehende Gefahr aus, dass eine Überbewertung zu einer Aufblähung der Bilanz führt, so dass ein in Wahrheit nicht vorhandenes Eigenkapital und damit Verlustdeckungspotenzial vorgespiegelt wird. Die Einbringung einer Forderung

⁶⁴ Frey, Einlagen in Kapitalgesellschaften, 1990, S. 55; Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 66 Rn. 31; aA allerdings die h.M., vgl. BGHZ 15, 52, 57 = NJW 1954, 1842; BGH NJW 1992, 2229, 2231; BGHZ 125, 141, 143 = NJW 1994, 1477.

⁶⁵ Diesen Aspekt hat bereits das Reichsgericht betont, dabei aber auf den Vorteil für die Gesellschaft abgestellt, RGZ 152, 292, 301; zustimmend Geßler, FS Möhring, 1975, S. 173, 185, 195.

gegen die Gesellschaft stellt sich als reiner Passivtausch dar; der überhöhte Ausweis eines Zugangs von Aktiva ist daher von vornherein ausgeschlossen⁶⁶.

Unbegründet ist daher auch die Sorge, der Gläubiger verschaffe sich durch den Tausch der Forderung in Beteiligungskapital eine vollständige und bevorrechtigte Befriedigung, die sich zwangsläufig zum Nachteil der übrigen Gläubiger auswirke⁶⁷. Wenn die eingebrachte Forderung entwertet ist, weil die Gesellschaft ihre Verbindlichkeiten nicht mehr vollständig begleichen kann, ist das Eigenkapital aufgezehrt. Die Beteiligung, die der Inferent für seine Forderung erhält, ist wegen des Nachrangs gegenüber den verbleibenden Gläubigern notwendigerweise weniger wert als seine bisherige Forderung. Genau dieser Aspekt ist auch aus den Grundsätzen der Kreditrisikosteuerung von Banken bekannt: Danach ist der erwartete Verlust einer Kreditforderung (Expected Loss, EL) zu berechnen, indem die Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default, PD), die Verlustquote (Loss Given Default, LGD) und das ausstehende Obligo im Verzugsfall (Exposure at Default, EAD) multipliziert werden. Die unterschiedlich hohen Ausfallrisiken von Eigenkapitalinvestitionen und Fremdkapitalinvestitionen spiegeln sich in der PD wider. Auch die LGDs sind für beide Investorengruppen unterschiedlich, da Eigenkapitalgeber an den Verlusten teilnehmen und das Risiko tragen, wegen der Nachrangigkeit das überlassene Kapital nicht in gleicher Höhe wie die Fremdkapitalgeber zurück zu erhalten⁶⁸. Bei einer Umwandlung von Verbindlichkeiten in Gesellschaftsanteile kann also von einer vollständigen Befriedigung des Inferenten zum Nachteil der übrigen Gläubiger gerade nicht die Rede sein. Vielmehr scheidet der Inferent freiwillig als Konkurrent der anderen Gläubiger um die knappen Mittel der Gesellschaft aus. Eine vorrangige Befriedigung des Inferenten zum Nachteil der übrigen Gläubiger folgt schließlich auch nicht daraus, dass er im Fall der Sanierung an etwaigen Gewinnen teilhat und seine Beteiligung unter diesen Umständen wieder werthaltig und unter Umständen sogar wertvoller werden kann als sein vormaliger Zahlungsanspruch. Die Chance auf eine Wertsteigerung, die über den Nominalbetrag des eingebrachten Zahlungsanspruchs hinausgeht, resultiert aus der Risikobereitschaft des Inferenten, ist damit lediglich die Kehrseite des für die anderen Gläubiger vorteilhaften Rangrücktritts und kann sich wegen deren Befriedigungsvorrangs unter keinen Umständen zu ihrem Nachteil auswirken.

Entscheidend gegen die h.M. spricht schließlich, dass die Folgen des Vollwertigkeitserfordernisses beim Debt-Equity Swap dem Anliegen des Gläubigerschutzes geradezu widersprechen. Mangelnde Vollwertigkeit einer Forderung mag beim Gläubiger zu einer Abschreibung führen, ändert aber nichts daran, dass die Gesellschaft die

⁶⁶ *Geßler*, FS Möhring, 1975, S. 173, 181 f.

⁶⁷ *Arnold* in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, § 27 Rn. 57 im Anschluss an *Lutter*, FS Stiefel, 1987, S. 505, 517.

⁶⁸ *Beinert*, FB 2007, 273, 276.

korrespondierende Verbindlichkeit weiterhin mit deren Nennbetrag passivieren muss. Beim Debt-Equity Swap verringern sich die Verbindlichkeiten der Gesellschaft daher um den Nennbetrag der eingebrachten Forderung, das Eigenkapital erhöht sich zwingend um diesen Betrag. Aus Gläubigerschutzgesichtspunkten besteht dann sogar ein Interesse, diese handelsbilanzielle Eigenkapitalmehrung vollständig als Leistung auf den Kapitalerhöhungsbetrag zuzulassen. Nur dann ist die Eigenkapitalmehrung vollständig in das (gläubigerschützende) Kapitalschutzsystem einbezogen. Lehnt man hingegen eine solche Nennbetragsbetrachtung ab und lässt nur den werthaltigen Teil der eingebrachten Forderung als Leistung auf die Kapitalerhöhung zu, muss die darüber hinausgehende Eigenkapitalmehrung handelsbilanziell in den Kapitalrücklagen abgebildet werden. Abhängig davon, ob die überschießende Eigenkapitalmehrung der Herstellung wertäquivalenter Beteiligungsquoten zwischen den Gesellschaftern dient (etwa im Rahmen der Festsetzung eines höheren Ausgabebetrag der Anteile) oder nicht, wäre eine Einstellung in die Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB (Agiorklage) oder in die Zuzahlungsrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB vorzunehmen.⁶⁹ Diese Eigenkapitalpositionen stehen aber ihrerseits grundsätzlich für Ausschüttung an die Gesellschafter zur Verfügung; lediglich bei Aktiengesellschaften sind für die Agiorklage die Verwendungsbeschränkungen des § 150 AktG zu beachten.

Das Vollwertigkeitserfordernis führt also unter Kapitalschutzgesichtspunkten gerade nicht dazu, das erhöhte Eigenkapital in der Gesellschaft möglichst stark und vollständig zu binden; statt dessen wird das Potenzial für Ausschüttungen an die Gesellschafter erhöht, und zwar ausgerechnet in Höhe des nicht werthaltigen Teils der Forderung. Je schlechter die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft ist, desto höher ist also der Anteil, der aus der Debt-Equity Swap bedingten Eigenkapitalerhöhung an die Gesellschafter ausgekehrt werden kann. Offensichtlich wird damit geradezu das Gegenteil des Gläubigerschutzzwecks der Kapitalaufbringung erreicht.

Hiergegen lässt sich auch nicht einwenden, dass der Debt-Equity Swap ertragsteuerlich in Höhe des werthaltigen Teils der Forderung als erfolgsneutrale Einlage und in Höhe des nicht werthaltigen Teils als (grundsätzlich) steuerpflichtiger Gewinn behandelt wird.⁷⁰ Denn diese steuerliche Behandlung hat weder unter systematischen noch unter praktischen Gesichtspunkten eine Bedeutung für oder Ausstrahlung auf die handelsbilanzielle und gesellschaftsrechtliche Beurteilung. Für steuerliche Zwecke geht es darum, einen Betriebsvermögensvergleich anzustellen (§ 4 Abs. 1 Satz 1 EStG). Beim Debt-Equity Swap

⁶⁹ Hierzu statt aller: WP-Handbuch Band I, 13. Aufl. 2006, Abschnitt F Rdn. 283; schiefe, weil systemfremd an die steuerliche Betrachtung angelehnt: *Wentzler*, FB 2009, 446, 449.

⁷⁰ Heute praktisch unstrittig, statt aller: BFH, GrS v. 9.6.1997 - 1/94 - BB 1997, 1735ff.

führt deshalb die Erhöhung des Eigenkapitals um den Nominalbetrag der eingebrachten Forderung zu einer entsprechenden Betriebsvermögensmehrung und damit (vereinfacht) zu einem entsprechenden steuerlichen Gewinn. Erst in der nächsten Stufe der Gewinnermittlung⁷¹ wird dieser steuerliche Gewinn unter anderem um (verdeckte) Einlagen korrigiert. Diese außerbilanzielle Gewinnkorrektur ist – wie beschrieben – nach heute allgemeiner Ansicht in Höhe des werthaltigen Teils der eingebrachten Forderung und nicht, wie früher vielfach vertreten, in Höhe des Nominalbetrags der Forderung⁷² vorzunehmen. Die steuerliche Differenzierung zwischen werthaltigem und nicht-werthaltigem Teil der eingebrachten Forderung spielt sich mithin außerhalb der Bilanz ab und kann schon aus diesem Grund keine Aussagekraft für die handelsbilanzielle Behandlung oder die gläubigerschützenden Regelungen der Kapitalaufbringung haben.

b) Erforderlichkeit im Gesellschafterinteresse?

Aber auch die Interessen der (anderen) Gesellschafter erfordern es nicht, Ansprüche gegen die Gesellschaft nur bei „Vollwertigkeit“ mit ihrem Nennbetrag auf eine Einlageverpflichtung anzurechnen. Nach h.M. ist bei Zweifeln an der Einbringlichkeit ein dem Ausfallrisiko entsprechender Abschlag vom Nennwert vorzunehmen. Für jeden als Einlage einzubringenden Euro müsste der Gläubiger danach mehr als einen Euro Nominalbetrag seiner Forderung aufwenden. Zum Schutz der Aktionäre vor Verwässerung ihrer Beteiligung ist ein solcher Bewertungsabschlag indessen nicht notwendig:

Entweder die Forderung könnte vollständig beglichen werden. In diesem Fall bliebe der Gesellschaft durch die Einbringung der Forderung eine Zahlung in Höhe des Nennbetrags erspart; Zweifel an der Vollwertigkeit der Forderung würden sich als unberechtigt erweisen.

Oder die Forderung des Inferenten gegen die Gesellschaft hat tatsächlich einen geringeren Wert als ihren Nominalbetrag, weil die Gesellschaft nicht in der Lage wäre, sie vollständig zu begleichen. In diesem Fall ist das Eigenkapital bereits vollständig aufgezehrt. Ein Residualwert, der den Eigenkapitalgebern zustünde, existiert unter diesen Umständen nicht mehr. Wegen des Befriedigungsvorrangs der Gläubiger ist daher jede Geldeinheit des eingebrachten Anspruchs gegen die Gesellschaft regelmäßig mehr, keinesfalls aber weniger wert als die gleiche Geldeinheit des bisher bestehenden Eigenkapitals.

In keinem der beiden Fälle kann daher die Anrechnung der eingebrachten Forderung zum Nennwert zu einer Verwässerung der bestehenden Beteiligungen führen.

⁷¹ Grundlegend zum System der zweistufigen Gewinnermittlung; *Wassermeyer*, IStR 2001, 633ff.

⁷² Etwa: *Knobbe-Keuk*, StuW 1991, 306; *Thiel*, GmbHR 1992, 20, 23; *Döllner*, Verdeckte Gewinnausschüttungen und verdeckte Einlagen bei Kapitalgesellschaften, 2. Aufl., S.174.

Eine Werthaltigkeitskontrolle von Ansprüchen gegen die Gesellschaft und die zweifelsfreie Einbringlichkeit (Vollwertigkeit) als Voraussetzung für eine Anrechnung zum Nennwert sind zum Schutz der (anderen) Gesellschafter vor einer Verwässerung ihrer Beteiligungen selbst dann nicht erforderlich, wenn es sich beim Inferenten um einen Gesellschafter handelt, auf den die insolvenzrechtlichen Sonderregeln für Gesellschafterdarlehen Anwendung finden⁷³. Wegen der Nachrangigkeit von Gesellschafterdarlehen in der Insolvenz⁷⁴ und der Anfechtbarkeit von Zahlungen, die die Gesellschaft innerhalb des Jahres vor Insolvenzantragstellung zum Zweck der Rückerstattung solcher Darlehen leistet⁷⁵, scheint es hier zwar offensichtlich zu sein, dass der Gesellschafter in Gestalt des Anspruchs keine werthaltige Einlage leistet⁷⁶. Der Umstand, dass die Erfüllung des eingebrachten Anspruchs des Gesellschafter nach §§ 39 Abs. 1 Nr. 5, 135 Abs. 1 Nr. 2 InsO anfechtbar gewesen wäre, steht aber der Anrechnung des Anspruchs auf eine Einlagepflicht mit seinem Nominalwert nicht entgegen. Gesellschafterdarlehen, die unter § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO fallen, werden in der Insolvenz der Gesellschaft Einlagen nahezu gleichgestellt. Durch die Einbringung seines Anspruchs gegen die Gesellschaft als Einlage tut der Gläubiger/Gesellschafter im Vorfeld der Insolvenz freiwillig mehr als das, was ihm vom Gesetz in der Insolvenz der Gesellschaft angesonnen wird. Sein Anspruch ist zwar nicht nur mit dem jeder unbesicherten Forderung anhaftenden Risiko der Insolvenz des Schuldners, sondern darüber hinaus mit dem zusätzlichen Risiko der Nachrangigkeit und der Anfechtbarkeit einer Erfüllungshandlung der Gesellschaft behaftet. Dennoch ist er in der Insolvenz noch vor den Ansprüchen der Gesellschafter auf Auszahlung eines etwaigen Überschusses zu befriedigen, der nach Erfüllung aller – einschließlich der nachrangigen – Verbindlichkeiten verbleibt. Diesen auch mit der nachrangigen Gläubigerstellung verbundenen Befriedigungsvorrang gegenüber den Gesellschaftern gibt der Inferent auf und begnügt sich mit der Gesellschafterposition. Es ist kein Grund ersichtlich, aus dem die eingebrachte Forderung unter diesen Umständen nicht mit ihrem Nominalwert auf die Einlagepflicht angerechnet werden sollte: So sehr auch der Wert der Forderung gemindert sein mag, ist sie doch bei Insolvenz der Gesellschaft keinesfalls weniger wert als Aktien mit gleichem Nominalwert.

Eine Werthaltigkeitskontrolle von Zahlungsansprüchen gegen die Gesellschaft ist schließlich auch nicht zum Zweck der Bestimmung eines angemessenen Ausgabepreises für die an den Inferenten zu begebenden Anteile geboten. Zwar kann es selbst bei Bestehen von

⁷³ § 39 Abs. 5 InsO.

⁷⁴ § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO.

⁷⁵ § 135 Abs. 1 Nr. 2 InsO.

⁷⁶ Vgl. zur Rechtslage vor der Reform des Kapitalersatzrechts durch das MoMiG etwa OLG Schleswig NZG 2001, 566, 568; *Pentz* in MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2008, § 27 Rn. 29; *Ulmer* in Großkomm AktG, 2005, § 5 Rn. 58; *ders.*, in Großkomm GmbHG, 2008, § 56 Rn. 17, großzügiger zum neuen Recht *Hueck/Fastrich* in Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Aufl., 2010, § 5 Rn. 28.

