

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

TIM FLORSTEDT

ZUR ORGANHAFTUNGSRECHTLICHEN AUFARBEITUNG DER  
FINANZMARKTKRISE  
- BEMERKUNGEN ZUM BESCHLUSS DES OLG DÜSSELDORF ZIP  
2010, 28 (IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG) -



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 115

Tim Florstedt

Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der Finanzmarktkrise  
- Bemerkungen zum Beschluss des OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28 (IKB  
Deutsche Industriebank AG)

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO.115**

**03/2010**

**Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der Finanzmarktkrise  
- Bemerkungen zum Beschluss des OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28 (IKB Deutsche  
Industriebank AG) -**

**von Dr. Tim Florstedt, Frankfurt\***

*Das OLG Düsseldorf hatte über Managerfehler im Vorfeld der Finanzmarktkrise bei der IKB Deutsche Industriebank AG zu entscheiden. Der Beschluss wird Anfangs- und Referenzpunkt der organhaftungsrechtlichen Krisenaufarbeitung sein, und führende Berater attestieren ihm ein Wirkungspotential, wie es zuletzt dem ARAG-Urteil des BGH zukam. Der Beitrag stimmt dem Beschlussergebnis zu, zeigt aber auf, wie Kernaussagen schnell in eine prinzipienlose Ausdehnung des Organhaftungsrechts münden können.*

## **I. Zur Bedeutung des Beschlusses**

### **1. Vorbemerkung**

Der zu besprechende Beschluss markiert einen Wendepunkt im Organhaftungsrecht<sup>1</sup>. Es mag sein, dass er so wirkungsmächtig wird wie das ARAG-Urteil des Bundesgerichtshofs<sup>2</sup>, aber etwas Berechtigtes hat auch der Vergleich zu dem konzernrechtlichen *Video*-Urteil: Auf den in BGHZ 115, 187 zu lesenden Satz, der geschäftsführende Mehrheitsgesellschafter haften persönlich, „wenn er sich noch anderweit unternehmerisch betätigt“, folgte eine Phase gerichtlicher Korrekturen und großer Verunsicherung<sup>3</sup>. Der Beitrag soll daran erinnern, wie jurisprudentielle Fortbildung das Recht oft zuerst unkontrolliert und zu stark ausweitet. Das gilt in besonderem Maße für den zu besprechenden Beschluss.

### **2. Zum Sachverhalt**

Es handelt sich um ein Verfahren zur gerichtlichen Bestellung eines Sonderprüfers nach § 142 Abs. 2 AktG bei der *IKB Deutsche Industriebank AG*. Die wirtschaftliche Lage der Mittelstandsbank war während des Niedergangs des amerikanischen Immobilienmarktes im Sommer 2007 unhaltbar geworden. Die Vorgeschichte beginnt im Jahr 2001: Als die EU-Kommission in der Gewährträgerhaftung eine Subvention des öffentlichen Bankensektors erkannte und diese untersagte, begann in diesem Sektor eine unheilvolle Renditesuche. Es bot sich scheinbar ein „Kreditersatzgeschäft“ an, das schlicht darin bestand, Milliarden und Milliarden in hoch, etwa mit 7% oder 6%, verzinste U.S.-amerikanische *subprime*-Papiere zu investieren, und durch Ausgabe kurzlaufender Wertpapiere zum Niedrigzins von 4% bis 1,5% zu refinanzieren. Die halbstaatliche *IKB* nahm sich das zum Vorbild. Wie bei mancher Landesbank begann bei der grundsoliden „Deutschen Industriebank“ ein stiller Umbau zu einer weltweit tätigen Kapitalanlagebank. Dieser Umbau vollzog sich im Ausland mit Hilfe von *conduits* – übersetzt: „Rohrleitungen“ – genannten Anlagevehikeln, fern von strengen Steuer- und Aufsichtsvorgaben. Aufbau und Organisation erinnern mehr an waghalsige Steuersparkonstrukte als an ein seriöses Geschäft: Ein solches Vehikel war die *Rhineland*

---

\* Dr. Tim Florstedt ist wissenschaftlicher Assistent und Habilitand am Institute for Law and Finance bei Prof. Dr. Theodor Baums.

<sup>1</sup> OLG Düsseldorf, Beschl. v. 9.12.2009 – I-6 W 45/09, ZIP 2010, 28.

<sup>2</sup> BGHZ 135, 244, 253 = NJW 1997, 1926, 1928 – ARAG/Garmenbeck.

<sup>3</sup> BGHZ 115, 187 = NJW 1991, 3142; dazu statt aller Karsten Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., § 39 III 4, S. 1232 ff.

*Funding Capital Corp. LLC* mit Sitz in Delaware<sup>4</sup>, die im Besitz einer gemeinnützigen Stiftung war und ein Eigenkapital von 500 US-Dollar (!) hatte<sup>5</sup>. Ihre Gewinne wurden durch „Beratungshonorare“ und „Gebühren“ von der *IKB*, ab Dezember 2006 von ihrer Tochter *IKB CAM* abgeschöpft<sup>6</sup>. Stets trug die *IKB* letztlich die in den Vehikeln schlummernden Risiken: Die *conduits* finanzierten sich kurzatmig am Eurobondmarkt. In kurzen Abständen wurden *commercial papers* emittiert. Die mit diesem Finanzierungsmodell verbundenen Liquiditäts- und Absatzrisiken wurden durch Kreditzusagen der *IKB* in zweistelliger Milliardenhöhe gedeckt<sup>7</sup>.

Es lohnt, den Zweck dieses auf „Rohrleitungen“ ruhenden Umgehungsgebäudes nachzuvollziehen: Nach deutschem und internationalem Bilanzrecht waren die Kreditzusagen bei der *IKB* nicht zu passivieren, da eine Inanspruchnahme nicht überwiegend wahrscheinlich war; als bilanziell vertretbar galt es, die (einer Stiftung gehörenden) *conduits* bei der *IKB* nicht zu konsolidieren, da die *IKB* weder eine „Stimm-“ noch eine „Risikomehrheit“ hatte<sup>8</sup>. Nach dem bankaufsichtrechtlichen Grundsatz I waren nur außerbilanzielle Kreditzusagen mit einer „Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr“ mit Eigenkapital zu unterlegen<sup>9</sup>. Nun hatten *subprime* Papiere eine zehnjährige oder längere Laufzeit. Wieso die Kreditzusagen der *IKB* an die *Rhineland Funding* dennoch „unterjährig“ gewesen sein sollen, erfährt man im *IKB*-Geschäftsbericht von 2007: die Zusagen würden „nur im Falle von kurzfristigen Liquiditätsengpässen“ von den *conduits* in Anspruch genommen<sup>10</sup>. Nach der SolvV sind auch unterjährige Zusagen mit Eigenkapital zu unterlegen, aber eine Übergangsregel erlaubte ein Verfahren nach dem alten Grundsatz I bis zum 1.1.2008<sup>11</sup>. Man liest in der Literatur zur Bankenkrise »auch Basel II hat versagt«<sup>12</sup> – aber Basel II hätte die *IKB* geradezu gerettet.

Die Zweckgesellschaften der *IKB* wurden also nicht konsolidiert, die Kreditzusagen nicht passiviert und nicht mit Eigenkapital unterlegt; Rückstellungen wurden nicht gebildet. Als Mitte 2007 der Niedergang des *subprime*-Marktes begann, hatte die *IKB* einen Bestand von 24,7 Mrd. an strukturierten Kapitalmarktpapieren angehäuft. Durch den Zusammenbruch des Interbankenhandels war es den *conduits* nicht mehr möglich, sich durch Vergabe von *ABCP*-Papieren zu finanzieren. Und als sich abzeichnete, dass die *IKB* aus den Kreditzusagen dauerhaft in Anspruch genommen würde, verlängerten Gläubiger der *IKB* die Kredite nicht. Mit den Stimmen der staatlichen *KfW*, der Mehrheitsaktionärin, wurde 2008 beschlossen, das Geschehene durch einen Sonderprüfer untersuchen zu lassen, der aber am 23. Mai 2009 von einer außerordentlichen Versammlung abberufen wurde. Der Prüfer stellte die fast vollendete Arbeit ein und rechnete einen siebenstelligen Betrag ab. Dieses sprunghafte Verhalten beruhte nicht auf besserer Einsicht, sondern dem Willen der *Lone Star Gruppe*, die den Anteil der *KfW* übernommen hatte. Auf Antrag dreier Aktionäre, welche zusammen das Quorum erreichten, hat das Landgericht Düsseldorf den Sonderprüfer nach § 142 Abs. 2 AktG wieder

---

<sup>4</sup> Geänderter *IKB*-Geschäftsbericht 2006/2007, S. 12.

<sup>5</sup> S. den geänderten *IKB*-Geschäftsbericht 2006/2007, S. 12, ferner FAZ v. 31.07.2007, S. 14.

<sup>6</sup> Geänderter *IKB*-Geschäftsbericht 2006/2007, S. 12. Näher zur *IKB CAM* auf S. 5. In einem Artikel in FAZ v. 31.07.2007, S. 14 wird das Beratungshonorar von der *Rhineland Funding Capital Corp.* auf 54 Millionen EURO beziffert.

<sup>7</sup> Geänderter Geschäftsbericht 2006/2007, S. 13. Diese Kreditlinien der *IKB* verschafften den *conduits* erst das für ihre Refinanzierung erforderliche gute Rating.

<sup>8</sup> Näher Hoffmann/Lüdenbach, DB 2007, 2213, 2217 ff.

<sup>9</sup> § 8 des Grundsatzes I, Grundsätze über Eigenkapital und Liquidität, Bekanntmachung 1/69 des Bundesaufsichtsamtes, BAnz. Nr. 17 vom 25.1.1969 in der jew. geltenden Fassung.

<sup>10</sup> *IKB*-Geschäftsbericht 2006/2007, S. 198.

<sup>11</sup> § 399 Abs. 9 SolvV.

<sup>12</sup> Statt aller Sinn, *Kasino-Kapitalismus*, 2. Aufl., 2009, S. 155 ff.

eingesetzt. Die dagegen gerichtete Beschwerde wurde nunmehr durch den VI. Senat des OLG zurückgewiesen<sup>13</sup>.

### 3. Zum Maßstab und Inhalt der gerichtlichen Prüfung

Man darf von dem Beschluss nicht zu viel erwarten: Der Senat hatte nach § 142 Abs. 2 AktG nur den Verdacht von „Unredlichkeiten“ oder „groben Verletzungen von Gesetz oder Satzung“ zu prüfen. Weil dem Senat die Innenansicht der *IKB* verschlossen ist, konnte das interne Kontrollversagen, das Nichtbeachten von Warnzeichen oder Einhalten des bankaufsichtsrechtlichen Pflichtenregimes kaum untersucht werden. Auch ob das Umgehungsgebäude wirklich auf genialischer Eingebung eines namenlosen Investmentbankers beruht oder ein beinahe naiver Versuch einer Gesetzesumgehung ist, wird mit keinem Wort erwähnt. Man bedenke, dass die *conduit*-Konstruktion auf schlichtem »Gewinnabsaugen« und einer Art Besicherung von Drittkrediten beruht. Beides sind Umgehungsmomente, die eine vom Scheitern des Umgehungsversuchs gekennzeichnete Tradition haben. Auch die künstliche und historisch falsche Annahme, die Kreditzusagen der *IKB* seien für kurzfristige Marktengpässe vorgesehen und wegen ihrer „temporären Marktausgleichsfunktion“ unterjährig<sup>14</sup>, bedarf der Überprüfung<sup>15</sup>. Die Beschlussanmerkung hat all das zurück zu stellen, denn der Senat trifft eine andere Themenauswahl und hebt hervor: (1) eine Verletzung des statutarischen Unternehmensgegenstandes, (2) ein blindes Vertrauen auf Ratings, (3) die Übernahme übergroßer Risiken, (4) Fehler beim Risikomanagement, (5) ein Kontrollversagen des Aufsichtsrats. Die Anmerkung orientiert sich an dieser Auswahl.

## II. Statutarische Schranken strategischer Entscheidungen oder: Ist die *IKB* eigentlich eine Mittelstands- oder eine Kapitalanlagebank?

Der Beschluss wird der Praxis bewusst machen, wie sehr die Vorstandsbefugnisse im Bereich strategischer Entscheidung begrenzt sind. Bereits im August 2009 hatte der Verfassungsgerichtshof des Freistaates Sachsen festgestellt, dass die Erweiterung der Kreditlinien zugunsten der *Ormond Quay Funding plc.* – einer „Rohrleitung“ der *SachsenLB* – die Rechte des Sächsischen Landtages verletze<sup>16</sup>. Nach Ansicht des OLG Düsseldorf ist auch der *IKB* das Engagement im *subprime* Markt im Ansatz verboten, und zwar kraft einer Satzungsvorgabe. § 2 Abs. 1 der Satzung bestimmt, dass „Gegenstand des Unternehmens die Förderung der gewerblichen Wirtschaft“, und zwar *bevorzugt* des Mittelstandes ist. Nach § 2 Abs. 2 der *IKB*-Satzung können aber „Bankgeschäfte aller Art“ getätigt werden. Wie ist das zu verstehen, wie verhalten sich diese Absätze zueinander: Sind sie *hierarchisch* geordnet? Dann bestimmt Abs. 1 das obere Ziel, die gewerbliche Wirtschaft zu fördern, und die „Bankgeschäfte aller Art“ haben diesem Zweck zu dienen. Oder stehen die Absätze *gleichrangig* nebeneinander? Dann ermöglicht die Erlaubnis zu „Bankgeschäften aller Art“ vielleicht geradezu, ein zweites, nicht näher konturiertes Geschäftsfeld aufzubauen. Für einen solchen Gleichrang spricht der Vergleich zu Abs. 3, der – im Gegensatz zu Abs. 2 – etwa dem Anteilserwerb ausdrücklich eine dienende Funktion zuweist. Die Absätze lauten:

„(2) Die Gesellschaft kann Bankgeschäfte aller Art betreiben und Finanzdienstleistungen aller Art erbringen.

<sup>13</sup> Der Beschluss ist rechtskräftig, vgl. auch den Folgebeschluss des OLG Düsseldorf vom 4.2.2010, I-6 W 45/09.

<sup>14</sup> *IKB*-Geschäftsbericht 2005/2006, S. 119.

<sup>15</sup> Eine Ansicht, welche die Aufsichtsbehörden Deutschlands offenbar nicht beanstandet haben, und der sich nur die Behörden Spaniens und Italiens widersetzt haben, siehe Sinn, a.a.O. (Fn. 12), S. 170. Näher unter III.

<sup>16</sup> Sächs. Verfassungsgerichtshof, v. 28.8.2009 – Vf. 41-I-08.

(3) Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen. Sie kann ihre Geschäftstätigkeit ganz oder teilweise durch Tochter-, Beteiligungs- und Gemeinschaftsunternehmen verwirklichen und zu diesem Zweck im In- und Ausland andere Unternehmen gründen, erwerben und sich an solchen beteiligen.“

Der Satzungstext ist entgegen dem OLG Düsseldorf also durchaus ambivalent. Selbst der frühere, bis September 2006 geltende Text ist nicht so eindeutig, wie der Senat meint, denn wenn die *IKB* ihr Verhalten „dem Geschäftszweck“ unterzuordnen hat, folgt daraus nicht, dass nur der erste Absatz diesen Zweck bestimmen würde<sup>17</sup>.

Das Auslegungsergebnis des OLG Düsseldorf überzeugt aus anderen Gründen: Das Gebot in § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG, den Unternehmensgegenstand konkret zu benennen, soll nach dem Willen des Gesetzgebers von 1965 die Investition der Aktionäre, mittelbar Beteiligten und Kreditgeber auf eine informierte Grundlage stellen<sup>18</sup>. Allgemein lässt man den Universalbanken die – scheinbar gebotswidrig – leeren Wendungen wie „Bankgeschäfte aller Art“ zwar durchgehen<sup>19</sup>; aber bei § 2 Abs. 2 der Satzung der *IKB* liegt es doch etwas anders: Ein undeutlicher Generalvorbehalt würde dem Vorstand erlauben, das benannte industriebezogene Geschäftsfeld zugunsten einer geheimen Schattentätigkeit zu entwerten<sup>20</sup>. Und das widerspricht ganz offenbar dem Sinngehalt des Gebots in § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG. Entscheidend aber ist anderes: Handelsregister oder Registerakten sind legitime Auslegungsstützen, werden aber schwerlich das stille Geschäftsfeld erkennen lassen. Und soweit Gerichte korporative Satzungsklauseln mit Hilfe satzungsferner, aber bekannter Umstände interpretieren<sup>21</sup>, wird dies bei der *IKB* gerade für das Textverständnis des Senats sprechen: Denn bekannt ist die *IKB* als traditionsreiche Industriebank des Wiederaufbaus, als Spezialbank mit staatlichem Förderauftrag, die über die Jahrzehnte an der renditeschwachen Industriefinanzierung festhielt – das junge und verhängnisvolle Anlagefeld wurde doch geradezu gezielt im Verborgenen gehalten<sup>22</sup>.

### III. Informiertes Entscheiden und unkritisches Vertrauen auf Ratings

Als eine Krisenursache gilt das blinde Vertrauen auf die Bestnoten, welche die Ratingagenturen selbst den faulen Papieren scheinbar bereitwillig gaben. Das ironische Wort »Finanzalchemie« steht für das Phänomen, wie die ehemals seltene Bestnote AAA bei den

---

<sup>17</sup> In der Fassung zwischen 2001 und September 2006 hieß es:

„(2) Außerdem kann die Gesellschaft sonstige Finanzierungen im In- und Ausland übernehmen oder sich an solchen beteiligen, Grundstücke erwerben, verwalten und veräußern, sich an anderen Unternehmen beteiligen und solche Unternehmen gründen oder erwerben sowie Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten. (3) Soweit gesetzlich zulässig, darf die Gesellschaft alle Geschäfte und Maßnahmen durchführen, die geeignet sind, den Geschäftszweck zu fördern. Die Gesellschaft ist berechtigt, ihre Geschäftstätigkeit auch durch Tochter-, Beteiligungs- und Gemeinschaftsunternehmen zu verwirklichen sowie Unternehmens- und Kooperationsverträge abzuschließen.“

<sup>18</sup> Es gilt mit ganz vorherrschender Ansicht für alle Aktiengesellschaften.

Der bei Kropff, Aktiengesetz mit Begründung des Regierungsentwurfs, 1965, S. 43 nachgezeichnete Schutzzweck gebietet keine Begrenzung auf Industrieunternehmen; statt vieler Barz, AG 1966, S. 39 f.; GroßkommAktG/Röhricht, 3. Aufl. 1997, § 23 RdNr. 107; anders John, Die Definition des Unternehmensgegenstandes in den Satzungen der Kapitalgesellschaften, 1994, S. 90 f.

<sup>19</sup> GroßkommAktG/Röhricht, a.a.O. (Fn. 18), § 23 RdNr. 112; MünchKommAktG/Pentz, 3. Aufl. 2008, § 23 RdNr. 80; KölnKommAktG/Arnold, 3. Aufl. 2010, § 23 RdNr. 87.

<sup>20</sup> Dazu, dass dieses Geschäftsfeld im Lagebericht nicht hinreichend erklärt wurde, siehe unter VI.

<sup>21</sup> BGHZ 63, 282, 290; 123, 347, 350; Überblick bei Koch, Diversifizierung und Vorstandskompetenzen, 2001, S. 155 f.

<sup>22</sup> Siehe dazu etwa die Darstellung, wie die *IKB* an ihrem Geschäftsfeld in den 1990er-Jahren festhielt, Henkel, Die Abwacker, 2009, S. 103 einerseits und zu den verzerrenden Darstellungen zu dem geheimen Geschäftsfeld noch unter VI. zum anderen. Fallübergreifend zu dem Problem s. Rudolph, zfbf (60), 2008, 713, 735.

strukturierten Papieren geradezu inflationär vergeben wurde. Die Ratingagenturen begleiteten diesen „Produktionsprozess“ beratend, und dieses Beratungsfeld wurde mehr und mehr zur Hauptquelle ihrer Einnahmen<sup>23</sup>. Eine europäische Verordnung vom 16. September 2009 versucht nun, den wichtigsten Schwächen im privatwirtschaftlichen Ratingwesen abzuwehren<sup>24</sup>. Im Recht der Organhaftung ist eine unkritische Anlehnung an die Ratings, also an fremde Ansichten mehrfach relevant: uninformiertes Handeln kann *per se* sorgfaltswidrig sein, es kann das Privileg des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG ausschließen und im Bereich der Legalitätsbindung gegen bankaufsichtsrechtliche Vorgaben verstoßen<sup>25</sup>. Rückblickend meint das OLG Düsseldorf nun, es „liegt auf der Hand, dass Ratingagenturen (...), nicht wirklich objektiv beurteilen“; sie bewerteten in einem „erkennbaren Interessenkonflikt“, schlössen verdächtigweise jede Gewähr aus und hätten mit strukturierten Papieren unzureichende Erfahrung gehabt<sup>26</sup>. Aber ist das nicht ein Rückschaufehler? Der Vorstand schuldet kein Übermaß an Vorsicht, er muss nur annehmen dürfen, die Informationsgrundlage mit der verkehrüblichen Sorgfalt ermittelt zu haben<sup>27</sup>. Wie sehr der Verkehr auf die Bonitätsurteile vertraute, zeigt sich

- an einer aufsichtsrechtlichen Prüfungswirklichkeit, welche ein starkes Vertrauen auf Ratings ganz allgemein nicht unterband, sondern teilte, und zwar in beinahe – anders: Spanien – allen Industrieländern; die Prüfungen bei der *IKB* durch die BaFin und den Prüfungsverband deutscher Banken machten gerade keine Ausnahme<sup>28</sup>;
- in den Erläuterungen der BaFin, „die ausschließliche Verwendung externer Quellen im Rahmen der Kreditentscheidung“ für möglich hielt<sup>29</sup>;
- bei der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken<sup>30</sup>, der Europäischen Bankenrichtlinie<sup>31</sup> und der Solvabilitätsverordnung<sup>32</sup>, die doch gerade die Verwendung externer Ratings *als allein maßgebliches Bonitätsurteil* zu verwenden erlaubten;
- nicht zuletzt in Markanalysen, etwa der CESR, die 2005 ausführt „the market has come to heavily rely on credit ratings“ und dies auf die zunehmende Verkomplizierung der Produkte zurückführt<sup>33</sup>.

<sup>23</sup> Rotemberg, *Suprime Meltdown: American Housing and Global Financial Turmoil*, Boston 2008, S. 6.

<sup>24</sup> Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 1, berichtigt in ABl. L 350 v. 29.12.2009, S. 59; Überblick dazu bei Weber, NJW 2010, 274, 275.

<sup>25</sup> Goette, FS 50 Jahre BGH, S. 123, 140 f.; Kinzl, DB 2004, 1653, 1654; MünchKomm/Spindler, AktG, 3. Aufl. 2008, § 93 RdNr. 47; GroßKommAktG/Hopt-M. Roth, 4. Aufl., 2006 (Nachtrag zu § 93), § 93 Abs. 1 S. 2, RdNr. 47; Zu anderen Rechtsformen s. BGH NZG 2008, 751, 752 (GmbH), BGH NZG 2009, 117 (Genossenschaft). Zu § 18 KWG unlängst BGH ZIP 2009, 1854.

<sup>26</sup> OLG Düsseldorf, ZIP 2010, 28, 32.

<sup>27</sup> Begr.RegE zum UMAG, BT-Drucks. 15/5092, S. 11; Thümmel, *Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten*, 2008, RdNr. 197; siehe aber Ulmer, DB 2004, 859f.

<sup>28</sup> Weder bei den Routineprüfungen der *IKB* Ende 2005 durch die BaFin nach § 44 KWG noch Mitte 2006 durch den Prüfungsverband deutscher Banken wurden Liquiditätsrisiken oder Mängel beim Risikomanagement als wesentlich erkannt, obwohl gerade auch das ausländische Kreditersatzgeschäft geprüft wurde, vgl. die Rede von Hartmann bei der Hauptversammlung 2008, abrufbar unter [www.ikb.de](http://www.ikb.de), Stand März 2010.

<sup>29</sup> BaFin, Erläuterungen zu MaRisk BTO 1.2. Tz. 3 in der Fassung vom 20.12.2005, mit der Einschränkung: „soweit auf ihrer Grundlage eine sachgerechte Beurteilung der Risiken möglich ist“. Es wird also nicht legitimiert, dass die Bank auf eigene Einschätzung des Adressenausfallrisikos verzichtet; siehe dazu Hannemann/Schneider/Hanenberg, *MaRisk*, 2. Aufl. S. 396. Vgl. auch OLG Frankfurt, Urteil v. 12.12.2007 – 17 U 111/07, nach dem die MaK in einer Übergangsphase noch keinen Marktstandard widerspiegeln.

<sup>30</sup> Art. 18 Abs. 1 der ESZB-Satzung, siehe auch Kapitel 6.3.2 der Allgemeinen Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems.

<sup>31</sup> Richtlinie 2006/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.07.2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute.

<sup>32</sup> §§ 52 Abs. 1 S. 1, 53 SolvV.

<sup>33</sup> CESR, *The role of credit rating agencies in structured finance*, February 2008, S. 38, 48.

Schon das zeigt: Das Phänomen der starken und unmäßigen Anlehnung an Ratings ist vielschichtig. Pauschalurteile werden dem nicht gerecht: „Sollten die Ratings der Agenturen zur allein maßgeblichen Informationsquelle für Anlageentscheidungen erhoben worden sein, stellt dies einen *erheblichen Verstoß* gegen die Pflicht des Vorstands dar, alle verfügbaren Erkenntnisquellen auszuschöpfen“<sup>34</sup>. Das ist entweder eine Trivialität oder es geht viel zu weit. *Trivial* wäre der Hinweis, dass jeder Leitungsentscheidung ein eigenes, nicht rein fremdbestimmtes Meinungsbild zu Grunde liegen muss<sup>35</sup>; die Frage lautet sinnvollerweise, in welchem Umfang die fremden Urteile die eigenen Analyseprozesse ersetzen durften. *Zu weit* ginge es, jeden „maßgeblich“ am Rating orientierten Ankauf – von Unternehmens- und Staatsanleihen; Versicherungen? – ungeachtet des Kaufvolumens (?) als erheblichen, eine Sonderprüfung rechtfertigenden Pflichtenbruch zu brandmarken.

Eine Problemannäherung sollte bei einer inhaltlichen und zeitlichen Abschichtung beginnen: *Inhaltlich* gehörte zu einem Mindestmaß an Eigenbewertung, die einem ständigen Wandel unterworfenen, von Agentur zu Agentur etwas verschiedenen Methoden, Modelle und Grundannahmen nachzuvollziehen<sup>36</sup>. Man wird von der sorgfältigen *investor due diligence* auch die Erkenntnis erwarten, dass die Ratingvolatilität bei strukturierten Papieren größer als bei traditionellen Verfahren war: Es war öffentlich bekannt, dass die Bewertungsergebnisse bei CDO-Papieren weniger verlässlich waren als bei Anleihen oder Versicherungen<sup>37</sup>. Vor allem aber kann ein Geschäftsleiter ein Bonitätsurteil nur dazu heranziehen, wozu es eine Aussage macht: Es ist nicht mehr als eine Prognose über Verluste und Ausfälle und darf nicht für eine Empfehlung gehalten werden. Soweit das Urteil Marktentwicklungen und -gefahren, vor allem aber Korrelationsrisiken ausblendet, mussten Eigenanalysen erstellt werden. Damit ist der wichtigste Punkt erreicht: In finanzmathematischen Modellen rechneten alle Agenturen vor, wie die einzelnen Ausfallrisiken einander gewissermaßen glücklich ausglich. Grundannahme war, die Risiken seien voneinander unabhängig. Der Zusammenbruch des amerikanischen Immobilienmarktes, eines der Hauptrisiken, wurde nicht in Betracht gezogen und damit den Käufern zu beurteilen überlassen<sup>38</sup>.

Diese inhaltlichen Anforderungen stehen in einem zeitlichen Bezugsrahmen: In einer Frühphase von 2001 bis etwa 2004 wurden noch vergleichsweise geringe Summen investiert, allgemein stieg der Anteil an Krediten mit geringer Bonität bei den Produkten langsam, ab 2004 aber stark an<sup>39</sup>; ab 2004/2005 nahm die Transparenz der Papiere ab, es wurden Bestandteile von zweifelhafter Güte, auch Verbraucherkredite beigemischt. Gleichzeitig vertraute der Verkehr offenbar mehr und mehr auf die Ratings<sup>40</sup>. Immerhin hatten die Investoren, auch die *IKB*, inzwischen eigene Erfahrungen mit ihren Portfolios gesammelt. Ab 2006 mehrten sich warnende Vorzeichen: Im Frühjahr wiesen Analysten und Ratingagenturen auf Risiken des amerikanischen Immobilienmarkts hin<sup>41</sup>; die Leitzinsen wurden sukzessiv auf

---

<sup>34</sup> OLG Düsseldorf, ZIP 2010, 28, 32. Hier wirken die hohen Anforderungen des § 142 AktG offenbar auf den Sachverhalt zurück.

<sup>35</sup> Bei Einholung fremder Expertise muss der Vorstand den Rat, das Gutachten oder die Analyse stets nachvollziehen und auf seine Plausibilität hin prüfen, vgl. BGH NJW 2007, 2118, 2120.

<sup>36</sup> S. Committee of the Global Financial System, The role of ratings in structured finance, January 2005, S. 19.

<sup>37</sup> S. bereits Banca d'Italia Credit Ratings Transition in Structured Finance, Dezember 2004, S. 22.

<sup>38</sup> Beispielhafte Verdeutlichung bei Sinn, a.a.O. (Fn. 12), S. 149 in Fn. 7.

<sup>39</sup> Vgl. Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual, online einzusehen unter [www.imfpubs.com](http://www.imfpubs.com).

<sup>40</sup> S.o. Fn. 33.

<sup>41</sup> Ein amerikanischer Analyst der Deutschen Bank AG warnte bereits im Januar 2006 eindringlich vor dem Einbruch der Immobilienpreise und rettete seiner Bank in der Folge Milliarden, der Artikel v. 6.12.2007 ist online verfügbar unter <http://www.spiegel.de>, abgerufen Anfang März 2010.



5,25% im Juni 2006 erhöht. Die Kreditausfälle stiegen im Herbst 2006 deutlich, und vor weiteren Ausfällen wurde in der Fachpresse gewarnt. Viel zu spät, und zwar im Sommer 2007, wurden die Bonitätsurteile endlich korrigiert<sup>42</sup>.

Daraus folgt: Ob das Vertrauen auf fremde Urteile zu weit ging, ist zunächst in der Zeit *und* im Abgleich mit den internen Analysen und Erfahrungen zu beurteilen<sup>43</sup>. Wo die Ratings keine Aussage gemacht haben, konnten sie Eigenanalysen schon im Ansatz nicht ersetzen. Im Übrigen muss für die ersten Ankäufe 2001 und die Investitionen, welche das Vehikel *Rhinebridge* mit Rückendeckung des ganzen Vorstandes offenbar noch am 27. Juni 2007, dem Vortag des Krisenbeginns einging, keinesfalls gleiches gelten<sup>44</sup>. Der zeitliche Ablauf ist nicht linear. Es gibt zwei Knicke, die das Maß an Eigenanalysen hätten beeinflussen müssen: Erstens nach den deutlichen Warnzeichen vor einer Immobilienkrise ab Herbst 2006<sup>45</sup>. Zweitens – und damit nicht gleichzusetzen – wegen des Zusammenbruchs der *Northern Rock* im Frühjahr 2007; spätestens ab diesem Punkt ließen sich die Adressaten- und Liquiditätsrisiken des Refinanzierungsmodells nicht derart verharmlosen<sup>46</sup>, wie es im IKB-Lagebericht 2006 noch geschehen ist<sup>47</sup>.

Nicht ausreichend sind jedenfalls pauschale Verweise des Senats auf oligopolistische Marktaufteilung, Regulierungsdefizit oder Interessenkonflikte im Ratingwesen. Das Zitat *Warren Buffets* ist bestenfalls als Koloration, nicht als Beweis brauchbar<sup>48</sup>.

#### **IV. Verbotene „existentielle Risiken“ oder: Wie weit reicht die Bestandsverantwortung des Vorstandes?**

»Kein Vorstand handelt sorgfältig, wenn er Risiken für sein Unternehmen eingeht, die, wenn sie sich verwirklichen, zum Untergang des Unternehmens führen.«<sup>49</sup> Das ist keine pleonastische Phrase, sondern eine gefahrenvolle Ausweitung der Kontrolle unternehmerischen Ermessens. Nach der *Business Judgement Rule* amerikanischer Prägung ist ohne Belang, ob das Handeln »töricht«, »einfältig« oder »leichtfertig« war oder ob übernommene Risiken zu »groß« oder »außer Verhältnis« waren, solange es Dritten vermittelbar bleibt, also einem *rational business purpose test* Stand hält<sup>50</sup>. Aber in Deutschland wurde der Akzent zwischen solch bloß-prozeduraler und echt-inhaltlicher Kontrolle stets anders gesetzt: Unternehmerisches Ermessen ende, wenn die Bereitschaft zum

---

<sup>42</sup> Schön/Cortes, IRZ 2009, 11 m.N.

<sup>43</sup> Dass auf dieser Prüfung ein ganz entscheidendes Gewicht liegen dürfte, zeigt sich exemplarisch an zwei Vorgängen: Erstens hat die Konzernrevision der *IKB* schon Anfang 2004 vor Risiken aus Beratungsleistungen bestimmter Finanzanlagen im Immobilienmarkt eindringlich gewarnt. Der Entwurf wurde dem Vorstand vorgelegt und aus nicht ganz geklärten Umständen zurückgezogen; zweitens schied ein Mitbegründer der *Rhineland Funding* 2006 aus, weil er die Risikoeinschätzung des Vorstandes nicht teilte, vgl. den Bericht über die Hauptversammlung, abrufbar unter [www.ikb.de](http://www.ikb.de), Stand März 2010.

<sup>44</sup> Bericht über die Hauptversammlung 2008, abrufbar unter [www.ikb.de](http://www.ikb.de), Stand März 2010.

<sup>45</sup> Im Herbst 2006 haben gängige Journals die zu erwartenden Ausfälle in den Leitartikeln eindringlich beschrieben, s. nur *Business Week* v. 11. September 2006.

<sup>46</sup> Zu Liquiditätsrisiken wie hier Kirkpatrick für die OECD, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, Working Paper, 2009, S. 10, verfügbar unter [www.oecd.org](http://www.oecd.org), Stand März 2010.

<sup>47</sup> IKB-Geschäftsbericht 2005/2006, S. 119.

<sup>48</sup> OLG Düsseldorf, ZIP 2010, 28, 32. Zitat nach Sinn, a.a.O. (Fn. 12), S. 138, der in diesem Zusammenhang den Vorständen der deutschen Banken attestiert, dass sie „offenbar nicht wussten, was sie taten“, S. 141.

<sup>49</sup> OLG Düsseldorf, ZIP 2010, 28; 32, offenbar im Anschluss an Lutter, ZIP 2009, 197, 199.

<sup>50</sup> Zu diesem Test siehe etwa Abeltschauer, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, 1998, S. 132 f. Dass es sich dabei nicht um eine Leerformel handelt, die durch eine echte Inhaltskontrolle ausgefüllt wird, hat Paefgen, AG 2004, 245, 255 gezeigt. Ganz ähnlich auch noch Henze für das dt. Recht: „wenn das Handeln schlechterdings nicht zu rechtfertigen ist und ein verantwortungsbewusst denkender und handelnder Kaufmann zu ihrer Durchführung zu keiner Zeit bereit wäre“, vgl. BB 2000, 209, 215; ders., BB 2001, 53, 57. S. ferner M. Roth, BB 2004, 1066, 1068 und zuletzt Schnieders, *Haftungsfreiräume für unternehmerische Entscheidungen in Deutschland und Italien*, 2009, S. 96f.

Eingehen unternehmerischer Risiken „in unverantwortlicher Weise überspannt“ werde<sup>51</sup>. Dieser Topos »Verantwortung«, der ersichtlich kein subsumtionsfähiges Begriffsinneres hat, lebt durch seine Kasuistik: Verschwendung, Nichtergreifen zwingender Chancen, völlig unrealistische Prognose, übertriebener sozialer Aufwand, krasse Organisations- oder Kontrollmängel – dies waren bislang die Paradigmen unverantwortlichen Handelns<sup>52</sup>. Der Beschluss ergänzt nunmehr diese Reihe um die Kategorie der Bestandsgefährdung. Die Annahme, ein Geschäftsleiter dürfe existenzbedrohende Risiken nicht übernehmen, geht zurück auf *Mertens*<sup>53</sup>; sie ist oft angenommen<sup>54</sup>, oft aber auch abgelehnt worden<sup>55</sup>. Die bisweilen als Beleg angeführten Judikate tragen ein so weit gehendes Verbot jedenfalls nicht<sup>56</sup>. Das OLG Düsseldorf ergänzt seinen Standpunkt zum einen durch den Hinweis auf das Gebot, „Klumpenrisiken“ zu vermeiden, zum anderen durch einzelfallbezogene Betrachtung. Prüfen wir dies genauer!

## 1. Wider das Verbot von Konzentrationsrisiken

Der Vorstand habe, ist zu lesen, u.a. ein „Klumpenrisiko, d. h. die Häufung ähnlicher Ausfallrisiken, in Höhe mehrerer Milliarden €übernommen. Die hinreichende Diversifikation des Kreditportfolios und damit insbesondere die Vermeidung von Klumpenrisiken gehört aber zu den Grundsätzen des sorgfältigen Bankmanagements (...). Bei dem Inhalt der Papiere ging es um Hypotheken- und Konsumentenkredite gegenüber einer großen Zahl unbekannter Schuldner. Die Gefahr etwaiger Ausfälle war daher gleich. Genau dem will das Gebot, Klumpenrisiken zu vermeiden, entgegenwirken.“<sup>57</sup> – Das suggestive Wort »Klumpenrisiko« hat Konjunktur: Im juristischen Diskurs um das *cash pooling* sahen viele in der konzentrierten, klumpigen Ausfallgefahr (bezogen auf nur einen Gesellschafter) das wahre Ordnungsproblem; auch mit dem Ankauf riesiger Bestände von *subprime*-Kapitalmarktpapieren wurde es durch *Lutter*<sup>58</sup> und andere<sup>59</sup> in Verbindung gebracht.

Zwar gibt es gebietsübergreifend eine Reihe singulärer Vorschriften zu konzentrierten Risiken: Im bankaufsichtsrechtlichen Vordergrund steht das Gebot der Zerfällung von

---

<sup>51</sup> BGHZ 135, 244, 253 = NJW 1997, 1926, 1928 – ARAG/Garmenbeck.

<sup>52</sup> Die Kasuistik ist dargestellt bei M. Roth, *Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands*, 2001, S. 108 ff.

<sup>53</sup> KölnKommAktG/Mertens, 2. Aufl., 1988, § 93 RdNr. 48, 49. Bei Mertens ist das Verbot Teil eines Gesamtkonzeptes, das den Vorstand zum Erhalt des Bestands des Unternehmens verpflichtete. Die Erhaltung des Unternehmens diene gesamtwirtschaftlichen Interessen, vgl. KölnKommAktG/Mertens, a.a.O., § 95 RdNr. 10; ferner Raisch, *Festschrift Hefermehl*, 1976, S. 347.

<sup>54</sup> Lutter, *Festschrift 50 Jahre BGH*, 2000, S. 321, 334; ders., ZIP 2009, 197, 199 aus dem der Senat offenbar zitiert. Siehe ferner Hopt, in: *Großkomm. z. AktG*, 4. Aufl., 1999, § 93 RdNr. 82; Spindler/Stilz/Fleischer, *AktG*, 2007, § 93 RdNr. 75; MünchKomm/Spindler, *AktG*, 3. Aufl., 2008, § 93 RdNr. 25; Wiesner, in: *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Bd 4, AG, 3. Aufl., 2007, § 25 RdNr. 8; J. Semler, *Festschrift Ulmer*, 2003, S. 627, 635; Jungmann, *Festschrift K. Schmidt*, 2009, S. 831, 839, Fußn. 53.

<sup>55</sup> M. Roth, *Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands*, 2001, S. 108 ff.; Oltmanns, *Geschäftsleiterhaftung und unternehmerisches Ermessen*, 2001, S. 247 f.; Schlimm, *Das Geschäftsleiterermessen des Vorstands einer Aktiengesellschaft*, 2009, S. 328 f. Aus dem sonstigen Schrifttum etwa *GroßkommAktG/Hopt-M. Roth*, a.a.O. (Fn. 25), § 93 RdNr. 36; Westermann/Paefgen, *JZ* 2008, 988, 989; Bosch/Lange, *JZ* 2009, 225, 231; Böttcher, *NZG* 2009, 1047, 1049, 1050.

<sup>56</sup> Genannt werden die Urteile in BGHZ 69, 209 oder BGHZ 135, 244, 253 = NJW 1997, 1926, 1928 – ARAG/Garmenbeck, zu Nachweisen s. Lutter, ZIP 2009, 197, 199; KölnKommAktG/Mertens, a.a.O. (Fn. 53), § 93 RdNr. 48, 49; Hachenburg/Mertens, *GmbHG*, 8. Aufl., 1997, § 43 RdNr. 27. In den Urteilen geht es aber um Fallgestaltungen der Verschwendung unterschiedlicher Ausprägung. Das Moment der Bestandsgefährdung wird nicht hervorgehoben oder auch nur erwähnt. m.N. Eingehender Oltmanns, a.a.O., S. 248 ff.; ferner Redeke, ZIP 2010, 159, 161ff.

<sup>57</sup> OLG Düsseldorf, ZIP 2010, 28, 32.

<sup>58</sup> Lutter, ZIP 2009, 197, 199.

<sup>59</sup> Peltzer, *Der Aufsichtsrat*, 2009, 65; siehe noch Claussen, *DB* 2009, 999, 1003 in Fn. 39.

Großkrediten in §§ 13 ff. KWG, die allenfalls mittelbar zur Diversifikation führen, denn sie erschweren Großkredite an einzelne Schuldner, berücksichtigen aber nicht, wie die einzelnen Kreditrisiken im Portfolio miteinander korrelieren<sup>60</sup>. Auch die Kernnorm des *risk management*, § 25a KWG, erwähnt die Konzentration nicht, und die behördlichen Erläuterungen (MaK, MaRisk) sehen Präzises erst seit 2009 vor<sup>61</sup>. Wir können eine Reihe entlegener, punktueller Regeln zu Finanzkonglomeraten oder im Investmentrecht an dieser Stelle beiseite lassen<sup>62</sup>: Dass hier ein allgemeines, grundsätzliches „Gebot, Klumpenrisiken zu vermeiden“ über diesen Bruchstücken schwebt, bleibt eine ganz unbewiesene, wenig überzeugende Annahme des OLG Düsseldorf. Eine Analyse der Deutschen Bundesbank zu Konzentrationsrisiken konzediert: „Für Spezialbanken und regional tätige Kreditinstitute kann es sinnvoll sein, Kreditkonzentrationen bewusst einzugehen, um Informationsvorteile, zum Beispiel auf Grund der Ortsnähe, nutzen zu können“. Mit Blick darauf wird festgehalten, dass ein kategorisches Konzentrationsverbot weder rechtlich noch ökonomisch zu begründen ist<sup>63</sup>. Es ist vorerst festzuhalten, dass der Senat mit einer Art kategorischem Verbot operiert, das es nicht gibt<sup>64</sup>.

## 2. Konkrete und abstrakte Bestandsgefahr

Nach dem *MPS*-Urteil des BGH ist für Kredite an Gesellschafter eine Risikokonzentration erlaubt, aber die Übernahme *konkreter* Ausfallrisiken verboten<sup>65</sup>. Analog dazu ist vorgeschlagen worden, die inhaltliche Ermessenskontrolle im Recht der Geschäftsleiter dort enden zu lassen, wo das bestandsgefährdende Risiko „abstrakt“ bleibt<sup>66</sup>. Dem Richter ist dann eine Kaskade von drei Leerformeln vorgegeben: Unverantwortlich, Bestandsgefahr, Konkret-Sein – und nirgends bietet sich ihm irgendeine Subsumtionsvorgabe. Schon der Begriff »Bestandsgefahr« ist unscharf und dunkel. Wie konturenlos der Begriff des „konkreten Ausfallrisikos“ bei Krediten an Gesellschafter ist, hat *Cahn* unlängst nachgezeichnet<sup>67</sup>; und die Zeitabläufe bei der *IKB* lassen uns erahnen, wie fließend und beliebig die Grenzen zwischen der „abstrakten“ und der „konkreten“ Gefahr sind. Mehr noch: War es nicht eine

---

<sup>60</sup> Die KWG-Novelle soll die §§ 13 ff. KWG in einer Reaktion auf die Finanzmarktkrise in mehreren Details überarbeiten, BT-Drs. 16/13684, S. 40 ff.

<sup>61</sup> Rundschreiben 15/2009 (BA) der BaFin vom 14.8.2009 zu „Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk“, siehe dort u.a. AT 2.2. (wesentliche Risiken), 4.2.2., (Risikostrategie), 4.3.2.3. (stress test), BTR 1 (Adressenausfallrisiko), BTR 1.7 (Berichtspflichten). Zuvor waren in dem Rundschreiben v. 30.10.2007 (Nr. 5/2007) nur Randerwähnungen zu finden.

<sup>62</sup> In wie weit die §§ 1 Abs. 23, 13d, 64g KWG und die §§ 1, 60 ff., 73 f. InvG und weitere Einzelnormen das Ordnungsproblem der Konzentrationsrisiken regeln, haben Fleischer/Schmolke, ZHR 2009, 649, 666 ff. zusammengestellt.

<sup>63</sup> Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 2006, S. 35 und ff.

<sup>64</sup> So im Ergebnis auch Fleischer/Schmolke, ZHR 2009, 649, 676 ff., die allerdings vorschlagen, die Übernahme von „Klumpenrisiken“ unter einen Rechtfertigungszwang zu stellen: Wer entgegen „den Klugheitsregeln der Portfoliotheorie eine Risikokonzentration“ in Kauf nehme, stehe vor einem „besonderen Begründungsbedarf“, bei „Überschreiten der Schwellenwerte von 5 bzw. 10 % (§ 60 Abs. 1 InvG)“; ab einer Schwelle von 30% (§ 4 UBG) seien diese Anforderungen „höchst selten“ zu erfüllen. Rechtfertigend seien höhere Renditen oder eine Risikoübersicht, die besser als der Markt ist. Ob die Schwellenwerte des InvG oder UBG sich ins allgemeine Aktienrecht übersetzen lassen, muss hier dahinstehen. Auf das allgemeine Unternehmensrecht wird man den Denkansatz nur mit größter Vorsicht übertragen können; man denke nur an das „Klumpenrisiko“ des Autozulieferers, der vom Schicksal der wesentlichen Gegenpartei, des Autoherstellers, abhängt. Überdies erreicht ein Abstellen auf die Volumina einzelner *assets* oder Gruppen von *assets* nur eine grobe Approximation der Risiken. Im Fall der *IKB* erzwingt der Ansatz eines Rechtfertigungsbedarfs eine Diskussion über die Höhe der Rendite. Denn rechtfertigt nicht die jahrelang beachtliche Marge des *subprime*-Geschäfts die klumpigen Risiken dieses Geschäfts? Man wird leicht einwenden, die Rendite der Papiere sei angesichts der tatsächlichen Risiken viel zu niedrig gewesen.

<sup>65</sup> BGH, AG 2009, 81. Vgl. bereits OLG Jena, ZIP 2007, 1314 = NZG 2008, 275.

<sup>66</sup> Redeke, ZIP 2010, 159 ff.

<sup>67</sup> Der Konzern, 2009, 67, 72 ff.

Krisenursache, dass durch betrugsnahe Rechenmethoden der wahre Risikogehalt verklärt und das wirklich Gefahrvolle als „abstraktes“ Miniaturrisiko verharmlost wurde? Längst hat man in den Wirtschaftswissenschaften, aber auch in der Aufsichts- und Bankenpraxis damit begonnen, das „Abstrakte“, das finanzmathematisch kaum Erfassbare, Ernst zu nehmen<sup>68</sup>. Bei der mathematischen Risikoabbildung gilt gewissermaßen, wie die Krise gezeigt hat, der alte hegelianische Topos leicht verändert: *das Abstrakte ist das Konkrete*<sup>69</sup>. Es wäre eine Lernverweigerung, das Nachdenken darüber, wie und wann angeblich nur „abstrakte“ Risiken haftungsrechtlich relevant sind, unter Hinweis auf Begriffliches oder vermeintliche Gesetzesstützen im Ansatz abzulehnen<sup>70</sup>. Und einen guten Ausgangspunkt zu solchem Nachdenken liefert uns der Beschluss.

### **3. Ein kasuistischer Ansatz: zum Missverhältnis zwischen übersteigter Risikobereitschaft und mangelnder Risikoeinsicht**

Ein kurzer Rekurs auf eine bestimmte Kategorie von »klumpigen«, »übergroßen« oder »konkret bestandsgefährdenden« Risiken wird, wie wir sahen, der Ordnungsaufgabe einerseits nicht gerecht. Andererseits kann im Verfahren nach § 142 Abs. 2 AktG eine fertige Ordnungslösung schwerlich entwickelt werden. Der Senat geht, und so sollte der Beschluss gelesen werden, durchaus fallbezogen vor. Das Besondere des Falls besteht in einem Missverhältnis zwischen Risikobereitschaft und Risikoeinsicht. Erstens. Durch dreiste Ausnutzung bankaufsichts- und bilanzrechtlicher Lücken hat die *IKB* – und hier passen die Aussagen zum Klumpenrisiko – Kreditzusagen in zweistelliger Milliardenhöhe im Wesentlichen auf ein *conduit* – also einem einzigen Schuldner – konzentriert. Dieser war in einem einzigen Marktsektor engagiert. Die Kreditzusagen an die *conduits* wurden nicht mit Eigenkapital unterlegt, die *Rhineland* hatte eine Eigenkapitaldecke von 500 Dollar; Rückstellungen wurden nicht gebildet<sup>71</sup>. Das hochriskante Geschäft wurde ungesichert, gleichsam „mit offenem Visier“ vorgenommen. Zweitens. Hinzu kommt ein Kompetenzmangel in der Beurteilung und Steuerung der übernommenen Risiken. Die Marktteilnehmer hatten sich, wie schon Studien aus 2005 belegen, längst in eine Zwei-Klassen-Gesellschaft zwischen den eingeweihten CDO-Herstellern (Banken und Ratingagenturen) und der Käuferseite geteilt, welche die den Papieren inhärenten Einzelrisiken kaum noch nachvollziehen konnten. Dem unteren Bereich der zweiten Klasse, so wird von ehemaligen Aufsichtsratsmitglieder und Marktbeobachtern suggeriert, gehörte die *IKB* an, deren Vorstände ahnungslos waren<sup>72</sup>, deren „fund managers (...) seem to have absolutely no idea what they're doing“<sup>73</sup>.

---

<sup>68</sup> Rudolph, zfbf (60), 2008, 713, 741.

<sup>69</sup> Viele Risikomodelle der Banken und Versicherungsunternehmen blenden Extremereignisse aus, weil sie auf der Annahme der Gauß'schen Normalverteilung basieren. Die populäre Polemik Talebs, Der schwarze Schwan, 2008 sollte über das Berechtigte der Kritik an dieser Verkürzung um das Wesentliche nicht täuschen. S. dazu etwa Mandelbrot/Hudson, Fraktale und Finanzen, 2008.

<sup>70</sup> Solche Gesetzesstützen, die Redeke ZIP 2010, 159, 161 ff. zusammengestellt hat, beschränken den Fortbildungsprozess nicht.

<sup>71</sup> Siehe dazu Hoffmann/Lüdenbach, DB 2009, 2213 ff.; Schön/Cortes, IRZ, 2009, 11, 13 ff.

<sup>72</sup> Henkel, Die Abwracker, 2009, 89 ff.

<sup>73</sup> Siehe etwa den Artikel von Felix Salmon, Subprime in Germany, vom 3.8.2007, [www.portfolio.com](http://www.portfolio.com): „Who or what is an IKB? I know there are lots of obscure European banks, but IKB is obscure even by German standards. And somehow – really, no one seems to have the foggiest notion how – IKB's Rheinland Funding vehicle seems to have contrived to amass an eye-popping €17 billion (\$23 billion) in US subprime exposure. The good news is that there isn't any systemic risk here. IKB is supporting Rheinland Funding, and KfW, the state-owned giant which, it turns out, owns 38% of IKB, is supporting IKB. The bad news is that this is proof that there are fund managers out there running truly enormous portfolios and who (a) seem to have absolutely no idea what they're doing, and (b) seem to be doing it without anything in the way of useful oversight.“ Es ist kein Zufall, dass es der *Deutschen Bank AG* als einem solchen Hersteller 2006 durchaus gelang, das Geschäft rechtzeitig

Eine jüngere Studie der OECD zu Krisenursachen im Mikrobereich durch *Kirkpatrick* hebt neben anderen Schwächen der *corporate governance* eine Zusammensetzungs- und Kompetenzschwäche der Organe hervor. Es heißt: „Some firms made strategic decisions to retain large exposures to super senior tranches of collateralised debt obligations that far exceeded the firms understanding of the risks inherent in such instruments, and failed to take appropriate steps to control or mitigate those risks“<sup>74</sup>. Aus diesem Blickwinkel erscheint der Fall der *IKB* durch die unmäßige Risikobereitschaft und den Mangel an Risikoeinsicht geradezu als Paradigma, und dem OLG Düsseldorf ist zuzustimmen, wenn es ausführt: „Es entspricht nicht der Sorgfalt eines gewissenhaften Bankvorstands einer mittelständischen Bank, sich im Bereich ausländischer, weitgehend unbekannter und letztlich unkontrollierbarer Wertpapiere (!) in dem hier vorliegenden Umfang zu engagieren(!)“<sup>75</sup>. Wir sehen also, wie hinter dem gefahrenvoll weiten Satz zu existentiellen Risiken bei genauer Lesart nur der Beginn einer Kasuistik steht: Der Fall der *IKB* ist deren erster Baustein, und die ganz anders gelagerten Geschehnisse bei der *Hypo Real Estate AG* oder der Schweizer *UBS AG* ließen sich zu weiteren Fallgruppen auswerten. In diesem Sinn sollte der Senatsbeschluss verstanden werden.

## V. Risikoerkennung und Risikomanagement

In der Finanzmarktkrise haben sich Vorschriften und Verfahren zur Risikoerkennung und -beherrschung als unzureichend erwiesen. Phänomenologisch wurden (1) Risiken bei den Senior Tranchen, vor allem hinsichtlich der Ausfallkorrelationen unterschätzt, (2) das Verhältnis der Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken technisch unzureichend erfasst, (3) in einer Modellgläubigkeit das finanztheoretisch Erfassbare überbewertet, (4) *stress tests* und interne Warnungen nicht Ernst genommen, (5) die organisatorische Einbindung der Zweckgesellschaften ausgespart usf.<sup>76</sup> Damit ist ein schwieriges, von aktien- und aufsichtsrechtlichen Pflichten beherrschtes Problemfeld betreten: Der Pflichtenkatalog des § 25a KWG, den die „erläuternden“ MaRisk zu umfangreichen Vorgaben faktisch „materialisieren“, wird ergänzt durch ein Frühwarnsystem in § 91 Abs. 2 AktG und allgemeine Organisationspflichten des Aktienrechts. Ob und wie die vielfältigen Vorgaben des branchenbezogenen Bankaufsichtsrechts auf die des rechtsformbezogenen Verbandsrechts abfärben, sie beeinflussen oder beherrschen, ist in Forschung und Praxis ungeklärt<sup>77</sup>.

Die Handhabung des Risikomanagements bei der *IKB*, und das Mitwachsen der Kontrollsysteme mit dem neuen Geschäftsfeld, sind zwar von besonderem Interesse, aber für eine Beurteilung zu wenig bekannt. Das OLG Düsseldorf hebt deswegen nur ein kleines Bruchstück heraus, und zwar die Auslagerung des „Beratungsgeschäfts“ auf die *IKB CAM* Ende 2006. Mit § 25a Abs. 2 KWG ist es in der Tat unvereinbar, wenn ein einziger

---

zurückzubauen und die Finanzierung anzupassen, s. den Artikel v. 6.12.2007, online verfügbar unter <http://www.spiegel.de>, abgerufen Anfang März 2010.

<sup>74</sup> Kirkpatrick, a.a.O. (Fn. 46), S. 8 unter Berufung auf den Bericht der Senior Supervisors Group (2008), *Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence*.

<sup>75</sup> OLG Düsseldorf, ZIP 2010, 28, 32.

<sup>76</sup> Satt vieler Rudolph, zfbf (60) 2008, 713, 727 f., Kirkpatrick, a.a.O. (Fn. 46), S. 6. Siehe auch den Sonderbericht des sächsischen Rechnungshofs nach § 99 SÄHO zum *risk management* der SachsenLB, März 2009, AZ.: 120308/64 insbes. S. 39ff.

<sup>77</sup> Die Anforderungen des KWG gehen über die allgemeinen, für jede AG geltenden Anforderungen zwar hinaus, s. nur Seibert, DB 2009, 1167, 1168; Spindler/Stilz/Fleischer, AktG, 2007, 91 RdNr. 41f. Aber schon in der Begründung des RegE zu § 25a KWG ist zu lesen, dass weitere Pflichten, insbesondere die des § 91 Abs. 2 AktG dazu treten können, vgl. das „Finanzkonglomeraterichtlinie-Umsetzungsgesetz“ vom 12.08.2004, BT-Drucks. 15/3641, S. 47.

Geschäftsführer sich nur an leitlinienhaften Vorgaben orientierte und in einer Lage, in der sich das Ende des Blasenwachstums abzeichnete, weitere Milliarden investieren konnte. Die Norm will dem Kontrollverlust in sensiblen Bereichen einerseits auf Seiten des auslagernden Instituts und andererseits auf Seiten der Aufsicht entgegen treten<sup>78</sup>. Und wenn die Annahmen des Senats stimmen, handelt es sich – auch aktienrechtlich – um eine ganz irreguläre, und Ende 2006, wie wir sahen, vollends verantwortungslose Delegation. Stets sollte man aber bedenken, dass damit nur ein winziger Auszug aus dem (aufsichts- und aktienrechtlichen) Pflichtenprogramm berührt ist. Ob die mannigfachen Vorgaben zur Strategie, internen Kontrolle, personellen und technischen Ausstattung oder Dokumentation eingehalten worden sind, ist erst noch zu überprüfen.

## VI. Kontrollphlegma des Aufsichtsrats

Ein Kontrollphlegma der Aufsichtsräte gilt als weitere Krisenursache<sup>79</sup>. Die Aufsichtsräte müssen unabhängiger, sachverständiger, verantwortungsvoller und – mit undeutlichem Themenbezug – „diversifizierter“ werden, fordern Gesetz und Kodex inzwischen<sup>80</sup>. Und wenn der neue § 36 KWG nunmehr die „erforderliche Sachkunde“ auch für Aufsichtsratsmitglieder verlangt, wird darin bisweilen eine Bezugnahme auf Kontrollversagen und Pöstchenwirtschaft im öffentlichen Bankensektor gesehen<sup>81</sup>. Es gilt als Ausrede und Ausflucht, wenn sich Aufsichtsräte auf einen Informationsmangel oder die Unvorhersehbarkeit der Krise berufen – ein Verteidigungsmuster, das auch in *IKB*-Kreisen verwendet wurde<sup>82</sup>. Zu Recht meint der Senat, schon die Lageberichte gäben genügende Hinweise. Zwar gibt der Geschäftsbericht 2006/07 der *IKB* nicht, wie es das Handelsrecht fordert, „die voraussichtliche Entwicklung mit ihren wesentlichen Chancen und Risiken“ wider, sondern er verklärt und verschleiert sie. Das ist kein kluger Darstellungstrick, sondern ein Pflichtverstoß der Organe und des Abschlussprüfers<sup>83</sup>. Es heißt im Risikobericht: „Die Risikokultur der *IKB* ist geprägt durch einen konservativen Umgang mit den Risiken des Bankgeschäfts. Sie steht auf dem Fundament der Risikotragfähigkeit (...)“<sup>84</sup>; dann werden nichtssagende Allgemeinaussagen und banale Angaben angehäuft. Aber zu den „Eventualverbindlichkeiten“ von 17,7 Mrd. Euro wird nichts weiter erklärt<sup>85</sup>. Das Eigenkapital der *IKB* betrug 1,4 Mrd. Euro<sup>86</sup>. Rückstellungen für die Kreditzusagen gab es nicht. Ähnlich im Vorjahresbericht: die Kreditzusagen betragen bereits ein Neunfaches des Eigenkapitals. Eine dürre Eigenkapitalquote kommt bei Banken vor und ist entgegen dem Senat noch nicht das Entscheidende. Sondern dies: Die übernommenen Risiken waren, wie wir sahen, gleich doppelt konzentriert: erstens auf nur einen Schuldner, zweitens auf einen einzigen Geschäftssektor. Dass sich das – längst erkennbare! – kommende Platzen der Immobilienblase verheerend auswirken musste, war nur

---

<sup>78</sup> Begr. RegE Sechste KWG-Novelle, BT-Drucks. 13/7142, S. 88.

<sup>79</sup> Statt vieler Kirkpatrick, a.a.O. (Fn. 46), S. 20 ff.

<sup>80</sup> S. §§ 100 Abs. 5, 107 Abs. 4 AktG (Finanzexperte); § 100 Abs. 2 Nr. 4 AktG (*cooling-off* Periode), Tz. 5.3.2 DCGK (Unabhängigkeit und fachliche Qualifikation des Vorsitzenden des Prüfungsausschusses); Tz. 5.4.1 DCGK („Vielfalt“ im Aufsichtsrat); Tz. 5.4.5 DCGK (Begrenzung der Aufsichtsratsmandate).

<sup>81</sup> Angedeutet bei Seibert, DB 2009, 1167, 1170. Siehe auch Kirkpatrick, a.a.O. (Fn. 46), S. 21, 23.

<sup>82</sup> Das Risiko sei nicht zu erkennen gewesen, vgl. die Darstellung von Zydra/Kuhr in der Süddeutschen Zeitung, v. 25.3.2008, einzusehen unter [www.sueddeutsche.de](http://www.sueddeutsche.de), abgerufen März 2010.

<sup>83</sup> Zur Haftung aus unterlassener Redepflicht nach § 323 Abs. 2 HGB in diesem Zusammenhang s. schon Lutter, ZIP 2009, 197, 201.

<sup>84</sup> Geänderter *IKB*-Geschäftsbericht 2006/2007, S. 70.

<sup>85</sup> An anderer Stelle heißt es noch, dass man die eigene große Expertise (!) nutze, um auch externe Gesellschaften zu beraten. „Für Dritte (gelten) die gleichen Qualitätsstandards wie für unser Haus“. Die Konzentration auf einen Schuldner geht aus dem Hinweis hervor, dass die Hälfte des Provisionsüberschusses aus einem einzigen *conduit* stamme.

<sup>86</sup> *IKB*-Geschäftsbericht 2006/2007, S. 1, 66.

noch ein kleiner, auch von einem schlecht informierten Aufsichtsrat zu fordernder Erkenntnissschritt.

Es überzeugt, wenn das OLG Düsseldorf hinreichende Anhaltspunkte für ein pflichtwidriges Kontrollversagen annimmt und auch nicht davor zurückschreckt, hier politisches Terrain zu betreten. Denn bei der *IKB* verbindet sich ein gewisser Erfahrungsmangel mit dem Sendungsbewusstsein in Blendung verfangener Politiker<sup>87</sup>. Es ist wohl kein Zufall, wenn der einzige Vertreter der Bundesregierung im Aufsichtsrat der *IKB* in einem Fachbeitrag noch im Oktober 2006 (!) schildert: „Das BMF hat viele Initiativen ergriffen... Dabei war uns wichtig, dass sich auch der Markt für ABS in Deutschland stärker als bislang entwickelt. (...) Risikogerecht wird für viele Kreditinstitute die Eigenkapitalanforderung an ihre ABS-Bestände sinken und für sie der Erwerb von ABS zur Diversifizierung ihres Portfolios wesentlich erleichtert. Seitens der BMF wird im Umsetzungsprozess der Basel II-Regeln für ABS vor allem auch darauf geachtet werden, dass den Instituten keine unnötigen Prüf- und Dokumentationspflichten entstehen werden, wenn sie in ‚gängige‘ ABS-Produkte mit gutem Rating investieren.“<sup>88</sup>

## VII. Thesen und Schluss

Die Kernthesen lauten:

1. Durch eine übermäßige Anhäufung strukturierter Kapitalmarktpapiere hat der Vorstand der *IKB* nicht „bevorzugt“ den gewerblichen Mittelstand gefördert, wie es die Satzung verlangt.
2. Kernaussagen des Beschlusses sind bedenklich zu weit geraten: Nicht jeder „maßgeblich“ auf externen Ratings beruhende Ankauf bedeutet einen „erheblichen Pflichtenverstoß“, wohl aber ein blindes, die deutlichen Warnzeichen ab 2006 außer Acht lassendes Ankauf- und Folgeverhalten.
3. Nicht jedes Eingehen „existentieller“ oder besonders „klumpiger“ Risiken ist den Geschäftsleitern kategorisch verboten, wohl aber das Eingehen unmäßiger Risiken, welche die Geschäftsleiter schlechter der Markt verstehen und beherrschen.
4. Die Risikoberichte der *IKB* zeichneten die wirtschaftliche Lage nicht der Wahrheit gemäß ab, sondern verklärten sie. Die Berichte 2005/2006 und 2006/2007 gaben aber Anlass zu strengerer Kontrolle des Engagements im *subprime* Markt.

Abschließend ist dem OLG Düsseldorf Recht zu geben, wenn es anordnet, dass der Sonderprüfer seine Arbeit bei der *IKB Deutsche Industriebank AG* wieder aufnimmt. Es ist keine Prophezie, dass ein Beschluss, der juristische Subsumtionsarbeit oft durch Apodikte ersetzt, viel Kritik auf sich ziehen wird. Aber in einer Lage, in der die organhaftungsrechtliche Aufarbeitung der Finanzmarktkrise von Verantwortlichen aufgeschoben oder ausgeschlossen wird, in der man sich allenfalls um milde und stille Vergleiche bemüht, ist der Beschluss als wichtiger Impuls zu begrüßen.

---

<sup>87</sup> Es ist deswegen ein wenig verkürzend, wenn der von der Bundesregierung beauftragte Sachverständigenrat, Das deutsche Finanzsystem, 2008, S. 137, mit Blick auf die Verluste bei der *IKB* darauf hinweist, dass die hohen Ausfälle „nicht zwangsläufig mit einer öffentlich-rechtlichen Rechtsform“ einhergingen.

<sup>88</sup> Asmussen, „Verbriefung aus Sicht - des Bundesfinanzministeriums“, ZfgK, 2006, 1016.





WORKING PAPERS

- 1     Andreas Cahn           Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2     Axel Nawrath           Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3     Michael Senger         Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4     Georg Dreyling         Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5     Matthias Berger        Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6     Felicitas Linden        Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7     Michael Findeisen      Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8     Regina Nößner         Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9     Franklin R. Edwards    The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10    Ashley Kovas           Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11    Marcia L. MacHarg      Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei  
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der  
Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus  
von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International  
Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums /  
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate  
Governance in the United States and in Germany  
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged  
version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17  
(2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in  
Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften  
an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte  
Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial  
Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter  
und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

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

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

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

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

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

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



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

- 107 Matthias Döll „Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
- 108 Kenneth E. Scott Lessons from the Crisis
- 109 Guido Ferrarini Understanding Director’s Pay in Europe:  
Niamh Moloney A Comparative and Empirical Analysis  
Maria Cristina Ungureanu
- 110 Fabio Recine The new financial stability architecture in the EU  
Pedro Gustavo Teixeira
- 111 Theodor Baums Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters
- 112 Julia Redenius-Hövermann Zur Frauenquote im Aufsichtsrat
- 113 Theodor Baums The electronic exchange of information and respect for  
Thierry Bonneau private life, banking secrecy and the free internal market  
André Prüm
- 114 Tim Florstedt Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

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

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

**[WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://WWW.ILF-FRANKFURT.DE)**



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN**