

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS

EIGENKAPITAL: BEGRIFF, AUFGABEN, SICHERUNG



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 123

Theodor Baums

Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 123

2/ 2011

Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung

Theodor Baums

I. Die haftungsrechtliche Bedeutung des Eigenkapitals

1. Abgrenzung
2. Eigenkapital aus der Sicht der Gläubiger

II. Aufgaben und Formen des Eigenkapitals

1. Überblick
2. Aufbau eines bilanziell erfaßten Schuldentilgungsfonds;
„Schuldentilgungsfunktion“
 - a) Allgemeines
 - b) Verlustverrechnung
 - c) Sicherung der Verlustverrechnung
 - aa) Kapitalgesellschaft
 - bb) Einlagen in der Personengesellschaft;
Einzelunternehmen
 - cc) Gewinnunabhängiges Entnahmerecht und Verzinsung
von Einlagen in der Personengesellschaft
 - d) Nachrangverbindlichkeiten als Eigenkapital?
 - aa) Nachrang in der Insolvenz
 - bb) Gläubigersicherung außerhalb der Insolvenz
3. Eigenkapital als Risikopuffer
 - a) Die Vorsorgefunktion des Eigenkapitals
 - b) Die Vermögensbindung im Kapitalgesellschaftsrecht
4. Eigenkapital als Selbstbehalt
 - a) Fehlanreize bei beschränkter Haftung ohne Kapitaleinsatz
 - b) Die *Opt in*-Lösung des geltenden Kapitalgesellschaftsrechts
5. Eigenkapital als Risikolimit für Geschäftsleiter

III. Angemessenes Eigenkapital (I): Vertragliche Vereinbarungen und Marktmechanismus

1. Vertragliche Ergänzungen des Gläubigersicherungssystems
2. Verhandelte Eigenkapitalkennziffern
3. Akzeptierte Eigenkapitalkennziffern
4. Defizite des Marktmechanismus

IV. Angemessenes Eigenkapital (II): Die bankaufsichtsrechtliche Lösung

1. Risikostatus und Risikotragfähigkeit
2. Übertragbarkeit des Modells?

V. Verhaltenssteuerung als ergänzender Bestands- und Gläubigerschutz (am Beispiel des Aktienrechts)

1. Allgemeines
2. Das Überwachungssystem gemäß § 91 Abs. 2 AktG
3. Verhaltenspflichten bei bestandsgefährdenden Entwicklungen
4. Übernahme existenzbedrohender Risiken
5. Außenhaftung wegen Gläubigerschädigung

VI. Zusammenfassung in Thesen

I. Die haftungsrechtliche Bedeutung des Eigenkapitals

1. Abgrenzung

Wir unterscheiden mehrere Begriffe des Eigenkapitals: die für die verschiedenen bilanziellen Zwecke (Handels-, Konzern- und Steuerbilanzrecht; Überschuldungsstatus) ausgeprägten Eigenkapitalbegriffe sowie die speziellen regulatorischen Eigenkapitalbegriffe des Bank- und Versicherungsaufsichtsrechts. Kreditverträge und Anleihebedingungen, die z. B. eine bestimmte Eigenkapitalquote festlegen, können an einen dieser Eigenkapitalbegriffe anknüpfen oder einen eigenen, modifizierten Eigenkapitalbegriff verwenden. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf einen diesen speziellen Begriffen gewissermaßen vorgelagerten allgemeinen Eigenkapitalbegriff, der an der Bedeutung des Eigenkapitals für die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger eines Unternehmens orientiert ist. Es geht also um den *gesellschaftsrechtlichen Eigenkapitalbegriff*, und auch insoweit nur um die *haftungsrechtliche Bedeutung* des Eigenkapitals. Spezielle Fragen der bilanziellen Erfassung des Eigenkapitals und seiner Elemente, die nach den unterschiedlichen Bilanz Zwecken zu beantworten sein mögen, werden ebensowenig behandelt wie die Sondervorschriften des Bank- und Versicherungsaufsichtsrechts.

2. Eigenkapital aus der Sicht der Gläubiger

(a) Die juristische¹ wie die betriebswirtschaftliche² Literatur zum Eigenkapital sind davon bestimmt, einen allgemeinen Begriff des Eigenkapitals zu entwickeln. Im Kern besteht Einigkeit darüber, daß in diesem allgemeinen Sinne unter Eigenkapital der Wert des (nicht nur des bilanziell erfaßten) Vermögens eines Unternehmens oder einer Gesellschaft nach Abzug aller Verbindlichkeiten zu einem bestimmten Zeitpunkt zu verstehen ist. Das Eigenkapital in diesem Sinne ist also nichts anderes als eine *Geldziffer*, die den Überschuß der Aktiva über die Verbindlichkeiten angibt.³ Diese Eigenkapitalziffer kann auch null betragen oder negativ sein. Grob gesprochen ist Eigenkapital, wenn man den Begriff in diesem Sinne faßt, ein den Eigenkapitalgebern zugeordneter hypothetischer Liquidationsüberschuß nach Zahlung aller Schulden. Aus der Sicht der Fremdkapitalgeber und Gläubiger gibt die Eigenkapitalziffer die Höhe des Vermögenspolsters des Schuldnerunternehmens an, das übrig bliebe, wenn alle vor- und gleichrangigen Verbindlichkeiten getilgt wären.

Nicht selten wird Eigenkapital allerdings auch gegenständlich aufgefaßt, ohne daß damit in der Sache eine andere Auffassung vom Wesen des Eigenkapitals zum Ausdruck gebracht werden soll. In diesem Sinne spricht man davon, daß sich das Eigenkapital aus den Einlagen der Gesellschafter bzw. des Einzelunternehmers, nicht entnommenen Gewinnen und Eigenkapitalleistungen Dritter

¹ Auswahl: *K. Schmidt*, in: Bilanz- und Konzernrecht. Festschrift für Goerdeler, 1987, S. 487 ff.; *Sieker*, Eigenkapital und Fremdkapital der Personengesellschaft, 1991; *Wiedemann*, in: Festschrift für Beusch, 1993, S. 893 ff.; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Auflage 2002, S. 515 ff.; *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Band II, 2004, S. 363 ff.; vgl. auch bereits *Ballerstedt*, Kapital, Gewinn und Ausschüttung bei Kapitalgesellschaften, 1949, S. 48 ff.

² S. etwa *Swoboda*, in: Information und Produktion. Festschrift für Wittmann, 1985, S. 343 ff.; *D. Schneider*, DB 1987 S. 185 ff.; eingehender Überblick über die ältere Literatur bei *Fleischer*, Finanzplankredite und Eigenkapitalersatz im Gesellschaftsrecht, 1995, S. 100 ff.; *Thiele*, Das Eigenkapital im handelsrechtlichen Jahresabschluß, 1998, S. 49 ff.; aus der neueren Literatur s. etwa *Drukarczyk*, Finanzierung, 10. Auflage 2008, S. 302 ff.; *Volkart*, Corporate Finance, 4. Auflage 2008, S. 565 ff.; *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Auflage 2009, S. 358.

³ Zum *bilanziellen* Eigenkapital als veränderlicher Saldogröße etwa *Bitz*, in: Winkeljohann u. a. (Hrsg.), Rechnungslegung, Eigenkapital und Besteuerung. Festschrift für Schneeloch, 2007, S. 147, 153 f.

zusammensetzt, oder sogar, daß die Einlagen Eigenkapital darstellen, und daß Dritte ebenfalls Eigenkapital bereitstellen können. Das Eigenkapital des Unternehmens ist danach nichts anderes als dessen Aktivvermögen, das nach Tilgung aller Schulden verbleibt. Diese Gleichsetzung des Eigenkapitals mit dem Aktivvermögen liegt auch der Redeweise von der „Haftung“ des Eigenkapitals für die betrieblichen Schulden zugrunde.⁴

Die Schwierigkeit dieser Gleichsetzung von Eigenkapital mit dem nach Schuldentilgung verbleibenden Aktivvermögen liegt freilich darin, daß nicht bestimmt werden kann, aus welchen Gegenständen sich das Aktivvermögen der Gesellschaft noch zusammensetzt, wenn die Verbindlichkeiten bezahlt worden sind. Auch auf Eigenschaften des Gegenstands der Leistungen der Gesellschafter bzw. eines Dritten kann man bei der Bestimmung des Eigenkapitalbegriffs genau genommen nicht abstellen, denn der Gegenstand einer Einlage eines Gesellschafters oder des Eigenkapitalbeitrags eines Dritten unterscheidet sich in nichts vom Gegenstand der Leistungen der Fremdkapitalgeber. Wie sich im Folgenden noch zeigen wird, ist bei Beantwortung der Frage, ob die von einem Gesellschafter oder Dritten bereitgestellten Mittel das Eigenkapital der Gesellschaft erhöhen oder nicht, nicht auf den Gegenstand der Einlage oder sonstigen Leistung abzustellen, sondern auf die begleitenden Vereinbarungen einschließlich der hierfür verabredeten Gegenleistung. Diese Vereinbarungen müssen in einer bestimmten von den Beteiligten gewollten Weise ausgestaltet sein und werden dann vom Gesetz bestimmten Regeln unterworfen. Ähnlich ungenau ist die übliche Unterscheidung zwischen Fremd- und Eigenmitteln der Gesellschaft. Sie kann sich nicht auf bestimmte Gegenstände des Aktivvermögens beziehen, weil diese sich nicht mehr den Fremdkapital- oder Eigenkapitalgebern zuordnen lassen, nachdem sie einmal ins Gesellschaftsvermögen gelangt sind.

Letzten Endes schadet die rechtlich ungenaue Unterscheidung von Fremd- und Eigenmitteln der Gesellschaft, die Gleichsetzung des Eigenkapitals mit dem Aktivvermögen des Unternehmens abzüglich seiner Verbindlichkeiten, die Bezeichnung von Einlagen oder

⁴ Nachweise dazu bei *Bitz*, a.a.O. (Fn. 3), S. 155 Fn. 20.

sonstigen Finanzinstrumenten als Eigenkapital bzw. Fremdkapital aber nichts und wird gelegentlich der sprachlichen Einfachheit halber auch im Folgenden verwendet, solange nur deutlich bleibt, daß es sich dabei nicht um besondere, jeweils unterschiedliche Eigenschaften der Gegenstände des Vermögens der Gesellschaft bzw. der Leistungen der Eigenkapital“geber“ bzw. Fremdkapitalgeber handelt. Das Eigenkapital ist eine *Wertgröße*, die sich mit der Veränderung des Aktivvermögens und der Verbindlichkeiten gleichfalls entsprechend verändert.

(b) Die das Eigenkapital der Gesellschaft bildenden und erhöhenden Beiträge (Einlagen der Gesellschafter; eigenkapitalerhöhende Leistungen Dritter; erwirtschaftete und nicht entnommene Gewinne), kurz, das Eigenkapital der Gesellschaft und seine Höhe, sind in mehrfacher Hinsicht von Bedeutung, für den Unternehmensträger, für seine Gesellschafter und sonstigen Eigenkapitalgeber, besonders aber auch für die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf die Bedeutung des Eigenkapitals für die Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger (*haftungsrechtliche Bedeutung des Eigenkapitals*).

Die Abgrenzung von Fremd- und Eigenkapital stellt sich unterschiedlich dar je nachdem, ob man Eigenkapital aus der Perspektive des Unternehmens und der Gesellschafter betrachtet, oder ob man aus der Sicht der Gesellschaftsgläubiger fragt, was zum Eigenkapital rechnet. Folgendes Beispiel mag dies verdeutlichen: Dem Unternehmen ist von dritter Seite Kapital mit der Abrede zur Verfügung gestellt worden, daß es in der Insolvenz, aber auch außerhalb einer Insolvenz des Schuldnerunternehmens erst nach den anderen vorrangig zu tilgenden Forderungen der übrigen Gläubiger zurückgezahlt werden soll. Aus der Perspektive der begünstigten, vorrangigen Fremdkapitalgeber stellen diese Mittel Eigenkapital dar. Aus der Sicht des Unternehmensträgers und der Gesellschafter handelt es sich dabei jedoch um eine Verbindlichkeit. Erst nach Abzug auch dieser wie der vorrangigen Verbindlichkeiten ergibt sich der Wert des Reinvermögens des Unternehmens bzw. der Gesellschaft.

(c) Stellt man, wie dies im Folgenden geschieht, auf den Blickwinkel der Fremdkapitalgeber und Gläubiger ab, dann kann es auf bestimmte in der Literatur als typisch oder gar als wesentlich herausgestellte Merkmale von Eigenkapital nicht ankommen. Voraussetzung ist allerdings, daß man sich auf die haftungsrechtliche Bedeutung des Eigenkapitals beschränkt.

So sind dem Eigenkapitalbeitrag des Gesellschafters wie des Einzelunternehmers sicher eine „Investitionsfunktion“,⁵ eine „Ingangsetzungsfunktion“⁶ und eine „Finanzierungsfunktion“⁷ zuzusprechen. Diese Aufgaben oder Funktionen teilt der Eigenkapitalbeitrag aber mit der Fremdkapitalfinanzierung eines Unternehmens, also mit Maßnahmen, die nicht zur Bildung oder Erhöhung des Eigenkapitals beitragen. In der Investitionsfunktion, der Eingangsetzungsfunktion und der Finanzierungsfunktion sind m. a. W. zwar typische Merkmale, aber keine Spezifika der Eigenkapitalfinanzierung zu sehen. Rechtlich können ein Einzelunternehmen und eine Personengesellschaft sogar völlig ohne Eigenkapital in Gang gesetzt und finanziert werden, etwa durch Aufnahme eines Kredits, für dessen Rückzahlung z. B. die Ehefrau des Einzelunternehmers eine Bürgschaft übernimmt. Bürgschaftsübernahme und Zahlung durch die Ehefrau stellen keinen Beitrag zum Eigenkapital im Sinne der folgenden Betrachtung dar, weil sie nur einen einzigen Gläubiger des Unternehmensträgers begünstigen, gegenüber den übrigen Verbindlichkeiten des Unternehmens aber nicht zurücktreten.

⁵ Vgl. *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, a.a.O. (Fn. 1), S. 364.

⁶ Vgl. *D. Schneider* DB 1987, 185, 186. Z. T. wird unter „Ingangsetzungsfunktion“ allerdings nicht lediglich die „Anschubfinanzierung“ des Unternehmens durch Eigen- oder Fremdkapital, sondern der „Selbstbehalt“ der Gründer-Gesellschafter verstanden, den diese speziell in der Form eines Eigenkapitalbeitrags übernehmen müssen, um die Fremdkapitalgeber überhaupt zu einem Investment zu veranlassen. Zu dieser spezifischen Eigenkapitalfunktion noch unten II. 4.

⁷ Vgl. *D. Schneider* DB 1987, 185, 186.

II. Aufgaben des Eigenkapitals

1. Überblick

Das von den Gesellschaftern oder auch von einem Dritten zur Verfügung gestellte und um Rücklagen ergänzte Eigenkapital der Gesellschaft soll aus der Sicht der Fremdkapitalgeber und Gläubiger dazu beitragen, daß ihre Forderungen gegen das Schuldnerunternehmen bei Fälligkeit in vollem Umfang befriedigt werden. Genauer kann man insoweit mehrere Aufgaben oder Funktionen des Eigenkapitals unterscheiden.

Erstens dient das durch die Einlagen der Gesellschafter aufgebrauchte und u. U. durch Rücklagen und durch Eigenkapitalbeiträge Dritter vermehrte Vermögen einfach dazu, daß das Unternehmen seine fälligen Schulden tilgen kann (*Schuldentilgungsfunktion*). Diese Funktion erfordert, daß das Eigenkapital mit Verlusten verrechnet wird (Eigenkapital als *Verlustpuffer*). Auf diese Weise wird verhindert, daß selbst geringfügige Mißerfolge zur Überschuldung der Gesellschaft und zu Forderungsausfällen ihrer Gläubiger führen.

Zweitens ordnet der Gesetzgeber hinsichtlich des Eigenkapitals der Kapitalgesellschaften eine je nach Rechtsform unterschiedlich ausgestaltete *Vermögensbindung* an. Diese Vermögensbindung soll die Verschiebung von Gesellschaftsvermögen in das Privatvermögen der Gesellschafter beschränken. Die Gesellschaft wird in dem dadurch gegebenen Umfang befähigt, mit dem ihr zur Verfügung stehenden Vermögen künftige Verluste aufzufangen (Eigenkapital als *Risikopuffer; Vorsorgefunktion* des Eigenkapitals) und diese nicht auf noch nicht fällige und künftig entstehende Verbindlichkeiten durchschlagen zu lassen. Auch im Personengesellschaftsrecht hat Eigenkapital die Funktion als Risikopuffer; es fehlt dort aber an gesetzlichen Vorschriften, die eine über die Schuldentilgung hinausgehende Vermögensbindung zwingend sicherstellen.

Drittens sollen sich die Gründer und Betreiber des Unternehmens nach Art eines Selbstbehalts an dessen Risiko beteiligen und auf diese Weise davon abgehalten werden, übermäßige wirtschaftliche

Wagnisse einzugehen, die sich bei unzureichendem Vermögen zulasten der Gläubiger auswirken können (Eigenkapital als *Selbstbehalt*). Und schließlich, viertens, hat die Eigenkapitalausstattung des Unternehmens auch Bedeutung für dessen Geschäftsleiter, einmal im Hinblick auf ihre Pflicht, bestandsgefährdende Entwicklungen rechtzeitig zu erkennen und tunlichst abzuwenden, zum anderen als Schranke für die Übernahme von Ausfallrisiken (Eigenkapital als *Risikolimit*).

Im Folgenden sollen diese Funktionen des Eigenkapitals, die ihm nach geltendem Recht zukommen, näher betrachtet werden. Dabei geht es vor allem um die Zwecke, die die gesetzliche Regelung und einschlägige vertragliche Vereinbarungen prägen, weniger um das rechtstechnische Detail. Nicht geleistet werden kann hier auch eine Evaluierung des gesetzlichen Gläubigerschutzsystems aus ökonomischer oder rechtsvergleichender Sicht. Auf diese Debatte, die vor allem für die Kapitalgesellschaft geführt wird und zu der ausgezeichnete Beiträge vorliegen,⁸ kann hier nur verwiesen werden.

2. Aufbau eines bilanziell erfaßten Schuldentilgungsfonds; „Schuldentilgungsfunktion“

a) Allgemeines

Eigenkapital- und Fremdkapitalbeiträge bauen gemeinsam das Aktivvermögen der Gesellschaft bzw. das Betriebsvermögen des Einzelunternehmers auf. Solange Verluste oder Entnahmen dieses Vermögen nicht wieder vermindern, erhöhen die Eigenkapitalbeiträge zusammen mit den Rücklagen und einem nicht entnommenen Jahresüberschuß das für die Schuldentilgung bereitstehende Aktivvermögen des Unternehmens. § 10 Abs. 1 Satz 1 KWG formuliert diese Funktion des Eigenkapitals wie folgt: „Die Institute ... müssen *im Interesse der Erfüllung ihrer Verpflichtungen*

⁸ S. insbesondere die Beiträge in Lutter (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, 2006; die Beiträge zum Thema *Efficient Creditor Protection in European Company Law*, EBOR 7 (2006), Heft 1, sowie die Habilitationsschriften von *Escher-Weingart*, *Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht*, 2001, und *T. Bezenberger*, *Das Kapital der Aktiengesellschaft*, 2005.

gegenüber ihren Gläubigern ... angemessene Eigenmittel haben.“ Zunächst einmal tragen also die Einlagen und sonstigen Eigenkapitalbeiträge einfach dazu bei, daß der Unternehmensträger seine fälligen Verbindlichkeiten tilgen kann.

Im Fall des Einzelunternehmens und der Personengesellschaft mit Gesellschaftern, die mit ihrem Privatvermögen für Gesellschaftsschulden haften, wird allerdings durch deren Eigenkapitalbeiträge der Haftungsfonds nicht vergrößert, weil die Unternehmensgläubiger immer auch auf das Privatvermögen Zugriff nehmen können. Gleichwohl ist auch in diesen Fällen der Aufbau des Eigenkapitals der Gesellschaft, die Überführung vom Privatvermögen ins Betriebs- oder Gesellschaftsvermögen, für die Gläubiger von erheblicher Bedeutung.

In der rechtlich selbständigen Personengesellschaft mit persönlicher Haftung der Gesellschafter bedeuten die Überführung der Einlagen ins Gesellschaftsvermögen und der Aufbau von Rücklagen, daß das aus diesen Mitteln aufgebaute Gesellschaftsvermögen dem unmittelbaren Zugriff der Privatgläubiger der Gesellschafter entzogen wird. Da die Gesellschaftsgläubiger hinsichtlich der Befriedigung aus dem Gesellschaftsvermögen Vorrang vor den Gesellschaftern genießen,⁹ und die Privatgläubiger der Gesellschafter nicht unmittelbar auf das Gesellschaftsvermögen, sondern nur auf die Gesellschaftsbeteiligung ihres Schuldners Zugriff nehmen können (§§ 725 BGB, 135 HGB), geraten die Privatgläubiger der Gesellschafter hinsichtlich der Aktiva der Gesellschaft in einen Nachrang; die Gesellschaftsgläubiger genießen vor den Privatgläubigern einen „strukturellen Vorrang“. Auch im Personengesellschaftsrecht dient der Aufbau des Eigenkapitals also der Schaffung oder Vergrößerung eines Schuldentilgungsfonds im Interesse der Gesellschaftsgläubiger.

Im Fall des Einzelunternehmens gibt es einen solchen strukturellen Vorrang der Gläubiger der im Betrieb begründeten Verbindlichkeiten dagegen nicht. Hier erscheint daher auf den ersten Blick sogar die Beschränkung des Eigenkapitalbegriffs auf das betriebliche Reinvermögen, wenn man diesen Begriff nicht aus der Sicht des Unternehmers und seines Betriebs, sondern aus der Sicht der

⁹ Dazu näher c) sub bb).