Ausfallrisiken, die eine teilweise Abschreibung von Forderungen gegen die Gesellschaft erforderlich machen, angebracht sein, neue Anteile aus einer Kapitalerhöhung nur gegen ein Aufgeld auszugeben. Die Bewertung der Sacheinlage ist indessen von der Festlegung des angemessenen Ausgabepreises zu unterscheiden. Der Zweck der Sacheinlagebewertung erschöpft sich in der Bestimmung des Werts der Sacheinlage. Die Werthaltigkeitsprüfung dient nicht dazu, einen angemessenen Ausgabekurs für die neuen Anteile zu bestimmen. Der Umstand, dass bei Einbringung eines Zahlungsanspruchs gegen die Gesellschaft eine Werthaltigkeitsprüfung dieses Einlagegegenstands auf eine Bewertung der Gesellschaft hinauslaufen und damit zur Bestimmung eines angemessenen Ausgabekurses beitragen könnte, ändert nichts an dem begrenzten Gesetzeszweck der Sacheinlageprüfung.

c) Zwischenergebnis

Die Prüfung des Werts eines gegen die Gesellschaft gerichteten Zahlungsanspruchs ist beim Debt-Equity Swap weder im Interesse der Gesellschaftsgläubiger noch zum Schutz der Gesellschafter erforderlich. Derartige Ansprüche können vielmehr grundsätzlich⁷⁷ ohne Weiteres mit ihrem Nennbetrag auf die Einlageverpflichtung angerechnet werden, ohne dass den Gläubigern oder Gesellschaftern daraus Nachteile entstünden.

2. Offenlegung des Einlagegegenstands

Ohne die Beachtung der für Sacheinlagen geltenden Publizitätsanforderungen, insbesondere der Offenlegung des Gegenstands der Einlage, könnte bei Dritten der unzutreffende Eindruck entstehen, die Gesellschaft habe zusätzliche Vermögenswerte erhalten, die für die Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten oder für die Finanzierung neuer Vorhaben zur Verfügung stünden. In Wahrheit erfolgt indessen beim Debt-Equity Swap kein Zugang von Vermögen, sondern nur eine Umschichtung auf der Passivseite der Bilanz. Der Gesellschaft fließen keine zusätzlichen Mittel zu, auf die die Gläubiger zur Befriedigung ihrer Forderungen zugreifen könnten; insoweit unterscheidet sich der Debt-Equity Swap von der Einbringung von Forderungen, die dem Inferenten gegen Dritte zustehen.

Die Information über den Gegenstand der Einlage ist aber nicht nur aus diesem Grund, sondern auch deswegen für aktuelle und potenzielle Gläubiger der Gesellschaft wichtig, weil ein Debt-Equity Swap namentlich in Sanierungssituationen durch ganz andere Einschätzungen der Gesellschaft und ihrer Zukunftsaussichten motiviert ist als eine Barkapitalerhöhung oder die Einbringung anderer sacheinlagefähiger Gegenstände. Ohne die Offenlegung des Gegenstands der Einlage könnte der unzutreffende Eindruck entstehen, es

⁷⁷ Zu Ausnahmen unten, 3.

habe sich ein Geldgeber gefunden, der bereit gewesen sei, zusätzliche Mittel in die Gesellschaft zu investieren. Für den Inferenten ändern sich indessen lediglich die Rechte, die mit seinem Anspruch gegen die Gesellschaft verbunden sind.

Beide Gesichtspunkte, die Änderung der Vermögenslage der Gesellschaft und des Inferenten, können für die Entscheidungen außenstehender Gläubiger, einschließlich potenzieller Gesellschafter, von erheblicher Bedeutung sein. Namentlich dann, wenn es sich beim Inferenten um einen bei der Gesellschaft erheblich engagierten und mit ihrer wirtschaftlichen Lage bestens vertrauten Gläubiger, etwa ein verbundenes Unternehmen oder ein Kreditinstitut, handelt, signalisiert die Zuführung neuer Barmittel für einen außenstehenden Dritten eine völlig andere Einschätzung der Gesellschaft den Inferenten als die Umwandlung eines (möglicherweise) notleidenden Kredits in Eigenkapital: Während eine Barkapitalerhöhung und somit der Einschuss neuen Kapitals in aller Regel ein starkes Bekenntnis zum Geschäftsmodell impliziert, ist ein Tausch von Verbindlichkeiten gegen Gesellschaftsanteile nicht selten das einzige Mittel, um eine notleidende Beteiligung oder Forderung zu retten. Die Einhaltung der Offenlegungsvorschriften für Sacheinlagen ist daher beim Debt-Equity Swap unter Normzweckgesichtspunkten unverzichtbar, um den Gläubigern ein realistisches Bild von der Vermögens- und Finanzlage der Gesellschaft und von der Qualität der eingebrachten Vermögenswerte zu vermitteln.

3. Sonderfall: Verdeckte Sacheinlage

Hat der Inferent gegen die Gesellschaft eine Forderung, die auf einer Zahlung – regelmäßig auf der Gewährung eines Gelddarlehens – beruht, so ist bei einem Debt-Equity Swap durch Einbringung dieses Anspruchs keine Werthaltigkeitskontrolle erforderlich. Der Wert der Leistung, den die Gesellschaft erhalten hat, steht hier außer Zweifel. Etwas anderes kann dagegen gelten, wenn dem Zahlungsanspruch des Gesellschafters eine Sachleistung des Gesellschafters zugrunde liegt – d.h. der Gesellschafter zwar eine Bareinlage geleistet hat, die aber bei wirtschaftlicher Betrachtung als Sacheinlage zu bewerten ist. In derartigen Fällen ist immer dann, wenn die Transaktion als verdeckte Sacheinlage zu beurteilen ist, eine Prüfung des Werts der Leistung geboten, die dem Zahlungsanspruch des Inferenten zugrunde liegt. Das sei anhand folgender aktienrechtlicher Beispiele illustriert:

A verkauft der AG ein Grundstück.

a) Die Gesellschaft zahlt den Kaufpreis. Zwei Wochen danach zeichnet A für denselben Betrag Aktien der AG und zahlt die Bareinlage auf ein Konto der Gesellschaft.

b) A zeichnet zwei Wochen nach Abschluss des Kaufvertrags Aktien der Gesellschaft für eine Einlage in Höhe des Kaufpreises. Zur Erfüllung seiner Einlagepflicht erlässt er der Gesellschaft die Kaufpreisverbindlichkeit.

c) Wie Variante a) mit dem Unterschied, dass Zeichnung der Aktien und Einlageleistung zwei Jahre nach Grundstückserwerb und Kaufpreiszahlung durch die Gesellschaft stattfinden.

In Variante a) ist die AG nach Abschluss aller Transaktionsschritte Eigentümerin des Grundstücks und hat den zunächst entrichteten Kaufpreis zurückerhalten. A ist weder Eigentümer des Grundstücks noch des Kaufpreises, sondern Aktionär der AG. Im Ergebnis hat die AG für die Aktien das Grundstück erhalten; aus Sicht des A ist ein Tausch des Grundstücks gegen Aktien der AG erfolgt. Aufgrund des engen zeitlichen Zusammenhangs der einzelnen Transaktionen und der Identität der hin- und hergezählten Beträge ist hier zu vermuten, dass die Parteien von vornherein einen Austausch des Grundstücks gegen die Aktien geplant und den Grundstückkauf lediglich zur Vermeidung des Sacheinlageverfahrens durchgeführt haben. Wirtschaftlich betrachtet besteht die Einlage des A in dem Grundstück. Hätten die Parteien den konstruktiv einfachen Weg einer Sacheinlage gewählt, wäre der Wert des Grundstücks zu prüfen gewesen, denn anders als bei sonstigen Geschäften mit – nicht beherrschenden (§ 311 AktG) – Aktionären verlässt sich das Gesetz bei Vereinbarungen im Rahmen der Kapitalaufbringung nicht auf die Unabhängigkeit, Sachkunde und Verantwortlichkeit des Vorstands, sondern verlangt die Prüfung des Werts des Einlagegegenstands durch einen unabhängigen Sachverständigen. Ohne eine solche Prüfung bestünde die Gefahr einer Überbewertung des Grundstücks. Eine solche Überbewertung würde zu einem überhöhten Ausweis des Gesellschaftsvermögens führen, durch den ein in Wahrheit nicht vorhandenes Verlustdeckungspotenzial vorgespiegelt und maßgebliche Bilanzkennzahlen verfälscht würden. An dieser Gefahr ändert die Aufspaltung des Vorgangs in eine Aktienzeichnung und ein Umsatzgeschäft nichts.

Variante b) ist ebenso zu beurteilen wie Variante a). Zwar könnte man hier auf den ersten Blick meinen, die Sacheinlage des A bestehe aus seiner Kaufpreisforderung gegen die Gesellschaft, so dass diese als Einlagegegenstand festzusetzen und auf ihren Wert hin zu prüfen wäre. Wie der Vergleich mit Variante a) zeigt, ist die Begründung der Kaufpreisforderung indessen nur ein Zwischenschritt auf dem Weg zur Einbringung des Grundstücks im Austausch gegen die Aktien. Im Ergebnis hat die Gesellschaft ein Grundstück und der A Aktien erhalten. Das Resultat ist also das gleiche wie bei der Bezahlung des Kaufpreises und der anschließenden Rückzahlung des Betrags durch A als Leistung auf seine Bareinlagepflicht. Obwohl hier genau besehen eine Sacheinlage in Gestalt des Grundstücks erfolgt, die durch eine andere Sacheinlage – die Kaufpreisforderung gegen die Gesellschaft –

verdeckt zu werden droht, ist auch in Variante b) im Hinblick auf den Zweck der Sacheinlagebewertung letztlich entscheidend, ob der Wert des Grundstücks zum maßgeblichen Stichtag der Festsetzung durch die Parteien entspricht. Ebenso ist für die Information aktueller und potenzieller Gläubiger der Umstand entscheidend, dass nach Abschluss der Transaktionen der Parteien im Zusammenhang mit der Aktienaussgabe die Aktiva der Gesellschaft um ein Grundstück erhöht worden sind; der Passivtausch der Verbindlichkeit gegenüber A für eine Erhöhung des Grundkapitals und ggf. der Kapitalrücklage ist dagegen unerheblich. Im Gegenteil würde das Publikum über den wirtschaftlichen Gehalt des Leistungsaustauschs zwischen der Gesellschaft und A irre geführt, wenn als Sacheinlage die Kaufpreisforderung des A angegeben, die ihr zugrunde liegende Grundstückübertragung dagegen nicht offen gelegt würde. Allenfalls von untergeordnetem Interesse ist es demgegenüber, ob die Gesellschaft in der Lage gewesen wäre, den Kaufpreis vollständig zu bezahlen⁷⁸.

Etwas anderes gilt allerdings nach der Rechtsprechung, wenn die Forderung im Austausch für eine nicht einlagefähige Leistung, namentlich eine Dienstleistung des (künftigen) Gesellschafters, begründet wurde. Wie der BGH in der Qivive-Entscheidung⁷⁹ ausgeführt und in seiner Eurobike-Entscheidung⁸⁰ bestätigt hat, findet in solchen Fällen mangels Sacheinlagefähigkeit keine Prüfung des Werts der Dienstleistung statt; Vergütungsansprüche werden vielmehr wie jede sonstige Forderungen behandelt, so dass es bei einer Einbringung nur auf den Wert Forderung ankommen soll⁸¹. Während einlagefähige Leistungen auf ihren Wert hin geprüft werden, soll bei nicht einlagefähigen Leistungen ohne weiteres die Bewertung durch die Parteien gelten. Anders als Vereinbarungen über die Einbringung von Sacheinlagen werden also Vereinbarungen über Dienstleistungen auch dann wie reguläre Austauschgeschäfte zwischen Gesellschaft und Gesellschafter behandelt, wenn sie im Zusammenhang mit der Gründung oder einer Kapitalerhöhung erfolgen, obwohl das Gesetz für die Bewertung von Sacheinlagen bei Gründung oder Kapitalerhöhung gerade nicht auf die Unabhängigkeit der Geschäftsleitung vertraut und obwohl § 27 Abs. 2 AktG deutlich zeigt, dass das Misstrauen gegenüber von Dienstleistungen größer ist als gegenüber Sacheinlageabreden.

Variante c) gleicht bis auf den zeitlichen Abstand zwischen dem Grundstücksgeschäft und der Aktienübernahme durch A der Variante a). Nach der Aktienübernahme durch A hat die Gesellschaft von A einen Betrag in Höhe des an ihn gezahlten Grundstückskaufpreises

⁷⁸ Hätten die Parteien insoweit Zweifel, würde erst A die Aktien gegen Bareinlage übernehmen und anschließend die Gesellschaft die Einlage zur Bezahlung des Kaufpreises verwenden.

⁷⁹ BGHZ 180, 38.

⁸⁰ BGH DB 2010, 550; dazu *Theiselmann*, GmbH-StB 2010, 102.

⁸¹ BGHZ 180, 38, 49 Rn. 24.

zurückerhalten. A ist nicht mehr Eigentümer des Grundstücks, sondern Inhaber der Aktien. Obwohl das wirtschaftliche Endergebnis in beiden Varianten gleich zu sein scheint, sind sie rechtlich unterschiedlich zu beurteilen. In Anbetracht des langen Zeitraums zwischen Grundstückserwerb und Aktienübernahme liegt die Annahme fern, dass die Parteien von vornherein eine Aktienübernahme durch A beabsichtigt hatten und der Kauf des Grundstücks lediglich erfolgt ist, um die Sacheinlagevorschriften zu vermeiden. Sofern nicht ein entsprechender Plan nachgewiesen werden kann, sind Grundstückskauf und Aktienübernahme als zwei voneinander unabhängige Geschäfte, die Zahlung des Ausgabebetrags für die Aktien durch A ist mithin als Leistung einer Bareinlage zu behandeln⁸².

V. Vereinbarkeit eines Verzichts auf die Werthaltigkeitskontrolle von Ansprüchen gegen die Gesellschaft mit dem geltenden Recht?

1. Problemstellung

Das Ergebnis der vorstehenden Überlegungen lässt sich wie folgt zusammenfassen: Beim Debt-Equity Swap erfordern weder Gläubiger- noch Gesellschafterinteressen eine Prüfung des Werts der eingebrachten Forderung. Etwas anderes gilt lediglich dann, wenn die Einbringung des Anspruchs im Rahmen einer Gestaltung erfolgt, die als verdeckte Sacheinlage zu beurteilen ist. Dagegen muss der Gegenstand der Einlage stets offengelegt werden, um Fehlvorstellungen gegenwärtiger und künftiger Gläubiger und potenzieller Neugesellschafter zu vermeiden. Ein sinnvolles Kapitalaufbringungsregime für Debt-Equity Swaps setzt sich daher aus Regeln für Bareinlagen (keine Werthaltigkeitskontrolle) und für Sacheinlagen (Offenlegung) zusammen.

Fraglich ist, ob sich eine solche Ausgestaltung der Kapitalaufbringung beim Debt-Equity Swap nach geltendem Recht begründen lässt. Insoweit kommt es zunächst darauf an, ob Zahlungsansprüche gegen die Gesellschaft als Bareinlage⁸³ oder als Sacheinlage zu qualifizieren sind. Im Hinblick auf das Aktienrecht sind dafür nicht nur die Bestimmungen des deutschen Rechts, sondern auch die ihm zugrunde liegenden Vorgaben der Kapitalrichtlinie zu beachten.

2. Teleologische Reduktion der Bestimmungen über Sacheinlagen für die Einbringung von Zahlungsansprüchen gegen die Gesellschaft

Beim Debt-Equity Swap ist eine Bewertung des eingebrachten Anspruchs unter Gesichtspunkten des Kapitalschutzes nicht erforderlich. Insoweit ist die Interessenlage anders als bei (anderen) Sacheinlagen. Das könnte dafür sprechen, die Einbringung von Forderungen

⁸² Ebenso *Frey*, Einlagen in Kapitalgesellschaften, 1990, S. 155 f.

⁸³ So *Gefßler*, FS Möhring, 1975, S. 173. 195.

gegen die Gesellschaft als Bareinlage zu qualifizieren. Allerdings sind Bareinlagen nach herkömmlichem Verständnis dadurch gekennzeichnet, dass der Gesellschaft durch die Erfüllung der Einlagepflicht Bar- oder Buchgeld zufließt. Das ist beim Debt-Equity Swap nicht der Fall. Auch besteht hier, anders als bei (sonstigen) Bareinlagen, ein Bedürfnis für die Beachtung der für Sacheinlagen geltenden Offenlegungsvorschriften. Beide Gesichtspunkte legen es nahe, Forderungen gegen die Gesellschaft mit der ganz h.M. als Sacheinlage zu beurteilen. Vom Standpunkt des geltenden Aktien- und GmbH-Rechts geht es daher nicht um die entsprechende Anwendung der Offenlegungsvorschriften für Sacheinlagen auf einen Sonderfall der Bareinlage, sondern um die Einschränkung der Sacheinlagebestimmungen über die Werthaltigkeitskontrolle im Hinblick auf bestimmte Zahlungsansprüche. Wie vorstehend gezeigt wurde, spricht der Zweck des Gesetzes dafür, bei der Einlage von Zahlungsansprüchen gegen die Gesellschaft, die sich nicht als verdeckte Sacheinlage darstellt, das Sacheinlagerecht teleologisch auf die Bestimmungen über die Publizität von Einlagegegenstand und Inferent zu reduzieren.

Die Freiheit zu einer solchen teleologischen Reduktion, die den Anwendungsbereich der Sacheinlagebestimmungen beim Debt-Equity Swap auf das durch den Zweck des Gesetzes gebotene Maß zurückführen würde, stieße allerdings im Aktienrecht an Grenzen, wenn die Kapitalrichtlinie eine Werthaltigkeitsprüfung auch für Ansprüche gegen die Gesellschaft gebieten würde. Die Richtlinie schreibt keine Wertkontrolle für Bareinlagen vor. Die Richtlinie enthält allerdings keine Definition des Begriffs der Bareinlage. Die Abgrenzung zwischen Bareinlage und Sacheinlage muss daher im Wege der Auslegung erfolgen. Das Aktiengesetz versteht den Begriff der Bareinlage nicht im engsten denkbaren Sinne als Leistung gesetzlicher Zahlungsmittel⁸⁴, sondern lässt jedenfalls die Verschaffung von Buchgeld in Form einer Forderung gegen bestimmte Kreditinstitute zu. Das Recht des Vereinigten Königreichs geht darüber noch hinaus. Section 583(3)(d) Companies Act 2006 bestimmt ausdrücklich, dass die Befreiung der Gesellschaft von einer Geldschuld eine Bareinlage darstellt⁸⁵; eine inhaltsgleiche Bestimmung fand sich bereits in section 738(2) Companies Act 1985. Diese Umsetzung der Richtlinienvorgaben ist zwar kein zwingendes Argument dafür, dass der Begriff der „Bareinlage“ i.S.d. Kapitalrichtlinie ein derart weites Verständnis zulässt, denn die entsprechenden Bestimmungen des englischen Rechts könnten gegen die Kapitalrichtlinie verstoßen. Immerhin spricht aber der Umstand, dass diese Regelungen bereits seit über fünfundzwanzig Jahren unangefochten in Kraft sind, dafür, dass die Kapitalrichtlinie ein weitergehendes Verständnis des Begriffs der Bareinlage zulässt als

⁸⁴ So aber wohl: *Arnold* in KölnKomm AktG, 3. Aufl., 2010, § 27 Rn.57.

⁸⁵ Die Bestimmung lautet: “A ‘cash’ consideration means- ... (c) a release of a liability of the company for a liquidated sum, ...”.

ihm von der in Deutschland h.M. beigemessen wird.⁸⁶ Für ein weites, Forderungen gegen die Gesellschaft einschließendes Verständnis des europarechtlichen Begriffs der Bareinlage spricht aber vor allem, dass für Zwecke des Gläubiger- und Gesellschafterschutzes ein wesentliches Element der für Sacheinlagen geltenden Bestimmungen der Richtlinie, nämlich die Bewertung des Einlagegegenstandes, bei der Einbringung von Forderungen gegen die Gesellschaft keine Geltung beansprucht; im Gegenteil läuft die Behandlung solcher Forderungen als Sacheinlage dem Schutzzanliegen der Richtlinie sogar zuwider, wie die Folgen der in Deutschland üblichen bilanziellen Behandlung des Debt-Equity Swap zeigen⁸⁷. Von diesem Ausgangspunkt her geht die Anwendung der Sacheinlagevorschriften auf die Einbringung von Ansprüchen gegen die Gesellschaft über den Mindeststandard der Kapitalrichtlinie⁸⁸ hinaus, die eine Rückführung des nationalen Rechts auf das europarechtlich gebotene Mindestmaß nicht ausschließt.

VI. Fazit

Das System des Gläubigerschutzes durch ein festes Mindestkapital ist seit einigen Jahren heftiger Kritik ausgesetzt⁸⁹, die zu einer grundsätzlichen Debatte über die Effizienz dieses Ansatzes und die Vorzugswürdigkeit möglicher Alternativen geführt hat⁹⁰. Wie auch immer man zu dieser Grundsatzfrage stehen mag, dürften die kaum noch überschaubaren Verästelungen und der hohe Grad an Komplexität, den der Kapitalschutz in Deutschland erreicht hat⁹¹, nicht zu seiner Akzeptanz beitragen. Im Streben nach lückenlosem Umgehungsschutz haben Rechtsprechung und Rechtslehre ein Regelungsdickicht entwickelt, das den Bezug zu den eigentlichen Schutzzanliegen zu verlieren droht und in dem sich arglose Adressaten nur allzu leicht verheddern⁹². Eine Rückführung der Kapitalschutzdogmatik auf das im Interesse der Schutzadressaten gebotene Maß würde nicht nur der Rechtspraxis einen Dienst erweisen, sondern auch die Glaubwürdigkeit des geltenden Rechts erhöhen. Hierzu wollen die vorstehenden Überlegungen einen Beitrag leisten.

⁸⁶ In diese Richtung auch die Ausführungen des Generalanwalt *Tesouro* in seinem Schlussantrag in Sachen *Meilicke* gegen *ADV/ORGA AG* (ZIP 1992, 1036); der EuGH hat das Verfahren letztlich nicht angenommen (Entscheidung v. 16.7.1992) und zu dieser Frage bisher nicht Stellung nehmen können.

⁸⁷ Näher dazu oben, IV. 1. a).

⁸⁸ Zum Verständnis der Bestimmungen der Kapitalrichtlinie als Mindeststandard, über den das nationale Recht hinausgehen darf, BGHZ 110, 47, 72 ff.; *Arnold* in *KölnKomm AktG*, 3. Aufl., 2010, § 27 Rn. 86 ff.; *Pentz* in *MünchKomm AktG*, 3. Aufl. 2008 § 27 Rn. 87.

⁸⁹ Vgl etwa *Enriques/Macey* 86 *Cornell L J* (2001), 1165; *Kahan* in *Hopt/Wymeersch*, *Capital Markets Law and Company Law*, 2003, S 145 ff; *Kübler* in *Hopt/Wymeersch*, *Capital Markets Law and Company Law*, 2003, S 95 ff; *Mülbart/Birke* EBOR 3 (2002), 695; *Mülbart* *Der Konzern* 2004, 151; *Merkt* ZGR 2004, 305.

⁹⁰ Vgl. insbesondere die Beiträge in *Lutter* (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, ZGR-Sonderheft 17, 2006 und in EBOR 2006, Heft 1, *Efficient Creditor Protection in European Company Law*, sowie die Arbeit von *Schall*, *Kapitalgesellschaftsrechtlicher Gläubigerschutz*, 2009.

⁹¹ Einen umfassender Überblick über die Probleme, die sich auf Grundlage der herkömmlichen Dogmatik beim Debt-Equity Swap stellen, gibt *Ekkenga* ZGR 2009, 581 ff.

⁹² Ähnlich die Kritik bei Wilhelm DB 2006, 2729, 2732 f. und *Schall*, *Kapitalgesellschaftsrechtlicher Gläubigerschutz*, 2009, S. 112 f.

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
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 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
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 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
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy
Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus
Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single
Financial Market
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation? (publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb? (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/
Astrid Keinath/
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien (publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts (publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von
Hauptversammlungsbeschlüssen
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten
Anstellungsverhältnissen
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung
und Finanzplatz*, 2008, S. 525 ff)
- 76 Andreas Cahn/
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
(publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.],
*Perspectives in Company Law and Financial Regulation.
Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, 2009, S. 5 ff.)
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés
(publ. in : *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.
WpHG und § 244 AktG
(publ. in : *Die AG* 2008, S. 311 ff.)

- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?
- 82 Günther M. Bredow/
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze
- 83 Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts
(publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff)
- 84 José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
- 85 Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)
(publ. in: ZIP 2008, 1706 ff.)
- 86 James D. Cox,
Randall S. Thomas,
Lynn Bai There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs : An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
- 87 Michael Bradley,
James D. Cox,
Mitu Gulati The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes : Lessons from the Sovereign Debt Market
- 88 Theodor Baums Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda
(publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff)
- 89 Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff)
- 90 Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes
(publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff)
- 91 Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems
(publ. in: Der Konzern 2008, 504 ff.)

- 92 Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
- 93 Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied
- 94 Ulrich Seibert,
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf (publ. in: ZIP 2008, 2145 ff.)
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff)
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
- 97 Theodor Baums,
Maike Sauter Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag
- 98 Andreas Cahn Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH (publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff)
- 99 Melanie Döge,
Stefan Jobst Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien (publ. in: – noch in Vorbereitung –)
- 101 Nicole Campbell,
Henny Müchler Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
- 102 Brad Gans Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
- 103 Arbeitskreis
„Unternehmerische
Mitbestimmung“ Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats
- 104 Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften
- 105 Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG
- 106 Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz

- 107 Matthias Döll „Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
- 108 Kenneth E. Scott Lessons from the Crisis
- 109 Guido Ferrarini Understanding Director’s Pay in Europe:
Niamh Moloney A Comparative and Empirical Analysis
Maria Cristina Ungureanu
- 110 Fabio Recine The new financial stability architecture in the EU
Pedro Gustavo Teixeira
- 111 Theodor Baums Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters
- 112 Julia Redenius-Hövermann Zur Frauenquote im Aufsichtsrat
- 113 Theodor Baums The electronic exchange of information and respect for
Thierry Bonneau private life, banking secrecy and the free internal market
André Prüm
- 114 Tim Florstedt Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung
- 115 Tim Florstedt Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der
Finanzmarktkrise - Bemerkungen zum Beschluss des OLG
Düsseldorf ZIP 2010, 28 (IKB Deutsche Industriebank AG)
- 116 Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The
need for an international instrument on the private law
framework for netting

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

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

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT
CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1
D-60323 FRANKFURT AM MAIN
TEL: +49 (0)69 / 798-33753
FAX: +49 (0)69 / 798-33929

WWW.ILF-FRANKFURT.DE



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN