

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN

Kredite an Gesellschafter

- zugleich Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH –



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 98



**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**

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

Andreas Cahn

Kredite an Gesellschafter

- zugleich Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH –

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 98**

**02/ 2009**

## **Kredite an Gesellschafter - zugleich Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH –**

Von Prof. Dr. *Andreas Cahn*, LL.M. (Berkeley), Frankfurt a.M.\*

*Durch das MoMiG ist der durch das sog. Novemberurteil begründeten restriktiven Rechtsprechung des BGH zur grundsätzlichen Unzulässigkeit von Darlehen aus gebundenem Vermögen an Gesellschafter die Grundlage entzogen worden. In seiner MPS-Entscheidung vom 1. Dezember 2008 hat der BGH daraus die Konsequenzen für §§ 311 ff. AktG gezogen.*

*Entscheidend ist nunmehr, ob der Rückerstattungsanspruch vollwertig ist oder ob ein konkretes Ausfallrisiko besteht. Der Beitrag analysiert die Implikationen der Entscheidung für die Vermögensbindung und das Recht des faktischen Konzerns. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Frage, wie die Kriterien der Vollwertigkeit bzw. des konkreten Ausfallrisikos zu konkretisieren sind.*

### **A. Einleitung**

Das MoMiG<sup>1</sup> hat die Vorschriften über die Vermögensbindung in der Kapitalgesellschaft ergänzt. Nach dem neuen 57 Abs. 1 S. 3 AktG gilt das Verbot der Einlagenrückgewähr u.a. nicht bei Leistungen, die durch einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch<sup>2</sup> gegen den Aktionär gedeckt sind; eine identische Regelung für die GmbH enthält § 30 Abs. 1 S. 2 GmbHG. Anlass für diese Bestimmungen war das Urteil des BGH vom 24. November 2003<sup>3</sup>, in dem der II. Zivilsenat für die GmbH judiziert hatte, dass unbesicherte Kredite an einen Gesellschafter aus gebundenem Gesellschaftsvermögen auch bei angemessener Verzinsung und Vollwertigkeit des Rückgewähranspruchs in der Regel eine unzulässige Einlagenrückgewähr darstellten. Eine andere Beurteilung komme allenfalls dann in Betracht, wenn die Darlehensvergabe im Interesse der Gesellschaft liege, die Darlehensbedingungen einem Drittvergleich standhielten und die Kreditwürdigkeit des Gesellschafters selbst bei Anlegen strengster Maßstäbe außerhalb jedes vernünftigen Zweifels stehe. Erklärtes Anliegen der gesetzlichen Neuregelung ist die Rückkehr zu einer bilanziellen Betrachtungsweise, die vollwertige Gegenleistungs- und Rückgewähransprüche in die Beurteilung einbezieht. Dadurch soll es Gesellschaftern erleichtert werden, in Austauschbeziehungen mit ihren Gesellschaften zu treten. Namentlich soll das sog. cash pooling im Konzern von den Unsicherheiten befreit werden, die hinsichtlich seiner Zulässigkeit als Folge der BGH-Rechtsprechung entstanden waren<sup>4</sup>.

---

\* Der Autor ist Inhaber der Dresdner Bank Stiftungsprofessur und geschäftsführender Direktor des Institute for Law and Finance an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main.

<sup>1</sup> Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG), BGBl. I, 2026.

<sup>2</sup> Die Terminologie der §§ 30 GmbHG, 57 AktG unterscheidet sich insoweit von der des BGB, das im Darlehensrecht den Begriff „zurückerstatten“ verwendet (vgl. §§ 488, 607 BGB), ohne dass damit Unterschiede in der Sache verbunden wären.

<sup>3</sup> II ZR 171/01 **Der Konzern** 2004, 196 m. Bespr. *Cahn*, *Der Konzern* 2004, 235 ff.

<sup>4</sup> BegrRegE, BT-Drucks. 16/6140, S. 41 zu § 30 GmbHG.

In seiner MPS-Entscheidung vom 1. Dezember 2008<sup>5</sup> hatte der II. Zivilsenat Gelegenheit, in Ansehung der neuen Bestimmungen und der ihnen zugrundeliegenden Erwägungen des Gesetzgebers erneut zur Gewährung unbesicherter Darlehen an Gesellschafter Stellung zu nehmen. Die Rechtsausführungen betreffen zwar unmittelbar die Frage nach der Vereinbarkeit solcher Kredite mit § 311 AktG; mittelbar sind die Ausführungen des BGH aber auch für die Auslegung der §§ 57 AktG, 30 GmbHG von Bedeutung.

## **B. Die MPS-Entscheidung des BGH**

Gegenstand der Entscheidung war die Vergabe von 25 unbesicherten Darlehen in Höhe von insgesamt etwa DM 80 Mio. während der Jahre 1998 bis 2001 durch eine mittlerweile insolvente AG an ihre Mehrheitsaktionärin, die MPS-GmbH (MPS). MPS verwendete die Mittel zur Finanzierung des Erwerbs von Grundstücken, die dann an Konzerngesellschaften vermietet wurden. Zur Zeit der Darlehensgewährung war die Bonität der MPS nicht zweifelhaft. Sie zahlte zunächst die fälligen Zins- und Tilgungsraten. Noch im März 2001 wies der Abschlussprüfer der AG darauf hin, dass die Darlehen an MPS zwar nicht besichert seien, nach Prüfung des Jahresabschlusses 2000 der MPS aber keine Anhaltspunkte für Zweifel an der Werthaltigkeit der Rückzahlungsansprüche bestünden. Später wurden die AG und die MPS insolvent. Mit seiner Klage verlangte der Insolvenzverwalter der AG gestützt auf §§ 57, 93 Abs. 3 Nr. 1, 117 Abs. 2, 318 Abs. 2 AktG von den beklagten Aufsichtsratsmitgliedern der AG Schadensersatz wegen Uneinbringlichkeit einer Reihe von Darlehen, die die AG zwischen März 1998 und September 2001 an die MPS ausgereicht hatte, weil sie im Rahmen der ihnen nach § 314 AktG obliegenden Prüfung die Vergabe unbesicherter Kredite an das herrschende Unternehmen hätten bemerken und für die Stellung von Sicherheiten hätten sorgen müssen.

Das Berufungsgericht hatte die Berufung gegen das der Klage weitgehend stattgebende Landgerichtsurteil zurückgewiesen, weil die Vergabe unbesicherter Kredite an einen Aktionär regelmäßig gegen §§ 57 93 Abs. 3 Nr. 1 AktG verstoße und auch nach § 311 AktG bei Bestehen eines faktischen Abhängigkeitsverhältnisses nicht zulässig sei, weil die mit solchen Krediten einhergehende Übernahme des Insolvenzrisikos des herrschenden Unternehmens durch den bloßen Rückzahlungsanspruch und eine angemessene Verzinsung nicht ausgeglichen werde<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> **Der Konzern** 2009, 49, vgl. dazu die Besprechung von *Altmeyden*, ZIP 2009, 49 ff und die Anmerkung von *Rubel*, NJW-Spezial 2009, 47 f.

<sup>6</sup> OLG Jena ZIP 2007, 1314 = NZG 2008, 275.

Die Revision der Beklagten führte zur Aufhebung und Zurückverweisung. Der BGH stellt klar, dass ein Nachteil i.S.d. der §§ 311, 317 AktG nicht allein deswegen vorliegt, weil sich ein Rechtsgeschäft oder eine Maßnahme als Folge der Abhängigkeit darstellt, weil ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer unabhängigen Gesellschaft das Rechtsgeschäft zu denselben Konditionen nicht vorgenommen hätte<sup>7</sup>. Hinzukommen muss vielmehr „...eine **konkrete**<sup>8</sup> Gefährdung der Vermögens- oder Ertragslage der Gesellschaft...“<sup>9</sup>. Diese Voraussetzung hält der II. Zivilsenat bei einem unbesicherten Darlehen dann nicht für erfüllt, wenn der Rückzahlungsanspruch vollwertig und die Verzinsung angemessen ist. Unter diesen Bedingungen stelle daher die Gewährung eines unbesicherten Darlehens an das herrschende Unternehmen auch dann keinen Nachteil i.S.d. §§ 311, 317 AktG dar, wenn die Gesellschaft einem Dritten ein solches Darlehen nicht gewährt hätte. Der Senat stützt dieses Ergebnis auf zwei Erwägungen. Er weist zunächst darauf hin, dass es mit der gesetzlichen Gestattung eines zeitlich gestreckten Nachteilsausgleichs nicht vereinbar wäre, jedes unbesicherte Darlehen der abhängigen Gesellschaft an das herrschende Unternehmen als per se nachteiliges Rechtsgeschäft zu qualifizieren<sup>10</sup>. § 311 Abs. 2 AktG erlaubt dem herrschenden Unternehmen, die Nachteilszufügung zunächst dadurch zu kompensieren, dass es der abhängigen Gesellschaft einen Rechtsanspruch auf künftigen Ausgleich einräumt. Über die konzernrechtliche Beurteilung hinaus von Bedeutung ist das zweite, aus der Ergänzung des § 57 AktG durch das MoMiG folgende Argument. Der neue § 57 Abs. 1 S. 3 AktG soll unter anderem klarstellen, dass vollwertige Gegenleistungs- und Rückgewähransprüche bei der Beantwortung der Frage zu berücksichtigen sind, ob Leistungen der Gesellschaft an einen Aktionär eine unzulässige Einlagenrückgewähr darstellen. Wenn damit aber der insoweit strengeren Rechtsprechung des BGH<sup>11</sup> sogar im Rahmen der Vermögensbindung die Grundlage entzogen ist, muss dies erst Recht im Rahmen der als Privilegierung gegenüber § 57 AktG konzipierten §§ 311, 317 f. AktG gelten<sup>12</sup>.

Der Vorstand der abhängigen Gesellschaft hat die Vollwertigkeit des Rückzahlungsanspruchs vor Vertragsschluss zu prüfen. Maßstab soll dabei „eine vernünftige kaufmännische Beurteilung“ sein, „wie sie auch bei der Bewertung von Forderungen aus Drittgeschäften im

---

<sup>7</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 50, Rn. 8 ff.

<sup>8</sup> Hervorhebung im Original.

<sup>9</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 50, Rn. 10.

<sup>10</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 50 f., Rn. 11.

<sup>11</sup> **Der Konzern** 2004, 196.

<sup>12</sup> BGH, **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 12.

*Rahmen der Bilanzierung (§ 253 HGB) maßgeblich ist*<sup>13</sup>. Kommt er zu dem Ergebnis, dass der Rückzahlungsanspruch nicht vollwertig ist, weil ein konkretes Ausfallrisiko besteht, hat er die Gewährung eines unbesicherten Darlehens zu verweigern, denn ein solches Ausfallrisiko stellt nach Auffassung des BGH einen nach § 311 AktG nicht ausgleichsfähigen Nachteil dar<sup>14</sup>. Dagegen soll eine nachträgliche, unerwartete Verschlechterung der Bonität des Kreditnehmers auch dann nichts an der Zulässigkeit der Darlehensgewährung ändern, wenn sie zu einem Ausfall des Rückzahlungsanspruchs führt. Allerdings hält der BGH die Verwaltung der abhängigen AG für verpflichtet, „laufend etwaige Änderungen des Kreditrisikos zu prüfen und auf eine sich nach der Darlehensausreichung andeutende Bonitätsverschlechterung mit einer Kreditkündigung oder der Anforderung von Sicherheiten zu reagieren..., was bei umfangreichen langfristigen Darlehen oder bei einem Cash-Management die Einrichtung eines geeigneten Informations- oder „Frühwarnsystems“ zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft erforderlich machen kann...“<sup>15</sup>. Fehlende oder unangemessen niedrige Verzinsung beeinträchtigt dagegen nach Ansicht des BGH nicht die Vollwertigkeit des Rückzahlungsanspruchs, weil es sich dabei um einen anderen Nachteil handle als denjenigen „eines die gesamte Darlehenssumme ergreifenden, nicht ausgleichsfähigen konkreten Kreditrisikos“<sup>16</sup>.