Gläubiger faßt, verfehlt. Denn aus der Sicht der Fremdkapitalgeber und Gläubiger ist nicht die Abgrenzung von betrieblichem und privatem Vermögen, von betrieblichen und Privatschulden von Interesse, sondern die Höhe des ihnen insgesamt haftenden Vermögens des Unternehmensträgers und aller seiner Verbindlichkeiten. Ein aus ihrer Sicht formulierter gläubigerschutzbezogener oder haftungsrechtlicher Eigenkapitalbegriff müßte daher, so könnte man meinen, beim Einzelkaufmann konsequent auch dessen Privatvermögen einbeziehen.

Ein am gesamten haftenden Vermögen des Unternehmensträgers orientierter Eigenkapitalbegriff würde sich allerdings weit vom Wortsinn dieses Begriffs entfernen. Das „Eigenkapital“ des Einzelunternehmens umfaßt nicht das Privatvermögen des Unternehmensträgers, sondern nur das den betrieblichen Zwecken gewidmete Vermögen des Unternehmers abzüglich der betrieblichen Schulden.¹⁰ Diese Separierung stimmt im Ausgangspunkt mit der gesonderten Erfassung der dem Betrieb gewidmeten Aktiva und Verbindlichkeiten in Buchführung und Bilanz überein.¹¹ Sie dient der „Selbstkontrolle“ des Kaufmanns und damit mittelbar auch dem Schutz seiner Gläubiger.¹²

b) Verlustverrechnung

(a) Mit der bloßen soeben beschriebenen Schuldentilgungsfunktion ist die Rolle des Eigenkapitals in diesem Zusammenhang allerdings noch nicht vollständig erfaßt. Denn eine solche Schuldentilgungsfunktion kommt auch der noch nicht fälligen Fremdkapitalverbindlichkeit im Verhältnis zu fälligen Drittforderungen zu. Auch der Fremdkapitalgeber steuert Geld zur Haftungsmasse bei, die

¹⁰ Eine andere Frage ist, ob ein Schuldenüberhang im Privatvermögen vom Eigenkapital abgezogen werden muß; so ausdrücklich für den Bereich des Kreditwesens § 10 Abs. 2a Satz 1 Nr. 1 KWG.

¹¹ Dazu Hüffer, in: Ulmer (Hrsg.), HGB-Bilanzrecht, 1. Teilband, 2002, § 238 Rz. 52 f.; Kleindiek, ebda, § 247 Rz. 11.

¹² Hüffer, in: Ulmer (Hrsg.), HGB-Bilanzrecht, a.a.O. (Fn. 11), § 238 Rz. 2 m. Nachweisen.

zunächst der Befriedigung derjenigen Gläubiger dient, deren Forderungen fällig sind.

Hätten die Eigenkapitalgeber einen festen Anspruch auf Rückzahlung ihrer Einlagen im gleichen Rang wie die Fremdkapitalgeber, dann würde bereits ein geringfügiger Verlust, der das der Befriedigung aller Kapitalgeberforderungen dienende Aktivvermögen schmälerte, eben diese Befriedigung in Frage stellen und müßte in der Kapitalgesellschaft mit beschränkter Haftung der Gesellschafter je nach den Umständen sogleich eine Insolvenz wegen Überschuldung auslösen. Wie im Folgenden noch im Einzelnen ausgeführt wird, ist Eigenkapital jedoch dadurch charakterisiert, daß es mit Verlusten zu verrechnen ist. Je höher das vorhandene, mit Verlusten verrechenbare Eigenkapital der Gesellschaft ist, je mehr das Aktivvermögen die Verbindlichkeiten der Gesellschaft übersteigt, desto stärker sind deren Gläubiger davor geschützt, daß allfällige Verluste sich zu ihrem Nachteil auswirken, d. h. die Erfüllung ihrer Forderungen in Frage stellen. Eingetretene Verluste sind also mit dem Eigenkapital zu verrechnen und schlagen, soweit sie das Eigenkapital nicht übersteigen, nicht auf die bestehenden Forderungen der Fremdkapitalgeber und Gläubiger durch. Hinsichtlich bereits eingetretener Verluste dient Eigenkapital zugunsten der Gläubiger des Unternehmens demnach als „*Verlustpuffer*“.¹³ Soweit und solange das Eigenkapital noch nicht „verbraucht“ ist, wirkt es hinsichtlich noch nicht eingetretener Verluste zugunsten der Gläubiger als „*Risikopuffer*“.

(b) Den Grundstock des Eigenkapitals einer Gesellschaft machen typischerweise die Einlagen der Gesellschafter aus. Vergleicht man z. B. die Einlage eines Aktionärs unter Gläubigerschutzaspekten mit einem Darlehen, das ein Dritter der Gesellschaft zur Verfügung gestellt hat, dann werden zwei besondere Merkmale oder Charakteristika von Einlagen deutlich: Erstens, die Verrechnung von Verlusten mit den Einlagen und, zweitens, die Sicherung der

¹³ T. Bezenberger, a.a.O. (Fn. 8), S. 15 spricht von der „Vorweghaftung“ des Eigenkapitals.

Gläubiger, um die Verlustübernahme tatsächlich zu gewährleisten.¹⁴ Zunächst ist die „Verlustverrechnung“ näher zu beleuchten.

Wörtlich genommen bedeutet Verlustverrechnung, daß der Rückzahlungsanspruch eines Kapitalgebers, z. B. des Gläubigers eines mit Verlusten zu verrechnenden Genußrechts, in Höhe des auf ihn entfallenden Verlustanteils erlischt. Typischerweise ist der Eigenkapitalgeber mit seiner Einlage aber nicht nur am Verlust und am laufenden Gewinn beteiligt, so daß er auf einen – gegebenenfalls um seinen Verlustanteil gekürzten – Rückzahlungsanspruch sowie auf Ansprüche auf Auszahlung der auf ihn entfallenden Anteile am ausgewiesenen und ausgeschütteten Bilanzgewinn beschränkt wäre. Sondern er ist typischerweise am Zuwachs des Unternehmenswerts beteiligt, auch soweit dieser bilanziell nicht erfaßt ist. In diesem typischen Fall treten daher an die Stelle eines um Verlustanteile gekürzten Anspruchs auf Rückzahlung der Einlage bei Auflösung der Gesellschaft oder bei Ausscheiden aus der Gesellschaft Ansprüche des Gesellschafters auf den Liquidationsgewinnanteil oder auf eine Abfindung, die auch seine anteilige Verlustbeteiligung widerspiegeln.

So hat etwa der Aktionär keinen Anspruch auf Rückzahlung der Einlage (§ 57 Abs. 1 AktG), auch nicht, wenn seine Mitgliedschaft endet, etwa bei Auflösung der Gesellschaft oder Einziehung der Aktie. Bei Auflösung der Gesellschaft werden nicht die ursprünglichen Einlagen abzüglich auf den Aktionär entfallender, mit der Einlage zu verrechnender Verlustanteile zurückgezahlt. Sondern es wird das Vermögen der Gesellschaft so, wie es sich nach der Tilgung der Verbindlichkeiten als Saldo der Einlagen, Gewinnentnahmen, Gewinnrücklagen und Verluste darstellt, unter die Aktionäre entsprechend ihrer Beteiligungsquote verteilt (§ 271 Abs. 1, 2 AktG). Ist das nach Tilgung der Verbindlichkeiten verbleibende, aus den

¹⁴ Einlage und Darlehen unterscheiden sich ferner durch die (Un-)Kündbarkeit und die Kontrollrechte (insbesondere: Stimmrecht); eingehend dazu m. w. Nachweisen *Baums*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, Band 2, 2007, S. 955, 957 ff. Die Unkündbarkeit der Aktie ist eine Entscheidung des positiven Rechts, kein Wesensmerkmal der Einlage (vgl. *Baums*, a.a.O., S. 958; zur Kündbarkeit der Gesellschafterbeteiligung in der Personengesellschaft unten c) bb)). Die Unterschiede in den Kontrollrechten von Eigen- und Fremdkapitalgebern sind das Korrelat der unterschiedlichen Auszahlungsstrukturen dieser Finanzierungsinstrumente; *Baums*, a.a.O., S. 959.

Einlagen und Rücklagen gebildete Reinvermögen der Gesellschaft durch Gewinnentnahmen und Verluste aufgebraucht, entsteht kein Anspruch auf einen Liquidationsgewinnanteil. Wird die Gesellschaft durch Insolvenz aufgelöst, dann entsteht ein Anspruch der Aktionäre auf Auszahlung des verbliebenen Überschusses gleichfalls nur in dem hypothetischen Fall, daß nach der Schlußverteilung an die Insolvenzgläubiger ein solcher Überschuß verblieben ist (§ 199 Satz 2 InsO). Ähnlich kann der Aktionär bei der Einziehung seiner Aktie nicht die ursprünglich gezahlte Einlage abzüglich hiermit zu verrechnender Verlustanteile zurückfordern. Sondern er erhält eine Abfindung, die sich an den aufgegebenen Ertragsaussichten orientiert.¹⁵ Hat die Gesellschaft bisher mit Verlust gewirtschaftet, schlägt sich dies entsprechend in seiner Abfindung nieder.

Für den Aktionär werden zwar nicht, wie für den Gesellschafter einer Personenhandelsgesellschaft, Konten geführt, auf denen die Einlage des Gesellschafters und die auf ihn entfallenden Verlustanteile verbucht und spätestens bei der Auseinandersetzung miteinander verrechnet werden.¹⁶ Ungeachtet dessen ist selbstverständlich auch der Aktionär mit seiner Einlage am Verlust beteiligt. Anders als im Personengesellschaftsrecht ist dies im Aktienrecht auch nicht abdingbar. Die Einlage ist der Einsatz, mit dem sich der Gesellschafter an den Gewinnaussichten und Verlustrisiken der Gesellschaft beteiligt. Es ist bei Gründung der Gesellschaft oder im Zeitpunkt eines späteren Beitritts zweifelhaft, ob für den Gesellschafter bei Beendigung der Gesellschaft oder seiner Beteiligung überhaupt etwas übrig bleibt. Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht hat *Stützel* einmal formuliert, der Kreditgeber habe einen „Festbetragsanspruch“, der Aktionär einen „Restbetragsanspruch“.¹⁷ Aus rechtlicher Sicht kann man aber nicht einmal sagen, daß die Leistung der Einlage einen aufschiebend bedingten Anspruch des Gesellschafters begründet. Denn ungewiß ist sowohl, ob bei der Auseinandersetzung eine

¹⁵ S. etwa *Krieger*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, 3. Auflage 2007, § 62 Rz. 13 f.

¹⁶ Zum rechtlichen Charakter der verschiedenen Konten in der Personenhandelsgesellschaft *U. Huber* ZGR 1988, 1 ff.

¹⁷ *Stützel*, Die Aktie und die volkswirtschaftliche Risiken-Allokation, in: Jung/Lucius/Seifert (Hrsg.), Geld und Versicherung, 1981, S. 193 ff.

Forderung für den Gesellschafter überhaupt entstehen wird, als auch, welche Höhe diese Forderung haben wird.

(c) Eine Verrechnung mit Verlusten, wie sie für das Eigenkapital kennzeichnend ist, ist mit dem Typus des Darlehens im Sinne der §§ 488 ff BGB, als der klassischen Form der Fremdkapitalfinanzierung der Gesellschaft durch einen Dritten, unvereinbar.¹⁸ Denn das Darlehen zeichnet sich gerade dadurch aus, daß der Schuldner verspricht, das Darlehen zurückzuzahlen. Gewiß ist auch der Fremdkapitalgeber wirtschaftlich am Risiko des Schuldnerunternehmens beteiligt. Aber diese Risikobeteiligung ist erstens nachrangig, der vorrangigen Risikotragung oder Haftung durch das Eigenkapital nachgelagert, und führt, zweitens, bei Verwirklichung des Risikos nicht zu einer von vorneherein vereinbarten Kürzung des Darlehensrückzahlungsanspruchs um die vereinbarte Verlustbeteiligungsquote, sondern gegebenenfalls nur zu einem entsprechenden wirtschaftlichen Ausfall.

Die Feststellung, daß eine Verlustverrechnung mit dem Typus des Darlehens im Sinne der §§ 488 ff BGB, als des klassischen Instruments der Fremdkapitalfinanzierung der Gesellschaft durch einen Dritten, unvereinbar ist, besagt allerdings nicht, daß eine solche Verlustverrechnung nicht mit einem Dritten verabredet werden könnte. Das Recht der stillen Beteiligung sieht eine Verlustverrechnung mit der Kapitaleinlage des Stillen ausdrücklich vor (§§ 232 Abs. 2, 231 Abs. 2 HGB). Auch Genußrechte können so ausgestaltet werden, daß sie nicht nur nachrangig zu befriedigen sind, sondern daß ein Kapitalrückzahlungsanspruch wegen Verrechnung mit Verlusten ganz entfällt.¹⁹ Ist eine Verlustverrechnung vorgesehen, schließt dies selbstverständlich je nach der Gestaltung der Genußrechtsbedingungen nicht aus, daß die Genußscheininhaber im Rang vor den Aktionären befriedigt werden, soweit das Genußkapital nicht durch die mit ihm zu verrechnenden Verluste aufgezehrt ist.²⁰

¹⁸ U. Huber, Vermögensanteil, Kapitalanteil und Gesellschaftsanteil an Personengesellschaften des Handelsrechts, 1970, S. 248.

¹⁹ BGHZ 119, 305, 314 f.; Einzelheiten bei Habersack, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Auflage, Band 6, 2005, § 221 Rz. 101 ff.

²⁰ Vgl. BGHZ 119, 305, 311.

(d) *Zusammenfassend* darf festgehalten werden: „Verlustverrechnung“ kann bedeuten, daß ein Kapitalrückzahlungsanspruch in Höhe des zu verrechnenden Verlustanteils entfällt. Typischerweise bedeutet „Verlustverrechnung“ jedoch, daß die Verlustbeteiligung des Eigenkapitalgebers sich im Entstehen und in der Höhe der *Residualansprüche* des Eigenkapitalgebers (auf Gewinn, auf Liquidationsgewinn, auf Abfindung) widerspiegeln. Aus der Sicht der Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger ist entscheidend, daß eingetretene Verluste, soweit sie das vorhandene Eigenkapital nicht übersteigen, durch dieses aufgefangen werden und nicht auf ihre Forderungen durchschlagen können.

Allerdings setzt das eine *Sicherung der Verlustverrechnung* im Interesse der Gläubiger voraus. Darauf ist im Folgenden einzugehen. Diese Sicherung ist zum einen je nach Rechtsform und zum anderen auch hinsichtlich der verschiedenen Bestandteile des Eigenkapitals (Einlagen; Rücklagen) unterschiedlich ausgestaltet. An dieser Stelle können Details nicht ausgebreitet, sondern nur einige Grundlinien angedeutet werden.

c) Sicherung der Verlustverrechnung

aa) Kapitalgesellschaft

(a) Der Gesellschafter der Kapitalgesellschaft hat keinen Anspruch auf Rückzahlung seiner Einlage, und zwar auch dann nicht, wenn anrechenbare Verluste bisher nicht angefallen, und die bestehenden Gesellschaftsschulden durch das Vermögen der Gesellschaft gedeckt sind (§§ 57 Abs. 1 AktG; 30 Abs. 1 GmbHG). Sondern er ist auf Residualansprüche verwiesen, die eine Verlustanrechnung sichern: Er hat zunächst nur, solange seine Beteiligung besteht, einen Anspruch auf anteilige Berücksichtigung bei der Gewinnverteilung (§§ 57 Abs. 3 AktG; 29 Abs. 1 GmbHG). Scheidet ein Aktionär vor Auflösung der Gesellschaft (auf dem Wege einer Kapitalherabsetzung zum Zweck der Einziehung von Aktien) gegen eine Abfindung aus der Gesellschaft aus, dann darf diese Abfindung nur gezahlt werden, nachdem die Forderungen der Gläubiger der Gesellschaft getilgt sind

oder ihnen Sicherheit geleistet wurde (§ 237 Abs. 2 Sätze 1, 3 i. V. mit § 225 AktG). Eine Ausnahme gilt, wenn die Abfindung zu Lasten des Bilanzgewinns oder einer anderen verwendungsfähigen Gewinnrücklage gezahlt werden kann (§§ 237 Abs. 3 Nr. 2 AktG). Im Fall des Ausscheidens aus der GmbH ist § 30 GmbHG zu beachten (vgl. § 34 Abs. 3 GmbHG). Ähnliche Regeln gelten bei Auflösung der Gesellschaft (§§ 272 AktG, 73 GmbHG). Bei Insolvenz der Gesellschaft stellt das Insolvenzverfahren die vorrangige Berücksichtigung der Gesellschaftsgläubiger sicher. Sämtliche Regeln sind im Gläubigerinteresse zwingend ausgestaltet.

(b) Über diese Sicherung der Verlustverrechnung und damit der Schuldentilgungsfunktion des Eigenkapitals geht der Gesetzgeber im Kapitalgesellschaftsrecht noch hinaus und ordnet eine – für die Aktiengesellschaft und die GmbH unterschiedlich ausgestaltete – *Vermögensbindung* an. Diese Vermögensbindung soll die Verschiebung von Gesellschaftsvermögen in das Privatvermögen der Gesellschafter beschränken. Dies gilt gerade auch dann, wenn das gebundene Vermögen nicht zur Deckung der bestehenden Verbindlichkeiten benötigt wird und nicht durch bereits angefallene Verluste vermindert ist. Die Gesellschaft wird in dem dadurch gegebenen Umfang befähigt, mit dem ihr zur Verfügung gestellten und zu belassenden Vermögen auch künftige Verluste aufzufangen (*Funktion des Eigenkapitals als Risikopuffer*) und nicht auf noch nicht getilgte und auf künftig entstehende Verbindlichkeiten durchschlagen zu lassen. Einzelheiten dazu sind später zu behandeln.²¹

bb) Einlagen in der Personengesellschaft; Einzelunternehmen

Die Sicherung der Verlustverrechnung im Gläubigerinteresse, der Schutz der Gläubiger vor einer Rückzahlung des aus den Gesellschaftereinlagen gebildeten Vermögensstocks der Gesellschaft noch vor einer Berechnung und Verrechnung mit den eingetretenen Verlusten, unterscheidet sich je nach Rechtsform und den daraus abzuleitenden unterschiedlichen Schutzbedürfnissen der Gläubiger der Gesellschaft. So hat der Gesetzgeber für die Personengesellschaft für

²¹ Unten 3.

den Fall der Auflösung der Gesellschaft oder des Ausscheidens eines Gesellschafters im Hinblick auf die fortbestehende persönliche Haftung der Gesellschafter darauf verzichtet, den Vorschriften des Kapitalgesellschaftsrechts entsprechende Schutzvorkehrungen vor einer Auszahlung vor Verlustverrechnung an die Gesellschafter vorzusehen.

Im Hinblick auf die fortbestehende persönliche Haftung als Sicherungsmittel besteht bei Einzelkaufleuten oder Personengesellschaften auch kein Grund zu fordern, das Eigenkapital müsse auf eine gewisse Dauer zur Verfügung gestellt werden,²² und eine freie Kündbarkeit sei ausgeschlossen.²³

Im *Einzelunternehmen* wird ein Vermögensgegenstand, den der Unternehmer für betriebliche Zwecke nutzt, von ihm in aller Regel in der Absicht einer auf Dauer geplanten Vermögensüberlassung dem Betrieb zur Verfügung gestellt werden. Indiz für eine betriebliche Widmung oder Entwidmung eines Vermögensgegenstands mag dessen Aufnahme in die Buchführung und sein rechnerischer Ausweis in der Bilanz sein. Jedenfalls im Einzelunternehmen hängt die Berechnung des Eigenkapitals, die Einbeziehung von betrieblichen Zwecken dienenden, vom Einzelunternehmer zur Verfügung gestellten Aktiva aber nicht von der Dauer oder auch nur der geplanten Dauer der Vermögensüberlassung ab. Eine Entnahme und Überführung ins Privatvermögen ist jederzeit und ohne weiteres möglich. Die betreffenden Vermögensgegenstände sind dem Eigenkapital zuzurechnen, solange sie betrieblichen Zwecken gewidmet, solange sie nicht entwidmet sind. Da die Betriebsmittel des Einzelunternehmers auch nach einer Entwidmung und Überführung ins Privatvermögen dem Haftungszugriff der Unternehmensgläubiger unterliegen, besteht auch kein Anlaß, eine Mindestwidmungsfrist oder eine entsprechende Absicht als Tatbestandsmerkmal eines gläubigerschutzbezogenen Eigenkapitalbegriffs zu fordern.²⁴

²² Auf dieses Merkmal stellt *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, a.a.O. (Fn. 1), S. 364 bei der Definition von Eigenkapital ab.

²³ Anders *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, a.a.O. (Fn. 1), S. 515: „Eigenkapital ist gebundenes Kapital und damit einer freien Kreditkündigung entzogen“.

²⁴ So für das eingezahlte Geschäftskapital bei Einzelkaufleuten, offenen Handelsgesellschaften und Kommanditgesellschaften auch § 10 Abs. 2a Nr. 1 KWG.

In der *Personengesellschaft* geht es um die Frage, ob es über die persönliche Haftung der Gesellschafter hinaus eines besonderen Schutzes der Gläubiger vor einer Rückzahlung des aus den Gesellschaftereinlagen gebildeten Vermögensstocks der Gesellschaft noch vor einer Berechnung und Verrechnung mit den eingetretenen Verlusten bedarf. Die Dinge liegen in der Personengesellschaft selbst bei unbeschränkter Haftung der Gesellschafter für Gesellschaftsverbindlichkeiten mit ihrem Privatvermögen deshalb anders als im Einzelunternehmen, weil durch die Verschiebung von Gesellschafts- ins Privatvermögen der „strukturelle Vorrang“ der Gesellschaftsgläubiger vor den Privatgläubigern hinsichtlich des Gesellschaftsvermögens aufgehoben wird.

Der Gesellschafter einer BGB-Gesellschaft kann diese, wenn sie nicht für eine bestimmte Zeit eingegangen ist, jederzeit auch ohne wichtigen Grund kündigen (§ 723 BGB), ebenso wie ein Fremdkapitalgeber jederzeit das auf unbestimmte Zeit eingegangene Kreditverhältnis kündigen kann (§ 488 Abs. 3 BGB). Für diesen Fall kann der Gesellschaftsvertrag vorsehen, daß der betreffende Gesellschafter ausscheidet (§ 736 Abs. 1 BGB). Er ist dann abzufinden, d. h. er ist so zu stellen, als wäre die Gesellschaft zur Zeit seines Ausscheidens aufgelöst worden (§ 738 Abs. 1 Satz 2 BGB). Gegebenenfalls ist ihm also auf seine Kündigung hin auch seine Einlage zurückzuerstatten (§ 733 Abs. 2 BGB).

Der Umstand, daß der Gesellschafter frei kündigen kann und dann gegebenenfalls seine Einlage zurückerhält, spricht aber nicht gegen deren Eigenkapitalcharakter.²⁵ Mit der Einlage des Gesellschafters sind, wenn nichts anderes vereinbart ist, die auf ihn entfallenden Verlustanteile zu verrechnen. Ein Anspruch des Gesellschafters auf Erstattung seiner Einlage entsteht überhaupt nur, soweit nicht die Einlage wegen des auf den Gesellschafter entfallenden und anders nicht abgedeckten Verlustanteils aufgezehrt ist.²⁶ Gegen eine

²⁵ So jetzt auch für die konsolidierten Abschlüsse kapitalmarktorientierter Gesellschaften – nach der Änderung durch die VO (EG) Nr. 53/2009 vom 21. 1. 2009 (ABl. EU Nr. 17/23) – die IAS 32, 16 – 16B unter den dort bezeichneten weiteren Voraussetzungen.

²⁶ *Ulmer/C. Schäfer*, in: Münchener Kommentar zum BGB, Band 5, 5. Auflage 2009, § 733 Rz. 13; § 735 Rz. 3; *Habersack*, in: Staub, HGB, 5. Auflage, 3. Band 2009, § 149 Rz. 32.

Vermögensverschiebung zulasten der GbR und ihrer Gläubiger wirken die persönliche Haftung der in der Gesellschaft verbleibenden Gesellschafter, ihr persönliches Interesse daran, daß dem ausscheidenden Gesellschafter keine unberechtigten Zuwendungen aus dem Gesellschaftsvermögen gemacht werden, und die fortbestehende Haftung des ausgeschiedenen Gesellschafter mit dem Privatvermögen (§ 736 Abs. 2 BGB). Der Einlage des Gesellschafter der GbR kommt daher, wenn nicht seine Verlustbeteiligung ausgeschlossen ist,²⁷ Eigenkapitalcharakter ungeachtet dessen zu, daß der Gesellschafter seine Beteiligung wie ein Kreditgeber u. U. jederzeit frei kündigen kann.

Im Ergebnis gilt dies auch für die Beteiligung des Gesellschafter einer Personenhandelsgesellschaft, die von diesem ebenfalls (unter Beachtung der Kündigungsfrist des § 132 HGB) jederzeit frei gekündigt werden kann. Das ändert nichts an seiner Verlustbeteiligung und am Eigenkapitalcharakter seines Einlagenkontos.²⁸ Der Eigenkapitalcharakter ist auch nicht im Hinblick darauf in Frage zu stellen, daß die Auszahlung des Abfindungsguthabens und damit die Überführung von Eigenkapitalanteilen ins Privatvermögen erfolgen kann, ohne daß zuvor eine Befriedigung oder Sicherstellung der Gesellschaftsgläubiger erfolgt sein muß. Unberechtigten Verschiebungen von Gesellschaftsvermögen ins Privatvermögen des ausscheidenden Gesellschafter steht nicht nur die Zweckbindung des Gesellschaftsvermögens entgegen, sondern dem wirken auch die Interessen der verbleibenden Gesellschafter entgegen, die sich gegen eine solche Zweckentfremdung von Gesellschaftsvermögen zur Wehr setzen können und werden. Und schließlich haftet der Gesellschafter

²⁷ Dazu *Ulmer/C. Schäfer*, a.a.O. (Fn. 26), § 722 Rz. 5 m. w. Nachweisen. Aber auch wenn die Verlustbeteiligung ausgeschlossen ist, wird die Einlage bis zur Auflösung der Gesellschaft oder bis zum Ausscheiden des Gesellschafter zur Verfügung gestellt und ist dann erst nach Tilgung bzw. Abzug der Forderungen der Gesellschaftsgläubiger zurückzuzahlen.

²⁸ Zur notwendigen Differenzierung zwischen Kapital- und Forderungskonten *U. Huber* ZGR 1988, 1 ff. - A. A. *Sieker*, Eigenkapital und Fremdkapital der Personengesellschaft, 1991, S. 29 ff., 31. Nach *Sieker* a.a.O. soll wesentliches Merkmal der Einlage nicht die Verlustverrechnung sein, wie sich an der Einlage ohne Verlustbeteiligung zeige. Einlagen mit und ohne Verlustverrechnung sind aber auseinanderzuhalten. Im Fall der Einlage ohne Verlustbeteiligung behält der Gesellschafter seinen (nachrangig zu befriedigenden; vgl. Fn. 27) Anspruch auf Rückerstattung der Einlage in voller Höhe, eben weil er nicht mit Verlusten zu verrechnen ist.

auch nach dem Ausscheiden aus der Gesellschaft für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft mit seinem Privatvermögen weiter (vgl. § 160 HGB).²⁹ Einer weiteren Vermögensbindung oder Sicherung im Gläubigerinteresse, z. B. durch Ausschluß einer freien Kündigung ohne wichtigen Grund, bedarf es nicht.

cc) Gewinnunabhängiges Entnahmerecht und Verzinsung von Einlagen in der Personengesellschaft

„Eigenkapital setzt Gewinnabhängigkeit der laufenden Vermögensausschüttungen voraus.... Bei fester Zinsvereinbarung handelt es sich um ein Darlehensverhältnis, also um Fremdkapital. Das Merkmal der Gewinnabhängigkeit hat vor allem aus der Sicht des Unternehmens Bedeutung; als feste Aufwendungen brauchen nur die Zinsen für das Fremdkapital berücksichtigt zu werden.“³⁰ Faßt man den Begriff des Eigenkapitals dagegen nicht wie *Wiedemann* aus der Sicht des Unternehmens, sondern aus der Sicht der Fremdkapitalgeber und übrigen Gläubiger der Gesellschaft, dann bestehen im Ergebnis für die Personengesellschaft keine Bedenken dagegen, die Einlagen der Gesellschafter auch dann dem Eigenkapital zuzurechnen, wenn ein gewinnunabhängiges Entnahmerecht oder eine Verzinsung der Einlagen vorgesehen ist.

In der OHG ist das *gewinnunabhängige Entnahmerecht* sogar als allerdings abdingbare Grundregel ausdrücklich vorgesehen (§ 122 Abs. 1 HGB). Die Ausübung des gewinnunabhängigen Entnahmerechts erfolgt zu Lasten des Kapitalkontos, auf dem die Einlage des Gesellschafter verbucht ist, und schmälert so die Eigenkapitalbasis der Gesellschaft. Im Hinblick darauf schließt § 10 Abs. 2a Satz 1 Nr. 1 KWG Entnahmen der persönlich haftenden Gesellschafter aus dem Kernkapital aus. Auch außerhalb des Bankaufsichtsrechts sind die endgültig dem Gesellschaftsvermögen entnommenen Beträge bei der Berechnung des Eigenkapitals nicht mehr anzusetzen, weil die Überführung dieser Beträge ins Privatvermögen der Gesellschafter

²⁹ Zur Haftung des mit einer Abfindung ausgeschiedenen Kommanditisten *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, a.a.O. (Fn. 1), S. 1589.

³⁰ *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, a.a.O. (Fn. 1), S. 365.

den strukturellen Vorrang der Gesellschaftsgläubiger vor den Privatgläubigern des Gesellschafters aufhebt.³¹ Diese Überlegungen rechtfertigen aber nicht, auch den nicht entnommenen Einlagen und stehengelassenen Gewinnen Eigenkapitalcharakter abzusprechen.³² Allerdings stellen nicht ausgezahlte, auf ein Gesellschafter-“Privatkonto“ verbuchte Gewinne, die nach einer entsprechenden gesellschaftsvertraglichen Vereinbarung nicht mit Verlusten verrechnet werden dürfen (für den Kommanditisten ist dies der gesetzliche Regelfall, § 169 Abs. 2 HGB), kein Eigenkapital, sondern Fremdkapital dar.

Entsprechende Erwägungen gelten für die *Verzinsung von Gesellschaftereinlagen*. Im Personengesellschaftsrecht kann ohne weiteres eine gewinnunabhängige Verzinsung der Einlagen vereinbart werden (§§ 109, 121, 163, 168 Abs. 1 HGB).³³ Die ausgezahlten Zinsen vermindern das Eigenkapital der Gesellschaft. Die Verzinslichkeit der Einlagen allein führt aber nicht dazu, daß diese, soweit die Zinsen nicht angefallen und abgebucht sind, nicht mehr zum Eigenkapital rechnen. Im Kapitalgesellschaftsrecht steht die – je nach Rechtsform unterschiedlich ausgestaltete – Vermögensbindung³⁴ einer Festverzinsung entgegen (§§ 30 GmbHG; 57 Abs. 2 AktG).³⁵

d) Nachrangverbindlichkeiten als Eigenkapital?

aa) Nachrang in der Insolvenz

Die Insolvenzordnung sieht für Gesellschafterdarlehen in Gesellschaften ohne eine natürliche Person als Gesellschafter einen

³¹ Zu diesem „strukturellen Vorrang“ der Gesellschaftsgläubiger s. bereits oben bb).

³² Die IAS schließen dagegen Finanzinstrumente mit Zahlungsverpflichtungen des Emittenten aus dem Eigenkapitalbegriff aus (IAS 32. 16A (d); vgl. oben Fn. 25). Nach der Rechnungslegungsinterpretation Nr. 3 des DRSC (RIC 3) vom 21. 12. 2008 soll dies für die Kapitalanteile in der Personenhandelsgesellschaft aber deshalb nicht zutreffen, weil die Entnahmerechte des § 122 Abs. 1 HGB erst mit Feststellung des Jahresabschlusses entstehen.

³³ S. nur C. Schäfer, in: Staub, HGB, 5. Auflage, Band 3, 2009, § 121 Rz. 18. - Nach dem ADHGB war die gewinnunabhängige Verzinsung der Einlage sogar der gesetzliche Regelfall; Artt. 106 Abs. 1, 161 Abs. 1 ADHGB.

³⁴ Dazu unten 3.

³⁵ Einzelheiten bei Baums, in: Festschrift Horn, 2006, S. 249 ff.

gesetzlich angeordneten Nachrang im Fall der Insolvenz vor (§ 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO). Auch vertraglich kann für den Fall der Insolvenz ein Nachrang vereinbart werden (§ 39 Abs. 2 InsO). Die nachrangige Befriedigung führt nicht zu einer Verlustverrechnung, zu einer Saldierung mit anteilig vom betreffenden Kapitalgeber zu tragenden Verlusten der Gesellschaft, es sei denn, daß eine solche Verlustverrechnung zusätzlich vereinbart ist. Grundsätzlich bleibt vielmehr der Rückzahlungsanspruch eines nachrangig zu befriedigenden Kapitalgebers im Fall von Verlusten in seiner Höhe unberührt. Da dieser Rückzahlungsanspruch aber erst nach den Ansprüchen der übrigen Gläubiger zu erfüllen ist, trägt der betreffende Nachrangkapitalgeber im Fall der Insolvenz jedenfalls wirtschaftlich das Risiko wie ein mit seiner Einlage am Verlust beteiligter Eigenkapitalgeber, weil er auf seine Forderung nichts mehr erhält, wenn das Aktivvermögen nur mehr zur Abdeckung der Insolvenzkosten und zur Befriedigung der vorrangig zu erfüllenden Gläubigerforderungen ausreicht.

bb) Gläubigersicherung außerhalb der Insolvenz

Die Frage ist, ob der bloße Nachrang in der Insolvenz ausreicht, um dem Nachrangkapital dieselben Funktionen zugunsten der Fremdkapitalgeber und Gläubiger beizumessen, wie sie insbesondere dem aus den Einlagen der Gesellschafter gebildeten Eigenkapital einer Gesellschaft zukommt. Das ist aus mehreren Gründen zweifelhaft.

(a) Erstens sind auch auf ein Nachrangdarlehen, wenn nichts anderes vereinbart ist, feste Zinsen zu zahlen. Das führt zu einer Belastung der Gewinn- und Verlustrechnung zum Nachteil des Jahresüberschusses und damit des für die Verlustverrechnung im Gläubigerinteresse zur Verfügung stehenden Eigenkapitals. Zur Vorsorgefunktion des Eigenkapitals gehört aber, die Gläubiger davor zu schützen, daß Verluste zur Insolvenz der Gesellschaft und damit zu Forderungsausfällen der Gläubiger führen.³⁶ Im Hinblick darauf darf jedenfalls der durch die Einlagen der Gesellschafter aufgebrachte Kernbestand des Eigenkapitals nicht durch feste Zinszahlungen an die

³⁶ Eingehender dazu oben b), c) und unten 3. – 5.

Eigenkapitalgeber vermindert werden (im Personengesellschaftsrecht mag für Zinszahlungen etwas anderes gelten³⁷). Aus diesem Grund erkennt § 10 Abs. 5 Satz 1 Nr. 1 KWG z. B. Genußrechtsverbindlichkeiten als Ergänzungskapital nur an, wenn das Kreditinstitut im Fall von Verlusten berechtigt ist, Zinszahlungen aufzuschieben (ähnlich § 53c Abs. 3a Satz 1 Nr. 1 VAG). Die Bilanzpraxis zu § 247 HGB fordert Erfolgsabhängigkeit der Vergütung.³⁸

(b) Zweitens kann ein in der Insolvenz nachrangig zu befriedigendes Darlehen außerhalb der Insolvenz nach Maßgabe der Vertragsbedingungen gekündigt oder auch einvernehmlich vorzeitig beendet werden. Es ist dann im Prinzip ohne Rücksicht auf die Forderungen der übrigen Gläubiger, die vielleicht noch nicht fällig sind, in vollem Umfang vom Schuldnerunternehmen zu tilgen, ohne daß dem der Nachrang entgegenstehe. Zwar setzt dem das Anfechtungsrecht bestimmte Schranken. Im Fall des *vereinbarten Nachrangs* sind dies die §§ 3 AnfG, 129 ff InsO. Insofern gelten aber keine anderen Vorschriften, als sie allgemein für Darlehen, d. h. für Fremdkapital, vorgesehen sind.

Im Fall des *Gesellschafterdarlehens im Sinne von § 39 Abs. 4 InsO* sind insoweit allerdings die Spezialvorschriften der §§ 6 AnfG, 135 InsO zu beachten. Danach sind Zahlungen auf ein Darlehen, das der Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft oder einer gleichgestellten Gesellschaft gewährt hat, anfechtbar, wenn diese Zahlung im letzten Jahr vor Erlangung eines vollstreckbaren Schuldtitels oder danach bzw. vor einem Insolvenzeröffnungsantrag oder danach erfolgt ist. Ergänzend sind die §§ 64 Satz 3 GmbHG, 92 Abs. 2 Satz 3 AktG zu beachten, wonach Zahlungen an Gesellschafter in Insolvenznähe unterbleiben müssen. Diese Vorschriften sichern in weiterem Umfang als die allgemeinen Anfechtungstatbestände, daß Zahlungen auf Gesellschafterdarlehen im Vorfeld einer Insolvenz oder, wenn es mangels Masse nicht zu einem Insolvenzverfahren kommt, zum

³⁷ Dazu oben c) cc).

³⁸ Vgl. die Nachweise bei *Kleindiek*, in: Ulmer (Hrsg.), HGB-Bilanzrecht, a.a.O. (Fn. 11), § 247 Rz. 32 f.

Nachteil der sonstigen Fremdkapitalgeber und Gläubiger nicht erfolgen bzw. daß sie rückgängig gemacht werden können.

Letzten Endes sollen diese Anfechtungsbestimmungen sicherstellen, daß Gesellschafterfremdkapital und Gesellschaftereigenkapital in der Insolvenz und – im Fall des § 6 AnfG – in Insolvenznähe gleich behandelt werden, d. h. vorrangig den übrigen Fremdkapitalgebern und Gläubigern zur Befriedigung zur Verfügung stehen.³⁹ Diese insolvenzrechtliche Besonderheit bewirkt aber noch nicht, daß dem Darlehenskapital, das ein Gesellschafter zur Verfügung stellt, bereits Eigenkapitalcharakter zukäme. Eigenkapital steht gerade weit im Vorfeld und ungeachtet einer Insolvenz zur Tilgung der Schulden zur Verfügung und ist mit Verlusten zu verrechnen („*Schuldentilgungsfunktion*“).

Ein Gesellschafterdarlehen, das außerhalb der Fristen der §§ 6 AnfG, 135 InsO uneingeschränkt zurückgefordert und zurückgezahlt werden kann, erfüllt weder diese noch die übrigen Funktionen von Eigenkapital: Die für den Kern des Eigenkapitals in der Kapitalgesellschaft, das Grund- oder Stammkapital, geltenden Vorschriften zur Kapitalerhaltung sind explizit nicht entsprechend anzuwenden (vgl. §§ 30 Abs. 1 Satz 3 GmbHG, 57 Abs. 1 Satz 4 AktG). Damit entfällt auch die Funktion dieser Vermögensbindung als „*Risikopuffer*“ für künftig zu erwartende Verluste.⁴⁰ Ferner sollen die Gründer und Betreiber des Unternehmens gezwungen werden, sich mit ihrem Eigenkapitaleinsatz nach Art eines *Selbstbehalts* an dessen Risiko zu beteiligen, und auf diese Weise davon abgehalten werden, übermäßige wirtschaftliche Wagnisse einzugehen.⁴¹ Sämtlichen Aspekten genügt Darlehenskapital nicht, das außerhalb der Anfechtungsfristen ohne Einschränkungen zurückgefordert werden kann.

³⁹ Eingehend zu den rechtspolitischen und dogmatischen Grundlagen der Neuordnung des Rechts der kapitalersetzenden Darlehen *U. Huber*, in: Festschrift für Priester, 2007, S. 259 ff.; *ders.*, ZIP 2010, Beilage 39, S. 7 ff.; *K. Schmidt*, ZIP 2010, Beilage 39, S. 15 ff.; *Kleindiek*, in: Lutter/Hommelhoff (Hrsg.), GmbHG, 17. Auflage 2009, Anh. zu § 64 Rz. 113 ff.

⁴⁰ Dazu noch unten 3.

⁴¹ Eingehender dazu unten 4.

Das KWG, das zwischen dem Kernkapital und dem Ergänzungskapital differenziert, rechnet denn auch bloß nachrangige Verbindlichkeiten nicht dem Kernkapital zu, d. h. den Mitteln, die dem Institut uneingeschränkt für die Risiko- oder Verlustdeckung zur Verfügung stehen. Als Ergänzungskapital können nachrangige Verbindlichkeiten nur anerkannt werden, wenn sie langfristig, mindestens auf fünf Jahre, gewährt worden sind, eine Aufrechnung und eine ordentliche Kündigung des Gläubigers ausgeschlossen sind, und im Fall einer vorzeitigen Beendigung, z. B. infolge einer Kündigung aus wichtigem Grund, gleichwertige Eigenkapitalmittel zur Verfügung gestellt werden (Einzelheiten in § 10 Abs. 5a KWG; vgl. auch § 53c Abs. 3b VAG).

Sollen Nachrangmittel dagegen als „Kernkapital“ anerkannt werden, fordert das KWG eine Kombination aus langfristiger Kapitalüberlassung und Verlustverrechnungsabrede. Eine Verlustverrechnungsabrede scheidet beim Darlehen im Sinne der §§ 488 ff BGB freilich aus; in Betracht kommt sie aber z. B. für stille Einlagen und Genußrechtskapital. Die betreffenden Mittel müssen dem Institut unbefristet oder für mindestens 30 Jahre zur Verfügung gestellt sein. Das Kapital darf nicht auf Initiative des Kapitalgebers rückzahlbar sein; eine Rückzahlung bedarf der Zustimmung der BaFin (§ 10 Abs. 4 Satz 1 Nr. 3 KWG). Zusätzlich zur Nachrangabrede sieht das KWG eine Verlustverrechnung vor (§ 10 Abs. 4 Satz 1 Nr. 1 KWG). Sollte also z. B. Genußrechtskapital außerhalb der Insolvenz und damit ohne Eingreifen der Nachrangabrede vom Schuldnerunternehmen zurückgezahlt werden müssen, kommt eine Rückzahlung zum Nennwert und damit ohne Rücksicht auf die übrigen noch ausstehenden Gläubigerforderungen nicht in Betracht, soweit auf das Genußrechtskapital anzurechnende Verluste dieses vermindert haben.

Auch die Praxis zum Ausweis von Genußrechtskapital als Eigenkapital in der Handelsbilanz (§ 247 HGB) und das bilanzrechtliche Schrifttum fordern neben der Nachrangigkeit die volle Verlustbeteiligung (Verlustverrechnung) und die „Längerfristigkeit“ der Kapitalüberlassung.⁴² Das Erfordernis einer Langfristigkeit der Kapitalüberlassung mag zweifelhaft sein, wenn die

⁴² Vgl. *Kleindiek*, in: Ulmer (Hrsg.), HGB-Bilanzrecht, a.a.O. (Fn. 11), § 247 Rz. 32 f.

Verrechnung mit Verlusten gesichert ist; dem ist hier nicht nachzugehen.

(c) Der Anerkennung nachrangiger, hybrider Finanzierungsinstrumente als Eigenkapital steht eine dritte Schwierigkeit entgegen, nämlich daß der Nachrang durch Vereinbarung zwischen Schuldner und Nachranggläubiger wieder aufgehoben werden kann, ohne daß sich die vorrangigen Gläubiger hiergegen zur Wehr setzen könnten.⁴³ Das gilt ebenso für eine damit verbundene Verlustverrechnung.⁴⁴

⁴³ Nach h. M. ist die Aufhebung einer Nachrangabrede auch ohne Mitwirkung der begünstigten Gläubiger möglich; vgl. m. w. Nachweisen *Habersack* ZGR 2000, 384, 405 ff. Ob dies nur dann gelten kann, wenn nicht vereinbart oder aus den Umständen zu entnehmen ist, daß drittbegünstigte Gläubiger dem zustimmen müssen (§ 328 Abs. 2 BGB), muß hier ebenso offenbleiben wie die Frage, unter welchen Voraussetzungen im Fall einer nachträglichen Aufhebung der Nachrangabrede ein vorrangiger Gläubiger den betreffenden Nachranggläubiger oder ein Mitglied der Geschäftsleitung des Schuldnerunternehmens aus dem Gesichtspunkt der Vertrauenshaftung oder des § 826 BGB in Anspruch nehmen könnte. - In der Kautelarpraxis finden sich „Intercreditor“-Vereinbarungen zwischen dem Gläubiger des nachrangigen („junior“) Kredits und dem oder den Gläubigern der vorrangig zu tilgenden („senior“) Kredite, die die vorrangige Befriedigung der Seniorekredite sicherstellen sollen. Eine solche schuldrechtliche Vereinbarung zwischen Gläubigern, an welcher der Schuldner nicht beteiligt ist, führt aber nicht zu einem Nachrang im Sinne des § 39 Abs. 2 InsO und damit hinsichtlich der Forderungen der übrigen Gläubiger nicht zu einem Rangrücktritt. Es handelt sich bei einem solchen Junior-Kredit nicht um Eigenkapital. Vgl. zum Ganzen *Diem*, *Akquisitionsfinanzierungen*, 2. Auflage 2009, S. 226 ff.

⁴⁴ So kann bei der stillen Gesellschaft eine Verlustverrechnung mit der stillen Einlage von Anfang an ausgeschlossen sein (§ 231 Abs. 2 HGB); sie kann aber auch im nachhinein, durch Änderung des Gesellschaftsvertrags zwischen dem Unternehmensträger und dem Stillen, also ohne Mitwirkung der von der Verlustverrechnung begünstigten sonstigen Gläubiger, ausgeschlossen und sogar mit Wirkung ex tunc aufgehoben werden. Nach § 10 Abs. 4 KWG wird eine Vermögenseinlage eines stillen Gesellschafters, die nicht in vollem Umfang am Verlust teilnimmt, freilich nicht dem „Kernkapital“ zugerechnet. Nimmt sie aber zunächst in vollem Umfang am Verlust teil, und sind die weiteren Voraussetzungen für eine Zurechnung zum Kernkapital erfüllt, dann kann kraft zwingender gesetzlicher Vorschrift (§ 10 Abs. 4 Satz 7 KWG) diese Verlustverrechnung nicht im nachhinein zum Nachteil der vorrangigen Gläubiger des Schuldner-Kreditinstituts aufgehoben werden. Diese zwingende Vorschrift gilt aber außerhalb des Bereichs des KWG nicht. Wird also nachträglich die Verlustbeteiligung des Stillen aufgehoben, und wird die stille Beteiligung gekündigt oder sonst beendet und die Einlage trotz angefallener Verluste in vollem Umfang zurückgezahlt, dann können die übrigen Gläubiger sich hiergegen, wenn keine direkten zivilrechtlichen Ansprüche gegen den Nachranggläubiger oder gegen die Geschäftsleitung des Schuldnerunternehmens bestehen, nur bei Vorliegen der Anfechtungsvoraussetzungen (§§ 3 AnfG, 129 ff. InsO) zur Wehr setzen.

Das KWG sieht insoweit zwingend vor, daß der Nachrang und die Verlustteilnahme dem Kern- oder Ergänzungskapital zugerechneter Kapitalmittel nicht im nachhinein aufgehoben werden können (§ 10 Abs. 4 Satz 7, Abs. 5 Satz 3; Abs. 5a Satz 4 KWG; ebenso § 53c Abs. 3a Satz 2, Abs. 3b Satz 2 VAG).

Eine allgemeine Vorschrift dieses Inhalts außerhalb des Bereichs des KWG und des VAG fehlt aber. Wie solche Verbindlichkeiten im Überschuldungsstatus der Gesellschaft und im Jahresabschluß zu behandeln wären, muß an dieser Stelle offen bleiben.⁴⁵ Hier genügt festzuhalten, daß die durch eine Verlustverrechnungsabrede begünstigten Gläubiger in der Regel gegen eine Aufhebung der Verlustverrechnungs- und Nachrangabrede mit Wirkung ex tunc ohne Kompensation hierfür schon durch das Eigeninteresse des Schuldnerunternehmens geschützt sein dürften, wenn die betreffenden Kapitalmittel dem Unternehmen von dritter Seite zur Verfügung gestellt worden sind. Solange die Verlustverrechnungsabrede zugunsten der übrigen Fremdkapitalgeber und Gläubiger tatsächlich nicht aufgehoben ist und die betreffenden Kapitalien dem Unternehmen als mit Verlusten verrechenbare Mittel zur Verfügung stehen, können solche mit einer Verlustverrechnungsabrede versehenen Nachrangmittel daher mit der h. M. als Eigenkapital bezeichnet werden. Nachrangkapital dagegen, das sich von Fremdkapital nur durch eine Nachrangvereinbarung für den Fall der Insolvenz oder einen gesetzlichen Nachrang in der Insolvenz unterscheidet, ist lediglich eigenkapitalergänzendes Kapital oder Hybridkapital *sui generis*.

Was den haftungsrechtlichen Eigenkapitalbegriff angeht, empfiehlt sich demnach wie im Bankaufsichtsrecht statt der simplen Dichotomie Eigenkapital – Fremdkapital eine stärkere Aufgliederung. Fremdkapitalinstrumente können eben so ausgestaltet sein, daß ihnen „nur im Umfang der Gleichstellung [sc. mit Eigenkapital] Eigenkapitalcharakter beizumessen ist.“⁴⁶

⁴⁵ S. dazu die Nachweise bei *Habersack* ZGR 2000, 384, Fn. 73, 102; *Kleindiek*, in: Ulmer (Hrsg.), HGB-Bilanzrecht, a.a.O. (Fn. 11), § 247 Rz. 32 f.

⁴⁶ BGHZ 119, 305, 325.

3. Eigenkapital als Risikopuffer

a) Die Vorsorgefunktion des Eigenkapitals

Wie ausgeführt, dient das durch die Einlagen der Gesellschafter aufgebrauchte und u. U. durch Rücklagen und durch Eigenkapitalbeiträge Dritter vermehrte Vermögen dazu, daß das Unternehmen seine fälligen Schulden tilgen kann (*Schuldentilgungsfunktion*). Diese Funktion erfordert, daß angefallene Verluste mit dem Eigenkapital verrechnet werden. Darüber hinausgehend ordnet der Gesetzgeber für die Kapitalgesellschaften eine je nach Rechtsform unterschiedlich ausgestaltete *Vermögensbindung* an. Diese Vermögensbindung soll die Verschiebung von Gesellschaftsvermögen in das Privatvermögen der Gesellschafter beschränken. Dies gilt gerade auch dann, wenn das gebundene Vermögen nicht zur Deckung der bestehenden Verbindlichkeiten benötigt wird und nicht durch bereits angefallene Verluste vermindert ist. Die Gesellschaft wird in dem dadurch gegebenen Umfang befähigt, mit dem ihr zur Verfügung stehenden Vermögen künftige Verluste aufzufangen (Funktion als *Risikopuffer*; *Vorsorgefunktion* des Eigenkapitals) und weder auf die bereits bestehenden, aber noch nicht getilgten Verbindlichkeiten noch auf künftig entstehende Verbindlichkeiten durchschlagen zu lassen. Rechtstechnisch sind die Verrechnung angefallener Verluste vor Auszahlung von Eigenkapital an die Gesellschafter und die Vermögensbindung in der Kapitalgesellschaft zwar miteinander verbunden, der Sache nach handelt es sich aber bei der Schuldentilgungsfunktion und der Vorsorgefunktion des Eigenkapitals um unterschiedliche Funktionen.

b) Die Vermögensbindung im Kapitalgesellschaftsrecht

Im *Aktienrecht* ist die Vermögensbindung umfassend ausgestaltet. Dem Aktionär dürfen nicht nur die zum „Grundkapital“ zusammengefaßten Einlagen weder offen noch verdeckt zurückgezahlt werden, wie dies der Wortlaut des § 57 Abs. 1 AktG nahelegt. Sondern von dieser Vermögensbindung werden auch weitere Eigenkapitalbestandteile wie das in die Kapitalrücklage einzustellende Aufgeld

(§§ 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB, 150 AktG) und die gesetzliche Rücklage (§ 150 AktG) in unterschiedlicher Weise erfaßt. Selbst die „anderen Gewinnrücklagen“ (vgl. § 266 Abs. 3 HGB) dürfen vom Vorstand nur unter Berücksichtigung der Gläubigerinteressen aufgelöst und zur Ausschüttung an die Aktionäre freigegeben werden. Dem Gläubigerschutz wird dadurch Rechnung getragen, daß es sich erstens bei den zur Ausschüttung freigegebenen Rücklagen nur um vordem auf der Grundlage einer ordnungsgemäßen Gewinn- und Verlustrechnung gebildete Mittel handeln sollte, und daß zweitens eine Ausschüttung solcher Mittel nur in Betracht kommt, wenn das in dem betreffenden Geschäftsjahr erzielte Ergebnis dies zuläßt, d. h. soweit nicht aufgrund eines Verlustvortrags oder Jahresfehlbetrags nur ein niedrigerer als der aus der Rücklage entnommene Betrag ausgeschüttet werden kann. Die Beachtung dieser Schranken ist durch die Pflichten der an der Aufstellung und Feststellung des Jahresabschlusses beteiligten Gesellschaftsorgane gesichert.

Auch das *GmbH-Recht* kennt eine über die bloße Sicherung der Verlustverrechnung hinausgehende Bindung des der Gesellschaft von ihren Gesellschaftern mittels ihrer Einlagen zur Verfügung gestellten Vermögens. Die Summe der Einlagen macht die Stammkapitalziffer aus. Das zur Erhaltung des Stammkapitals erforderliche Vermögen darf an die Gesellschafter nicht ausgezahlt werden (§ 30 GmbHG). Dies gilt gerade auch dann, wenn es nicht durch bereits angefallene Verluste vermindert ist und nicht zur Deckung der aktuell bestehenden Verbindlichkeiten benötigt wird. Während das durch § 30 GmbHG nicht gebundene Vermögen an die Gesellschafter ausgezahlt werden kann, soweit es nicht durch Verluste „verbraucht“ ist,⁴⁷ muß das gebundene Vermögen als „Risikopuffer“ für künftig etwa anfallende Verluste erhalten bleiben, damit diese nicht auf die Verbindlichkeiten der Gesellschaft durchschlagen.

Allerdings haben die Gesellschafter die Möglichkeit, das Grund- bzw. Stammkapital auf die gesetzlich vorgeschriebenen Mindestbeträge herunterzusetzen und die freiwerdenden Mittel auszuschütten, wenn

⁴⁷ Mit Ausnahme der weiteren Schranken, die der *mißbräuchlichen* Verschiebung von Gesellschaftsvermögen zum Nachteil der GmbH und ihrer Gläubiger oder *insolvenzauslösenden Zahlungen* oder *anfechtbaren Leistungen* an die Gesellschafter entgegenstehen.

den gegenwärtigen Gläubigern wegen ihrer Forderungen zuvor Befriedigung gewährt oder Sicherheit geleistet worden ist (§§ 225 AktG, 58 GmbHG). Die Funktion des Eigenkapitals als Puffer für künftig zu erwartende Verluste und als Sicherung der Tilgung noch nicht fälliger und laufend im Geschäftsbetrieb anfallender künftiger Verbindlichkeiten steht also bis zur Grenze des gesetzlichen Mindestkapitals zur Disposition der Gesellschafter. Die Eigenkapitalgeber können aber von sich aus ein höheres und dann gesetzlich gebundenes Vermögen anlegen und damit Fremdkapitalgebern rechtlich verbindlich zusagen, daß dieses als Schuldentilgungsfonds zur Verfügung stehen wird, und Fremdkapitalgeber können dies zur Voraussetzung einer Kreditvergabe machen. Darauf ist noch zurückzukommen.⁴⁸

Auch im *Personengesellschaftsrecht* hat das Eigenkapital neben der Schuldentilgungsfunktion, die durch die Verlustverrechnung sichergestellt wird, die Funktion, als Risikopuffer für künftig eintretende Verluste zu dienen und damit die Tilgung künftiger Forderungen zu sichern. Allerdings fehlt es hier an einer gesetzlichen Vermögensbindung.

4. Eigenkapital als Selbstbehalt

a) Fehlanreize bei beschränkter Haftung ohne Eigenkapitaleinsatz

Die Haftungsbeschränkung in der *Kapitalgesellschaft* führt dazu, daß das Verlustrisiko der Gesellschafter sich auf das von ihnen in die Gesellschaft investierte Kapital beschränkt, und daß davon nicht abgedeckte Verluste wirtschaftlich von den Gläubigern zu tragen sind. Im Hinblick darauf werden zwei Argumente vorgebracht, weshalb die Gesellschafter jedenfalls mit einem persönlichen „Selbstbehalt“ in der Form von Eigenkapitalbeiträgen an den potentiellen Verlusten der Kapitalgesellschaft beteiligt werden sollten:

Erstens erscheint es nicht als „fair“, wenn sich die Gesellschafter einer Gesellschaftsform bedienen können, die ihnen ermöglicht, Projekte

⁴⁸ Unten 4. b) sowie eingehend unten III.

mit Verlustrisiken ins Werk zu setzen, deren Gewinnchancen in vollem Umfang ihnen zugute kommen, deren Verluste aber in vollem Umfang von Dritten getragen werden müssen.⁴⁹ - Gegen dieses Argument wird üblicherweise eingewandt, es übersehe die Anpassungsmöglichkeiten der Fremdkapitalgeber, die sich mit einem solchen Arrangement nicht einverstanden erklären und eine Finanzierung ihrerseits verweigern würden.⁵⁰ Das trifft freilich allenfalls für informierte und anpassungsfähige Fremdkapitalgeber, nicht dagegen für alle Gläubigergruppen zu, die denn auch nach Auffassung der Kritiker des gesetzlichen Kapitalschutzsystems durch versicherungsrechtliche, insolvenzrechtliche, durch eine an bestimmte Voraussetzungen anknüpfende Durchgriffshaftung oder mit Hilfe sonstiger Schutzmechanismen geschützt werden sollen.⁵¹

Das zweite Argument gibt dem Gedanken der Fairneß oder Gerechtigkeit eine ökonomische Begründung und weist auf nachteilige Fehlallokationen infolge von Fehlanreizen hin, die sich bei fehlender oder dünner Eigenkapitaldecke ergeben können. Je dünner die Eigenkapitaldecke des Unternehmensträgers im Verhältnis zu seinem Gesamtkapital ist, desto stärker wird der Anreiz zu wertvernichtenden Investitionen.⁵² Danach haben bei dünner Eigenkapitaldecke des Unternehmens die Eigenkapitalgeber und Manager Anreize, Projekte mit hohen potentiellen Erträgen, aber auch hohen Risiken (Ausfallwahrscheinlichkeiten) zu unternehmen. Stellen sich die Erträge ein, so profitieren hiervon abzüglich der fixen Zahlungen auf das Fremdkapital die Anteilseigner; realisiert sich das Ausfallrisiko, dann tragen annahmegemäß maßgeblich die

⁴⁹ Das entspricht einem Münzwurf nach der Regel: Kopf - ich gewinne/Zahl - du verlierst („Heads I win, tails you lose“).

⁵⁰ Eingehend dazu etwa *Adams*, Eigentum, Kontrolle und Beschränkte Haftung, 1991, S. 29 ff.

⁵¹ S. dazu die Nachweise oben Fn. 8.

⁵² Dazu etwa *Milgrom/Roberts*, Economics, Organization and Management, 1992, S. 495 f.; *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, 9. Auflage 2008, S. 509 f.; *Klein/Coffee*, Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles, 9. Auflage 2004, S. 252 ff.; vgl. bereits *Jensen/Meckling*, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 3, 1976, 305, 334 ff., Teilabdruck in: Posner/Scott (Hrsg.), Economics of Corporation Law and Securities Regulation, 1980, S. 39 ff. Nachweise zur deutschen Literatur bei *Fleischer*, ZGR 2004, 437, 446 ff.; *Drygala*, ZGR 2006, 587, 595 ff.; s. auch *Adams*, a.a.O. (Fn. 50), S. 34 ff.

Fremdkapitalgeber den Verlust. Unter solchen Voraussetzungen werden u. U. Projekte mit hohen Ertragsaussichten, wegen des hohen Risikos aber niedrigem Gesamterwartungswert solchen Projekten vorgezogen, die bei geringeren Ertragsaussichten, aber auch niedrigem Risiko einen höheren Erwartungswert aufweisen. Unter Umständen werden sogar Projekte mit negativem Erwartungswert gewählt.⁵³

Die These von den Fehlanreizen bei beschränkter Haftung ohne Eigenkapitaleinsatz geht allerdings implizit vom Typ einer Gesellschaft aus, in welcher der Gesellschafter nicht lediglich ein passives Investment als Teil eines diversifizierten Portfolios hält, sondern in der er kraft Rechtsform und Höhe seiner Beteiligung aktiv auf das Unternehmensgeschehen nehmen kann und Einfluß nimmt. Für die Publikumsgesellschaft mit passiven Investoren als Eigenkapitalgebern müßte auf die Anreize des Managements abgestellt werden, das tendenziell wohl eher eine Eigenkapitalfinanzierung vorzieht,⁵⁴ wenn ihm die Vergütungsstruktur keine anderen Anreize vermittelt.

b) Die *Opt in*-Lösung des geltenden Kapitalgesellschaftsrechts

(a) Wie dem auch sei, in der Kapitalgesellschaft müssen sich die Gesellschafter jedenfalls mit einem gewissen Mindesteinsatz beteiligen. Die gesetzlichen Vorschriften setzen diesen Mindesteinsatz inzwischen sehr niedrig an; in der haftungsbeschränkten Unternehmergeellschaft genügen 1 Euro und das Versprechen, eine gesetzliche Rücklage aufzubauen, wenn die Verhältnisse dies ermöglichen (§ 5a GmbHG; vgl. ferner §§ 5 Abs. 1 GmbHG, 7 AktG, Art. 4 Abs. 2 SE-VO). Der Gesetzgeber fordert also einen – nach Rechtsform abgestuften – Mindesteinsatz, überläßt aber die Festlegung einer angemessenen Höhe dieses Selbstbehalts weitgehend

⁵³ Vgl. die Beispiele bei *Brealey/Myers*, a.a. O. (Fn. 52), S. 504; *Klein/Coffee*, a.a.O. (Fn. 52), S. 268.

⁵⁴ „Equity is soft, debt is hard“; *Milgrom/Roberts*, a.a.O. (Fn. 52), S. 496; *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, S. 46; *Tirole*, *The Theory of Corporate Finance*, 2006, S. 51 ff.; s. dazu auch die erstmals von *Myers* 1984 formulierte „pecking order of finance“ (*Myers*, *The capital structure puzzle*, *Journal of Finance* 39, 1984, 573 ff.).

den Marktteilnehmern. Darauf und auf notwendige Ergänzungen infolge Versagens des Marktmechanismus ist noch zurückzukommen.⁵⁵

Die Gesellschafter können diesen Mindesteinsatz bereits bei der Gründung oder später bei Bedarf von sich aus erhöhen und dadurch den Fremdkapitalgebern versichern, daß übernommene Risiken bei ihrem Eintritt als Verluste zunächst von dem von ihnen zur Verfügung gestellten Eigenkapital abgezogen werden. Die Festlegung eines angemessenen eigenen Einsatzes kann auch auf Veranlassung der Fremdkapitalgeber geschehen.⁵⁶

Entscheidend an dem gesetzlichen Modell ist, daß die Eigenkapitalgeber ihren Einsatz, auch wenn sie ihn freiwillig bzw. auf Veranlassung der Fremdkapitalgeber über den gesetzlichen Mindestsatz hinaus erhöht haben, nur zurückfordern können, wenn die Fremdkapitalgeber und Gläubiger, die der Gesellschaft Kredit gegeben oder sonst Forderungen gegen diese haben, befriedigt worden sind.⁵⁷ Der Gesetzgeber stellt also den Akteuren mit dem System der zwingenden Regeln der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung einen Rahmen bereit, den sie zwar nicht auszufüllen brauchen, innerhalb dessen sie sich aber bewegen müssen, wenn sie einen höheren als den gesetzlich vorgeschriebenen Mindesteigenkapitaleinsatz wählen („*opt in*“-Lösung).

Man hat die Wirkung dieses gesetzlich zur Verfügung gestellten Rahmens treffend mit einem Kollektivvertrag zwischen den Eigenkapitalgebern und den gegenwärtigen und künftigen Fremdkapitalgebern und sonstigen Gläubigern einer Kapitalgesellschaft verglichen.⁵⁸ Dieses gesetzliche *Opt in* - Modell vermeidet die rechtlichen Schwächen, die individualvertragliche Vereinbarungen über eine Verlustverrechnung mit hybriden Finanzierungsmitteln aufweisen (Aufhebbarkeit; keine Wirkung zugunsten aller

⁵⁵ Unten III., V.

⁵⁶ S. dazu unten III.

⁵⁷ S. oben II. 2. c).

⁵⁸ Schön ZHR 166 (2002), 1, 4; ders. EBOR 5 (2004), 429, 438 ff.; ders. Der Konzern 2004, 162, 166 f.; vgl. auch Merkt ZGR 2004, 305, 319.

Gläubiger⁵⁹). Vor allem erübrigt es die Transaktionskosten, die anfallen würden, wenn vergleichbare Aufbringungs- und Erhaltungsmechanismen jeweils individuell ausgehandelt oder vereinbart werden müßten.⁶⁰ Angefügt sei allerdings, daß der vom Gesetz zur Verfügung gestellte Rahmen Schutzlücken aufweist, die nur durch Bedingungen in Kreditverträgen und Anleihen geschlossen werden können.⁶¹

(b) Für die *Personengesellschaft*, in der natürliche Personen mit ihrem Privatvermögen für die Gesellschaftsverbindlichkeiten haften, wird unterstellt, daß diese persönlich haftenden Personen im eigenen Interesse darauf hinwirken werden, daß übermäßige Wagnisse in dem beschriebenen Sinne unterbleiben. Hier ist das gesamte Vermögen, der Vermögensanteil an der Gesellschaft und das Privatvermögen, der Einsatz, den der Gesellschafter aufs Spiel setzt. Auch in der Personengesellschaft hat der Eigenkapitalbeitrag des Gesellschafters also die Funktion eines Selbstbehalts, aber der Selbstbehalt ist bei persönlicher Haftung nicht auf den Eigenkapitalbeitrag beschränkt.

5. Eigenkapital als Risikolimit

Neben den verhaltenssteuernden Anreiz, den der Eigenkapitaleinsatz als „Selbstbehalt“ der *Eigenkapitalgeber* hat, tritt eine weitere Aufgabe des Eigenkapitals, nämlich die Steuerung des Verhaltens der *Leitungsorgane* des Unternehmens (Vorstand; Geschäftsführer), hinzu.⁶² Für die Geschäftsleiter prägt das Eigenkapital des Unternehmens ihre Verhaltenspflichten in mehrfacher Hinsicht im Sinne eines Risikolimits. Zunächst einmal hat sich, soweit ein Risikomanagement verpflichtend vorgeschrieben ist, dies auf die Abwehr von Bestandsgefahren (Überschuldung, Zahlungsunfähigkeit) und damit u. a. auf die Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft zu beziehen. Neben diese organisatorischen Pflichten treten besondere Verhaltenspflichten bei bestandsgefährdenden Entwicklungen und

⁵⁹ Dazu oben II. 2. d) bb).

⁶⁰ *Mülbert/Birke* EBOR 3 (2002), 695, 729 f.

⁶¹ Dazu noch unten III. 1.

⁶² Kritisch dazu *Mülbert/Birke* EBOR 3 (2002), 695, 726.

hinsichtlich der Übernahme existenzbedrohender Risiken. Auf Einzelheiten ist noch einzugehen.⁶³

III. Angemessenes Eigenkapital (I): Vertragliche Vereinbarungen und Marktmechanismus

Vertragliche Vereinbarungen zwischen Fremdkapitalgebern und Schuldnerunternehmen, insbesondere in Kreditverträgen und Anleihebedingungen („covenants“⁶⁴), in Bezug auf das Eigenkapital des Schuldnerunternehmens können sich zum einen auf eine Ergänzung des dargestellten Gläubigersicherungssystems, also den Aufbau und den Erhalt eines Schuldentilgungsfonds mit Eigenkapital, beziehen; zum anderen auf ein „angemessenes“ Eigenkapital, dessen Festlegung der Gesetzgeber, wie dargestellt, den Marktteilnehmern überläßt.

1. Vertragliche Ergänzungen des Gläubigersicherungssystems

Insbesondere für Kapitalgesellschaften hat der Gesetzgeber aus den angedeuteten Gründen ein detailliertes und zwingendes System der Aufbringung und Erhaltung eines Schuldentilgungsfonds im Gläubigerinteresse ausgestaltet. Für Ergänzungen ist daher wenig Bedarf⁶⁵ und wenig Raum.

Gleichwohl vermitteln aber auch die zwingenden Gläubigerschutzvorschriften des deutschen Rechts keinen lückenlosen und erst recht nicht den vielleicht gewünschten „maßgeschneiderten“ Schutz

⁶³ Unten V.

⁶⁴ Zum Begriff der financial covenants sowie zu den Finanzierungsformen und –anlässen für ihren Einsatz *Servatius*, Gläubigereinfluß durch Covenants, 2008, S. 33 ff.

⁶⁵ In Anleihen nach US-amerikanischem Recht, das weniger restriktive gesetzliche Schutzvorkehrungen zugunsten der Gläubiger einer Gesellschaft gegen Vermögensauszahlungen kennt, finden sich denn auch – wenig überraschend – *covenants*, die den Schutzvorkehrungen des zwingenden deutschen Aktien- und Handelsbilanzrechts ähneln; s. nur *Bauer*, Gläubigerschutz durch eine formelle Nennkapitalziffer – Kapitalgesellschaftsrechtliche Notwendigkeit oder überholtes Konzept?, 1995, S. 310 f.; *Alberth* Wpg 1997, 744 ff.; *Merkt* ZGR 2004, 305, 313 ff., 318; *Bratton* EBOR 7 (2006), 39, 49 ff.; *Servatius*, a.a.O. (Fn. 64), S. 38 f.

der Kredit- oder Anleihegläubiger, so daß sich in Kredit- bzw. Anleihebedingungen weitergehende beschränkende Klauseln finden.⁶⁶ Denn immerhin bleiben in dem durch das Gesellschafts- und Handelsbilanzrecht vorgegebenen Rahmen Dividendenaus- schüttungen und der Rückkauf eigener Aktien möglich. Ferner sind nicht alle Maßnahmen, die sich zugunsten der Gesellschafter und zum Nachteil der Gesellschaft auswirken, als bereits objektiv verbotene „Auszahlungen“ im Sinne des § 30 GmbHG bzw. „Einlagen- rückgewähr“ im Sinne des § 57 AktG zu fassen. Außerdem ist der Gläubiger ist nicht vor der Auflösung stiller Reserven, zum Beispiel im Wege eines Sale and Lease-back - Vertrages über notwendiges Betriebsvermögen, und ihrer Ausschüttung im Rahmen der für die Gewinnverwendung geltenden Regeln geschützt; die Auslagerung von Vermögen in Tochtergesellschaften führt dazu, daß die Gläubiger der Obergesellschaft ohne ihre Mitwirkung in einen „strukturellen Nachrang“ geraten, ohne eine entsprechende Nachrangvereinbarung getroffen zu haben;⁶⁷ und das deutsche Recht kennt keine, jedenfalls keine ausdrückliche, Verpflichtung der Gesellschaftsorgane zu einem „insolvency test“ vor jeder Vermögensauszahlung an Gesellschafter wie andere Rechtsordnungen.⁶⁸

So finden sich in Kreditvertrags- und Anleihebedingungen – natürlich abhängig von den Kapitalverhältnissen des jeweiligen Schuldner- unternehmens – denn auch Dividendenbegrenzungen;⁶⁹ Beschrän- kungen des Rückerwerbs eigener Aktien;⁷⁰ Beschränkungen der Ausstattung verbundener Unternehmen mit Kapital;⁷¹ das Verbot, bestimmte Gegenstände des Anlagevermögens zu veräußern, oder die Vorkehrung, daß die Veräußerung nur mit Zustimmung des Anleihetreuhänders erfolgen darf oder der Verkaufserlös zur

⁶⁶ Eingehender dazu *Baums*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 14), S. 955, 982 ff.

⁶⁷ Dazu *U. H. Schneider*, Die konzernweite Negativklausel, in: Festschrift für Stimpel, 1985, S. 887, 895 f.

⁶⁸ Vgl. aber §§ 64 Satz 3 GmbHG, 92 Abs. 2 Satz 3 AktG.

⁶⁹ *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, 2001, S. 361 ff.; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 750 f.; *Hutter*, Anleihen, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt, 2. Auflage 2008, S. 430, 453 ff.; zur Gestaltungsvielfalt solcher Klauseln in den Anleihebedingungen nach US-amerikanischem Recht *Alberth Wpg* 1997, 744, 745 ff.; *Merkt ZGR* 2004, 305, 318 f.

⁷⁰ *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 750.

⁷¹ *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 750.

Rückzahlung der Anleihe eingesetzt werden muß;⁷² sowie weitgehende Beschränkungen von Geschäften des Emittenten mit seinen Aktionären und verbundenen Unternehmen.⁷³

2. Verhandelte Eigenkapitalkennziffern

Vor allem würde man in Anbetracht der Zurückhaltung des Gesetzgebers, was die Fixierung eines angemessenen Eigenkapitals betrifft, erwarten, daß Festlegungen in dieser Hinsicht in Kredit- und Anleihebedingungen anzutreffen sein sollten. In der Tat findet sich die Festlegung von Verhältniskennzahlen („financial ratios“), mitunter auch eine Fixierung fester Beträge des Nennkapitals oder des Eigenkapitals.⁷⁴ Solche *financial covenants* können ein Maximalverhältnis von Verschuldung zum Eigenkapital (gearing oder debt/equity ratio⁷⁵), ein Mindesteigenkapital in Prozent der Bilanzsumme oder in Prozent bestimmter Aktiva („equity cover“⁷⁶) festsetzen. Typischerweise handelt es sich um besondere Finanzierungsformen oder Verhältnisse des Schuldnerunternehmens, in denen solche Festlegungen gefordert und durchgesetzt werden können.⁷⁷ Vorrang wird freilich immer eine positive Solvenzprognose haben. Die Sanktionen bei Bruch der *covenants* bestehen in der Nachforderung von Sicherheiten oder der Aufbringung weiteren Eigenkapitals, der Erhöhung der Zinskondition oder einer Kündigung aus wichtigem Grund.⁷⁸

⁷² Kusserow/Dittrich, WM 2000, 745, 750.

⁷³ Kusserow/Dittrich, WM 2000, 745, 750.

⁷⁴ Wittig WM 1996, 1381, 1382.

⁷⁵ Wittig WM 1996, 1381, 1382 f.; Diem, a.a.O. (Fn. 43), S. 114.

⁷⁶ Diem, a.a.O. (Fn. 43), S. 112, 114.

⁷⁷ Dazu Servatius, a.a.O. (Fn. 64), S. 33 ff.- Bei Wagniskapitalfinanzierungen (Seed- und Start up-Phase) stellen wegen des fehlenden (ausreichenden) Eigenkapitals der Gründer die Wagniskapitalfinanziers vorübergehend Eigenkapital zur Verfügung; s. nur Möller, Rechtsformen der Wagnisfinanzierung, 2002.

⁷⁸ Wittig WM 1996, 1381, 1385 ff.; Servatius, a.a.O. (Fn. 64), S. 45 f.

3. Akzeptierte Eigenkapitalkennziffern

Etablierte Schuldnerunternehmen, die auch aus der Sicht der Fremdkapitalgeber über ein angemessenes Eigenkapital und über Ausweichmöglichkeiten bei der Fremdkapitalfinanzierung verfügen, werden sich derartige Bindungen in der Regel nicht auferlegen lassen. Aber auch in diesen Fällen, in denen es an einer Vereinbarung über ein angemessenes Eigenkapital oder entsprechende Finanzkennzahlen fehlt, wirkt der Marktmechanismus zusammen mit dem gesetzlichen Sicherungssystem auf die Aufbringung und Erhaltung eines angemessenen Eigenkapitals hin. Ist das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital einschließlich des in der Satzung verankerten Nennkapitals aus der Sicht informierter Fremdkapitalgeber nicht angemessen, dann wird eine Finanzierung – insbesondere bei Fehlen von kompensierenden Sicherheiten – verweigert oder nur zu hohen ausgleichenden Risikoprämien angeboten werden, die gegebenenfalls dazu führen, daß das geplante Projekt unterbleibt oder die Eigenkapitalquote erhöht wird.

Der Ausweis eines aus der Sicht der Fremdkapitalgeber „angemessenen“ Nenn- und Eigenkapitals in Satzung und Bilanz ist nicht lediglich ein „Signal“ des Schuldnerunternehmens an die Fremdkapitalgeber.⁷⁹ Die Fremdkapitalgeber können aus einem bestimmten in der Satzung festgelegten Nennkapital des Schuldnerunternehmens oder einem in der Bilanz ausgewiesenen Eigenkapital nicht lediglich bestimmte Informationen, zum Beispiel über die aktuelle Fähigkeit zur Schuldentilgung, ablesen.⁸⁰ Vielmehr begründet der gesetzliche Schutzmechanismus über den Aufbau, die Erhaltung und den bilanziellen Ausweis dieser Positionen eine *rechtlich gesicherte Erwartung*, daß die ausgewiesenen Eigenkapitalmittel tatsächlich zur Verfügung stehen, nicht ohne weiteres ausgeschüttet werden können usw. In der Bilanz ausgewiesene und von informierten und anpassungsfähigen Fremdkapitalgebern akzeptierte Eigenkapitalquoten sind aus ihrer Sicht, die freilich nicht notwendig mit den Interessen anderer Gläubiger übereinstimmt, ebenfalls „angemessen“.

⁷⁹ Anders insoweit *Servatius*, a.a.O. (Fn. 64), S. 55; s. m. w. Nachweisen auch *Mülbert/Birke* EBOR 3 (2002), 695, 727 f.; *Adams*, a.a.O. (Fn. 50), S. 40 f.

⁸⁰ Zum Konzept des „signaling“ in Finanzierungsbeziehungen etwa *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Auflage 2009, S. 462 ff.

4. Defizite des Marktmechanismus

Die Festlegung eines angemessenen Eigenkapitals durch *vertragliche Vereinbarungen* weist charakteristische Schwächen auf. Solche Vereinbarungen sind für das Schuldnerunternehmen nur für die Laufzeit der jeweiligen Finanzierung verbindlich. Endet das Schuldverhältnis, in dem sich die betreffende Vereinbarung findet, dann entfällt die verabredete Bindung des Schuldnerunternehmens und damit der Schutz, den diese Vereinbarung reflexiv zugunsten aller übrigen Gläubiger bewirkte, und zwar ohne deren Zutun.

Auch das beschriebene Marktmodell oder System der *offengelegten und akzeptierten Eigenkapitalverhältnisse* weist charakteristische Schwächen auf. Erstens setzt dieses System, um zu einer aus Sicht der Fremdkapitalgeber und Gläubiger angemessenen Eigenkapitalausstattung des Schuldnerunternehmens zu gelangen, ein rechtskonformes Rechenwerk und Verhalten des Schuldnerunternehmens und seiner Eigenkapitalgeber voraus, und es erfordert informierte und anpassungsfähige Fremdkapitalgeber. Zweitens müssen diese „Insider“ dasselbe Interesse wie die übrigen Gläubiger an einer angemessenen Eigenkapitalausstattung des Schuldnerunternehmens haben und hierauf hinwirken. Sie müssen also gewissermaßen als Sachwalter der Gesamtheit der Gläubiger agieren, welche als Trittbrettfahrer von den Insidern profitieren. Das ist z. B. nicht gewährleistet, wenn das Schuldnerunternehmen der finanzierenden Hausbank als Ausgleich für eine niedrige Eigenkapitalquote Sicherheiten anbietet, eine angemessene Eigenkapitalquote also gewissermaßen durch einen Befriedigungsvorrang zugunsten einzelner Gläubiger substituiert. Drittens kann der Informationsvorsprung des betreffenden Fremdkapitalgebers dazu führen, daß dieser bei einer Verschlechterung der Finanzkennzahlen des Schuldnerunternehmens nicht auf eine Verbesserung der Kapitalstruktur dringt, sondern rechtzeitig sein Kapital abzieht, und sich die übrigen Gläubiger nun erst recht wegen der mangelhaften Kapitalausstattung des Schuldnerunternehmens von Verlusten bedroht sehen.

Im Folgenden soll deshalb zunächst ein Blick auf das bankaufsichtsrechtliche Modell der angemessenen Eigenkapitalausstattung geworfen werden. Im Bankaufsichtsrecht verläßt sich der Gesetzgeber nicht darauf, daß informierte und anpassungsfähige Fremdkapitalgeber vorhanden sein und für eine angemessene Eigenkapitalausstattung sorgen werden. Der – kursorische – Überblick über die Regulierung im Bankaufsichtsrecht, die dort gegebenen Besonderheiten sowie aufgetretene Regulierungsdefizite können möglicherweise hilfreiche weitere Einsichten auch für das allgemeine Gesellschaftsrecht vermitteln.

IV. Angemessenes Eigenkapital (II): Die bankaufsichtsrechtliche Lösung

1. Risikostatus und Risikotragfähigkeit

Nach § 10 Abs. 1 Satz 1 KWG müssen Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute im Interesse der Erfüllung der Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern angemessene Eigenmittel haben.⁸¹ Die Eigenmittel sollen die kontinuierliche Tätigkeit der Kreditinstitute und den Schutz ihrer Einleger und sonstigen Gläubiger ermöglichen. Die Anforderungen an diejenigen Mittel, die als Eigenkapital in Betracht kommen, legt § 10 KWG fest. „Angemessen“ sind diese Mittel dann, wenn die mit einem gewissen Mindestmaß an Wahrscheinlichkeit eintretenden Verluste (Ausfallrisiken⁸²) durch die Eigenmittel abgedeckt sind. Die Anforderungen an die angemessene Eigenkapitalausstattung oder „Solvabilität“ im Einzelnen finden sich in der SolvabilitätsVO. Gemäß § 2 SolvabilitätsVO bestimmen sich die Eigenkapitalanforderungen nach den von dem Institut übernommenen Risiken (Adreßrisiken, Marktrisiken und das operationelle Risiko einschließlich Rechtsrisiken; für Liquiditätsrisiken gelten

⁸¹ Besondere die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung jeweils präzisierende Anforderungen enthalten auch die §§ 53c VAG, 11 InvestmentG; vgl. auch die besonderen Eigenkapitalanforderungen in §§ 2 PfandBG; 6 WagniskapitalbeteiligungsG. Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf das KWG und die ergänzenden Vorgaben der BaFin hierzu.

⁸² Eingehender zu den verschiedenen Risikobegriffen und ihrer rechtlichen Bedeutung *Baums ZGR 2011 (Heft 3)*.

Besonderheiten). Die SolvabilitätsVO legt die Details für die Bestimmung der angemessenen Eigenmittelausstattung fest, also die einzubeziehenden Geschäfte, die anzuwendenden Verfahren und Berechnungsmethoden.

Ergänzend sind die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ der Banken (MaRisk (BA)) der BaFin zu beachten.⁸³ Die MaRisk (BA) geben vor, daß die Geschäftsleitung eines Instituts sich mit Hilfe eines Risikostatus regelmäßig und anlaßbezogen einen Überblick über die wesentlichen Risiken des Instituts bzw. der gesamten Institutsgruppe zu verschaffen hat („Gesamtrisikoprofil“). Die einzubeziehenden Risikopositionen werden üblicherweise mit Hilfe des Value at Risk - Meßkonzepts ermittelt und zum Value at Risk des Gesamtinstituts – unter Berücksichtigung von Wechselwirkungen (Korrelationen; Diversifikationseffekte) – zusammengefaßt.⁸⁴ Verfügt ein Institut nicht über geeignete Verfahren zur Quantifizierung einzelner Risiken, so ist für diese ein plausibler Risikobetrag zu schätzen (AT 4. 1. 5 MaRisk (BA)). Um seltene, aber aufgrund ihrer Extremwerte hohe Verlustrisiken ebenfalls zu erfassen, sind regelmäßige Stresstests durchzuführen und bei der Beurteilung der Risikotragfähigkeit zu berücksichtigen (AT 4. 3. 3 MaRisk (BA)).

Auf der Grundlage des so ermittelten Gesamtrisikopotentials des Instituts ist sicherzustellen, daß die wesentlichen Risiken durch das „Risikodeckungspotential“ laufend abgedeckt sind und damit die „Risikotragfähigkeit“ gegeben ist (AT 4. 1 MaRisk (BA)). Das Risikodeckungspotential einer Bank und damit ihre Risikotragfähigkeit werden durch ihre Eigenmittel bestimmt.⁸⁵ Selbst im Maximalbelastungsfall darf das Gesamtrisiko die verfügbaren Eigenmittel nicht übersteigen.⁸⁶

⁸³ Rundschreiben 11/2010 vom 15. 12. 2010 (abrufbar unter http://www.bafin.de/cln_152/nn_722758/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2010/rs_1011_ba_marisk.html).

⁸⁴ Dazu etwa *Schierenbeck/Lister/Kirmße*, Ertragsorientiertes Bankmanagement, Band 2, 9. Auflage 2008, S. 16 ff.

⁸⁵ Eingehend dazu und zum bankaufsichtsrechtlichen Eigenkapitalbegriff *Schierenbeck/Lister/Kirmße*, a.a.O. (Fn. 84), S. 16 ff.

⁸⁶ *Schierenbeck/Lister/Kirmße*, a.a.O. (Fn. 84), S. 33.

Mit Hilfe des so ermittelten Risikopotentials sollen also die mindestens erforderlichen Eigenmittel bestimmt werden. Umgekehrt zeigt der Abgleich mit den tatsächlich vorhandenen Eigenmitteln, ob und wie weit diese das bereits vorhandene Risikopotential oder Gesamtrisiko abdecken und für die Übernahme weiterer Risiken zur Verfügung stehen. Letzten Endes limitieren die zur Verfügung stehenden Eigenmittel die (weitere Ausdehnung der) Geschäftstätigkeit des Instituts, wenn es diesem weder gelingt, das Eigenkapital zu erhöhen, noch, es zu „entlasten“, indem Risiken vermieden, vermindert, diversifiziert oder auf Dritte abgewälzt werden.⁸⁷ Beschreibungen des Risikomanagementsystems einschließlich der Techniken der Absicherung und Minderung von Risiken sind jährlich offenzulegen (§ 26 a KWG i. V. mit §§ 319 ff SolvabilitätsVO).

Insgesamt stellen die weitgehende Quantifizierung von Risiken und die Ermittlung der Risikotragfähigkeit eines Instituts bzw. einer Institutsgruppe und damit die Berechnung eines „angemessenen“ Eigenkapitals ein außerordentlich komplexes Unterfangen mit erheblichen Anforderungen an den Gesetzgeber, die Aufsicht und die betroffenen Institute selbst dar. Mit Rücksicht darauf überlassen der Gesetzgeber und die Kreditwesenaufsicht in diesem Bereich vieles, insbesondere die Wahl der Methoden zur Beurteilung der Risikotragfähigkeit (vgl. AT 4. 1. 8 MaRisk (BA)), der Verantwortung des Instituts und seiner Geschäftsleiter.

2. Übertragbarkeit des Modells?

(a) Der gesamte im Bankaufsichtsrecht gewählte Ansatz ist, wie die Finanzmarktkrise hat offenbar werden lassen, nicht unproblematisch. Zunächst einmal enthielt das bisherige Regelwerk offenkundige Lücken, die denn auch ausgenutzt worden sind und zur Schieflage von Instituten beigetragen haben.⁸⁸ Nach Basel III soll künftig vor allem

⁸⁷ Zu diesen Strategien der Risikobegrenzung etwa *Schierenbeck/Lister/Kirmße*, a.a.O. (Fn. 84), S. 39 f.

⁸⁸ Hier ist nur an die vielfach kritisierte Lücke in der Risikobegrenzung vor der Einführung von Basel II (in diesem Punkt am 1. 1. 2008) zu erinnern, daß unterjährige Liquiditätszusagen nicht durch Eigenkapital unterlegt werden mußten (vgl. *Florstedt AG* 2010, 315, 316 Fn. 9). Die Zusage einer solchen nicht mit Eigenkapital unterlegten,

auch die als unzulänglich bewertete Eigenmittelausstattung der Institute verstärkt werden.⁸⁹ Hinsichtlich des Value at Risk-Ansatzes ist kritisch angemerkt worden, daß die Banken in der Vergangenheit sehr hohe mögliche Verluste unterbewertet haben, sofern deren Verlustwahrscheinlichkeit als äußerst klein eingestuft wurde.⁹⁰ In der Finanzmarktkrise eingetretene systemische Risiken wie der Zusammenbruch des Interbanken-Geldmarkts waren in den von der Aufsicht gebilligten institutseigenen Risikomodellen offenbar gar nicht erfaßt.⁹¹ Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft hat in seinem Gutachten sogar von der „Illusion über die Meßbarkeit von Risiken“ gesprochen.⁹²

(b) Das Konzept des Bankaufsichtsrechts, mangels eines effizienten Marktmechanismus das angemessene Eigenkapital mit Hilfe der erwarteten Verluste oder Ausfallrisiken zu bestimmen und das zulässige Gesamtrisikopotential durch die Eigenmittel des Instituts zu begrenzen, stimmt zwar im Grundsatz mit den oben (unter II.) herausgestellten Funktionen des Eigenkapitals als Verlust- und Risikopuffer und als Risikolimit überein. Praktisch ist dieses Konzept auf Bereiche außerhalb des Finanzdienstleistungssektors aber aus mehreren Gründen nicht zu übertragen.

Erstens ist dieses Konzept eng mit der Bankaufsicht verwoben, die seine Beachtung sicherstellt (vgl. nur § 45 KWG). In Bereichen außerhalb der Finanzdienstleistungsaufsicht müßte die Erfüllung von Pflichten zur Erfassung und Quantifizierung aller Geschäftsrisiken,

revolvierenden Liquiditätsfazilität in zweistelliger Milliardenhöhe hat maßgeblich zur Schieflage der IKB beigetragen; vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28, 31 li. Sp. Hinzu kommen die Mängel in der bilanziellen Abbildung solcher Risiken und damit der Information der Investoren hierüber; dazu *Hoffmann/Lüdenbach* DB 2007, 2213 ff.; *Gerdes/Wolz* Finanz Betrieb 2009, 264, 266 ff.

⁸⁹ Die vorgeschlagenen Eigenkapitalanforderungen finden sich in: *Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Dezember 2010 (abrufbar unter: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>).

⁹⁰ Vgl. *Rudolph* ZGR 2010, 1, 46 m. Nachweisen.

⁹¹ *Meyer zu Selhausen*, in: Schäfer u. a. (Hrsg.), *Risikomanagement und kapitalmarkt-orientierte Finanzierung*. Festschrift Rudolph, 2009, S. 495 ff.

⁹² Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft „Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise“, 2010, S. 22 f.

zur Erstellung und Fortschreibung eines Risikostatus und zum Abgleich mit der Risikotragfähigkeit des Unternehmens anders sichergestellt werden.

Zweitens zeichnen sich Banken typischerweise durch eine fehlende oder schwache Disziplinierung seitens der Fremdkapitalgeber aus. Insbesondere bei Banken mit Einlagengeschäft fällt wegen der besonderen Zusammensetzung der Fremdkapitalgeberseite der Marktmechanismus zur Festlegung eines angemessenen Eigenkapitals⁹³ weitgehend aus. Bei entsprechendem Druck der Eigenkapitalgeber oder kräftigen, ergebnisbezogenen finanziellen Anreizen für das Management könnte sich daraus eine besondere Motivation für eine hohe Verschuldungsquote⁹⁴ und zu Anforderungen an eine Eigenkapitalrendite ergeben, die zur Inkaufnahme unangemessener Risiken führen. Dem soll die Bankregulierung im Interesse des Systemerhalts entgegenwirken.

Drittens eignen sich jedenfalls die Massengeschäfte der Finanzdienstleister für eine mit Methoden der Statistik vorgenommene Quantifizierung von Ausfallrisiken besser als risikobehaftete Einzelentscheidungen, für die keine historischen Ausfallraten verfügbar sind. Die Modelle und Verfahren der Risikomessung sind im Finanzdienstleistungsbereich sehr viel weiter entwickelt und standardisiert als jenseits dieses Sektors.

Aufgegriffen werden kann dagegen der Grundgedanke der Bankregulierung, daß die dem Kreditinstitut zur Verfügung stehenden Eigenmittel seine Verlusttragfähigkeit bestimmen und dadurch das Eingehen darüber hinauswirkender Risiken tunlichst ausgeschlossen werden soll. Das Bankaufsichtsrecht fragt nicht, ob die Eigenkapitalausstattung des Instituts „unangemessen niedrig“ erscheint, um bei einer genauer zu qualifizierenden Unterkapitalisierung an eine Finanzierungsverantwortung der Eigenkapitalgeber anzuknüpfen und

⁹³ Dazu oben III.

⁹⁴ Die Steigerung der Verschuldungsquote führt, wenn die Fremdkapitalgeber und Gläubiger nicht informiert oder nicht anpassungsfähig sind, bei gleichbleibendem Gewinn und gleichbleibenden Fremdkapitalkosten zu einer Steigerung der Eigenkapitalrendite („Hebelwirkung“; *leverage effect*); s. nur *Franke/Hax*, a.a.O. (Fn. 80), S. 544.

sie auf Nachzahlungen oder im Wege eines Durchgriffs auf eine Schuldenhaftung in Anspruch zu nehmen. Sondern mit den Vorgaben zur Eigenmittelabdeckung der Ausfallrisiken limitiert es die (weitere Ausdehnung der) Geschäftstätigkeit des Instituts, wenn es diesem weder gelingt, das Eigenkapital zu erhöhen, noch, es zu „entlasten“, indem Risiken vermieden, vermindert, diversifiziert oder auf Dritte abgewälzt werden.

In diesem Modell ist es zunächst Sache der Geschäftsleitung, nicht der Eigenkapitalgeber, die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung im Blick zu haben. Geschäfte, deren Ausfallrisiken die Risikotragfähigkeit des Instituts überschreiten, dürfen nicht getätigt werden. Mittelbar wird sich dieses Limit u. U. zum Nachteil der Eigenkapitalgeber auswirken. Im Kern zielt dieses Modell also auf eine Verhaltenssteuerung der Leitungsorgane ab.

Obwohl das Konzept des Bankaufsichtsrechts in seinen technischen Details nicht ins Gesellschaftsrecht übertragen werden kann, ist dieser ihm zugrundeliegende Ansatz auch im Gesellschaftsrecht fruchtbar zu machen. Wie sich bei näherem Hinsehen zeigt, ist ein solches auf Verhaltenssteuerung der Leitungsorgane abzielendes Schutzkonzept bereits im geltenden Recht angelegt. Dieses Schutzkonzept besteht zum einen aus organisatorischen Pflichten, nämlich zur Einrichtung und Überwachung eines Systems zur Früherkennung bestandsgefährdender Entwicklungen. Eine explizite Regelung findet sich insoweit allerdings nur im Aktienrecht (§ 91 Abs. 2 AktG). Parallel dazu werden in der Literatur seit längerem die Verhaltenspflichten der Geschäftsleiter bei bestandsgefährdenden Entwicklungen und die Zulässigkeit der Übernahme existenzbedrohender Risiken erörtert. Diese Bausteine sollen im Folgenden zum Abschluß zusammengefügt werden.

V. Verhaltenssteuerung als ergänzender Bestands- und Gläubigerschutz

1. Allgemeines

(a) Bisher ist festzuhalten: Das Eigenkapital des Unternehmens trägt im Interesse der Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger zum Aufbau eines Schuldentilgungsfonds bei. Es dient ferner als Risikopuffer und Selbstbehalt (oben II. 2. – 4.) Zwischen Fremdkapitalgebern und Schuldnerunternehmen vereinbarte Eigenkapitalquoten wirken auch zugunsten sonstiger Gläubiger auf ein angemessenes Eigenkapital hin (III. 2.). Dasselbe gilt für in der Bilanz ausgewiesene und von informierten und anpassungsfähigen Fremdkapitalgebern akzeptierte Eigenkapitalquoten (III. 3.). Dieser Marktmechanismus, der im Zusammenwirken mit den gesetzlichen Gläubigersicherungsmechanismen zur Fixierung eines angemessenen Eigenkapitals mit den beschriebenen Funktionen führt, kann allerdings versagen (III. 4.).

(b) Durch generell geltende gesetzliche Normen kann eine angemessene Eigenkapitalquote im Sinne einer festen Nennkapital- oder Eigenkapitalziffer oder einer festen Eigenkapitalquote ohne Berücksichtigung der mit der Geschäftstätigkeit verbundenen Ausfallrisiken, die in jedem Einzelfall differieren, nicht festgelegt werden.⁹⁵ Der Umstand, daß die Grenze zwischen angemessener und unangemessener Eigenkapitalausstattung schwer zu bestimmen ist, besagt allerdings nicht, daß diese Grenze nicht besteht. Anders formuliert läßt sich daraus, daß der Gesetzgeber im allgemeinen

⁹⁵ Nur am Rande sei darauf hingewiesen, daß der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht vorschlägt, in Zukunft ergänzend zu den erhöhten Eigenmittelanforderungen nach Schweizer Vorbild eine feste *Leverage Ratio* einzuführen, die die Mindestkapitalausstattung unabhängig vom Risiko der Bank fest schreibt (vgl. für das geltende deutsche Recht die Anzeigepflicht gemäß § 24 Abs. 1 Nr. 16 KWG); s. *Basel Committee on Banking Supervision*, a.a.O. (Fn. 89), S. 60 ff. Bei der *Leverage Ratio* handelt es sich um einen nicht risikogewichteten fixierten Höchstwert (von zunächst 3%) für die Eigenkapitaldeckung der Anlagen der Banken. Dieser Ansatz mag wegen der Einfachheit seiner Beachtung und Überwachung sehr viel Charme besitzen, kann aber nur im Zusammenwirken mit risikobezogenen Eigenkapitalanforderungen eingesetzt werden, auf die daher nicht zu verzichten ist. Eine gesetzlich vorgeschriebene *Leverage Ratio* allein könnte zu Fehlanreizen Anlaß geben, nämlich tendenziell risikoärmere Anlagen durch risikoreichere zu ersetzen.

Kapitalgesellschaftsrecht keine Pflicht der Gesellschafter zu angemessener Kapitalausstattung formuliert hat,⁹⁶ nicht entnehmen, daß es den Gesellschaftern gestattet sein sollte, die Risiken der Geschäftstätigkeit ihrer Gesellschaft ohne nennenswerten Schuldentilgungsfonds, Risikopuffer und Selbstbehalt im Wesentlichen auf deren Gläubiger abzuwälzen. Deshalb ist nicht ausgeschlossen, daß aufgrund einer Betrachtung aller Umstände eines Einzelfalls ein Gericht feststellen kann, daß äußerste Grenzen überschritten worden sind, und in Anbetracht aller Umstände eine in jeder Hinsicht unvertretbare Eigenkapitalausstattung mit entsprechender Gläubigergefährdung gegeben war. Zu dieser insbesondere im GmbH-Recht geführten Debatte um die sog. materielle Unterkapitalisierung, ihre Voraussetzungen und Rechtsfolgen, kann hier nicht Stellung genommen werden.⁹⁷

(c) Die Eigenkapitaldecke kann von vorneherein fehlen oder unangemessen dünn sein, so daß sie die oben (II. 2. – 4.) beschriebenen Aufgaben nicht zu erfüllen vermag. Sodann kann sich eine zunächst angemessene auch im nachhinein zu einer unangemessen niedrigen Eigenkapitalausstattung entwickeln. Das kann auf verschiedenen Gründen beruhen: Erstens, auf einer Ausweitung der Geschäfte oder einer sonstigen Änderung der Geschäftspolitik, welcher die Kapitalstruktur nicht, wie an sich erforderlich, angepaßt wird. Zweitens kann angemessenes Eigenkapital durch Verluste aufgezehrt werden. Drittens können Entnahmen und verdeckte Vermögenszuwendungen an die Gesellschafter die Verminderung des vordem angemessenen Eigenkapitals zur Folge haben. Viertens können Vorgänge der Umstrukturierung des Unternehmensträgers selbst, der Restrukturierung seiner Passivseite, aber z. B. auch die Einbringung von Aktiva in eine Tochter und die Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten dort zu einer unangemessenen Eigenkapitalausstattung der Obergesellschaft führen.

⁹⁶ Selbst nach Bankaufsichtsrecht, das in § 10 Abs. 1 KWG von den Instituten angemessene Eigenmittel fordert, können deren Gesellschafter nicht zu Nachschüssen verpflichtet werden (§ 45 KWG).

⁹⁷ Vgl. dazu die Nachweise bei *Hueck/Fastrich*, in: Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Auflage 2010, § 5 Rz. 6, § 13 Rz. 50; grundlegend *Ulmer*, in: Hachenburg, GmbHG, 8. Auflage, 1. Band, 1992, Anh. § 30.

Im Folgenden sollen weder die Vorkehrungen und Sanktionen erörtert werden, die die *Gesellschafter* dazu veranlassen sollen oder könnten, die Gesellschaft mit angemessenem Eigenkapital auszustatten bzw. ein vorhandenes angemessenes Eigenkapital nicht durch übermäßige Entnahmen oder verdeckte Vermögenszuwendungen an die *Gesellschafter* bis hin zu einer regelrechten Ausplünderung der Gesellschaft zum Nachteil ihrer Gläubiger zu schmälern oder gar zu vernichten. Noch soll die Frage behandelt werden, welche Vorkehrungen dagegen bestehen, daß Altgläubiger durch Um- oder Restrukturierungen ohne ihre Mitwirkung geschädigt, oder die Befriedigung ihrer Forderungen gefährdet werden kann.

Vielmehr geht es ausschließlich um die *Pflichten der Geschäftsleiter*, durch allgemeine organisatorische Vorkehrungen, bei sich abzeichnenden bestandsgefährdenden Entwicklungen und bei der Übernahme potentiell insolvenzauslösender Risiken, dafür Sorge zu tragen, daß der Bestand der Gesellschaft gesichert wird, anders formuliert, daß die Fremdkapitalgeber und Gläubiger nicht durch Insolvenz der Gesellschaft geschädigt werden.⁹⁸

Die Ausführungen beschränken sich wegen der einfacheren Zuordnung der Verantwortlichkeiten auf die *Aktiengesellschaft*. Für die GmbH müßten für die rechtstatsächlich bedeutsamen Fälle des bewußten und gewollten Zusammenwirkens zwischen den *Gesellschaftern* und *Geschäftsführern* sowie für den Fall der *de facto*-*Geschäftsführung* eines *Gesellschafter*s auch die *Pflichten* und gegebenenfalls die *Haftung der Gesellschafter* erörtert werden. Auch die *Personengesellschaft*, in der die Verhältnisse wegen der persönlichen Haftung der *Gesellschafter* anders liegen, wird ausgeblendet.

⁹⁸ Die folgenden Ausführungen behandeln naturgemäß nur einen kleinen, auf das Eigenkapital bezogenen Ausschnitt aus dem umfassenden Programm aller *Pflichten*, die letzten Endes der Verwirklichung der Gläubigeransprüche dienen. Dazu sind – neben den im Text behandelten *Pflichten* – nicht nur die *Pflichten* im unmittelbaren Vorfeld einer Insolvenz, wie das Zahlungsverbot des § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG und die sich aus den Anfechtungstatbeständen ergebenden Leistungsverbote zu rechnen, sondern auch die Insolvenzantragspflichten einschließlich der Insolvenzverschleppungshaftung. Auch die Reorganisation eines von der Insolvenz bedrohten Unternehmensträgers und darauf bezogene Rechtspflichten können hier nicht behandelt werden.

Der Ansatz des Bankaufsichtsrechts, wonach es zunächst Sache der Geschäftsleitung ist, im Blick zu haben, ob die Eigenkapitalausstattung des Instituts (noch) angemessen ist, und seine Geschäftstätigkeit daran auszurichten, hat auch für das Gesellschaftsrecht Bedeutung. Im Aktienrecht zeigt sich dies insbesondere in den folgenden auf die Abwehr einer Überschuldung⁹⁹ gerichteten Pflichten des Vorstands:

- den Pflichten des Vorstands zur Einrichtung eines Überwachungssystems (§ 91 Abs. 2 AktG);
- den Pflichten zur Bestandssicherung bei erkennbarer Bestandsgefährdung der Gesellschaft;
- den besonderen Pflichten bei Übernahme von Ausfallrisiken bei erkennbarer Bestandsgefährdung der Gesellschaft;
- den Pflichten hinsichtlich des Erkennens und der Übernahme potentiell insolvenzauslösender Risiken.

Darauf ist im Folgenden einzugehen.

2. Das Überwachungssystem gemäß § 91 Abs. 2 AktG

Nach § 91 Abs. 2 AktG hat der Vorstand geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden. Gefordert ist hier nicht das Erstellen eines Gesamtrisikoprofils mit Aufnahme und Quantifizierung sämtlicher, auch mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit eintretender Risiken und ein Abgleich mit dem Risikodeckungspotential der Gesellschaft nach dem Vorbild des Bankaufsichtsrechts. Ein periodischer (und,

⁹⁹ Die Zahlungsfähigkeit bleibt hier ausgeklammert; vgl. zu den Vorstandspflichten hinsichtlich der Prävention einer Zahlungsunfähigkeit *Baums* ZGR 2011 Heft 3 sub V., VI.

falls angezeigt, ein anlaßbezogener) Risikostatus, also die systematische Erfassung und Quantifizierung der wesentlichen Ausfallrisiken eines Unternehmens oder Konzerns mittels hierfür geeigneter Verfahren und Meßmethoden, sowie eine darauf abgestützte Prüfung der Risikotragfähigkeit würde zwar den Anforderungen des § 91 Abs. 2 AktG genügen. § 91 Abs. 2 AktG geht aber nicht davon aus, daß die hierfür notwendigen Methoden und Verfahren auch außerhalb des Finanzdienstleistungsbereichs zur Verfügung stehen und von allen (auch kleinen, nicht börsennotierten) Gesellschaften beherrscht und angewandt werden müssen.

Die Vorschrift beschränkt sich vielmehr bewußt auf ein Minimalprogramm. Sie formuliert die Aufgabe („damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden“) und beschränkt sich darauf, dem Vorstand als Mittel, um diese Aufgabe zu erfüllen, das Ergreifen „geeigneter Maßnahmen“ aufzuerlegen, „insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten.“ Und zwar sollen die Maßnahmen interner Überwachung darauf ausgerichtet sein, daß bestandsgefährdende Entwicklungen frühzeitig, also zu einem Zeitpunkt erkannt werden, in dem noch geeignete Maßnahmen zur Sicherung des Fortbestandes der Gesellschaft ergriffen werden können.¹⁰⁰

Es geht also um das frühzeitige Erkennen von *bestandsgefährdenden* Entwicklungen, d. h. von äußeren, bereits eingetretenen Sachverhalten sowie von noch nicht abgeschlossenen Vorgängen, die eine Gefahr für den Fortbestand der Gesellschaft, also für die Vermögensdeckung der Verbindlichkeiten (*Gefahr der Überschuldung*) oder für die Zahlungsfähigkeit (*Gefahr der Illiquidität*) der Gesellschaft darstellen.¹⁰¹ Ziel des Früherkennungssystems gemäß § 91 Abs. 2

¹⁰⁰ Vgl. RegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 15 re. Sp.; zum GmbH-Recht insoweit bereits BGH NJW-RR 1995, 669 re. Sp.

¹⁰¹ In der Begründung des RegE KonTraG heißt es insoweit zwar weitergehend, offenbar angelehnt an § 264 Abs. 2 HGB, es gehe um Entwicklungen, „die sich auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft oder des Konzerns wesentlich auswirken“ (BT-Drucks. 13/9712, S. 15 li. Sp.; so auch *Hüffer*, AktG, 9. Auflage 2010, § 93 Rz. 6). Der Wortlaut des § 91 Abs. 2 AktG („Fortbestand der Gesellschaft“) spricht aber für eine engere Auslegung; ebenso *Seibert*, in: Festschrift G. Bezzenerberger, 2000, S. 427, 437; *Mertens/Cahn*, in: Kölner Kommentar zum AktG, Band 2/1, 3. Auflage

AktG ist es, dem Vorstand zu ermöglichen, rechtzeitig Maßnahmen zur Abwehr der Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft ergreifen zu können.¹⁰²

Maßnahmen der präventiven Vorbeugung gegen bestandsgefährdende Risiken¹⁰³ gehören dagegen ebenso wenig wie Maßnahmen zur Beseitigung einer bestandsgefährdenden Lage oder Entwicklung der Gesellschaft zum Früherkennungssystem im Sinne des § 91 Abs. 2 AktG. Ob und welche Maßnahmen der Vorstand im Rahmen seines „Risikomanagement“ insoweit zu treffen hat, ist nach allgemeinen Grundsätzen (§§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 AktG) zu entscheiden. Darauf ist im Folgenden einzugehen.

3. Verhaltenspflichten bei bestandsgefährdenden Entwicklungen

Der Vorstand darf nicht sorgfaltswidrig bestandsgefährdende Entwicklungen außer Acht lassen oder gar verstärken. Diese Pflicht gehört zum berechtigten Kern des Gebots an den Vorstand, das „Unternehmensinteresse“ zu wahren, bei unternehmerischen Entscheidungen auf den langfristigen Erhalt des Unternehmens bedacht zu sein.¹⁰⁴

(a) Zeichnet sich eine Bestandsgefährdung ab, dann muß der Vorstand *bestandssichernde Maßnahmen* in Betracht ziehen, wie sich aus dem oben dargelegten Zweck des § 91 Abs. 2 AktG ergibt. In dieser Lage der Gesellschaft ist auch bei der Übernahme weiterer Risiken, die die Bestandsgefährdung verstärken können, besondere Sorgfalt geboten (zu letzterem sogleich unter (b)).

Als „Bestandsgefährdung“ kann eine Lage der Gesellschaft bezeichnet werden, in der die Möglichkeit der Insolvenz naheliegt, anders

2010, § 91 Rz. 23; *Spindler*, in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 985, 989 f.; je m. w. Nachweisen.

¹⁰² Einzelheiten zum Früherkennungssystem gemäß § 91 Abs. 2 AktG m. w. Nachweisen bei *Baums* ZGR 2011, Heft 3, sub VI. 3.

¹⁰³ Einschließlich der sorgfältigen Prüfung der Vorgabe mit hohen Risiken verbundener Wachstumsziele und der Vergütungsanreize für „*risk taking staff*“.

¹⁰⁴ Dazu m. w. Nachweisen *Hüffer*, AktG, a.a.O. (Fn. 101), § 76 Rz. 13 – 15; *Baums*, in: Festschrift U. Huber, 2006, S. 657, 664 ff., 666 f.

formuliert, wenn der Eintritt der Insolvenz (Überschuldung) in absehbarer Zukunft eher wahrscheinlich als unwahrscheinlich ist, falls die nachteilige Entwicklung nicht aufgehalten wird. Eine „Krise“¹⁰⁵ der Gesellschaft braucht aber noch nicht zu bestehen. Auch ein Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals (vgl. § 92 Abs. 1 AktG) ist nicht zu fordern, wird aber häufig eine Bestandsgefährdung andeuten.

Die bestandssichernden Maßnahmen, die der Vorstand bei Bestandsgefährdung zu ergreifen hat, beschränken sich nicht auf die Verlustanzeige gemäß § 92 Abs. 1 AktG und das Unterlassen verbotener Zahlungen (§ 92 Abs. 2 Satz 3 AktG) und anfechtbarer Rechtshandlungen. Sondern sie umfassen alle Maßnahmen, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter in einer solchen Lage ergreifen würde, um eine Überschuldung bzw. eine Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft abzuwenden.

(b) Besondere Fragen stellen sich in einer solchen Lage im Hinblick auf die *Übernahme weiterer Ausfallrisiken*, die potentiell eine Insolvenz auslösen können. Ist die bestandsgefährdende Lage dem Vorstand bekannt oder bei ordnungsgemäß eingerichteten und funktionierendem Früherkennungssystem erkennbar, muß er bei der Übernahme weiterer Ausfallrisiken, z. B. im Rahmen einer Investitions- oder Anlageentscheidung, im Hinblick auf die Bestandsgefährdung der Gesellschaft gesondert und sorgfältig prüfen, ob die Übernahme dieser Risiken noch hinnehmbar ist. Ein schlichtes Kalkül, ob sich die Investition isoliert betrachtet „lohnt“, u. U. sogar ohne Berücksichtigung des mit ihr verbundenen Risikos,¹⁰⁶ genügt in dieser Lage der Gesellschaft nicht mehr. Eine zunehmende Insolvenznähe wegen dünner Eigenkapitaldecke, oder, anders formuliert, wegen dünnen Verlust- und Risikopuffers und Fehlens

¹⁰⁵ „Krise“ im Sinne des inzwischen aufgehobenen § 32a Abs. 1 GmbHG; dazu etwa *Goette Die GmbH*, 2. Auflage 2002, § 4 II. Auch der Zeitpunkt, in dem der Vorstand sich durch Aufstellung eines Vermögensstatus einen Überblick über den Vermögensstand zwecks Feststellung einer Überschuldung verschaffen muß (vgl. BGHZ 126, 181, 199), liegt später als die vom Gesetzgeber bewußt früh angesetzte „bestandsgefährdende Entwicklung“ im Sinne des § 91 Abs. 2 AktG. Enger insoweit *M. Roth, Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands*, 2001, S. 250 ff.

¹⁰⁶ Zur Unterscheidung zwischen einzelprojektbezogenen und bestandsbezogenen Risiken und zu den Pflichten des Vorstands bei Eingehung einzelprojektbezogener Risiken *Baums ZGR* 2011, Heft 3, sub III.

eines nennenswerten Selbstbehalts der Eigenkapitalgeber, erfordert zunehmende Rücksicht auf die Gläubigerinteressen und damit zunehmende Risikoaversion. Bei konkreter Bestandsgefährdung, d. h. konkreter Gefahr der Inkaufnahme von Verlusten zum Nachteil der Gläubiger, gewinnt das Sicherheits- oder Bestandserhaltungsinteresse gegenüber dem Ziel der Maximierung des Unternehmenswerts zunehmend an Gewicht.

Ist nach der eigenen Einschätzung des Vorstands wahrscheinlich,¹⁰⁷ oder hätte er bei sorgfältiger Prüfung – unter Beachtung des ihm belassenen Prognosespielraums – für wahrscheinlich halten müssen, daß sich das mit der Investition oder dem Projekt verbundene Ausfallrisiko realisiert und dadurch die Überschuldung (die Zahlungsunfähigkeit bleibt hier ausgeklammert) ausgelöst wird, darf der Vorstand dieses Risiko nicht übernehmen, es sei denn, daß jede andere Alternative mit der gleichen oder höherer Wahrscheinlichkeit gleichfalls die Insolvenz auslösen und voraussichtlich zu größeren Schäden für die Gläubiger der Gesellschaft führen würde.

Ist der Vorstand dagegen auf der Grundlage angemessener Information (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG) zu der vertretbaren Einschätzung gelangt, daß sich das mit einer Investition verbundene Ausfallrisiko wahrscheinlich nicht realisieren wird, handelt er bei Übernahme dieses Ausfallrisikos nicht pflichtwidrig. Die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsleiters kann aber gebieten, zur Vermeidung einer Insolvenz risikovermeidende und -mindernde

¹⁰⁷ Kritisch zur Eignung des Wahrscheinlichkeitskriteriums (im Rahmen der Existenzvernichtungshaftung) *Grigoleit*, Gesellschafterhaftung für interne Einflußnahme im Recht der GmbH, 2006, S. 286. „Wahrscheinlich“ ist der erwartete Verlust, wenn er eher eintreten als ausbleiben wird. Dabei geht es freilich nicht um eine bei sorgfältigem Vorgehen objektiv feststellbare oder berechenbare Entwicklung, sondern um die *Prognose* einer künftigen Entwicklung. Hierzu muß in der im Text betrachteten bestandsgefährdeten Lage der Gesellschaft in der Regel eine geeignete Investitionsrechnung eingesetzt werden (dazu näher *Baums* ZGR Heft 3 sub III.). Freilich wird auch dies nicht dazu führen, die Unsicherheit der Zukunft völlig auszuräumen. Jede Prognose führt allenfalls zu einer vertretbaren Erwartung, nicht zu einem „richtigen“ Ergebnis. Die Gefahr von Fehlbeurteilungen und Fehleinschätzungen gehört zu dem dem Vorstand gemäß § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG eingeräumten Handlungsspielraum (vgl. bereits BGHZ 135, 244, 253). Es geht also nur darum, daß der Vorstand ein *vertretbares Wahrscheinlichkeitsurteil* trifft, anders gewendet, daß er bei Übernahme des Risikos vernünftigerweise annehmen darf, daß der Verlust und damit die Überschuldung wahrscheinlich ausbleiben werden.

Aufwendungen zu tätigen, und zwar wegen der bereits bestehenden Bestandsgefährdung, die tunlichst nicht durch riskante Geschäfte noch verstärkt werden darf, auch dann, wenn sie sich nicht „lohnen“, d. h. wenn der Aufwand hierfür höher ist als der damit verbundene Anstieg des Erwartungswerts des Projekts oder Geschäfts. Ferner müssen zur Vermeidung einer Insolvenz u. U. Alternativinvestitionen mit niedrigerem Risiko vorgezogen und dafür auch niedrigere Erwartungswerte in Kauf genommen werden.¹⁰⁸ Die Regel, daß der Vorstand grundsätzlich, im Rahmen des Unternehmensgegenstands, alle Projekte mit positivem Erwartungswert ausführen darf, bedarf bei Bestandsgefährdung der Gesellschaft also einer Einschränkung zum Schutz der Gesellschaftsgläubiger.

4. Übernahme potentiell insolvenzauslösender Risiken

(a) Im Ausgangspunkt andere Fragen stellen sich, wenn eine bestandsgefährdende Entwicklung oder Lage der Gesellschaft nicht besteht oder nicht erkennbar ist, und die Gesellschaft ein potentiell insolvenzauslösendes Risiko übernimmt. Als „potentiell insolvenzauslösend“ läßt sich an sich jedes Risiko bezeichnen, das im Fall seines (vielleicht ganz und gar unwahrscheinlichen) Eintritts die Überschuldung der Gesellschaft¹⁰⁹ herbeiführen wird, weil für die Übernahme dieses Risikos die erforderliche Risikotragfähigkeit nicht gegeben ist; anders formuliert, weil die zur Abdeckung der Verluste erforderlichen Eigenmittel der Gesellschaft nicht ausreichen, wenn sich das Risiko realisiert. Wegen ihrer Seltenheit vernünftigerweise nicht in Betracht zu ziehende sowie ohnedies unvermeidbare Risiken sollen hier aber ausgeklammert bleiben.

Um ein existenzbedrohendes oder „potentiell insolvenzauslösendes“ Risiko in dem im Folgenden zugrundegelegten Sinne handelt es sich vielmehr zum einen dann, wenn der Eintritt eines Ausfallrisikos wahrscheinlich ist, und der zu erwartende Verlust das freie, zur Abdeckung dieses Verlusts verfügbare Eigenkapital – und sei es auch

¹⁰⁸ Ähnlich auch *M. Roth*, a.a.O. (Fn. 105), S. 245.

¹⁰⁹ Die Zahlungsunfähigkeit bleibt hier ausgeklammert; zur Steuerung von Liquiditätsrisiken und zu den Pflichten bei drohender Zahlungsunfähigkeit *Baums* ZGR 2011 Heft 3 (sub IV. 3.; V. 4.) m. w. Nachweisen.

nur geringfügig – übersteigt, als auch dann, wenn der bei Eintritt eines Risikos zu erwartende Ausfallbetrag sehr viel höher ist als das verfügbare Eigenkapital, und der Eintritt dieses Risikos vernünftigerweise nicht ausgeschlossen werden kann. Ist der Eintritt des Ausfallrisikos erst zu einem späteren Zeitpunkt zu erwarten, kommt es auch für die Einschätzung der Risikotragfähigkeit, des Vorhandenseins ausreichender Eigenmittel der Gesellschaft, auf diesen späteren Zeitpunkt einschließlich der bis dahin zu erwartenden Entwicklung an.

Häufig wird es sich dabei um Fälle handeln, die vom Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG deshalb (noch) nicht erfaßt sind, weil es sich um einmalige, vom Vorstand selbst initiierte oder beschlossene Maßnahmen von großer Tragweite handelt. Insoweit ist zwischen den Pflichten des Vorstands, die hiermit verbundenen Risiken tunlichst überhaupt *zu erkennen*, und den Pflichten des Vorstands hinsichtlich der bewußten *Übernahme solcher Risiken* zu unterscheiden.

(b) Der Vorstand muß mittels geeigneter Anordnungen und Vorkehrungen sicherstellen, daß Entscheidungen und Maßnahmen, die wegen ihres Umfangs oder Tragweite oder Risikostruktur in dem beschriebenen Sinne erkennbar mit potentiell insolvenzauslösenden Ausfallrisiken in dem umschriebenen Sinne verbunden sind, nicht ohne seine Zustimmung beschlossen und ausgeführt werden können. Die Zustimmung durch den Vorstand gehört in einem solchen Fall zu den „nichtdelegierbaren“ Entscheidungen.¹¹⁰

(c) Was die Zustimmung zur Übernahme solcher potentiell insolvenzauslösender Risiken durch den Vorstand betrifft, gelten dieselben Grundsätze, wie sie oben für die Übernahme von Ausfallrisiken bei Bestandsgefährdung der Gesellschaft bereits herausgearbeitet worden sind:

¹¹⁰ Dazu *Dreher*, in: Festschrift für Hopt, 2010, Band 1, S. 517 ff.; *Baums ZGR* 2011, Heft 3, sub VI. 2.

Ist nach der eigenen Einschätzung des Vorstands wahrscheinlich,¹¹¹ oder hätte er bei sorgfältiger Prüfung – unter Beachtung des ihm belassenen Prognosespielraums – für wahrscheinlich halten müssen, daß sich das mit der Entscheidung oder Maßnahme, z.B. einer Investition oder einem Projekt, verbundene Ausfallrisiko realisiert und dadurch die Überschuldung (die Zahlungsunfähigkeit bleibt hier ausgeklammert) ausgelöst wird, darf der Vorstand dieses Risiko nicht übernehmen.¹¹² Das gilt nicht, wenn die Existenzbedrohung durch Maßnahmen der Risikominderung oder -vorsorge ausgeschaltet werden kann, oder wenn jede andere Alternative mit der gleichen oder höherer Wahrscheinlichkeit gleichfalls die Insolvenz auslösen und voraussichtlich zu größeren Schäden für die Gläubiger der Gesellschaft führen würde. Der Vorstand darf bei Übernahme wahrscheinlich insolvenzauslösender Risiken „vernünftigerweise nicht annehmen, zum Wohl der Gesellschaft zu handeln“ (vgl. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG). Eine vorwerfbare Pflichtverletzung setzt allerdings Verschulden, jedenfalls also Erkennbarkeit und Vermeidbarkeit voraus.

Ist der Vorstand dagegen auf der Grundlage angemessener Information (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG) zu der vertretbaren Einschätzung gelangt, daß sich das mit einer Investition verbundene potentiell insolvenzauslösende Ausfallrisiko wahrscheinlich nicht realisieren wird, handelt er bei Übernahme dieses Ausfallrisikos nicht pflichtwidrig. Weist eine geplante Investition nach der vertretbaren Einschätzung des Vorstands trotz des mit ihr verbundenen Risikos einen positiven Nettobarwert auf, und ist hierfür nach der ebenfalls vertretbaren Einschätzung des Vorstands auch die Risikotragfähigkeit der Gesellschaft noch gegeben, der Eintritt einer Überschuldung bei Realisierung des Risikos also nicht anzunehmen, dann darf das Projekt

¹¹¹ Zum Kriterium der „Wahrscheinlichkeit“ s. oben Fn. 107.

¹¹² Nur mit dieser Einschränkung ist der überwiegenden, in der Regel auf BGHZ 69, 207, 211 ff. verweisenden Auffassung in der Literatur zuzustimmen, die annimmt, der Vorstand dürfe keine Risiken eingehen, „durch die die Existenz der Gesellschaft aufs Spiel gesetzt“ werde; *Lutter GmbH* 2000, 301, 305; *ders.*, in: Festschrift Canaris, Band II, 2007, S. 245, 246; *ders.* ZIP 2007, 841, 844; *ders.*, ZIP 2009, 197, 199; *Mertens/Cahn*, a.a.O. (Fn. 101), § 93 Rz. 24; *Jungmann*, in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 831, 839; w. Nachweise bei *Redeke* ZIP 2010, 160 ff.

oder die Investition auch unternommen werden.¹¹³ Die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsleiters kann aber gebieten, zur Vermeidung einer Insolvenz risikovermeidende und -mindernde Aufwendungen zu tätigen, und zwar auch dann, wenn sie sich nicht „lohnen“, d. h. wenn der Aufwand hierfür höher ist als der damit verbundene Anstieg des Erwartungswerts des Projekts oder Geschäfts. Ferner müssen zur Vermeidung einer Insolvenz u. U. Alternativinvestitionen mit niedrigerem Risiko vorgezogen und dafür auch niedrigere Erwartungswerte in Kauf genommen werden.¹¹⁴

5. Außenhaftung wegen Gläubigerschädigung

Den Gläubigern der Gesellschaft, die infolge einer Überschuldung der Gesellschaft einen Schaden erlitten haben, haftet ein hierfür verantwortliches Vorstandsmitglied unter den Voraussetzungen des § 826 BGB unmittelbar. Das erfordert objektiv sittenwidriges Verhalten und subjektiv mindestens bedingten Vorsatz, auch hinsichtlich eines Schadens der Gläubiger. Auch bedenkenlose Leichtfertigkeit kann den Vorwurf sittenwidrigen Verhaltens begründen. Das mag etwa zutreffen, wenn ein Risiko übernommen wurde, das bereits bei seiner Übernahme eine hohe, auf der Hand liegende Eintrittswahrscheinlichkeit und überdies einen Umfang hatte, der erkennbar nicht mehr von den vorhandenen Eigenmitteln abgedeckt wurde, so daß von vorneherein von einer einseitigen Risikoverlagerung zu Lasten der uninformierten Gläubiger

¹¹³ Ähnlich auch *Hopt/M. Roth*, in: *AktG, Großkommentar*, Bd. 3, 4. Auflage, Stand 2006, § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 nF Rz. 36; *M. Roth*, a.a.O. (Fn. 105), S. 97 ff.; *Drygala*, in: *Festschrift Hopt*, 2010, Band 1, S. 541 ff.; zum GmbH-Recht *Paefgen*, in: *Ulmer/Habersack/Winter (Hrsg.)*, *GmbHG, Großkommentar*, Band II, 2006, § 43 Rz. 71. Weitere Einschränkungen können sich freilich aus dem für den Vorstand maßgebenden Unternehmensgegenstand ergeben: Die Satzung kann dem Vorstand zwar Spekulation gestatten, auch das Eingehen von Geschäften, die mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu einem Verlust führen. In der Regel sind allerdings Geschäfte, bei denen die Gefahr eines für die Gesellschaft erheblichen Verlustes deutlich wahrscheinlicher ist als die Aussicht auf einen Gewinn, dem Vorstand auch dann nicht gestattet, wenn bei positivem Ausgang ein hoher Gewinn anfällt, so daß der vom Vorstand eingeschätzte Nettobarwert des Geschäfts insgesamt noch positiv ist; vgl. dazu *Grigoleit*, a.a.O. (Fn. 107), S. 426 f.; *Baums ZGR* 2011 Heft 3 sub III. 1.

¹¹⁴ Vgl. *M. Roth*, a.a.O. (Fn. 105), S. 245.

auszugehen war.¹¹⁵ Aus rechtsvergleichender Perspektive sind die Parallelen und die Unterschiede zu den „duties of directors in the vicinity of insolvency“ des US-amerikanischen Rechts,¹¹⁶ zum „wrongful trading“ und den „directors’ duties for the benefit of creditors“ des englischen Rechts¹¹⁷ sowie zur „responsabilité civile des dirigeants envers la société en difficulté“ des französischen Rechtskreises¹¹⁸ von Interesse; dem kann hier nicht nachgegangen werden.

VI. Zusammenfassung in Thesen

1. Von den für verschiedene bilanzielle Zwecke (Einzelabschluß und Konzernbilanz; Überschuldungsstatus) ausgeprägten Eigenkapitalbegriffen und den speziellen Eigenkapitalbegriffen des KWG und des VAG wird üblicherweise ein allgemeiner, gesellschaftsrechtlicher Eigenkapitalbegriff unterschieden. Im Kern besteht Einigkeit darüber, daß unter Eigenkapital der Wert des den Eigenkapitalgebern zugeordneten Reinvermögens eines Unternehmens oder einer Gesellschaft zu einem bestimmten Zeitpunkt zu verstehen ist. Das Eigenkapital ist also eine Geldziffer, die den Überschuß der Aktiva über die Verbindlichkeiten angibt. Diese Eigenkapitalziffer kann null betragen oder negativ sein. Aufgebracht wird das Eigenkapital durch die Einlagen der Gesellschafter bzw. des Einzelunternehmers sowie durch das Stehenlassen von Gewinnen. Dritte können ebenfalls Eigenkapital bereitstellen. Grob gesprochen bezeichnet das Eigenkapital einen hypothetischen Liquidationsüberschuß nach Zahlung aller Schulden.

2. Dieser Eigenkapitalbegriff ist aus der Sicht der Gesellschafter bzw. des Einzelkaufmanns formuliert. Hier wird Eigenkapital dagegen

¹¹⁵ So bereits für die Haftung des GmbH-Geschäftsführers *Ulmer*, in: Hachenburg, GmbHG, Großkommentar (Hrsg. Ulmer), 3. Band, 8. Auflage 1997, § 64 Rz. 64 m. Nachweisen zur Rechtsprechung im GmbH-Recht.

¹¹⁶ Dazu *M. Roth*, a.a.O. (Fn. 105), S. 173 ff.

¹¹⁷ Darstellung und Nachweise dazu bei *Habersack/Verse* ZHR 168 (2004), 174 ff., 199 ff.; *M. Roth*, a.a.O. (Fn. 105), S. 181 ff.

¹¹⁸ Dazu *Habersack/Verse* ZHR 168 (2004), 174, 202 ff.; *M. Roth*, a.a.O. (Fn. 105), S. 197 ff.; zuletzt *Redenius-Hoevermann*, La responsabilité des dirigeants dans les sociétés anonymes en droit français et droit allemand, 2010, S. 167 ff.

ausschließlich aus der Perspektive der Gläubiger betrachtet (*haftungsrechtliche Bedeutung des Eigenkapitals*).

3. Dem Eigenkapitalbeitrag des Gesellschafters wie des Einzelunternehmers werden häufig eine „Investitionsfunktion“, eine „Ingangsetzungsfunktion“ und eine „Finanzierungsfunktion“ zugesprochen. Diese Funktionen kommen aber auch einer Fremdkapitalfinanzierung zu bzw. können unter bestimmten Voraussetzungen von ihr übernommen werden. In der Investitionsfunktion, der Eingangsetzungsfunktion und der Finanzierungsfunktion sind m. a. W. zwar typische Merkmale, aber keine Spezifika der Eigenkapitalfinanzierung zu sehen. Für den haftungsrechtlichen Eigenkapitalbegriff sind diese Funktionen ohne Bedeutung.

4. Aus haftungsrechtlicher Perspektive hat Eigenkapital vier Funktionen:

- Schuldentilgung
- Risikopuffer
- Selbstbehalt für die Residualberechtigten (Gesellschafter; Einzelkaufmann)
- Risikolimit für Geschäftsleiter

5. Das durch die Einlagen der Gesellschafter aufgebrachte und u. U. durch Rücklagen und durch Eigenkapitalbeiträge Dritter vermehrte Vermögen einer Gesellschaft dient zunächst dazu, daß ein Unternehmen seine bestehenden Schulden tilgen kann (*Schuldentilgungsfunktion*). Eingetretene Verluste sind mit dem Eigenkapital zu verrechnen. Sie schlagen daher, soweit sie das Eigenkapital nicht übersteigen, nicht auf die bestehenden Forderungen der Fremdkapitalgeber und Gläubiger durch. Hinsichtlich bereits eingetretener Verluste dient Eigenkapital zugunsten der Gläubiger des Unternehmens demnach als „*Verlustpuffer*“. Soweit und solange das Eigenkapital noch nicht „verbraucht“ ist, wirkt es hinsichtlich noch nicht eingetretener Verluste zugunsten der Gläubiger als „*Risikopuffer*“.

Die Verlustverrechnung vor Auszahlung von Gesellschaftsvermögen an die Eigenkapitalgeber ist je nach Rechtsform in unterschiedlicher Weise und unterschiedlichem Umfang gesetzlich gesichert. Hinzu treten rechtsgeschäftliche Sicherungsabreden, insbesondere was die Verlustverrechnung mit Eigenkapital betrifft, das von Dritten zur Verfügung gestellt wurde.

6. Für die Personengesellschaft setzt die Anerkennung der Kapitalanteile als Eigenkapital im haftungsrechtlichen Sinne nicht voraus, daß die freie Kündigung der Gesellschaftsbeteiligung ausgeschlossen ist. Der Anerkennung als Eigenkapital stehen auch weder das gewinnunabhängige Entnahmerecht des § 122 HGB noch eine Festverzinsung der Einlagen entgegen.

7. Nachrangkapital, das kraft Nachrangabrede oder gesetzlicher Vorschrift in der Insolvenz nachrangig zu befriedigen, im übrigen aber wie Fremdkapital ausgestaltet ist (keine Verlustverrechnung; Kündbarkeit; feste Mindestverzinsung; bei vereinbartem Nachrang Aufhebbarkeit dieser Abrede mit Wirkung ex tunc), genügt nicht den Anforderungen, die an Eigenkapital auch außerhalb der Insolvenz zu stellen sind (Schuldentilgungsfunktion; Risikopuffer; Selbstbehalt). Das gilt auch für Gesellschafterdarlehen in der Kapitalgesellschaft nach neuem Recht ungeachtet der besonderen Anfechtungsbestimmungen. Es handelt sich um eigenkapitalergänzendes Kapital *sui generis*. Was den haftungsrechtlichen Eigenkapitalbegriff betrifft, empfiehlt sich demnach, wie im Bankaufsichtsrecht, statt der simplen Dichotomie Eigenkapital - Fremdkapital eine stärkere Aufgliederung.

8. Über die Sicherung der Verlustverrechnung und damit der Schuldentilgungsfunktion des Eigenkapitals geht der Gesetzgeber im Kapitalgesellschaftsrecht hinaus und ordnet eine – für die Aktiengesellschaft und die GmbH unterschiedlich ausgestaltete – *Vermögensbindung* an. Diese Vermögensbindung soll die Verschiebung von Gesellschaftsvermögen in das Privatvermögen der Gesellschafter beschränken. Dies gilt gerade auch dann, wenn das gebundene Vermögen nicht zur Deckung der bestehenden Verbindlichkeiten benötigt wird und nicht durch bereits angefallene Verluste vermindert ist. Die Gesellschaft wird in dem dadurch

gegebenen Umfang befähigt, mit dem ihr zur Verfügung gestellten und zu belassenden Vermögen auch künftige Verluste aufzufangen (Funktion des Eigenkapitals als *Risikopuffer*; *Vorsorgefunktion* des Eigenkapitals) und weder auf bereits entstandene, aber noch nicht getilgte noch auf im Geschäftsbetrieb laufend neu entstehende, künftige Verbindlichkeiten durchschlagen zu lassen.

Auch im Personengesellschaftsrecht hat das Eigenkapital neben der Schuldentilgungsfunktion, die durch die Verlustverrechnung sichergestellt wird, die Funktion, als Risikopuffer für künftig eintretende Verluste zu dienen und damit die Tilgung bestehender und künftiger Gläubigerforderungen zu sichern. Allerdings fehlt es hier an einer gesetzlichen Vermögensbindung.

9. Die Funktion des Eigenkapitals als Puffer für künftig zu erwartende Verluste und als Sicherung der Tilgung bestehender und künftiger Verbindlichkeiten steht allerdings (im Kapitalgesellschaftsrecht: bis zur Grenze des gesetzlichen Mindestkapitals) zur Disposition der Gesellschafter. Sie können aber von sich aus ein höheres (und dann im Kapitalgesellschaftsrecht in unterschiedlicher Weise gesetzlich gebundenes) Vermögen anlegen. Damit können sie den Fremdkapitalgebern rechtlich verbindlich zusagen, daß dieses als Schuldentilgungsfonds zur Verfügung stehen wird, und Fremdkapitalgeber können dies zur Voraussetzung einer Kreditvergabe machen.

10. Die Zulassung von Gesellschaften ohne persönliche Haftung natürlicher Personen für die Gesellschaftsschulden kann bei fehlender oder zu dünner Eigenkapitaldecke zu Fehlallokationen infolge von Fehlanreizen führen. Um dies zu vermeiden, sollen sich die Gründer solcher Gesellschaften nach Art eines *Selbstbehalts* an dessen Risiko beteiligen.

Dabei kommt es nicht auf einen je nach Rechtsform unterschiedlich hohen, im Zweifel ungenügenden gesetzlichen Mindestkapitaleinsatz an. Entscheidend an dem im Kapitalgesellschaftsrecht entwickelten gesetzlichen Modell ist vielmehr, daß die Eigenkapitalgeber ihren Einsatz, auch wenn sie ihn freiwillig bzw. auf Veranlassung der

Fremdkapitalgeber über den gesetzlichen Mindestsatz hinaus erhöht haben, nur zurückfordern können, wenn die Fremdkapitalgeber und Gläubiger, die der Gesellschaft Kredit gegeben oder sonst Forderungen gegen diese haben, befriedigt worden sind. Der Gesetzgeber stellt also den Akteuren im Kapitalgesellschaftsrecht mit dem System der zwingenden Regeln der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung einen Rahmen bereit, den sie zwar nicht auszufüllen brauchen, innerhalb dessen sie sich aber bewegen müssen, wenn sie einen höheren als den gesetzlich vorgeschriebenen Mindesteigenkapitaleinsatz wählen.

Der Gesetzgeber bedient sich insoweit eines standardisierten „Opt in“ – Modells. Diese Opt in – Lösung hat im Vergleich mit individualvertraglichen Vereinbarungen über eine Verlustverrechnung mit hybriden Finanzierungsmitteln Besonderheiten und Vorteile: Erstens schließt die gesetzliche Regelung insbesondere eine Aufhebung der Verlustverrechnungsabrede mit Wirkung ex tunc durch Vereinbarung zwischen dem Kapitalgeber und dem Schuldnerunternehmen aus. Zweitens wirkt die gesetzliche Regelung zugunsten aller Gläubiger. Drittens erübrigt sie die Transaktionskosten, die anfallen würden, wenn vergleichbare Aufbringungs- und Erhaltungsmechanismen jeweils individuell ausgehandelt oder vereinbart werden müßten. Allerdings vermittelt das gesetzliche Standardmodell keinen lückenlosen und erst recht keinen maßgeschneiderten Schutz der Fremdkapitalgeber, so daß insoweit Raum für ergänzende Vereinbarungen („covenants“) bleibt.

Auch in der Personengesellschaft hat der Eigenkapitalbeitrag des Gesellschafters die Funktion eines Selbstbehalts, aber der Selbstbehalt ist bei persönlicher Haftung nicht auf den Eigenkapitalbeitrag beschränkt.

11. Ein aus Sicht der Marktteilnehmer „angemessenes“ Eigenkapital oder eine bestimmte Eigenkapitalquote kann als „covenant“ in Anleihebedingungen oder Kreditverträgen festgelegt werden. Solche Vereinbarungen entfalten reflexiv auch Schutzwirkung zugunsten an der Vereinbarung nicht beteiligter Gläubiger. Auch ohne eine entsprechende Vereinbarung sind in der Bilanz ausgewiesene und von

informierten und anpassungsfähigen Fremdkapitalgebern akzeptierte Eigenkapitalquoten jedenfalls aus ihrer Sicht ebenfalls „angemessen“.

12. Diese Marktmechanismen (vereinbarte *covenants*; System der offengelegten und akzeptierten Eigenkapitalverhältnisse) zur Festlegung eines angemessenen Eigenkapitals weisen charakteristische Schwächen auf. Der reflexive Schutz auch dritter Gläubiger durch vereinbarte Eigenkapitalkennziffern endet mit der jeweiligen Finanzierung. Das Einfordern angemessener Eigenkapitalausstattung durch informierte und anpassungsfähige Fremdkapitalgeber versagt zum Beispiel, wenn diesen als Ausgleich für eine niedrige Eigenkapitalquote durch Bestellen von Sicherheiten ein Befriedigungsvorrang eingeräumt wird, oder wenn sie bei Verschlechtern der Finanzkennzahlen nicht auf eine Verbesserung der Kapitalstruktur dringen, sondern noch rechtzeitig ihre Mittel abziehen.

Ein angemessenes Eigenkapital wird also durch Marktmechanismen allein nicht sichergestellt.

13. Durch generell geltende gesetzliche Normen kann eine angemessene Eigenkapitalquote im Sinne einer festen Nennkapital- oder Eigenkapitalziffer oder einer festen Eigenkapitalquote ohne Berücksichtigung der mit der Geschäftstätigkeit verbundenen Ausfallrisiken, die in jedem Einzelfall differieren, nicht festgelegt werden.

Das schließt nicht aus, daß aufgrund einer Betrachtung aller Umstände eines Einzelfalls ein Gericht feststellen kann, daß äußerste Grenzen überschritten worden sind, und in Anbetracht aller Umstände eine in jeder Hinsicht unvertretbare Eigenkapitalausstattung mit entsprechender Gläubigergefährdung gegeben war (zu dieser insbesondere im GmbH-Recht geführten Debatte um die sog. materielle Unterkapitalisierung, ihre Voraussetzungen und Rechtsfolgen, wird hier nicht Stellung genommen.)

14. Die bankaufsichtsrechtliche Lösung zur Festlegung angemessener Eigenmittel läßt sich aus mehreren Gründen nicht ins allgemeine Unternehmensrecht übertragen. Der Ansatz des Bankauf-

sichtsrechts, wonach es Sache der Geschäftsleitung ist, im Blick zu haben, ob die Eigenkapitalausstattung des Instituts (noch) angemessen ist, und seine Geschäftstätigkeit daran auszurichten, hat jedoch auch für das Gesellschaftsrecht in verschiedener Hinsicht Bedeutung. Im Aktienrecht, das hier beispielhaft betrachtet wird, zeigt sich dies in den folgenden auf die Abwehr einer Überschuldung gerichteten Pflichten des Vorstands:

- zur Einrichtung eines Überwachungssystems (§ 91 Abs. 2 AktG);
- zur Bestandssicherung bei erkennbarer Bestandsgefährdung der Gesellschaft;
- den besonderen Pflichten bei Übernahme von Ausfallrisiken bei erkennbarer Bestandsgefährdung der Gesellschaft;
- den Pflichten hinsichtlich des Erkennens und der Übernahme potentiell insolvenzauslösender Risiken.

15. Die Pflicht zur Einrichtung eines Überwachungssystems gemäß § 91 Abs. 2 AktG bezieht sich auf die Abwehr von Bestandsgefahren für die Gesellschaft (Überschuldung; Zahlungsunfähigkeit) und damit auch auf ihre Eigenkapitalausstattung. Aufgabe dieses Systems ist es, *rechtzeitig* eine Entwicklung *zu erkennen*, die ohne Gegenmaßnahmen zur Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft oder dazu führt, daß das noch vorhandene Eigenkapital der Gesellschaft nicht mehr ausreicht, die Schulden der Gesellschaft abzudecken.

16. Der Vorstand darf nicht sorgfaltswidrig bestandsgefährdende Entwicklungen außer Acht lassen oder gar verstärken. Zeichnet sich eine *Bestandsgefährdung* ab, dann muß der Vorstand *bestandssichernde Maßnahmen* in Betracht ziehen. Als „Bestandsgefährdung“ kann eine Lage der Gesellschaft bezeichnet werden, in der die Möglichkeit der Insolvenz naheliegt, anders formuliert, wenn der Eintritt der Insolvenz in absehbarer Zukunft eher

wahrscheinlich als unwahrscheinlich ist, falls die nachteilige Entwicklung nicht aufgehalten wird.

17. Ist die bestandsgefährdende Lage dem Vorstand bekannt oder bei sorgfältigem Verhalten erkennbar, muß er bei der *Übernahme weiterer Ausfallrisiken*, z. B. im Rahmen einer Investitions- oder Anlageentscheidung, im Hinblick auf die Bestandsgefährdung der Gesellschaft gesondert prüfen, ob die Übernahme dieser Risiken noch tolerierbar ist. Ein schlichtes Kalkül, ob sich die Investition isoliert betrachtet „lohnt“, u. U. sogar ohne Berücksichtigung des mit ihr verbundenen Risikos, genügt in dieser Lage der Gesellschaft nicht mehr. Ist nach der eigenen Einschätzung des Vorstands wahrscheinlich, oder hätte er bei sorgfältiger Prüfung für wahrscheinlich halten müssen, daß sich das mit der Investition oder dem Projekt verbundene Ausfallrisiko realisiert und dadurch die Überschuldung ausgelöst wird, darf der Vorstand dieses Risiko nicht übernehmen.

18. Ist der Vorstand dagegen auf der Grundlage angemessener Information (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG) zu der vertretbaren Einschätzung gelangt, daß sich das mit einer Investition verbundene Ausfallrisiko wahrscheinlich nicht realisieren wird, handelt er bei Übernahme dieses Ausfallrisikos nicht pflichtwidrig. Die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsleiters kann aber gebieten, zur Vermeidung einer Insolvenz risikovermeidende und risikomindernde Aufwendungen zu tätigen.

Die (zunehmende) Insolvenznähe wegen (zunehmend) dünner Eigenkapitaldecke erfordert (zunehmende) Rücksicht auf die Gläubigerinteressen und damit zunehmende Risikoaversion. Bei konkreter Bestandsgefährdung gewinnt das Sicherheits- oder Bestandserhaltungsinteresse gegenüber dem Ziel der Maximierung des Unternehmenswerts zunehmend an Gewicht.

19. Der Vorstand muß mittels geeigneter Anordnungen und Vorkehrungen sicherstellen, daß Entscheidungen und Maßnahmen, die wegen ihres Umfangs oder Tragweite oder ihrer Risikostruktur mit

potentiell insolvenzauslösenden Ausfallrisiken verbunden sind, nicht ohne seine Zustimmung beschlossen und ausgeführt werden können.

Um ein „potentiell insolvenzauslösendes Risiko“ in diesem Sinne handelt es sich zum einen dann, wenn die Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines Verlusts hoch ist, und der zu erwartende Verlust das freie, zur Abdeckung dieses Verlusts verfügbare Eigenkapital – und sei es auch nur geringfügig – übersteigt, als auch dann, wenn der bei Eintritt des Risikos zu erwartende Ausfallbetrag sehr viel höher ist als das verfügbare Eigenkapital, und der Eintritt dieses Verlusts vernünftigerweise nicht ausgeschlossen werden kann. Wegen ihrer Seltenheit vernünftigerweise nicht in Betracht zu ziehende sowie ohnedies unvermeidbare Risiken gehören nicht zu den potentiell insolvenzauslösenden Risiken in diesem Sinne.

Was potentiell insolvenzauslösende Risiken in diesem Sinne betrifft, ist zwischen den Pflichten des Vorstands, die hiermit verbundenen Risiken tunlichst überhaupt *zu erkennen*, und den Pflichten des Vorstands hinsichtlich der bewußten *Übernahme solcher Risiken* zu unterscheiden.

Der Vorstand muß mittels geeigneter Anordnungen und Vorkehrungen sicherstellen, daß Entscheidungen und Maßnahmen, die wegen ihres Umfangs oder Tragweite oder ihrer Risikostruktur in dem beschriebenen Sinne erkennbar mit potentiell insolvenzauslösenden Ausfallrisiken in dem umschriebenen Sinne verbunden sind, nicht ohne seine Zustimmung beschlossen und ausgeführt werden können. Die Zustimmung durch den Vorstand gehört in einem solchen Fall zu den „nichtdelegierbaren“ Entscheidungen.

Was die Zustimmung zur Übernahme solcher potentiell insolvenzauslösender Risiken durch den Vorstand angeht, gelten dieselben Grundsätze wie für die Übernahme von Ausfallrisiken bei Bestandsgefährdung der Gesellschaft (oben 17., 18.).

20. Den Gläubigern der Gesellschaft, die infolge einer Überschuldung der Gesellschaft einen Schaden erlitten haben, haftet ein hierfür verantwortliches Vorstandsmitglied unter den

Voraussetzungen des § 826 BGB unmittelbar. Das erfordert objektiv sittenwidriges Verhalten und subjektiv mindestens bedingten Vorsatz, auch hinsichtlich eines Schadens der Gläubiger. Auch bedenkenlose Leichtfertigkeit kann den Vorwurf sittenwidrigen Verhaltens begründen. Das mag etwa zutreffen, wenn ein Risiko übernommen wurde, das bereits bei seiner Übernahme eine hohe, auf der Hand liegende Eintrittswahrscheinlichkeit und überdies einen Umfang hatte, der erkennbar nicht mehr von den vorhandenen Eigenmitteln abgedeckt wurde, so daß von vorneherein von einer einseitigen Risikoverlagerung zu Lasten der uninformierten Gläubiger auszugehen war.

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
(publ. in: BKR 2008, 271 ff.)
- 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 (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
- 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 (publ. in: ZHR 173 (2009), 454 ff.)
- 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 (publ. in: BKR 2010, S. 136 ff.)
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
- 101 Nicole Campbell, Henny Mächler 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 (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
- 104 Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften (publ. in: Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)

- 105 Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG
(publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
- 106 Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz
(publ. in: ZBB 2009, S. 419 ff.)
- 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
(publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
- 112 Julia Redenius-Hövermann Zur Frauenquote im Aufsichtsrat
(publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
- 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
(publ. in: ZIP 2010, S. 761 ff.)
- 115 Tim Florstedt Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der
Finanzmarktkrise
(publ. in: AG 2010, S. 315 ff.)
- 116 Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The
need for an international instrument on the private law
framework for netting
- 117 Andreas Cahn Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum
Stefan Simon Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity
Rüdiger Theiselmann Swap
- 118 Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht

- 119 Theodor Baums Managerhaftung und Verjährungsfrist
- 120 Stefan Jobst Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels
zentraler Gegenpartei
- 121 Theodor Baums Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833
- 122 Theodor Baums *Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht
(publ. in: ZIP 2010, S. 2374 ff)

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