## **C. Folgerungen aus der MPS-Entscheidung für die Vermögensbindung und das Recht des faktischen Konzerns**

### **I. Das Erfordernis der Vollwertigkeit des Rückerstattungspruchs**

#### **1. Die Bedeutung der Vollwertigkeit für die Zulässigkeit der Vergabe unbesicherter Darlehen an (herrschende) Aktionäre**

Die MPS-Entscheidung sorgt für einen – wie sich zeigen wird, nicht ganz unproblematischen - Gleichlauf zwischen Vermögensbindung und dem Recht des faktischen Aktienkonzerns, soweit es um die Zulässigkeit der Vergabe unbesicherter Darlehen an Aktionäre geht. Sowohl nach § 57 AktG als auch nach §§ 311 ff. AktG kommt es entscheidend auf die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs an. Auf der Grundlage der Rechtsprechung des BGH ergeben sich danach folgende Möglichkeiten:

---

<sup>13</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 13.

<sup>14</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 51 f., Rn. 13, 17.

<sup>15</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 14.

<sup>16</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 52, Rn. 17.

Bei angemessener Verzinsung und Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs liegt weder eine unzulässige Einlagenrückgewähr unter Verstoß gegen § 57 AktG noch ein nachteiliges Rechtsgeschäft i.S.v. § 311 AktG vor.

Ist zwar der Rückzahlungsanspruch vollwertig, die Verzinsung aber geringer als marktüblich, liegt in Höhe des Zinsvorteils für das herrschende Unternehmen tatbestandsmäßig sowohl eine Einlagenrückgewähr als auch ein Nachteil i.S.v. § 311 AktG<sup>17</sup>. Die Vermögensbindung nach § 57 AktG und die aus ihrer Verletzung resultierenden Ansprüche nach §§ 62, 93 Abs. 3 Nr. 1 AktG werden aber nach h.M. durch den zeitlich hinausgeschobenen Nachteilsausgleich nach § 311 AktG und die Folgeansprüche aus §§ 317, 318 AktG verdrängt<sup>18</sup>.

Ist der Rückzahlungsanspruch nicht vollwertig, erfüllt die Darlehensgewährung, wie sich nunmehr bereits aus dem Wortlaut des § 57 Abs. 1 S. 3 AktG ergibt, den Tatbestand der Einlagenrückgewähr. Zudem stellt die Darlehensgewährung unter diesen Umständen ein für die abhängige AG nachteiliges Rechtsgeschäft i.S.v. § 311 AktG dar. Der Nachteil liegt hier in der Übernahme des Kreditrisikos. Diesen Nachteil hält der BGH<sup>19</sup> nicht für ausgleichsfähig. Der Vorstand der abhängigen AG darf aber einer Veranlassung zur Vornahme nachteiliger Rechtsgeschäfte oder Maßnahmen nur Folge leisten, wenn er davon ausgehen kann, dass das herrschende Unternehmen in der Lage sein wird, den Nachteil auszugleichen<sup>20</sup>. §§ 311 ff. AktG bewirken hier also keine Privilegierung im Verhältnis zur Vermögensbindung nach §§ 57, 62 AktG. Sofern die Zahlungsfähigkeit der abhängigen AG von der fristgerechten Erfüllung des Rückerstattungsanspruchs abhängt, kann eine Darlehensgewährung an das herrschende Unternehmen bei voraussichtlicher Uneinbringlichkeit des Rückzahlungsanspruchs schließlich auch gegen das neben §§ 311 ff. AktG geltende<sup>21</sup> Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 S. 3 AktG verstoßen.

Die Gewährung eines unbesicherten Darlehens an ein herrschendes Unternehmen ist danach entweder zulässig, weil kein Nachteil vorliegt (bei angemessener Verzinsung und Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs) oder unzulässig, weil der mit ihr verbundene Nachteil nicht ausgleichsfähig ist (bei fehlender Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs). Für die Anwendung der §§ 311 ff. AktG bleibt damit allenfalls dann Raum, wenn der Rückerstattungsanspruch zwar vollwertig, das Darlehen aber nicht

---

<sup>17</sup> Zu letzterem BGH **Der Konzern** 2009, 49, 52, Rn. 17.

<sup>18</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 50, Rn. 11 m. Nachw.

<sup>19</sup> **Der Konzern** 2009, 49, 52, Rn. 17.

<sup>20</sup> *Vetter* in Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 311 Rn. 101; *Habersack* in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl., 2008, § 311 Rn. 78.

<sup>21</sup> Näher dazu *Cahn*, **Der Konzern** 2009, 7 ff.



angemessen verzinst ist. Lediglich unter diesen Voraussetzungen kommt eine Verdrängung der §§ 57, 62 AktG durch §§ 311 ff. AktG in Betracht.

Dreh- und Angelpunkt für die Zulässigkeit unbesicherter Darlehen an (herrschende) Aktionäre ist damit die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs. Sie hängt nicht in erster Linie von der Zahlungsfähigkeit des Darlehensnehmers bei Darlehensausreichung, sondern von seiner zu erwartenden Zahlungsfähigkeit bei Fälligkeit des Rückerstattungsanspruchs ab. Der Vorstand muss daher bei Darlehensausreichung eine Prognose über die Fähigkeit des herrschenden Unternehmens anstellen, das Darlehen bei Fälligkeit zurückzuzahlen<sup>22</sup>. Naturgemäß wächst die Unsicherheit über die künftige Zahlungsfähigkeit des herrschenden Unternehmens mit der Länge des Prognosezeitraums. Die für die Zulässigkeit der Darlehensgewährung entscheidende Einschätzung, der Rückerstattungsanspruch gegen das herrschende Unternehmen sei vollwertig, setzt indessen nicht voraus, dass das herrschende Unternehmen mit Sicherheit in der Lage sein wird, den Kredit bei Fälligkeit vollständig zurückzuführen. Die insbesondere bei längeren Darlehenslaufzeiten niemals völlig auszuschließende Möglichkeit, dass bis zur Fälligkeit des Rückerstattungsanspruchs Umstände eintreten, die die Zahlungsfähigkeit des herrschenden Unternehmens in Frage stellen, steht der Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs daher nicht entgegen. Die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs soll vielmehr nur dann zu verneinen sein, wenn ein „konkretes Ausfallrisiko“ vorliegt<sup>23</sup>. Ob dies der Fall ist, soll anhand des Maßstabs einer „vernünftige(n) kaufmännische(n) Beurteilung, wie sie auch bei Bewertung von Forderungen aus Drittgeschäften im Rahmen der Bilanzierung (§ 253 HGB) maßgeblich ist“, zu bestimmen sein<sup>24</sup>.

Im unmittelbaren Anwendungsbereich des § 253 HGB geht es um die Bewertung von Forderungen für Zwecke des Jahresabschlusses. Unabhängig davon, ob Darlehensrückerstattungsansprüche gegenüber dem herrschenden Unternehmen im Hinblick auf die vereinbarte Laufzeit bilanziell als Finanzanlagen oder als Forderungen des Umlaufvermögens der abhängigen AG abzubilden sind, sind sie bei einer voraussichtlich dauernden Wertminderung auf den im Vergleich zu ihrem Nominalbetrag geringeren Wert abzuschreiben, der ihnen am Abschlussstichtag beizulegen ist, § 253 Abs. 2 S. 3, Abs. 3 S. 2 HGB. Dieser Wert hängt vor allem von der Wahrscheinlichkeit des gänzlichen oder teilweisen Ausfalls der Forderung ab. Je höher die Ausfallwahrscheinlichkeit ist, desto geringer ist der

---

<sup>22</sup> BGH **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 13.

<sup>23</sup> BGH **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 13.

<sup>24</sup> BGH **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 13.

Wert der Forderung. Die vollständige Abschreibung einer Forderung auf Null ist nur dann geboten, wenn keinerlei Zahlungseingänge zu erwarten sind; im Übrigen ist Ausfallrisiken durch ihrer jeweiligen Größe entsprechende teilweise Abschreibungen Rechnung zu tragen. Nicht jedes geringe Ausfallrisiko führt also zu einer vollständigen Forderungsabschreibung. Demgegenüber geht es bei der vom Vorstand vor einer Darlehensvergabe an das herrschende Unternehmen anzustellenden Beurteilung, ob nach vernünftiger kaufmännischer Bewertung ein Ausfallrisiko vorliegt, um ein „entweder-oder“. Besteht für den Rückerstattungsanspruch ein konkretes Ausfallrisiko, liegt in der Vergabe eines unbesicherten Darlehens grundsätzlich ein nicht ausgleichsfähiger Nachteil, den der Vorstand der abhängigen AG nicht in Kauf nehmen darf. Zugleich erfüllt die Auszahlung den Tatbestand der unzulässigen Einlagenrückgewähr, denn bei Vorliegen eines konkreten Ausfallrisikos ist der Rückerstattungsanspruch nicht vollwertig i.S.v. § 57 Abs. 1 S. 3 AktG. Dabei ist nicht erforderlich, dass mit einem Totalausfall gerechnet werden muss; ein konkretes Ausfallrisiko, das die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs ausschließt, liegt vielmehr bereits dann vor, wenn die konkrete Gefahr besteht, dass die Forderung zum Teil nicht beglichen wird<sup>25</sup>.

Für Zulässigkeit der Gewährung eines unbesicherten Kredits an einen (herrschenden) Aktionär und für die Haftung des Vorstands ist daher von entscheidender Bedeutung, wann ein Ausfallrisiko hinreichend konkret ist, um die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs auszuschließen. Zwischen der nur abstrakt-theoretischen Möglichkeit eines Forderungsausfalls und der (nahezu) sicheren Insolvenz des herrschenden Unternehmens mit Totalausfall der ungesicherten Gläubiger liegt ein breites Spektrum von Wahrscheinlichkeiten der vollständigen oder teilweisen Rückzahlung bzw. des Ausfalls des Rückerstattungsanspruchs. Am Kreditmarkt führt nicht jede auf konkreten Anhaltspunkten beruhende Ausfallwahrscheinlichkeit ohne weiteres dazu, dass kein unbesicherter Kredit mehr erhältlich wäre. Unterschiedlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten wird vielmehr, jedenfalls bis zu einem gewissen Grad, durch unterschiedlich hohe Zinssätze Rechnung getragen, die dem vom Kreditgeber übernommen Ausfallrisiko entsprechende Risikozuschläge enthalten. Schuldner- und Kreditratings dienen dazu, Anhaltspunkte für solche Zinsdifferenzierungen zu liefern. Auch im Rahmen der Vermögensbindung und des Rechts des faktischen Konzerns stellt sich daher die Frage, ob und gegebenenfalls bis zu welchem Punkt Ausfallwahrscheinlichkeiten durch entsprechende Risikozuschläge beim Zins kompensiert werden können.

---

<sup>25</sup> Ebenso etwa *Bormann/Urlichs*, GmbHR Sonderheft Oktober 2008, 37, 44, 48.

Darüber hinausgehend wird im Schrifttum die Ansicht vertreten, dass auch fehlende oder unzureichende Verzinsung eines Darlehens die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs ausschlieÙe. Nach der für die Vollwertigkeitsbeurteilung maßgeblichen bilanziellen Betrachtungsweise sei nämlich der Rückerstattungsanspruch mit seinem Barwert anzusetzen, für dessen Ermittlung der Anspruch für die verbleibende Laufzeit mit einem dem Marktzins entsprechenden Abzinsungszinssatz abzuzinsen sei<sup>26</sup>. Da folglich ein nicht marktgerecht verzinsten Darlehensrückerstattungsanspruch in der Bilanz nicht mit seinem Nominalwert, sondern lediglich mit einem geringeren Betrag abzubilden sei, sei auch solcher Anspruch nicht vollwertig<sup>27</sup>. Danach wäre die Ansicht des BGH, ein Zinsnachteil habe auf die Vollwertigkeit keine vergleichbare Auswirkung wie ein konkretes Ausfallrisiko, zumindest Zweifeln ausgesetzt.

Im Folgenden soll zunächst untersucht werden, wie die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs sich zur Höhe der Gegenleistung, beim Darlehen also zu der des Zinses, verhält. Ausgangspunkt ist dabei die neue gesetzliche Regelung der Vermögensbindung in §§ 57 Abs. 1 S. 3 AktG, 30 Abs. 1 S. 2 GmbHG. Wegen des durch die MPS-Entscheidung hergestellten Gleichlaufs zwischen Vermögensbindung und dem Nachteilsbegriff des § 311 AktG für Darlehen an (herrschende) Aktionäre lassen sich die dabei gewonnenen Erkenntnisse auch auf das Recht des faktischen Konzerns übertragen. Anschließend wird die zentrale Frage erörtert, wie das vom BGH zur Ausfüllung des Begriffs der Vollwertigkeit eingeführte Kriterium des konkreten Ausfall- bzw. Kreditrisikos seinerseits so zu konkretisieren ist, dass sich praktische Handlungs- und Beurteilungsanleitungen daraus ableiten lassen.

## **2. Das Verhältnis von Vollwertigkeitserfordernis und Deckungsgebot**

Nach §§ 57 Abs. 1 S. 3 AktG, 30 Abs. 1 S. 2 GmbHG gilt das Verbot der Einlagenrückgewähr u.a. nicht bei Leistungen der Gesellschaft, die durch einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch gegen den Aktionär bzw. Gesellschafter gedeckt sind. Ausweislich der Regierungsbegründung statuiert das Gesetz durch die Verwendung der Begriffe „vollwertig“ und „decken“ zwei Voraussetzungen, die kumulativ erfüllt sein müssen, damit Leistungen der Gesellschaft an ihre Gesellschafter zulässig sind:

---

<sup>26</sup> Zum Abzinsungserfordernis aus dem bilanzrechtlichen Schrifttum etwa /D/S, 6. Aufl. 1995, § 253 HGB Rn. 532; *Hoyos/Gutike* in Beck'scher Bilanzkomm, 6. Aufl., 2006, § 253 Rn. 411; *Ellrott/Ring* in Beck'scher Bilanzkomm, 6. Aufl., 2006, § 253 Rn. 592 mit teils unterschiedlichen Vorschlägen betreffend den maßgeblichen Abzinsungszinsfuß.

<sup>27</sup> *Drygala/Kremer*, ZIP 2007, 1289, 1293; *Hirte* ZInsO 2008, 689, 692.

*„...Keineswegs soll diese klärende Regelung das Ausplündern von Gesellschaften ermöglichen oder erleichtern. Dies wird durch die ausdrückliche Einführung des Vollwertigkeits- und des Deckungsgebots gewährleistet. Die Vollwertigkeit der Rückzahlungsforderung ist eine nicht geringe Schutzschwelle. Ist der Gesellschafter z.B. eine mit geringen Mitteln ausgestattete Erwerbsgesellschaft oder ist die Durchsetzbarkeit der Forderung aus anderen Gründen absehbar in Frage gestellt, dürfte die Vollwertigkeit regelmäßig zu verneinen sein. Das Deckungsgebot bedeutet, dass bei einem Austauschvertrag der Zahlungsanspruch gegen den Gesellschafter nicht nur vollwertig sein muss, sondern auch wertmäßig nach Marktwerten und nicht nach Abschreibungswerten den geleisteten Gegenstand decken muss. ...“<sup>28</sup>.*

Das Tatbestandsmerkmal der Vollwertigkeit bringt danach das Erfordernis der Einbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs zum Ausdruck, während das Tatbestandsmerkmal der Deckung sicherstellen soll, dass die Gesellschaft eine angemessene Gegenleistung erhält. Für Darlehensgewährungen der AG an Aktionäre ergibt sich daraus folgendes: Der Zins stellt die Gegenleistung des Darlehensnehmers für die Kapitalüberlassung dar. Bei fehlender oder unzulänglicher Verzinsung des Rückerstattungsanspruchs mangelt es daher an der Deckung. Ob man dabei den Zinsanspruch als eigenständigen Gegenleistungsanspruch qualifiziert oder ob man den Anspruch auf laufende Zinsen<sup>29</sup> entsprechend dem bilanziellen Ausweis als Teil des Rückerstattungsanspruchs behandelt und diesen daher bei fehlender oder unzulänglicher Verzinsung abzinst, ist hierfür im Ergebnis ohne Bedeutung. Auch im zweiten Fall beeinträchtigt eine unzureichende Verzinsung nicht die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs, sondern hat lediglich zur Folge, dass die Leistung der Gesellschaft durch den Rückerstattungsanspruch nicht gedeckt ist. Umgekehrt schließt die fehlende oder zweifelhafte Einbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs nicht notwendigerweise aus, dass eine angemessene Gegenleistung für die Kapitalüberlassung vereinbart ist.

Ausfallrisiken, die keine konkreten Zweifel an der Einbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs und mithin keine konkrete Ausfallwahrscheinlichkeit i.S.d. Rechtsprechung begründen, können durch einen risikoadäquaten Zins ausgeglichen werden. Insoweit geht es um die Angemessenheit der Gegenleistung des Darlehensnehmers. Ist der Zins nicht adäquat, fehlt es nicht an der Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs, sondern

---

<sup>28</sup> BegrRegE MoMiG, BT-Drucks. 16/6140, S. 41.

<sup>29</sup> Zum gesonderten Bilanzausweis rückständiger Zinsansprüche unter dem Posten „sonstige Vermögensgegenstände“ vgl. etwa *Ellrott/Ring* in Beck'scher Bilanzkomm, 6. Aufl., 2006, § 247 Rn. 124.

an der Deckung der Leistung der Gesellschaft durch eine angemessene Gegenleistung. Eine unzulässige Einlagenrückgewähr bzw. ein Nachteil i.S.d. § 311 AktG liegt in solchen Fällen allein in der Differenz zwischen dem angemessenen und dem geringeren vereinbarten Zins. Die Rückgewähr der unzulässigen Leistung nach § 62 AktG kann daher durch Zahlung der Zinsdifferenz erfolgen, der in der Zinsdifferenz liegende Nachteil durch Gewährung eines Vorteils von entsprechendem Wert ausgeglichen werden. Jenseits der Schwelle zum konkreten Ausfallrisiko steht dagegen nicht mehr lediglich die Angemessenheit der Gegenleistung, sondern die Einbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs und damit dessen Vollwertigkeit in Frage. Ein hoher Zins kann zwar insbesondere dann eine adäquate Gegenleistung für ein riskantes Darlehen darstellen, wenn Kredite für Schuldner mit vergleichbarem Risikoprofil auch am Markt erhältlich sind oder wenn in Anbetracht der Verzinsung Dritte bereit wären, der Gesellschaft ihren Anspruch zum Nominalwert abzukaufen. Die unter solchen Umständen bestehende Deckung der Leistung der Gesellschaft erhöht indessen nicht die Aussichten auf Rückzahlung des Kapitals; die Angemessenheit der Gegenleistung ändert daher nichts daran, dass ein konkretes Ausfallrisiko die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs beeinträchtigt. „Deckung“ verstanden als Angemessenheit der Gegenleistung und „Vollwertigkeit“ im Sinne der Einbringlichkeit des Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruchs sind zwei eigenständige Voraussetzungen für die Zulässigkeit von Leistungen an Aktionäre bzw. Gesellschafter aus dem gebundenen Gesellschaftsvermögen. Ebenso wenig, wie eine unzulängliche Gegenleistung – im Fall des Darlehens also eine zu geringe Verzinsung – durch die zweifelsfreie Einbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs ausgeglichen wird, kann angemessene Verzinsung ein konkretes Risiko hinsichtlich der Einbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs ausgleichen.

Diese im Gesetz angelegte Differenzierung entspricht allerdings nicht durchweg der bilanziellen Betrachtungsweise, auf die sich die Gesetzesbegründung beruft<sup>30</sup>. Rein bilanziell macht es keinen Unterschied, ob eine Forderung wegen fehlender Verzinsung oder wegen ihres Ausfallrisikos mit 80% ihres Nominalwertes anzusetzen ist. Kapitalerhaltungs- und konzernrechtlich fehlt es dagegen nur im zweiten Fall an der Vollwertigkeit bzw. an der Ausgleichsfähigkeit des Nachteils, während im ersten Fall die mangelnde Deckung nicht die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs schmälert bzw. der Nachteil durch einen gleichwertigen Vorteil ausgeglichen werden kann. Das gesetzliche Konzept der Vermögensbindung und des Konzernrechts entspricht daher nicht in jeder Hinsicht einer streng bilanziellen Betrachtungsweise. Abweichungen der gesellschaftsrechtlichen

---

<sup>30</sup> Vgl. BegrRegE MoMiG, BT-Drucks. 16/6140, S. 41.

Beurteilung von der bilanziellen Betrachtung sind aber ohnehin unvermeidlich, denn rein bilanziell lassen sich etwa die Auskehr stiller Reserven oder die Zuwendung nicht bilanzierungsfähiger Vorteile nicht erfassen, obwohl in solchen Fällen zweifellos eine unzulässige Einlagenrückgewähr bzw. eine Nachteilszufügung vorliegen kann. Die mit dem MoMiG bezweckte Rückkehr zur bilanziellen Betrachtungsweise soll lediglich sicherstellen, dass insbesondere bei Krediten an Gesellschafter kompensierende Ansprüche nicht von vornherein ausgeblendet bleiben, nicht hingegen die ausschließliche Maßgeblichkeit bilanzieller Kriterien einführen, die nicht durchweg dem Zweck der Vermögensbindung gerecht würde, den Vorrang der Fremdkapitalgeber vor den Gesellschaftern in ihrer Eigenschaft als Eigenkapitalgeber durchzusetzen.

### **3. Konkretisierung des Begriffspaares „Vollwertigkeit“ und „konkretes Ausfallrisiko“**

§§ 57 Abs. 1 S. 3 AktG, 30 Abs. 1 S. 2 GmbHG sollen klarstellen, dass entgegen der früheren Rechtsprechung des BGH das abstrakte Ausfallrisiko, das wegen der Ungewissheit über die Zukunft jeder Forderung innewohnt, nicht dazu führt, dass der Rückerstattungsanspruch bei der Beurteilung des Geschäfts außer Betracht zu lassen und Kredite an Gesellschafter daher als Einlagenrückgewähr zu behandeln sind. Entsprechend diesem Normzweck wird die Vollwertigkeit eines Rückerstattungsanspruchs nicht durch jedes noch so fernliegende und geringe Ausfallrisiko ausgeschlossen. Entscheidend ist vielmehr, ob der Anspruch mit einem „konkreten“ Ausfallrisiko behaftet ist. Allerdings bietet der Begriff „konkret“ entgegen dem trügerischen semantischen Eindruck keine aus sich selbst heraus verständliche, handgreifliche Entscheidungshilfe, sondern ist seinerseits konkretisierungsbedürftig.

#### **a) Maßgeblichkeit bilanzieller Kriterien**

Der wiederholte Hinweis in den Materialien zum MoMiG, mit der Ergänzung der §§ 57 AktG, 30 GmbHG sei eine Rückkehr zur bilanziellen Betrachtungsweise bezweckt, und die Hinweise des BGH auf § 253 HGB und auf die Maßgeblichkeit der Vermögens- und Ertragslage für die Bonitätsbeurteilung<sup>31</sup> legen es nahe, bei der Beurteilung von Ausfallrisiken von bilanziellen Kriterien für die Bewertung einzelner Forderungen auszugehen.

Die Gesetzesmaterialien, die Ausführungen des BGH und der Wortsinn sprechen für die Annahme, dass ein konkretes Ausfallrisiko sich auf den einzelnen Schuldner und individuelle Forderungen bezieht. Danach scheiden zunächst solche Faktoren aus der Betrachtung aus, die sich nicht auf einzelne Schuldner und die gegen sie bestehenden Ansprüche, sondern auf den

---

<sup>31</sup> BGH **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 13, 16.

gesamten Forderungsbestand eines Gläubigerunternehmens oder auf bestimmte Gruppen seiner Schuldner und deren Verbindlichkeiten beziehen. Allgemeine Konjunkturrisiken und das allgemeine Geschäftsrisiko als das mit dem Betrieb eines Unternehmens verbundene Risiko stellen daher keine konkreten Ausfallrisiken dar, die Forderungsabwertungen rechtfertigen würden; sie sind vielmehr durch die gesetzliche oder freiwillige Rücklagen abzudecken<sup>32</sup>. Ebenso wenig sind die Gefahr einer unvorhersehbaren Bonitätsveränderung des Schuldners oder das ihn betreffende branchenspezifische Konjunktur- und Geschäftsrisiko als konkrete Ausfallrisiken einzustufen. Ihnen ist bilanziell durch nicht auf die einzelnen Schuldner und die einzelne Forderung bezogene Pauschalwertberichtigungen Rechnung zu tragen<sup>33</sup>. Schließlich sind auch sog. weiche Bewertungsfaktoren, die Eingang in ein Schuldner- und Kreditrating finden<sup>34</sup>, wie etwa die Qualität des Managements oder die Unternehmensstrategie grundsätzlich keine Umstände, die beim bilanziellen Ansatz einer Forderung berücksichtigt werden.

Bei Zugrundelegen bilanzieller Kriterien setzt fehlende Vollwertigkeit vielmehr Umstände voraus, die eine Einzelwertberichtigung des Rückerstattungsanspruchs erforderlich machen. Insoweit lässt sich eine Reihe von Anzeichen für ein konkretes Ausfallrisiko aufzählen, das Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs ausschließt, wie etwa die ausbleibende oder verzögerte Erfüllung anderer Verbindlichkeiten, Kontopfändungen, Nichteinhalten wesentlicher Vertragsverpflichtungen, Liquiditätsengpässe, Ausschöpfen von Kreditlinien, Verhandlungen des Schuldners um Zahlungsaufschub oder eine weitgehende Aufzehrung des Eigenkapitals. Bedenken hinsichtlich der Einbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs können auch bestehen, wenn der Aktionär mit im Verhältnis zum Eigenkapital hohen Verbindlichkeiten belastet ist, bei denen abzusehende Zinsanpassungen oder Umschuldungen voraussichtlich zu Belastungen führen werden, die aus den Erträgen nicht gedeckt werden können.

Handelt es sich beim Aktionär um eine mittelgroße oder große Kapitalgesellschaft (§ 267 Abs. 2 und Abs. 3 HGB), kann der Vorstand für seine Prognose über die im Hinblick auf einige dieser Parameter zu erwartende Entwicklung auf die Erläuterungen im Lagebericht zu den finanziellen Leistungsindikatoren und zur voraussichtlichen Entwicklung der Gesellschaft (§ 289 Abs. 1 S. 3 und 4 HGB) sowie auf die Angaben zu Vorgängen von besonderer

---

<sup>32</sup> *Ellrott/Ring* in Beck'scher Bilanzkomm, 6. Aufl., 2006, § 253 Rn. 584; *Wimmer/Kusterer* DStR 2006, 2046, 2047.

<sup>33</sup> *Ellrott/Ring* in Beck'scher Bilanzkomm, 6. Aufl., 2006, § 253 Rn. 578, 584; *Wimmer/Kusterer* DStR 2006, 2046, 2047.

<sup>34</sup> Vgl. Standard & Poor's, A Guide to the Loan Market, 2008, S. 32.

Bedeutung nach Schluss des Geschäftsjahres (§ 289 Abs. 2 Nr. 1 HGB) und zu den Preisänderungs- Ausfall- und Liquiditätsrisiken, denen die Gesellschaft ausgesetzt ist (§ 289 Abs. 2 Nr. 2 b HGB), zurückgreifen. Dabei ist er nicht allein auf die Angaben und Einschätzungen der Verwaltung des (herrschenden) Aktionärs angewiesen, sondern kann die Kreditgewährung darüber hinaus von der Einsichtnahme in den Prüfungsbericht des Abschlussprüfers abhängig machen, der nach § 321 Abs. 1 S. 2 und 3 HGB an herausgehobener Stelle zur Beurteilung der Lage des Unternehmens durch dessen gesetzliche Vertreter Stellung zu nehmen, dabei insbesondere auf die Aussichten des Fortbestandes und der künftigen Entwicklung des Unternehmens einzugehen sowie über Tatsachen zu berichten hat, die den Bestand oder die Entwicklung des geprüften Unternehmens wesentlich beeinträchtigen können.

Mit dem Jahresabschluss, dem Lagebericht und dem Prüfungsbericht steht dem Vorstand der darlehensgewährenden AG zwar eine Vielzahl von Informationen über die wirtschaftliche Lage des Darlehensnehmers zur Verfügung, die als Grundlage für eine Einschätzung des Ausfallrisikos dienen können. Die entscheidende Frage, wann die Gefahr der Uneinbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs so hoch ist, dass ein konkretes Ausfallrisiko vorliegt, das es notwendig machen würde, den Rückerstattungsanspruch mit einem geringeren Betrag als seinem Nennwert einzubuchen, ist damit allerdings nicht beantwortet. Dabei geht es nicht etwa um das Ableiten prozentualer Grenzwerte, deren Festlegung nur mehr- oder weniger willkürlich erfolgen könnte und deren Unter- oder Überschreitung regelmäßig von Annahmen über zukünftige Entwicklungen abhinge, für deren Einschätzung dem Vorstand notwendigerweise ein Spielraum zugestanden werden müsste und die daher nur zu Scheingenauigkeit führen und Anreiz zu Manipulationen im Bereich der zugrunde liegenden Annahmen darstellen würden. Soll die Vermögensbindung ihre Funktion erfüllen, die Einhaltung der Rangfolge von Eigen- und Fremdkapitalgebern sicherzustellen, wird man allerdings die Grenze zum konkreten Ausfallrisiko nicht erst bei Vorliegen von Warnsignalen der oben aufgeführten Art bejahen dürfen, die einen Ausfall des Rückerstattungsanspruchs mit erheblicher Wahrscheinlichkeit erwarten lassen. Weder dem Begriff des konkreten Ausfallrisikos noch dem Hinweis auf § 253 HGB lassen sich einigermaßen präzise Hinweise darauf entnehmen, wo die in dem weiten Bereich zwischen absehbarer Insolvenz und zweifelsfreier Bonität die Grenze zwischen abstraktem und konkretem Ausfallrisiko verläuft. Das ist aus mehreren Gründen misslich. Insbesondere bei kleinen Gesellschaften dürften die Geschäftsleiter und ihre Berater häufig nicht über besondere Expertise in Sachen Risikomessung und Forderungsbewertung verfügen. Aber



selbst wenn die dafür notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen vorhanden sind, bliebe ohne nachvollziehbaren Maßstab die Beurteilung letztlich ganz der Einschätzung des einzelnen Geschäftsleiters überlassen. Unterschiedliche Risikoeinschätzungen bei vergleichbaren Sachverhalten wären damit unausweichlich. Schließlich befänden sich Vorstände abhängiger Gesellschaften und GmbH-Geschäftsführer bei Darlehensbegehren ihrer (herrschenden) Gesellschafter in einem höchst unangenehmen Dilemma. Wenn die Geschäftsleiter für die Vollwertigkeitseinschätzung nicht auf einen objektivierten Beurteilungsmaßstab verweisen können, dürften von ihnen erhobene Bedenken gegen eine Kreditgewährung jenseits ganz eindeutiger Fälle leicht als mangelnde Kooperationsbereitschaft und übermäßige Ängstlichkeit mit den entsprechenden Implikationen für ihr weiteres Fortkommen ausgelegt werden. Andererseits müssten sie gerade wegen des völlig unsicheren Beurteilungsmaßstabs stets das Risiko der persönlichen Haftung wegen unzulässiger Einlagenrückgewähr fürchten.

## **b) Marktbasierte Methoden der Risikoeinschätzung**

Im Interesse eines effektiven Gläubigerschutzes, einer möglichst gleichmäßigen Anwendung der Vermögensbindungsvorschriften und der Bestimmungen über den faktischen Konzern und einer gewissen Absicherung der Geschäftsleiter vor unüberschaubaren Risiken persönlicher Haftung wegen unzulässiger Ausschüttungen ist daher eine weitergehende Konkretisierung des Begriffspaares „Vollwertigkeit“ und „konkretes Ausfallrisiko“ notwendig. Da es im vorliegenden Zusammenhang um die Ausfallwahrscheinlichkeit von Darlehensrückerstattungsansprüchen geht, liegt es nahe, auf Verfahren zurückzugreifen, die auch sonst am Kreditmarkt zur Messung und Einschätzung von Ausfallrisiken Verwendung finden und damit gegenüber notwendigerweise subjektiven Beurteilungen im Einzelfall den Vorteil einer gewissen Standardisierung, Objektivierung und theoretischen Fundierung haben.

### **aa) Credit Default Swap (CDS)-Spreads als Indikator für konkrete Ausfallrisiken?**

Ein Indikator für Ausfallwahrscheinlichkeiten, der sich auf die Einschätzung professioneller Absicherer von Ausfallrisiken stützen könnte, sind die sog. Credit Default Swap (CDS)-Spreads, also die üblicherweise in Basispunkten ausgedrückten Unterschiede zwischen einem variablen Basiszins für weitgehend risikofreie Kredite, etwa EURIBOR, und dem Aufschlag, den professionelle Kreditversicherer, meist Banken oder Versicherer, für die Übernahme des mit einem Kredit verbundenen Ausfallrisikos verlangen<sup>35</sup>. CDS-Spreads spiegeln daher die

---

<sup>35</sup> Prägnante Beschreibung von Credit Default Swaps bei *Schüwer/Steffen*, in Zerey (Hrsg.), *Außerbörsliche (OTC) Finanzderivate*, 2008, § 1 Rn. 36; ausführlich zur Vertragsgestaltung von Credit Default Swaps *Zerey*, in Zerey (Hrsg.), *Außerbörsliche (OTC) Finanzderivate*, 2008, § 5.

Einschätzung von Kreditrisiken durch den Markt wider. Eine weit gehende Einschränkung für die Verwendbarkeit von CDS-Spreads als Indikator für Ausfallwahrscheinlichkeiten bei der Beurteilung, ob die Vergabe eines unbesicherten Darlehens an einen (herrschenden) Aktionär zulässig ist oder mangels Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs eine unzulässige Einlagenrückgewähr oder einen nicht ausgleichsfähigen Nachteil darstellen würde, ergibt sich indessen bereits daraus, dass CDS nur für wenige international operierende Unternehmen verfügbar sind. CDS-Spreads eignen sich aber selbst dann nicht als Maßstab für die Beurteilung, ob ein unbesicherter Darlehensrückerstattungsanspruch mit einem konkreten Ausfallrisiko behaftet wäre, wenn CDS für andere unbesicherte Forderungen gegen den (herrschenden) Aktionär am Markt gehandelt werden. CDS-Spreads könnten insoweit nur dann eine Entscheidungshilfe darstellen, wenn sich eine Grenze angeben ließe, die erhebliche „konkrete“ und lediglich theoretisch-abstrakte Ausfallrisiken voneinander trennte. Wie indessen nicht zuletzt die Entwicklung in jüngerer Zeit gezeigt hat, als die Spreads bei im Wesentlichen unveränderten Unternehmensdaten ganz beträchtliche Schwankungen durchlaufen haben, sind die Preise für CDS erheblichen Volatilitäten unterworfen, die sich jedenfalls nicht ausschließlich mit Änderungen des Risikoprofils der versicherten Kredite erklären lassen, sondern zumindest teilweise auf einer gestiegenen Risikoaversion der Absicherer beruhen.

#### **bb) Investment-Grade Rating des Kreditnehmers als Voraussetzung für die Vollwertigkeit von Rückerstattungsansprüchen?**

Das wohl am weitesten verbreitete Verfahren zur Bewertung der Bonität von Schuldern und des Ausfallrisikos ihrer Gläubiger ist das Rating. Dabei wird die Kreditwürdigkeit von Schuldnern oder das Ausfallrisiko einzelner Finanzinstrumente oder Verbindlichkeiten auf der Grundlage des Geschäftsrisikos und des Finanzierungsrisikos des Schuldners beurteilt. Diese beiden Bereiche werden in eine Reihe von Faktoren unterteilt. Beim Geschäftsrisiko werden etwa das Länderrisiko, der Geschäftszweig, in dem der Schuldner tätig ist, seine Position auf dem betreffenden Markt, seine Produktpalette und das Marketing, sein technischer Standard, seine Kosteneffizienz, die Qualität seines Managements und seine Profitabilität im Vergleich zu anderen auf dem betreffenden Markt tätigen Unternehmen berücksichtigt. In die Beurteilung des Finanzierungsrisikos finden die Rechnungslegung, die Unternehmensführung, die Finanzierungspolitik des Unternehmens, seine Risikobereitschaft, die Zulänglichkeit des cash flow, die Kapitalstruktur und die Liquidität Eingang<sup>36</sup>. Diese Faktoren werden wiederum

---

<sup>36</sup> Vgl. beispielsweise Standard & Poor's, Corporate Ratings Criteria, 2006, S. 20.

anhand einer Reihe von Kennzahlen und Kriterien bewertet<sup>37</sup>. Auf der Basis dieser Informationen und ihrer Bewertung wird Schuldner ein Rating zugeordnet. Sofern die Ratingagentur nach §§ 52 f. SolvV von der BaFin für Risikogewichtungszwecke anerkannt ist, können ihre Ratings von Kreditinstituten nach Maßgabe der Zuordnung von Bonitätskriterien durch die BaFin nach § 54 SolvV im Rahmen des Kreditrisiko-Standardansatzes für die Bemessung der Eigenkapitalunterlegung Verwendung finden. Sie bestimmen damit die Eigenkapitalkosten des Kredits für das Kreditinstitut und wirken sich dadurch auf die Höhe des Zinses aus. Darüber hinaus sind sie häufig auch dafür entscheidend, ob überhaupt ein unbesicherter Kredit vergeben wird oder ob Sicherheiten gestellt werden müssen; das gilt gleichermaßen für Banken wie für andere Kreditgeber.

Schuldner mit einem sogenannten Investment-Grade-Rating, in der Skala von Standard & Poor's „BBB“ oder höher<sup>38</sup>, erhalten auf dem Kreditmarkt üblicherweise unbesicherte Darlehen, während bei einem Rating von „BB“ und darunter Kredite regelmäßig nur gegen Stellung von Sicherheiten vergeben werden. Diese Marktpraxis findet eine Stütze in den unterschiedlichen statistischen Ausfallwahrscheinlichkeiten, die den verschiedenen Ratings korrespondieren. So hat eine Studie der Rating Agentur Standard & Poor's aus dem Jahr 2007, in der die Ausfälle der von ihr gerateten Unternehmen über den Zeitraum von 1981 bis 2007 ausgewertet wurden, folgende Korrespondenz von Rating und Ausfallhäufigkeit ergeben:

---

<sup>37</sup> Zu den *kapitalbezogenen Kennzahlen* gehören etwa das Verhältnis von Fremdkapital zur Summe aus Fremdkapital und Eigenkapital, das Verhältnis der Summe von Fremdkapital und außerbilanziellen Verbindlichkeiten zur Summe aus Fremdkapital, außerbilanziellen Verbindlichkeiten und Eigenkapital, das Verhältnis von Fremdkapital zur Summe aus Fremdkapital und dem Marktwert des Eigenkapitals, das Verhältnis der Einkünfte aus der operativen Geschäftstätigkeit zum Fremdkapital. Zu den *cash flow-bezogenen Kennzahlen* gehören beispielsweise das Verhältnis der Zahlungseingänge aus dem operativen Geschäft zum Fremdkapital, das Verhältnis von freiem cash flow zum Fremdkapital das Verhältnis von Fremdkapital zu EBITDA, das Verhältnis von EBIT und EBITDA zu den Zinsverbindlichkeiten, Summe von freiem cash flow und Zinsverbindlichkeiten zu Zinsverbindlichkeiten. Zu den *Kriterien für die Liquiditätsbeurteilung* gehören etwa die Fristigkeiten der Verbindlichkeiten, die Abhängigkeit von Schuldscheindarlehen oder anderen Finanzierungsformen, die in besonderem Maße vom Vertrauen in den Schuldner abhängen, die Abhängigkeit von Zinsänderungen, die liquiden Vermögensgegenstände, Kreditlinien, andere Liquiditätsquellen, die Möglichkeit der kurzfristigen Finanzierung am Kapitalmarkt, finanzielle Unterstützung durch ein Mutterunternehmen, kurzfristiges Möglichen der Ausgabenkürzung etc. Besonders wichtige Kennzahlen, sog. *key ratios*, sind das Verhältnis von EBIT und von EBITDA zu den Zinsverbindlichkeiten, das Verhältnis der Einkünfte aus der operativen Geschäftstätigkeit (Funds from Operations – FFO) zum Fremdkapital, das Verhältnis des freien cash flow zum Fremdkapital, das Verhältnis von Fremdkapital zur Summe aus Fremd- und Eigenkapital, die Eigenkapitalrendite und das Verhältnis von Fremdkapital zu EBITDA, vgl. zum Ganzen Standard & Poor's, Corporate Ratings Criteria, 2006, S. 27 ff., 42.

<sup>38</sup> Standard & Poor's, Corporate Ratings Criteria, 2006, S. 13.

### Durchschnittliche Ausfallhäufigkeit für die Jahre 1981-2007<sup>39</sup>

Rating	1	2	3	4	5	10	15
AAA	0.00	0.00	0.09	0.18	0.28	0.67	0.79
AA	0.00	0.00	0.00	0.09	0.18	0.72	1.14
A	0.07	0.18	0.30	0.42	0.60	1.73	2.61
BBB	0.23	0.54	0.85	1.39	1.95	4.44	6.50
BB	0.81	2.50	4.62	6.53	8.38	14.62	17.28
B	6.27	12.74	17.75	21.27	23.84	30.43	35.04
CCC/C	25.59	34.06	39.04	41.86	44.50	49.76	52.50

Die Studie zeigt zunächst, dass die statistische Ausfallwahrscheinlichkeit mit zunehmender Laufzeit nicht linear, sondern überproportional ansteigt. Bis zu einem Rating, das statistisch einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 0,81% bezogen auf ein Jahr bzw. von ca. 2% bezogen auf einen Zeitraum von fünf Jahren entspricht, nehmen die Darlehensgeber an, dass keine nennenswerte Ausfallwahrscheinlichkeit besteht, gegen die der Kreditgeber sich absichern muss, während sie bei einem Rating, das statistisch einer Ausfallwahrscheinlichkeit von etwa 2% bezogen auf ein Jahr bzw. ca. 8% bezogen auf einen Zeitraum von fünf Jahren entspricht, von einer erheblichen Ausfallwahrscheinlichkeit ausgehen<sup>40</sup>.

Wenn man die Kriterien der Vollwertigkeit und des konkreten Ausfallrisikos unter Rückgriff auf die Ergebnisse derartiger Studien und die Einschätzung der am dem Markt tätigen professionellen Kreditgeber ausfüllen würde, wären Rückerstattungsansprüche gegen Kreditnehmer mit einem Rating zwischen „AAA“ und „BBB“ oder mit einem vergleichbaren Rating in den Systemen anderer Ratingagenturen<sup>41</sup> vollwertig; ab einem Rating von „BB“, also unterhalb des Investment-Grade, wäre dagegen von einem konkreten Ausfallrisiko auszugehen. Bezogen auf statistische Ausfallwahrscheinlichkeiten für Kredite mit einer Laufzeit von einem Jahr verlief die Grenze zwischen Vollwertigkeit und konkretem Ausfallrisiko im Bereich zwischen 0,23% und 0,81%, bei Krediten mit einer Laufzeit von 5 Jahren im Bereich zwischen 1,95% und 8,38%.

Für einen Rückgriff auf Ratings und auf die Grenzziehung zwischen Investment-Grade und Non-Investment Grade lassen sich gewichtige Gründe anführen. Die Grenzziehung zwischen Vollwertigkeit und Ausfallrisiken, gegen die eine Absicherung geboten ist, wäre nicht der

<sup>39</sup> Quelle: S & P Annual 2007 Global Corporate Default Study.

<sup>40</sup> Standard & Poor's, A Guide to the Loan Market, 2008, S. 33.

<sup>41</sup> Die Ratings von Standard & Poor's werden hier nur beispielhaft verwendet; vergleichbare Erhebungen wäre bei Ratings anderer Agenturen zu berücksichtigen.

situativen, nicht notwendigerweise fachkundigen und der Gefahr einer Beeinflussung durch interessierte Aktionäre ausgesetzten Beurteilung des Vorstands der darlehensgewährenden Gesellschaft überantwortet, sondern würde aufgrund einer am Kreditmarkt anerkannten Einschätzung durch zwar nicht unfehlbare, aber immerhin außenstehende und auf Risikoeinschätzung spezialisierte Unternehmen erfolgen. Anders als bei einer Beurteilung anhand von Informationen aus dem Jahresabschluss stünde bei einer auf Ratings gestützten Vollwertigkeitsbewertung nicht nur die Kriterien, sondern auch der Entscheidungsmaßstab fest, der zudem nicht allein der subjektiven Einschätzung des Vorstands der darlehensgewährenden Gesellschaft überlassen bliebe, sondern sich auf eine Marktpraxis stützen könnte.

Aus Fehleinschätzungen beim Rating komplexer Finanzprodukte folgt nicht, dass Schuldnerratings als Methode zur Messung von Ausfallrisiken grundsätzlich ungeeignet wären. Gegen die Maßgeblichkeit von Ratings als Grundlage für die Beurteilung, ob ein Rückerstattungsanspruch gegen den (herrschenden) Aktionär vollwertig oder mit einem konkreten Ausfallrisiko behaftet wäre, lässt sich auch nicht einwenden, dass Ratings nur bei großen, nicht aber bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen erfolgen. Modelle für die Prognose von Ausfallwahrscheinlichkeiten großer Unternehmen sind zwar, etwa was die Berücksichtigung sog. weicher Faktoren<sup>42</sup> oder die Gewichtung der einzelnen Bewertungskriterien anbetrifft, nicht ohne weiteres für Vorhersagen über die Ausfallwahrscheinlichkeit kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) geeignet<sup>43</sup>. Daraus folgt aber nicht, dass Ratings für diese Unternehmen nicht durchgeführt würden. Wenngleich externe Ratings für KMU auch wegen der damit verbundene Kosten weit weniger verbreitet sind als bei großen, kapitalmarktorientierten Unternehmen<sup>44</sup>, haben sich doch einige Ratingagenturen gerade auf KMU spezialisiert<sup>45</sup>. Vor allem aber wird in Zukunft die ganz überwiegende Zahl der Kreditinstitute als Reaktion auf die Neufassung der Eigenkapitalvereinbarung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (Basel II)<sup>46</sup> ihre Verpflichtung zur Unterlegung von Forderungen mit Eigenkapital nach einem auf internen

---

<sup>42</sup> Dazu etwa *Müller*, DStR 2008, 787, 788 ff. mit Erläuterungen für die internen Ratingansätze von DSGV und BVR.

<sup>43</sup> Vgl. für bankinterne Ratings nach IRBA § 91 SolvV, Korrelationsabschlag für kleine und mittlere Unternehmen.

<sup>44</sup> Vgl. *Behr/Güttler*, Journal of Small Business Management 2007, 194, 197; die selbst ein Scoring-Modell für KMU als Alternative zum Rating entwickeln; dazu grundsätzlich *Altman*, Journal of Finance 23 (1968), 589 ff. und aus jüngerer Zeit etwa *Altman/Sabato*, Modeling Credit Risk for SMEs: Evidence from the US Market, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=872336>;

<sup>45</sup> Vgl. dazu etwa *Munsch*, in: Büschgen/Everling, Handbuch Rating, 2. Aufl., 2007, S. 223 ff.

<sup>46</sup> Zur Entstehungsgeschichte *Schulte-Mattler*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 3. Aufl. 2008, § 1 SolvV Rn. 8 ff.; *Volkner/Walter*, DStR 2004, 1399 ff.

Ratings basierenden Ansatz (IRBA) gemäß §§ 55 ff. SolvV ermitteln. Ebenso wie bei den von Ratingagenturen durchgeführten Ratings geht es auch beim IRBA um die Prognose von Ausfallwahrscheinlichkeiten (§§ 86 ff. SolvV) und zu erwartenden Verlustquoten bei Ausfall (§§ 92 ff. SolvV) unter Einsatz von Ratingsystemen (§ 60 Abs. 1 SolvV), die eine Reihe quantitativer und qualitativer Faktoren berücksichtigen und mit deren Hilfe Schuldner „auf Basis einer spezifizierten und abgegrenzten Menge von Risikoeinstufungsmerkmalen“ in mindestens acht Ratingstufen<sup>47</sup> eingeteilt werden, § 110 Abs. 2, Abs. 3 SolvV. Im Gegensatz zu Ratingagenturen erstreckt sich die Risikomessung im IRBA auch auf natürliche Personen<sup>48</sup>. Ein (herrschender) Gesellschafter, der sich Darlehen von einer abhängigen Kapitalgesellschaft finanzieren will, kann sich das Rating seiner Bank offenlegen lassen und es seinerseits der Gesellschaft mitteilen. Ratings können daher regelmäßig auch ohne die zusätzlichen Kosten und den Aufwand einer eigens für die Kreditvergabe der Gesellschaft an ihren Gesellschafter durchgeführten externen Bonitätsbeurteilung für die gesetzlich gebotene Vollwertigkeitsprüfung genutzt werden. Da Ratings üblicherweise angepasst werden, wenn wesentliche Änderungen in den Verhältnisse des Kreditnehmers eintreten und daher aktueller sein können als die Informationen aus Jahresabschluss, Lagebericht und Prüfungsbericht, könnten durch ihren Einsatz im Gegenteil Aufwand und Kosten der Vollwertigkeitsprüfung reduziert werden.

Man wird auch nicht etwa annehmen können, dass bei Ratings strengere Maßstäbe angelegt werden als bei der Anwendung der Vermögensbindungsvorschriften und der §§ 311 ff. AktG gelten sollten. Banken und andere externe Kreditgeber diversifizieren ihre Kreditrisiken<sup>49</sup> und sind daher vom Ausfall eines Kreditnehmers regelmäßig weniger stark betroffen als eine Gesellschaft, bei der von einer vergleichbaren Risikodiversifikation nicht ohne weiteres auszugehen ist, durch den Ausfall ihres (herrschenden) Gesellschafters. Diesem Umstand muss eine „vernünftige kaufmännischen Forderungsbewertung“ nach § 253 HGB bei Kreditgewährungen an (herrschende) Gesellschafter Rechnung tragen.

Ein Argument gegen eine Nutzung von Ratings für die Vollwertigkeitsbeurteilung folgt auch nicht daraus, dass sich Studien über die historischen Ausfallquoten gerateter Schuldner nur

---

<sup>47</sup> Beim internen Ratingansatz der Sparkassen sind es 15, bei dem der Volks- und Raiffeisenbanken 20 Stufen, Müller, DStR 2008, 787, 793.

<sup>48</sup> Vgl. etwa §§ 76, 111 SolvV.

<sup>49</sup> Das bankaufsichtsrechtliche Kreditrisikomodell beruht auf der Annahme, dass große Bankenkreditportfolios unendlich diversifiziert und damit nur noch dem systematischen Risiko des Gesamtportfolios ausgesetzt sind, so dass als relevantes Risiko des Kreditgeschäfts nur die über den durchschnittlich erwarteten Verlust hinausgehenden unerwarteten Verluste angesehen werden; allein sie sind daher mit Eigenmitteln zu unterlegen, vgl. dazu Hofmann in Cramme/Gendrisch/Gruber/Hahn (Hrsg.), Handbuch Solvabilitätsverordnung, 2007, S. 97, 101.

statistische Ausfallwahrscheinlichkeiten entnehmen lassen, die sich als Mittelwert einer Vielzahl von Kreditverhältnissen ergeben, nicht aber präzise Aussagen über die prozentuale Ausfallwahrscheinlichkeit und den für den Fall ihrer Verwirklichung zu erwartenden Verlust für das einzelne Kreditverhältnis. Derartige Vorhersagen wären erst recht nicht möglich, wenn die Beurteilung des Ausfallrisikos allein der Einschätzung des jeweiligen Geschäftsleiters anhand der ihm im Einzelfall zur Verfügung stehenden Informationen überlassen bliebe. Im Vergleich zu einem solchen „über-den-Daumen-Peilen“ verspricht der Rückgriff auf Ratings eine ganze Reihe von Vorteilen, nämlich die Erstellung durch Institutionen, die über Expertise bei der Messung von Kreditrisiken verfügen, die Anwendung verhältnismäßig ausgefeilter und erprobter Methoden und eine damit verbundene Gleichmäßigkeit des Beurteilungsmaßstabs, die Akzeptanz durch den Markt sowie nicht zuletzt eine Handhabe für Geschäftsleiter abhängiger Gesellschaften, um sich gegen die Ausübung von Druck durch herrschende Gesellschafter zur Wehr setzen zu können.

Kein durchgreifender Einwand dagegen, die Beurteilung der Vollwertigkeit von Darlehensrückerstattungsansprüchen gegen (herrschende) Gesellschafter an der Grenzziehung zwischen Investment-Grade und Non Investment-Grade bzw. vergleichbaren Schwellen beim IRBA zu orientieren, folgt schließlich daraus, dass gegen entsprechend hohen Zins am Markt auch unbesicherte Finanzierungen erhältlich sind, die, wie etwa sog. Junk Bonds, mit höherem Risiko verbunden sind als Kredite an einen Schuldner mit Investment-Grade Rating. Der höhere Zins wird bei solchen Finanzierungen gerade deswegen gezahlt, weil an der Einbringlichkeit des Rückerstattungsanspruchs ernstliche Zweifel bestehen. Es handelt sich also um Kreditverträge mit spekulativen Elementen. Im Anwendungsbereich der Vermögensbindungsvorschriften und der §§ 311 ff. AktG verbietet die Zulässigkeitsvoraussetzung der Vollwertigkeit derartige Spekulationen im Hinblick auf die Einbringlichkeit von Ansprüchen gegen (herrschende) Gesellschafter. Hier können daher von Rechts wegen grundsätzlich nur solche Ausfallrisiken durch entsprechende Zinsen kompensiert werden, durch die die Einbringlichkeit des Anspruchs nicht ernstlich in Frage gestellt wird.

Ratings durch Ratingagenturen oder Kreditinstitute sind danach sowohl hinsichtlich der Risikomessung als auch im Hinblick auf Grenzziehung zwischen Vollwertigkeit und konkretem Ausfallrisiko grundsätzlich besser geeignet als eine freihändige Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Gesellschaftern durch Geschäftsleiter einer nicht im Kreditgewerbe tätigen Gesellschaft. Der in Form von Ratings vorhandenen professionellen Risikobeurteilung

muss sinnvollerweise auch bei gesellschaftsrechtlich vorgeschriebenen Bonitätsbeurteilungen ein erheblicher Stellenwert zukommen.

Allerdings können Ratings hier keine ohne weiteres bindende Vorgabe für die Kreditvergabeentscheidung darstellen. Ein Rating unterhalb von Investment-Grade sollte vielmehr als Vermutung für die fehlende Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs bzw. für eine konkrete Ausfallwahrscheinlichkeit verstanden werden, die widerlegt werden kann, wenn im Einzelfall besondere Gründe für eine bessere Beurteilung des Ausfallrisikos sprechen.

Für eine solche Bedeutung von Ratings im vorliegenden Zusammenhang ist eine ganze Reihe von Gründen denkbar. Zum einen basieren Ratings zu einem nicht unerheblichen Teil auf der Beurteilung sog. weicher Faktoren, wie Qualität und Struktur des Managements, Strategie, Marktumfeld und Produktprogramm, Risikomanagement, Höhe und Gestaltung der Managervergütung, Gesellschafterstruktur, Zugehörigkeit zu einem Konzernverbund, etc<sup>50</sup>. Die Bewertung derartiger Umstände und ihre Bedeutung für die Kreditwürdigkeit des Schuldners lassen sich nicht quantitativ erfassen, sondern erfordern eine Einschätzung, die bei einem Geschäftsleiter anders ausfallen kann als bei einem externen Analysten. Häufig wird der Geschäftsleiter mit dem Gesellschafter, seinem Unternehmen und dessen Aussichten besser vertraut sein als eine Bank oder Ratingagentur. Eine insoweit vom externen Rating abweichende Beurteilung kann daher durchaus auf guten Gründen beruhen. Zum anderen kann ein Schuldner Rating unterhalb von Investment-Grade durch risikomindernde Vereinbarungen ausgeglichen werden. Wie die oben wiedergegebene Ausfallstatistik zeigt, steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit mit zunehmender Kreditlaufzeit überproportional an. Bei sehr kurzfristigen Krediten kann ein Verzicht auf Sicherheiten daher selbst bei einem Rating unterhalb von Investment-Grade vertretbar sein. Dasselbe kann bei jederzeit kündbaren Krediten gelten, wenn gewährleistet ist, dass der Gläubiger so zeitnah über die Entwicklung des Schuldners informiert wird, dass er bei einer sich abzeichnenden Bonitätsverschlechterung sein Kündigungsrecht unverzüglich ausüben kann (näher dazu unten, 4.). Denkbar ist auch, dass positive Entwicklungen beim Schuldner in dessen Rating noch nicht reflektiert sind. Auch der Umstand, dass der Aktionär sich am Kapitalmarkt durch unbesicherte Anleihen zu marktüblichen Zinssätzen finanzieren kann oder von institutionellen Kreditgebern unbesicherte Darlehen erhält, das Ausfallrisiko von Investoren mithin als

---

<sup>50</sup> Vgl. etwa Standard & Poor's, A Guide to the Loan Market, 2008, S. 23, 115 ff.; *Munsch*, in: Büschgen/Everling, Handbuch Rating, 2. Aufl., 2007, S. 223, 239; *Eckes*, DSStR 2004, 518, 519; *Müller*, DSStR 2008, 787, 788.



unkritisch eingeschätzt wird, ist ein starkes Indiz für die Vollwertigkeit von Rückerstattungsansprüchen gegen ihn. Ein Rating des (herrschenden) Gesellschafters unterhalb von Investment-Grade schließt danach eine Kreditvergabe zwar nicht zwingend aus, macht es aber erforderlich, dass der Geschäftsleiter eine positivere Bonitätseinschätzung auf einleuchtende Gründe stützen kann. Umgekehrt spricht bei einem Investment-Grade-Rating eine Vermutung für die Vollwertigkeit unbesicherter Ansprüche gegen den Gesellschafter. Allerdings enthebt ein Investment Grade-Rating des Gesellschafters den Geschäftsleiter nicht der Pflicht, diese Bewertung auf ihre Plausibilität hin zu prüfen und erkennbare Umstände zu berücksichtigen, die für eine schlechtere Bonitätseinschätzung sprechen. Eine solche Bedeutung von Marktbewertungen als Grundlage für eine widerlegliche Vermutung ist übrigens auch dem Bilanzrecht nicht neu. So begründet etwa nach Ansicht des Versicherungsfachausschuss des IdW eine längerfristige Unterschreitung des Zeitwerts von Wertpapieren des Finanzanlagevermögens, die mindestens eines von zwei Aufgreifkriterien erfüllt<sup>51</sup>, die widerlegliche Vermutung für eine dauernde Wertminderung, die eine Abwertungspflicht nach § 253 Abs. 2 S. 3 HGB zur Folge hat<sup>52</sup>.

Eine Orientierung der Kreditwürdigkeitsbeurteilung an Ratings wäre daher geeignet, die Rationalität und Sorgfalt der Entscheidungsfindung zu steigern, ohne eine gewisse Flexibilität völlig auszuschließen.

### **cc) Investment-Grade Rating und §§ 311 ff. AktG**

Zweifel daran, ob ein Rating unterhalb des Bereichs Investment-Grade eine Vermutung für eine konkreten Ausfallwahrscheinlichkeit unbesicherter Ansprüche gegen einen (herrschenden) Gesellschafter begründet, könnten sich allerdings wegen des vom BGH vorausgesetzten Gleichlaufs zwischen Vermögensbindung und § 311 AktG ergeben. Sofern die Vermutung nicht widerlegt wäre, würde eine unbesicherte Kreditgewährung an ein herrschendes Unternehmen mit einem Rating unterhalb von Investment-Grade wegen des damit verbundenen Ausfallrisikos nicht nur einen Nachteil, sondern sogar einen nicht ausgleichsfähigen Nachteil darstellen, auf den der Vorstand der abhängigen Gesellschaft sich nicht einlassen dürfte.

---

<sup>51</sup> Sie lauten: 1. Der Zeitwert lag in den dem Bilanzstichtag vorangegangenen 6 Monaten permanent um mehr als 20% unter dem Buchwert; 2. Der Zeitwert lag über einen längeren Zeitraum als ein Geschäftsjahr unter dem Buchwert und der Durchschnittswert der täglichen Börsenkurse des Wertpapiers lag in den letzten zwölf Monaten um mehr als 10% unter dem Buchwert.

<sup>52</sup> Vgl. *Fey/Mujkanovic*, Wpg. 2003, 212, 213 f.

Daraus würden sich weit reichende Folgen ergeben. § 311 Abs. 2 AktG liegt die Annahme zugrunde, dass es grundsätzlich zulässig ist, dass die abhängige AG im Hinblick auf den Nachteilsausgleich das Risiko eines Ausfalls des herrschenden Unternehmens trägt. Wie der BGH zu Recht hervorhebt, ist daraus zu folgern, dass die Gewährung eines unbesicherten Darlehens nicht ohne weiteres einen Nachteil bedeutet<sup>53</sup>, denn wenn das Gesetz im Rahmen des Nachteilsausgleichs in Kauf nimmt, dass die abhängige Gesellschaft das Risiko der Insolvenz des herrschenden Unternehmens trägt, kann die mit der Gewährung eines unbesicherten Darlehens verbundene vertragliche Übernahme dieses Risikos nicht ohne weiteres einen Nachteil darstellen. Dabei ist es unerheblich, ob der auszugleichende Nachteil auf der Vergabe eines unbesicherten Darlehens, auf unentgeltlichen oder nicht hinreichend vergüteten Sach- oder Dienstleistungen, der Abgabe von Tätigkeitsgebieten, der Übernahme verlustreicher Geschäftsbereiche oder anderen vom herrschenden Unternehmen veranlassten Geschäften oder Maßnahmen beruht. Die abhängige Gesellschaft trägt das Risiko eines Ausfalls des herrschenden Unternehmens nämlich nicht nur bei der Vergabe unbesicherter Gelddarlehen, sondern bei jedem nicht sofort ausgeglichenen Nachteil, bei dem die Ausgleichsleistung nach § 311 Abs. 2 AktG zeitlich hinausgeschoben und damit kreditiert wird. Für die den Nachteilsausgleich auslösenden nachteiligen Geschäfte und Maßnahmen selbst kann aber sinnvollerweise nichts anderes gelten, denn es kann nicht angenommen werden, dass das Gesetz dort etwas verbietet, was es im Rahmen des Nachteilsausgleichs zulässt. Das wird durch folgende Kontrollüberlegung bestätigt: Die unentgeltliche Übertragung von Gegenständen oder das unentgeltliche Erbringen von Dienstleistungen auf Veranlassung des herrschenden Unternehmens ist zweifellos für die abhängige Gesellschaft nachteilig. Solche Nachteile können grundsätzlich nach § 311 Abs. 2 AktG durch die Begründung eines Rechtsanspruchs auf künftige Ausgleichsleistung kompensiert werden, obwohl die abhängige Gesellschaft hier mit dem Risiko der Insolvenz des herrschenden Unternehmens belastet wird. Vereinbart das herrschende Unternehmen keine Gegenleistung für die Leistung der Gesellschaft, gesteht das Gesetz ihm also die Möglichkeit zu, hinsichtlich der Ausgleichsleistung unbesicherten Kredit der abhängigen Gesellschaft in Anspruch zu nehmen. Es wäre widersprüchlich, das herrschende Unternehmen schlechter zu stellen, wenn es die abhängige Gesellschaft nicht zu einer unentgeltlichen Leistungen veranlasst, sondern zu ihren Gunsten einen Anspruch auf eine Gegenleistung mit hinausgeschobener Fälligkeit vereinbart, so dass die abhängige Gesellschaft kraft Rechtsgeschäfts zum Kreditgeber des herrschenden Unternehmens wird. Die Zulässigkeit der Übernahme des Insolvenzrisikos des

---

<sup>53</sup> BGH **Der Konzern** 2009, 49, 50 f., Rn. 11.

herrschenden Unternehmens durch die abhängige AG im faktischen Konzern folgt in beiden Fällen – dem rechtsgeschäftlichen wie dem von Gesetzes wegen gestatteten Leistungsaufschub - aus § 311 Abs. 2 AktG. Eine im Rahmen des Nachteilsausgleichs gestattete Übernahme des Ausfallrisikos des herrschenden Unternehmens ist auch rechtsgeschäftlich zulässig. Umgekehrt folgt daraus aber, dass eine durch das Vollwertigkeitserfordernis gezogene Grenze für die Zufügung von Nachteilen in Gestalt der Belastung mit dem Insolvenzrisiko des herrschenden Unternehmens auch im Rahmen des Nachteilsausgleichs Geltung beansprucht. Anderenfalls würde dem herrschenden Unternehmen beim Nachteilsausgleich ein Stundungsprivileg eingeräumt, das kraft Vereinbarung mit der abhängigen AG nicht begründet werden könnte. Wenn also die Vergabe unbesicherter Darlehen im Rahmen des § 311 AktG nur bei Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs zulässig wäre und die Vollwertigkeit grundsätzlich ein Investment Grade-Rating voraussetzen würde, hätte das zur Folge, dass die Inanspruchnahme des zeitlich hinausgeschobenen Nachteilsausgleichs nur herrschenden Unternehmen mit einem solchen Rating offen stünde, sofern sich nicht im Einzelfall begründen ließe, dass auch unbesicherte Ansprüche gegen einen Schuldner mit schwächerem Rating vollwertig sind.

An eine derartige Beschränkung des Nachteilsausgleichs in der Form des § 311 Abs. 2 AktG hat der Gesetzgeber des AktG 1965 vermutlich nicht im Entferntesten gedacht. Der Umstand, dass schuldrechtliche Ansprüche stets mit einem Ausfallrisiko belastet und daher weniger als ihren Nominalbetrag wert sein können, ist auch in anderen aktienrechtlichen Zusammenhängen vom Gesetz nicht berücksichtigt, wie besonders augenfällig die Zulässigkeit eines - unbefristeten und unverzinslichen - Aufschubs der Leistung von bis zu 75% des Nominalbetrags von Bareinlagen (§§ 36a Abs. 1, 9 AktG) ohne die sonst bei Forderungen vorgeschriebene Werthaltigkeitsprüfung zeigt. Ein zwingendes Argument gegen ein am Investment Grade-Rating orientiertes Vollwertigkeitserfordernis auch im Rahmen des § 311 AktG würde daraus aber nur dann folgen, wenn die Privilegierungen der §§ 311 ff. AktG herrschenden Unternehmen mit schwächerer Bonität gänzlich versagt und damit der Anwendungsbereich dieser Bestimmungen in einer mit der gesetzlichen Konzeption nicht zu vereinbarenden Weise eingeschränkt würde. Das ist indessen nicht der Fall. Versteht man § 311 AktG mit der h.M. als eine die Vermögensbindung verdrängende Sonderregelung, eröffnet die Vorschrift dem herrschenden Unternehmen die Möglichkeit, Vermögensverlagerungen, die anderenfalls von §§ 57, 62 AktG erfasst wären, nicht rückgängig machen oder durch Zahlung eines Wertausgleichs in bar kompensieren zu müssen, sondern durch Vorteile anderer Art ausgleichen zu können. Das ist auch dann ein

nicht zu unterschätzendes Privileg, wenn die Vorteilsgewährung zeitnah erfolgt. Im Übrigen sollte die Bedeutung des hinausgeschobenen Nachteilsausgleichs nach § 311 Abs. 2 AktG nicht überschätzt werden, denn in der Praxis dürfte sie ohnehin eher selten in Anspruch genommen werden.

Die Auswirkungen eines am Investment Grade-Rating des herrschenden Unternehmens orientierten Vollwertigkeitserfordernisses auf das Recht des faktischen Aktienkonzern lassen sich zudem nicht ohne Berücksichtigung der Pflichten des Vorstands der abhängigen Gesellschaft bewerten, die, wie der BGH klargestellt hat, durch §§ 311, 318 AktG – also auch durch § 311 Abs. 2 AktG - nicht eingeschränkt werden<sup>54</sup>. Das gilt nicht nur für die Pflicht, die Bonität des herrschenden Unternehmens nach einer Kreditgewährung zu beobachten und bei einer Verschlechterung für sofortige Erfüllung oder Besicherung der Ansprüche der abhängigen Gesellschaft zu sorgen, sondern bereits für die Entscheidung über die Kreditvergabe oder der Vornahme anderer vom herrschenden Unternehmen erwünschter Geschäfte und Maßnahmen. Der Vorstand der faktisch abhängigen AG unterliegt insoweit keiner Folgepflicht. Er muss vielmehr selbst beurteilen, ob es mit den Interessen der Gesellschaft vereinbar wäre, auf die Wünsche des herrschenden Unternehmens einzugehen. Wenn diese Interessen die Übernahme des Ausfallrisikos des herrschenden Unternehmens nur unter Voraussetzungen zulassen, in der auch außenstehende Dritte dazu bereit wären, folgt aus der durch § 311 Abs. 2 AktG zugelassenen Möglichkeit nicht, dass eine großzügigere Beurteilung als im Rahmen des § 57 AktG pflichtgemäß wäre. In der Tat wäre es in der Sache wenig einleuchtend, den nicht weisungsgebundenen Vorstand einer AG weniger strengen Bindungen zu unterwerfen als den Geschäftsführer einer GmbH, der trotz seiner grundsätzlichen Folgepflicht eine gegen § 30 GmbHG verstoßenden Weisung nicht ausführen dürfte.

Immerhin folgen aus einer am Investment Grade-Rating des herrschenden Unternehmens orientierten Vollwertigkeitsbeurteilung aber gewisse Einschränkungen für den Anwendungsbereich des zeitlich hinausgeschobenen Nachteilsausgleichs nach § 311 Abs. 2 AktG. Wenn man diese Einschränkungen für in der Sache zu weit gehend und mit der gesetzlichen Konzeption des Rechts des faktischen Aktienkonzerns für nicht vereinbar hielte, wären zwei Folgerungen denkbar: Entweder der dann im Rahmen des § 311 AktG geltende großzügigere Vollwertigkeitsmaßstab gälte im Interesse des Gleichlaufs zwischen Vermögensbindung und Konzernrecht auch für § 57 AktG. Die Konsequenz wäre allerdings, dass die Beziehungen zwischen AG und Aktionär einem weniger strengen Maßstab

---

<sup>54</sup> BGH **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 14.

unterlägen als ihn Dritte für ihre Kreditbeziehungen akzeptieren würden. Oder im Rahmen der Vermögensbindung fände ein strengerer, nämlich am Investment Grade-Rating orientierter, Maßstab Anwendung als in faktischen Abhängigkeitsverhältnissen. Damit würde der Gleichlauf zwischen § 57 AktG einerseits und § 311 AktG andererseits im Hinblick auf die Zulässigkeit unbesicherter Kredite an Aktionäre aufgegeben. Im Interesse der Rechtsklarheit ist zu hoffen, dass der BGH bald Gelegenheit haben wird, das Erfordernis der Vollwertigkeit und die daraus folgenden Konsequenzen für das Recht des faktischen Konzerns zu präzisieren.

#### **4. Beobachtungs- und Reaktionspflichten**

##### **a) Informationspflichten**

Zu Recht hält der BGH den Vorstand der kreditgebenden Gesellschaft für verpflichtet, nach der zulässigen Vergabe eines unbesicherten Kredits die Bonität des Aktionärs auf etwaige Änderungen zu prüfen und auf eine sich abzeichnende Verschlechterung, die die Vollwertigkeit des Rückerstattungsanspruchs in Frage stellt, unverzüglich zu reagieren. Bei umfangreichen, langfristigen Darlehen oder bei ständig wiederkehrenden Darlehensgewährungen darf der Vorstand sich dabei nicht auf punktuelle Nachfragen verlassen, sondern muss auf Einrichtung eines Informations- oder Frühwarnsystems bestehen<sup>55</sup>. Dazu gehört zunächst, dass der Vorstand der abhängigen AG unverzüglich die allgemein zugänglichen Informationsquellen, namentlich den Jahresabschluss nebst Lagebericht sowie gegebenenfalls den Finanzbericht nach § 37w WpHG und die Zwischenmitteilung nach § 37x WpHG auswertet und sich darüber hinaus Einblick in den Prüfungsbericht nach § 321 HGB gewähren lässt. Darüber hinaus wird der Vorstand vereinbaren müssen, dass ihm unverzüglich alle Umstände offengelegt werden, die eine Verschlechterung der Bonität des (herrschenden) Aktionärs zur Folge haben können. Man wird insoweit allerdings nicht verlangen müssen, dass der Vorstand oder Geschäftsführer der kreditgebenden Gesellschaft eigenen Zugriff auf die entsprechenden Daten des (herrschenden) Gesellschafters erhält, sondern sich mit dessen Verpflichtung zur Weitergabe der betreffenden Informationen begnügen können, wie sie auch außenstehende Kreditgeber in Form von covenants vereinbaren.

Bei börsennotierten Unternehmen werden Umstände, die sich auf die Bonität des Emittenten auswirken, regelmäßig Insiderinformationen darstellen, die nach § 15 Abs. 1 WpHG ad-hoc zu veröffentlichen sind. Die vorherige Weitergabe an einen Kreditgeber in Erfüllung von

---

<sup>55</sup> BGH *Der Konzern* 2009, 49, 51, Rn. 14

Informationspflichten aus dem Kreditverhältnis dürfte indessen nicht „unbefugt“ i.S.v. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG erfolgen, denn wenn die Kreditgewährung von einer entsprechenden Informationspflicht abhängig gemacht worden ist, ist die Weitergabe aus betrieblichen Gründen geboten<sup>56</sup>. Problematisch ist allerdings bei einem Aufschub der Veröffentlichung nach § 15 Abs. 3 WpHG, ob trotz der Weitergabe an den Vorstand der Gesellschaft die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleistet ist. Nach § 7 WpAIV setzt Vertraulichkeit i.S.d § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG u.a. wirksame Vorkehrungen dafür voraus, dass andere Personen als solche, deren Zugang zu Insiderinformationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim Emittenten unerlässlich ist, keinen Zugang zu der betreffenden Information erlangen. Nach h.M. ist das zwar nicht so zu verstehen, dass eine nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG befugte Informationsweitergabe an Dritte ausgeschlossen wäre, die nicht zu den Mitarbeitern des Emittenten gehören; insoweit richtet sich die Zulässigkeit der Informationsweitergabe vielmehr nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG<sup>57</sup>. Voraussetzung ist aber in jedem Fall eine zusätzlich zum gesetzliche Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG bestehende Verschwiegenheitsverpflichtung, die zweckmäßigerweise in dem Darlehensvertrag ausdrücklich vereinbart wird

## **b) Reaktionspflichten**

Der BGH hält den Vorstand für verpflichtet, auf eine sich ankündigende Bonitätsverschlechterung mit einer Kreditkündigung oder der Anforderung von Sicherheiten zu reagieren<sup>58</sup>. Dabei wird der Vorstand sich nicht auf das von Gesetzes wegen bestehende außerordentliche Kündigungsrecht nach § 490 BGB verlassen dürfen, denn darüber, ob die dafür vorausgesetzte wesentliche Verschlechterung in den Vermögensverhältnissen des Darlehensnehmers vorliegt, kann im Einzelfall Streit bestehen. Zweckmäßig ist es demgegenüber, das Kündigungsrecht an die Verschlechterung bestimmter Bilanzkennzahlen, den Eintritt von Verlusten in bestimmter Höhe, den Verzug gegenüber anderen Kreditgebern (sog. cross default) oder ähnliche vertraglich definierte Umstände und Ereignisse zu knüpfen. Das Gleiche gilt für das Recht, die Bestellung oder die Aufstockung von Sicherheiten zu verlangen. Diese Rechte helfen der Gesellschaft allerdings dann nicht weiter, wenn der Aktionär bei ihrer Ausübung bereits zahlungsunfähig ist und binnen drei Monaten nach der

---

<sup>56</sup> Zur insiderrechtlichen Zulässigkeit der Informationsweitergabe an Kreditgeber *Schäfer*, in Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, 2. Aufl., 1. Lfg., 2006, § 14 Rn. 29; *Lösler*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch Kapitalmarktinformation, 2008 § 2 Rn. 57.

<sup>57</sup> *Versteegen*, in KölnKomm WpHG, 2007, § 15 Rn. 163; *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl., 2006, § 15 Rn. 164; *Simon*, **Der Konzern** 2005, 13, 20 f.

<sup>58</sup> BGH **Der Konzern** 2009, 49, 51, Rn. 14

Rückerstattung oder Sicherheitenbestellung das Insolvenzverfahren eröffnet wird, denn unter diesen Umständen wird die Erfüllung oder Sicherheitenbestellung nach §§ 130, 131 InsO anfechtbar sein. Darüber hinaus legt die neue Rechtsprechung des IX. Zivilsenats die Annahme nahe, dass bereits die Kündigung selbst eine anfechtbare Rechtshandlung darstellen könnte, weil durch sie der Rückerstattungsanspruch fällig wird und damit für den Gläubiger an Wert gewinnt<sup>59</sup>. Darlehenskündigung und Sicherheitenbestellung sind daher nicht immer dazu geeignet, die Interessen der Gesellschaft zu wahren.

#### **D. Zusammenfassung**

1. Das Erfordernis der Vollwertigkeit in §§ 57 Abs. 1 S. 2 AktG, 30 Abs. 1 S. 2 GmbHG soll sicherstellen, dass eine Kapitalgesellschaft ihren Gesellschafter keinen Kredit gewährt, wenn die Einbringlichkeit ihrer Ansprüche zweifelhaft erscheint. Soweit Kredite aus gebundenem Vermögen stammen, können im Verhältnis zwischen Verband und Mitglied Ausfallrisiken nur bis zur Grenze fehlender Vollwertigkeit durch höheren Zins kompensiert werden. In seiner MPS-Entscheidung hat BGH das Vollwertigkeitserfordernis auf die §§ 311 ff. AktG übertragen.

2. Das Gesetz definiert nicht, was unter Vollwertigkeit zu verstehen ist. Auch das vom BGH als Pendant eingeführte Merkmal des „konkreten Ausfallrisikos“ lässt sowohl die Frage nach den für die Beurteilung maßgeblichen Kriterien als auch nach dem Maßstab offen, anhand dessen konkrete von abstrakten Ausfallrisiken abzugrenzen sind.

3. Geschäftsleiter verfügen regelmäßig nicht über Expertise für Risikomessung. Die Anwendung ausdifferenzierter und anspruchsvoller Methoden zur Einschätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten kann daher von ihnen nicht erwartet werden. Andererseits sollte die Grenze für die Kreditgewährung an Gesellschafter nicht erst bei Vorliegen offensichtlicher Warnsignale für eine bevorstehende Insolvenz des Kreditnehmers gezogen werden, denn damit würde im Widerspruch zum Anliegen der Vermögensbindung ein weit großzügigerer Maßstab angelegt als üblicherweise bei Kreditbeziehungen zwischen Dritten.

4. In Gestalt von Schuldnerratings stehen differenzierte Risikomessungsmethoden zur Verfügung. Die Akzeptanz von Ratings am Markt und ihre daraus folgende Eignung für einen Drittvergleich, die in Zukunft weiter zunehmende Bedeutung, die Ratings mit der Umsetzung von Basel II für Kreditentscheidungen von Banken haben werden sowie der Umstand, dass sie von Institutionen erstellt werden, die im Gegensatz zu den Geschäftsleitern der

---

<sup>59</sup> Vgl. BGHZ 174, 297, 309 f., Rn. 37.

kreditgebenden Gesellschaft nicht dem Einfluss des um Kreditgewährung nachsuchenden (herrschenden) Gesellschafters unterliegen, sprechen dafür, bei der Vollwertigkeitsbeurteilung auf Schuldnerratings zurückzugreifen. Ein Rating des Gesellschafters im Bereich Investment Grade ist danach ein starkes Indiz für seine Kreditwürdigkeit. Umgekehrt begründet ein schwächeres Rating die Vermutung, dass bei unbesicherten Krediten ein konkretes Ausfallrisiko besteht. Diese Vermutung kann widerlegt werden, wenn im Einzelfall besondere Gründe für eine andere Einschätzung des Ausfallrisikos sprechen. Solche Gründe können insbesondere die kurze Laufzeit des Kredits sowie Informations- und Kündigungsrechte der Gesellschaft sein.

**5.** Ausfallrisiken haben erst in jüngerer Zeit Eingang in die gesellschaftsrechtliche Beurteilung von Ansprüchen zwischen Verband und Mitglied gefunden. Die Einführung des Erfordernisses der Vollwertigkeit hat weit reichende Implikationen für das Konzernrecht. Da mit der in § 311 AktG vorgesehenen zeitlichen Streckung des Nachteilsausgleichs eine Kreditgewährung an das herrschende Unternehmen verbunden ist, beschränken sich die Folgen der vom BGH bejahten Geltung des Vollwertigkeitserfordernisses für den faktischen Konzern nicht auf Darlehensverhältnisse. Das Vollwertigkeitserfordernis zieht vielmehr generell eine Grenze für die Möglichkeit, den Nachteilsausgleich zeitlich zu strecken.



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. 525-535)
- 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
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés  
(publ. in : *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.  
WpHG und § 244 AktG  
(publ. in : Die AG 2008, S. 311 ff.)
- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als  
Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als  
Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?

- 82 Günther M. Bredow/  
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze
- 83 Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts
- 84 José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
- 85 Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)
- 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
- 89 Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht
- 90 Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der  
Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines  
neuen Schuldverschreibungsgesetzes
- 91 Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen  
Fristensystems
- 92 Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
- 93 Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und  
Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied
- 94 Ulrich Seibert,  
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich  
Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien-  
und konzernrechtliche Aspekte des neuen  
Liquiditätsschutzes
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current  
Crisis



97 Theodor Baums,  
Maïke Sauter

Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled  
Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag

ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT