

Betriebs Berater

// WIRTSCHAFTSRECHT

Prof. Dr. Michael J. J. Brück, LL.M., RA,

Prof. Dr. Christoph Schalast, RA/Notar, und

Dr. Kay-Michael Schanz, RA

Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz: Hilfe für die Banken – Systemwechsel im Aktien- und Insolvenzrecht? 2526

Univ.-Prof. Dr. Kai-Oliver Knops

Anlegerschutz im Anleihemarkt – insbesondere bei der Verbriefung von Kreditforderungen 2535

OLG Frankfurt: Zur offensichtlichen Unbegründetheit von Anfechtungsklagen im Freigabeverfahren zur Eintragung eines Squeeze out

BB-Kommentar von Dr. Nils Krause, LL.M., RA 2540

// STEUERRECHT

Vera A. Fiebelkorn und Dr. Hans Arno Petzold

Altmark-Trans vs. MwSt-System-Richtlinie – Scylla und Charybdis auf europäisch 2544

Klaus D. Hähne, StB

Steuerrisiken aus einer gewerbesteuerlichen Hinzu- rechnung entgehender Zinserträge beim Verkauf verzinslicher Forderungen 2546

Dr. Jochen Lüdicke und Dr. Oliver Rode, LL.M.

Keine gewerbliche Tätigkeit der Ein-Objekt- Leasingfonds-Gesellschaft 2552

BFH: Abzug von Verlusten einer luxemburgischen Betriebsstätte

BB-Kommentar von Oliver Dörfler, StB, und Dr. Martin Ribbrock, RA 2556

// BILANZRECHT & BETRIEBSWIRTSCHAFT

Prof. Dr. Dietmar Wellisch

Ablösung von Pensionszusagen: Bestimmung des Ausgleichswerts für die auf den Past und den Future Service entfallenden Anwartschaften 2562

FG München: Sale-and-lease-back eines Grundstücks: keine Verbindlichkeitsrückstellung für zu erwartende Verluste aus der Differenz zwischen aufzuwendender Miete und Weitervermietungseinkünften

BB-Kommentar von Wolfgang Engels, StB 2566

// ARBEITSRECHT

Prof. Dr. Peter Pulte

Die arbeitsrechtlichen Aushang- und Bekanntmachungspflichten 2569

// BB-MAGAZIN

Prof. Dr. Stephan Paul

Finanzmarktstabilisierungsgesetz: Mit Zuckerbrot und Peitsche M1

Rainer Reddig

Beratungs- und Schulungsförderung mit neuen und verbesserten Konditionen M16

Prof. Dr. Michael J. J. Brück, LL.M., RA/Attorney at Law (New York), Prof. Dr. Christoph Schalast, RA/Notar, und Dr. Kay-Michael Schanz, RA

Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz: Hilfe für die Banken – Systemwechsel im Aktien- und Insolvenzrecht?

Nachdem die Bundesregierung auf Schieflagen von Kreditinstituten aufgrund der Finanzkrise zunächst mit maßgeschneiderten Unterstützungsmaßnahmen reagiert hat, entschied sie sich angesichts der Zuspitzung der Situation dazu, am 13.10.2008 ein Maßnahmenpaket zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Realwirtschaft vorzulegen. Hauptbestandteil dieses nationalen Rettungsschirmes ist das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG), das von Bundestag und Bundesrat ab dem 14.10.2008 beraten wurde und bereits am 17.10.2008 im Bundesgesetzblatt verkündet werden konnte. Das FMStG ist dabei ein Artikelgesetz, das unter anderem die Errichtung und den Aufgabenbereich des Finanzmarktstabilisierungsfonds, der inzwischen arbeitsfähig ist, und Spezialvorschriften für den Beteiligungserwerb und Garantien durch den Fonds sowie den Erwerb von Risikopositionen enthält. Hinzu kommt die Rückkehr zum früheren zweistufigen Überschuldungsbegriff der Konkursordnung sowie einige eher marginale Änderungen von KWG und VAG. Der Beitrag gibt einen Überblick über das FMStG und enthält dabei erste Hinweise für die Umsetzung in die Praxis.

I. Einführung

1. Finanzkrise und Gesetzgebungsverfahren

Die Finanzkrise hält seit Mitte 2007 die Welt in Atem – in Deutschland hat sie zunächst zu einem massiven Rückgang bei den M&A-Aktivitäten geführt, die Wirtschaft außerhalb des Finanzsektors aber bisher nur wenig beeinträchtigt.¹ Hinzu kamen vereinzelte Schieflagen vor allem bei öffentlich-rechtlichen Banken, wie etwa bei der SachsenLB, der WestLB und der IKB, die aber entweder durch Lösungen in der betroffenen Säule oder durch ein Eingreifen der Bundesregierung, wie im Falle IKB, schnell gelöst werden konnten. Doch spätestens seit der dramatischen Zuspitzung bei der Hypo Real Estate und dem damit verbundenen 50 Mrd. Euro-Rettungspaket war deutlich, dass Deutschland nicht von der umfassenden Krise des Bankensystems verschont bleiben würde, was die meisten Marktbeobachter und auch Politiker Mitte des Jahres noch erwartet hatten. Des Weiteren wurde immer deutlicher, dass die Finanzkrise, die zu einer Bankenkrise geworden war, zunehmend zu einer Kreditklemme für den Mittelstand und damit insgesamt zu einer Konjunkturbremse werden könnte. Angesichts dieser Umstände war die Bundesregierung Anfang Oktober 2008 gezwungen, von ihrem bisherigen Konzept isolierter Rettungsaktionen abzurücken und – ähnlich dem zunächst abgelehnten amerikanischen Vorbild – ein Gesamtpaket zu schnüren, welches allen Banken potenziell Eigenkapital und andere Hilfen (der so ge-

nannte „Rettungsschirm“) zur Verfügung stellt. Nur noch so schien es möglich, dem massiven Vertrauensverlust – insbesondere im Interbankenverkehr – zu begegnen, der dazu geführt hat, dass kurzfristige Refinanzierungen schwierig beziehungsweise unmöglich wurden. Obwohl die Zentralbanken dem Geldmarkt immer wieder umfassend Mittel zur Verfügung stellten, wurden diese nicht für die bisher üblichen kurzfristigen Geschäfte zwischen Banken genutzt, sondern meist kurzfristig und möglichst sicher angelegt/geparkt.² Besonders beeinträchtigend war dann allerdings die Schnelligkeit und Konsequenz, mit der die Regierung gehandelt hat. Dadurch sollte eines vermieden werden: Ein vorläufiges Scheitern beziehungsweise Stocken des Gesetzgebungsprojektes, wie in den USA geschehen, mit den damit verbundenen verheerenden Reaktionen an den Börsen.

Nach kurzen Vorarbeiten wurde dann am 13.10.2008 vom Bundeskabinett der Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgesetz – FMStG) verabschiedet.³ Dem Bundestag wurde der Gesetzentwurf durch die Fraktionen der CDU/CSU und der SPD am 14.10.2008 zugeleitet⁴, die erste Lesung fand am 15.10.2008 statt, am 16.10.2008 kam es zu Beratungen zwischen den Ministerpräsidenten und der Bundeskanzlerin, vor allem über die Verteilung der sich aus dem Fonds ergebenden finanziellen Lasten. Gleichzeitig beschäftigten sich bereits der Haushaltsausschuss⁵, der Rechtsausschuss, der Finanzausschuss und der Ausschuss für Wirtschaft und Technologie mit dem Projekt. Am folgenden Freitag Vormittag, dem 17.10.2008, erfolgte die zweite und dritte Lesung im Bundestag, daran schloss sich eine Sondersitzung des Bundesrats an und noch am gleichen Tag wurde das Gesetz – nach Unterzeichnung durch den Bundespräsidenten – im Bundesgesetzblatt veröffentlicht.⁶ Bemerkenswert war dabei, dass auch die Oppositionsfraktionen Die Linke und Bündnis 90/Die Grünen, die später gegen das FMStG gestimmt haben, den ambitionierten Zeitplan nicht in Frage gestellt haben.

Das Gesetzgebungsverfahren demonstriert damit die Fähigkeit der demokratischen Institutionen, kurzfristig auf eine Krise eines Wirtschaftssektors zu reagieren. Auf der anderen Seite sind aber bei einer

¹ Vgl. dazu Schalast, M&A-Trends, 2007, in: ders. (Hrsg.), Aktuelle Aspekte des M&A-Geschäfts, 2008, S. 3 ff.

² Konsequenz insoweit die Begründungen des Gesetzentwurfes – BT-Drucks. 16/10600 und auch die Beschlussempfehlung und der Bericht des Haushaltsausschusses – BT-Drucks. 16/10651.

³ Die Bundesregierung wurde dabei von der Anwaltskanzlei Freshfields Bruckhaus Deringer beraten. Siehe dazu Juve Newsline vom 23.10.2008, Bankenrettung: Bund bringt Riesenpaket mit der Hilfe von Freshfields auf den Weg, www.juve.de.

⁴ BT-Drucks. 16/10600.

⁵ BT-Drucks. 16/10651.

⁶ BGBl. I 2008, 1982.

solchen Schnelligkeit handwerkliche Ungenauigkeiten kaum vermeidbar. Hinzu kommt, dass notwendige Umsetzungsregelungen erst durch Verordnungen – ohne Beteiligung des Parlaments – geschaffen wurden. Den Parlamentariern war angesichts des Schnellverfahrens und der akuten Notstandslage kaum möglich, sich mit den Regelungen intensiv auseinanderzusetzen. Dabei dokumentieren die Beratungen im Haushaltsausschuss und die von ihm vorgeschlagenen Änderungen, die teilweise übernommen wurden, dass die Legislative ihre Mitwirkungsrechte wahrgenommen hat.

Angesichts dieser Umstände wundert es nicht, dass das Gesetz vor allem wegen der darin erhaltenen Ermächtigungen für die Exekutive und dem damit dann möglicherweise einhergehenden Demokratiedefizit kritisiert wurde. Besonders problematisch ist, dass durch das FMStG ein Etat außerhalb des Bundeshaushalts entsteht, der der Kontrolle der Legislative entzogen ist.⁷ In den Ausschusssitzungen wurde aus diesem Grund eine stärkere Einbeziehung des Parlamentes bei der Vollziehung der Stabilisierungsmaßnahmen sowie Kontrollrechte vorgeschlagen⁸, doch konnten sich diese Interventionen nicht durchsetzen. Als Kompromiss wurde durch § 10a FMStG ein Gremium zum Finanzmarktstabilisierungsfonds geschaffen, dem neun Mitglieder des Haushaltsausschusses angehören. Dieses Gremium hat zwar ein Unterrichtsrecht und es darf insoweit Mitglieder des Lenkungs- und des Leitungsausschusses zu seinen Sitzungen einladen – Entscheidungsbefugnisse wurden ihm aber nicht verliehen und seine Mitglieder sind darüber hinaus gemäß Abs. 3 zur Geheimhaltung über alle Angelegenheiten verpflichtet. Im Hinblick darauf ist zu prüfen, ob nicht nach einem Abflauen der aktuell zugespitzten Krise die Mitwirkungsrechte des Parlamentes gestärkt werden können.

Neben dieser grundsätzlichen Kritik hinsichtlich der Mitwirkung des Parlaments am Zustandekommen und der Kontrolle des Gesetzes standen auch einige Einzelregelungen schnell in der öffentlichen Kritik. Dabei überraschte, dass – nachdem zunächst allseits vermutet wurde, die Bankenverbände hätten das Gesetz initiiert – nunmehr die Gefahr beschworen wurde, die Banken könnten auf Mittel aus dem Fonds nur deshalb nicht zurückgreifen, weil damit Auflagen und Eingriffe in ihre Geschäftspolitik verbunden sind. So wird bereits gefordert, die Regierung sollte – vergleichbar mit Maßnahmen in den USA oder in Großbritannien – die Banken zur Inanspruchnahme von Staatsmitteln zwingen.⁹ Doch auf der anderen Seite ist dies ein klarer Pluspunkt des FMStG. Der Staat zwingt Banken nicht, seine Unterstützung in Anspruch zu nehmen, sondern er bietet diese an und die Betroffenen können selbst entscheiden, ob sie die damit verbundenen – nach der Intensität der Unterstützung abgestuften – Auflagen und Bedingungen akzeptieren oder nicht.

2. Grundkonzept und Struktur des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes

Das FMStG besteht aus fünf Maßnahmen, die aufeinander abgestimmt sind und zusammen vorrangig die aktuelle Vertrauenskrise im Finanzsektor abbauen sollen. Art. 1 – das Kernstück – enthält das Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMStFG), das durch die Verordnung des Bundesministeriums der Finanzen zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes (FMStFV) vom 20.10.2008 konkretisiert wird.¹⁰ Art. 2 enthält das Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds „Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS“. Dieses Gesetz schafft vor allem Regelungen für Übernahmen von Aktien oder Wertpapieren durch Fonds, darüber hinaus aber auch Sonderregelungen für die Kre-

ditvergabe sowie Ausnahmen von dem gerade erst verabschiedeten Risikobegrenzungs-gesetz. Ergänzend enthalten die Art. 3, 4 und 5 zeitlich begrenzte Änderungen von KWG, VAG und InsO. Im Vergleich mit den Rettungsmaßnahmen in anderen Staaten, insbesondere den USA, geht die Bundesregierung dabei einen Mittelweg. Die Errichtung einer Anstalt orientiert sich an Vorbildern aus den USA, wo bereits bei der sogenannten „Savings and Loan Krise“ Ende der 1980er Jahre eine Regierungsanstalt, die Resolution Trust Corporation, gegründet wurde, die vor allem notleidende Immobilienkredite übernahm und eine große Anzahl amerikanischer Institute, die sich verspekuliert hatten, abwickelte.¹¹ Insgesamt ist aber das britische Interventionsmodell wohl am ehesten mit dem deutschen Konzept zu vergleichen.¹²

II. Das Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMStFG)¹³

1. Errichtung, Zweck und Stellung des Fonds

Den Kernbereich des FMStG bildet das Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS), das ergänzt wird durch die Verordnung zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes (FMStFV) vom 20.10.2008. Hiermit wird zum einen der Hilfsfonds zur Stabilisierung des Finanzmarktes etabliert, über den alle Hilfsmaßnahmen für in Schwierigkeiten geratene Unternehmen des Finanzsektors organisiert werden sollen. Zum anderen enthält das Gesetz die Regelungen über die hierbei anzuwendenden Hilfsmaßnahmen sowie die Bedingungen, die Hilfe suchende Unternehmen des Finanzsektors dazu erfüllen müssen.

Der FMS wird nach § 2 Abs. 2 FMStFG als ein Sondervermögen im Sinne von Art. 110 Abs. 1 und Art. 115 Abs. 2 GG errichtet. Ein Sondervermögen ist ein rechtlich unselbstständiger Teil des Bundesvermögens, der durch Gesetz oder aufgrund eines Gesetzes entstanden und zur Erfüllung einzelner Aufgaben des Bundes bestimmt ist.¹⁴ Der FMS ist allerdings nach § 5 FMStFG von dem übrigen Vermögen des Bundes zu trennen. Der Verweis auf Art. 110 Abs. 1 GG führt zunächst dazu, dass nur die Zuführungen oder die Ablieferungen eines Sondervermögens, also die Salden ihrer Einnahmen und Ausgaben, in den Haushaltsplan des Bundes eingestellt werden müssen. Dagegen ist das Sondervermögen selbst von der zwingenden Veranschlagungspflicht im Bundeshaushalt freigestellt. Die Bezugnahme auf Art. 115 Abs. 2 GG bedeutet wiederum, dass die Einschränkungen für die Kreditaufnahme nach Art. 115 Abs. 1 GG für den FMS nicht gelten. Damit ist der FMS zum einen von der Regel ausgenommen, dass die Aufnahme von Krediten sowie die Übernahme von Bürgschaften, Garantien oder sonstigen Gewährleistungen, die zu Ausgaben in künftigen Rechnungsjahren führen können, einer der Höhe nach bestimmten oder bestimmaren Ermächtigung durch Bundesgesetz bedürfen.

7 Kritisch *Strate*, Banken stabilisiert, Verfassung gebrochen, FTD 23.10.2008. Eine erste Verfassungsbeschwerde ist schon erhoben worden und eine weitere bereits angekündigt: www.focus.de/politik/deutschland/banken-rettungspaket-it-firma-legt-verfassungsbeschwerde-ein_aid_342121.html, www.borkenerzeitung.de/aktuelles/wirtschaft/746446_Banken_Rettungspaket_Juristen_planen_Verfassungsbeschwerde.html.

8 BT-Drucks. 16/10651.

9 Siehe etwa FTD vom 24.10.2008 – LBBW-Chef kritisiert Rettungspaket.

10 Elektronischer Bundesanzeiger, AT 123 2008 V1, veröffentlicht am 20.10.2008.

11 Siehe dazu *Davison*, Politics and Policy: The Creation of the Resolution Trust Corporation, FDIC Banking Review 2005, 17 ff.

12 Vgl. FAZ vom 14.10.2008, Kapitalspritzen und Garantien rund um die Welt, und Börsen Zeitung vom 14.10.2008, Großbritannien wird Banken-Großaktionär.

13 Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz vom 17.10.2008 – BGBl. I 2008, 1982.

14 *Hillgruber*, in: von Mangoldt/Klein/Starck, Grundgesetz, 5. Aufl. 2005, Art. 110 Rn. 44; *Maunz*, in: *Maunz/Dürig*, Grundgesetz, Losebl., 52. Ergänzungslieferung 2008, Art. 110 Rn. 45; *Mahrenholz*, in: AK III, GG, 3. Aufl., Art. 110 Rn. 48.

Die Erfüllung dieses Erfordernisses hätte die Flexibilität der Maßnahme eingeschränkt. Zum anderen ist der FMS damit nicht in die Regelung einbezogen, dass die Einnahmen aus Krediten, also die sog. Nettoverschuldung¹⁵, die Summe der im Haushaltsplan veranschlagten Ausgaben für Investitionen nicht überschreiten dürfen. Von dieser Ermächtigung hat der Gesetzgeber schon in der Vergangenheit extensiv Gebrauch gemacht, so etwa bei Bundesbahn, Bundespost, dem Lastenausgleichsfonds, dem ERP-Sondervermögen, dem Fonds Deutsche Einheit sowie dem Erblastentilgungsfonds.

Als Sondervermögen ist der FMS eine rechtlich unselbstständige Einheit der Bundesverwaltung und damit dem Rechtsträger Bund zuzurechnen. Eigene Handlungsfähigkeit im Verkehr kann ihm als Sondervermögen nur kraft besonderer rechtlicher Ermächtigung verliehen werden.¹⁶ So sieht § 3 FMStFG vor, dass der FMS zwar nicht rechtsfähig ist, er jedoch unter seinem Namen im rechtsgeschäftlichen Verkehr handeln, klagen und verklagt werden kann. Damit besteht eine auf gesetzlicher Sonderermächtigung beruhende Teilrechtsfähigkeit. Trotzdem hat der FMS keine vom Bund unterscheidbare, eigene Rechtspersönlichkeit. Für etwaige Verbindlichkeiten haftet der Bund als Träger nach § 5 FMStFG unmittelbar. Umgekehrt haftet der Fonds jedoch nicht für die sonstigen Verbindlichkeiten des Bundes.

2. Verwaltung durch die neue Finanzmarktstabilisierungsanstalt

Die Richtlinien für die Verwaltung des Fonds bestimmt nach § 4 Abs. 4 FMStFG die Bundesregierung durch Rechtsverordnung, die keiner Zustimmung des Bundesrates bedarf. Es besteht lediglich eine Unterrichtungspflicht gegenüber dem Haushalts- und dem Finanzausschuss. Nach § 1 Abs. 1 FMStFV ist mit dem Inkrafttreten der Rechtsverordnung am 20.10.2008 die Entscheidung über Maßnahmen nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz und die Verwaltung des Fonds auf die Finanzmarktstabilisierungsanstalt übertragen. Sie wird nach § 3a Abs. 3 FMStFG geleitet von einem dreiköpfigen Leitungsausschuss, dessen Mitglieder vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) im Benehmen mit der Deutschen Bundesbank ernannt werden. Die Anstalt unterliegt der Rechtsaufsicht des BMF und ist nach § 1 Abs. 3 Nr. 2 FMStV dessen Weisungsrecht sowie dem Weisungsrecht des neu einzurichtenden Lenkungsausschusses unterworfen. Letzterer soll nach § 4 Abs. 1 S. 2 FMStFG bei Grundsatzfragen und Angelegenheiten von besonderer Bedeutung sowie bei Entscheidungen über die wesentlichen Auflagen entscheiden. Der Lenkungsausschuss wird besetzt mit je einem Vertreter des Bundeskanzleramts, des BMF und des Bundesjustizministeriums. In welchem Verhältnis Lenkungsausschuss und BMF zueinander stehen und wie insbesondere in kritischen oder strittigen Angelegenheiten zu entscheiden ist, bleibt jedoch unklar. Zu vermuten ist, dass sich letztlich das BMF durchsetzt, da es nach § 1 Abs. 3 Nr. 3 FMStV auch endgültige Entscheidungen selbst treffen kann. Des Weiteren wird der Anstalt unter dem Zustimmungsvorbehalt durch das BMF das Recht eingeräumt, sich bei der Erfüllung der ihr nach § 1 Abs. 1 FMStV übertragenen Aufgaben Dritter zu bedienen.

3. Die Stabilisierungsmaßnahmen im Einzelnen

Die Hilfsmaßnahmen des FMS werden nicht nebeneinander angeboten, sondern in einer gestuften Reihenfolge.

a) Garantieübernahme

Das vorrangige Hilfsmittel unter den zur Verfügung stehenden Maßnahmen ist nach § 2 Abs. 2 FMStV die Garantieübernahme. Demnach

kann der FMS auf Antrag des Unternehmens Garantien oder sonstige Gewährleistungen in jeder geeigneten Form übernehmen. Dies gilt allerdings nur für Schuldtitel und sonstige Verbindlichkeiten, die ab dem Zeitpunkt des Inkrafttretens des FMStFG, also dem Tag der Verkündung des Gesetzes, begeben bzw. begründet worden sind. Durch diese Garantien soll das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Werthaltigkeit der garantierten Schuldtitel und Verbindlichkeiten gestärkt werden.¹⁷ Allerdings erfordert die Übernahme solcher Garantien eine angemessene Eigenmittelausstattung des begünstigten Unternehmens. Die Verordnung lässt jedoch offen, wann eine angemessene Eigenmittelausstattung vorliegt. So könnte bei Banken auf § 10 KWG i.V.m. der Solvabilitätsverordnung abzustellen sein. Ein Verweis hierauf erfolgt jedoch nicht. Die Garantie ist grundsätzlich auf erstes Anfordern in banküblicher Form zu stellen. Soweit die Garantieübernahme die Absicherung eines Währungsrisikos beinhaltet, ist dieses wiederum abzusichern, wobei das betroffene Unternehmen die Kosten zu tragen hat. In Ausnahmefällen kommt sogar eine Garantieübernahme für eine Zweckgesellschaft in Betracht, wenn diese überwiegend Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors übernommen hat und diese noch ein erhebliches Ausfall- und Liquiditätsrisiko tragen. Dies erfordert jedoch eine Transparenz und objektive Nachvollziehbarkeit der Risiken. Zudem soll der FMS diese nur übernehmen, wenn ein Rückgriff gegenüber den mittelbar begünstigten Unternehmen im Falle der Inanspruchnahme vereinbart worden ist. Die Laufzeit der Garantieübernahmen ist nach § 2 Abs. 1 S. 2 FMStV auf 36 Monate begrenzt. Der FMS erhält für die Garantie eine marktgerechte Vergütung. Laut der Gesetzesbegründung sollte grundsätzlich eine Höhe von 2% im Jahr nicht unterschritten werden.¹⁸ Allerdings findet sich diese Grenze im Verordnungstext nicht wieder. So geht § 2 Abs. 2 Nr. 1 FMStV nur davon aus, dass die Vergütung aus einem individuellen Prozentsatz des Höchstbetrags der zur Verfügung gestellten Garantie in Abhängigkeit vom Ausfallrisiko sowie einer Marge zusammengesetzt ist. Es ist vorgesehen, dass alle Garantien spätestens am 31.12.2012 auslaufen. Die näheren Bedingungen der Garantieübernahme legt ansonsten der FMS fest.

b) Rekapitalisierung

Soweit Garantieübernahmen nicht ausreichend sind, kommt als weitere Hilfsmaßnahme eine Beteiligung an der Rekapitalisierung eines Unternehmens des Finanzsektors mit bis zu 10 Mrd. Euro im Einzelfall in Betracht, wobei sich der FMS in jeder geeigneten Form beteiligen kann. Nicht ganz nachvollziehbar ist allerdings, woraus sich diese Obergrenze ableiten lässt. Für alle Fälle lässt § 3 Abs. 2 Nr. 3 FMStV die Möglichkeit offen, dass der Lenkungsausschuss hiervon abweichen kann. Weitergehende Einschränkungen sieht die Verordnung für die Entscheidung des Lenkungsausschusses bemerkenswerterweise nicht vor. Der FMS erhält für die Rekapitalisierung eine marktgerechte Vergütung. In der Regel soll der FMS eine vorrangige Vergütung in Form von Gewinnvorzügen oder einer Verzinsung anstreben. Ziel der Rekapitalisierung ist eine angemessene Eigenmittelausstattung. Die Hilfsmaßnahme kann von Eigenleistungen der anderen Anteilseigner abhängig gemacht werden. Für den Exit enthält § 3 Abs. 3 FMStV die Einschränkung, dass dieser marktschonend erfolgen soll.

¹⁵ Heun, in: Dreier, Grundgesetz, 2. Aufl. 2004, Art. 115 Rn. 20.

¹⁶ Hering, Die Kreditfinanzierung des Bundes über Nebenhaushalte, 1998, S. 216.

¹⁷ Begr. RegE zu Art. 1 § 6 bis 8.

¹⁸ Begr. RegE zu Art. 1 § 6 bis 8.

c) Risikoübernahme

Letztlich besteht auch die Möglichkeit der sog. Risikoübernahme. Damit kann der FMS von den betroffenen Unternehmen Risikopositionen kaufen, die diese vor dem 13.10.2008 erworben haben. Beispielsweise könnte der FMS Zertifikate, die auf ungesicherten amerikanischen Hypothekendarlehen beruhen, von einer Bank übernehmen. Laut der Gesetzesbegründung soll hierdurch den Marktteilnehmern der Zugang zu Liquidität erleichtert werden.¹⁹ Der Übernahmepreis wird durch den vom Verkäufer im letzten Zwischenbericht oder Jahresabschluss bilanzierten Wert nach oben begrenzt. Es kann allerdings auch ein geringerer Wert angesetzt werden. Im Gegenzug erhält der Verkäufer Schuldtitel der Bundesrepublik Deutschland. Der FMS hat Bedingungen vorzusehen, nach denen er die erworbene Risikoposition jederzeit veräußern kann. Dabei kann er sowohl ein Vorkaufs- als auch ein Rückkaufsrecht zugunsten des betroffenen Unternehmens vereinbaren. In Ausnahmefällen kommt auch die Übernahme einer Risikoposition einer Zweckgesellschaft in Betracht, wenn diese überwiegend Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors übernommen hat und diese noch ein erhebliches Ausfall- und Liquiditätsrisiko tragen. Wie schon bei der Garantieübernahme erfordert dies eine Transparenz und objektive Nachvollziehbarkeit bei den Risiken. Auch hier soll der FMS diese Risikopositionen nur übernehmen, wenn ein entsprechender Rückgriff gegenüber den mittelbar begünstigten Unternehmen im Falle der Inanspruchnahme vereinbart worden ist. Die Obergrenze für die Risikoübernahme liegt bei 5 Mrd. Euro im Einzelfall, bezogen auf ein Unternehmen des Finanzsektors und seine verbundenen Unternehmen. Wie auch bei der Rekapitalisierung kann auch hier der Lenkungsausschuss im Einzelfall anders entscheiden.

4. Die Bedingungen für Stabilisierungsmaßnahmen

Die zuvor erörterten Stabilisierungsmaßnahmen sollen jedoch nur bei Erfüllung bestimmter Bedingungen gewährt werden. Insofern unterliegen die diese Maßnahmen in Anspruch nehmenden Finanzinstitute einer strengeren Regulierung. Der Grad der staatlichen Einflussnahme auf die betroffenen Unternehmen durch die Regulierung hängt ab von der Art der in Anspruch genommenen Hilfsmaßnahme. Je intensiver die Hilfsmaßnahme, desto größer sind die zu erfüllenden Bedingungen. Die größte Einflussnahme besteht bei Maßnahmen zur Rekapitalisierung nach § 7 FMStFG.²⁰ Auf diese sind die folgenden Bedingungen insgesamt anwendbar:

a) Überprüfung der Geschäftspolitik und deren Nachhaltigkeit

Aus der Regelung des § 5 Abs. 2 Nr. 2 FMStV ergibt sich eine Verpflichtung für die Unternehmen, die eigene Geschäftspolitik und deren Nachhaltigkeit zu überprüfen. Mit dieser Prüfung geht die Berechtigung des FMS einher, von den Hilfe suchenden Unternehmen zu verlangen, bestimmte Geschäfte zu reduzieren oder aufzugeben. Damit erhält der Bund die Möglichkeit, massiv Einfluss auf die Geschäftspolitik der betroffenen Unternehmen zu nehmen.

b) Kreditvergabe für KMU zu marktüblichen Konditionen

Des Weiteren haben die betroffenen Unternehmen bei ihrer Kreditvergabe oder Kapitalanlage den Bedürfnissen der inländischen Wirtschaft, insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen, durch marktübliche Konditionen Rechnung zu tragen. Durch diese Ver-

pflichtung sollen diese Finanzunternehmen dazu angehalten werden, den erschwerten Bedingungen für KMU Rechnung zu tragen und diesen entsprechende Angebote zu machen. Es stellt sich allerdings die Frage, wie marktübliche Konditionen in einem nicht funktionierenden Markt bestimmt werden sollen.

c) Begrenzung der Vergütung von Organmitgliedern und Geschäftsleitern auf ein angemessenes Maß

Die Begrenzung der Vergütung von Organmitgliedern und Geschäftsleitern auf ein angemessenes Maß scheint dem Bedürfnis Rechnung zu tragen, diejenigen zur Rechenschaft zu ziehen, die für die Krise des betroffenen Unternehmens mit in der Verantwortung stehen. Trotzdem begegnet das Vorgehen aus juristischer Sicht einigen Bedenken. Zunächst greifen sowohl der Gesetzgeber als auch der Verordnungsggeber mittelbar tief in das privatautonome arbeitsvertragliche Verhältnis zwischen Arbeitgeber und dem betreffenden Organmitglied bzw. Geschäftsleiter ein. Ein unmittelbarer Eingriff wäre verfassungsrechtlich nicht zu rechtfertigen gewesen. Aus diesem Grund werden bestimmte Hilfsmaßnahmen davon abhängig macht, dass die Gesamtvergütung nicht unangemessen sein soll. Dieser Angemessenheitsmaßstab unterscheidet sich vom Angemessenheitsmaßstab nach § 87 Abs. 1 AktG²¹ durch den Betrachtungszeitpunkt. Nach der letzteren Regelung hat der Aufsichtsrat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses dafür Sorge zu tragen, dass die Gesamtbezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben eines Vorstandsmitgliedes und zur Lage der Gesellschaft stehen. Was zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses als angemessen anzusehen ist, muss allerdings nicht auch zu jedem Zeitpunkt der Vertragslaufzeit als angemessen anzusehen sein, da sich die Lage der Gesellschaft stetig verändert. Anders als im Bereich der Angemessenheit nach § 87 Abs. 1 AktG gibt es für die Angemessenheit im Sinne des § 5 Abs. 2 Nr. 4 FMStV allerdings konkrete Vorgaben etwa für die Höhe der monetären Vergütung. Danach soll grundsätzlich eine Vergütung, die 500 000 Euro pro Jahr übersteigt, als unangemessen anzusehen sein. Eine ökonomische Rechtfertigung für diese Grenze gibt es nicht. Die Formulierung lässt allerdings einen gewissen Spielraum, da von diesem Grundsatz im Ausnahmefall abgewichen werden kann. Es erscheint auch durchaus geboten, Differenzierungen zwischen einzelnen Organmitgliedern zuzulassen. Man wird wohl die individuelle Rolle des einzelnen Organmitgliedes in die Betrachtung mit einbeziehen müssen. Zudem ist danach zu unterscheiden, ob das betreffende Institut aufgrund der schlechten Aufgabenerfüllung seiner Organmitglieder oder aufgrund des allgemeinen Systemversagens in Schwierigkeiten geraten ist. Ein undifferenziertes Vorgehen ließe andernfalls befürchten, dass die qualifiziertesten Organmitglieder sich nicht dauerhaft einer solchen Gehaltsreduktion unterwerfen, ohne einen Wechsel ihres Arbeitgebers in Betracht zu ziehen. Damit werden unter Umständen schon bestehende Probleme noch verstärkt. Vor diesem Hintergrund erscheint die Einräumung eines Ermessensspielraums gerechtfertigt. Trotzdem handelt es sich bei dieser Angemessenheitsüberprüfung der Gehälter um ein nicht zu unterschätzendes Hindernis für die betreffenden Organmitglieder. Dies ist zur Verhinderung einer voreiligen Inanspruchnahme durch die Unternehmen des Finanzsektors eventuell sogar ge-

¹⁹ Begr. RegE zu Art 1.

²⁰ Nach § 5 Abs. 4 FMStV entfällt bei Risikoübernahmen die Bedingung der Kreditvergabe für KMU zu marktüblichen Konditionen. Die Garantieübernahme wird nach § 5 Abs. 3 FMStV sogar nur an die Bedingung der Überprüfung der Geschäftspolitik und deren Nachhaltigkeit geknüpft.

²¹ Vgl. Spindler, in: MünchKommAktG, 3. Aufl., § 87 Rn. 7 ff.

wollt. Es soll den verantwortlichen Organmitgliedern nicht zu leicht gemacht werden, die staatliche Hilfe in Anspruch zu nehmen. Diese müssen nun vor Beantragung einer Rekapitalisierung dafür Sorge tragen, dass ihre Vergütungsstruktur wenigstens für den Zeitraum der Inanspruchnahme dieser Angemessenheitsprüfung standhält.

In Betracht kommt zum einen ein privatautonom vereinbarter – temporärer – Gehaltsverzicht. Hierzu ist anzumerken, dass die Verordnung keine Aussage darüber enthält, ob dieser endgültig sein muss. So ist vorstellbar, dass beide Seiten vereinbaren, dass nach Ablauf der Inanspruchnahme der staatlichen Hilfsmaßnahme und Besserung der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens die Gehaltsteile, auf die verzichtet wurde, später ausbezahlt werden.

Als Alternative zur Verzichtsvereinbarung führt der Ordnungsgeber die Regelung des § 87 Abs. 2 AktG an.²² Dieser sieht vor, dass bei Eintreten einer wesentlichen Verschlechterung in den Verhältnissen der Gesellschaft der Aufsichtsrat dann zu einer angemessenen Herabsetzung der Bezüge berechtigt ist, wenn die Weitergewährung der vereinbarten Gesamtbezüge²³ eine schwere Unbilligkeit für die Gesellschaft darstellen würde. Eine wesentliche Verschlechterung kann nur eine nachträgliche negative Entwicklung der wirtschaftlichen Lage der Aktiengesellschaft sein.²⁴

§ 87 Abs. 2 S. 2 AktG gibt dem Aufsichtsrat die Möglichkeit, durch ein einseitiges Gestaltungsrecht die Höhe der Vergütung herabzusetzen, nicht jedoch eine Befugnis zur nachträglichen Umgestaltung des Inhalts der Vergütungskomponenten.²⁵ Das betroffene Vorstandsmitglied hat jedoch nach § 87 Abs. 2 S. 3 AktG das Recht zur außerordentlichen Kündigung mit einer Frist von sechs Wochen für den Schluss des nächsten Kalendervierteljahrs.

d) Überprüfung der Anreizwirkung und der Angemessenheit von Vergütungssystemen

Weiterhin müssen die Hilfe suchenden Banken ihre Vergütungssysteme im Ganzen darauf überprüfen, ob sie angemessen sind und die Anreizwirkung nicht dazu verleitet, unangemessene Risiken einzugehen. Soweit eine Unangemessenheit des Vergütungssystems oder einzelner Vergütungsbestandteile festzustellen ist, soll die betroffene Bank im Rahmen des zivilrechtlich Möglichen dies beenden. Dazu bestehen einerseits die eng begrenzten Möglichkeiten zur Herabsetzung oder die Möglichkeit privatautonom eine neue Regelung herbeizuführen.

In Hinblick auf das Anreizsystem zielt die Regelung insbesondere auf die Anreize der erfolgsabhängigen Vergütung, denn eine hohe Pensionszusage oder ein hohes Festgehalt führen eher zu einem höheren Sicherheitsdenken ohne allzu große Risikobereitschaft. Erfolgsabhängige Vergütungen hingegen sollen zu besonderer „unternehmerischer Leistung“ anreizen.²⁶ Allerdings bleiben Gesetzgeber und Ordnungsgeber die Antwort schuldig, wann dies der Fall ist.

Hier sind die Unternehmen selbst gefordert, angemessene Regeln aufzustellen. Man wird davon ausgehen können, dass in jedem Fall Vergütungssysteme zu vermeiden sind, deren Anreize nicht geeignet sind, längerfristig die gute finanzielle Verfassung der Bank zu fördern, sondern kurzfristig den Gewinn zu steigern. Darüber hinaus können allzu großzügige Abfindungsregelungen für den Fall des Ausscheidens die Motivation für ein umsichtiges Verhalten hochrangiger Mitarbeiter negativ beeinflussen.²⁷

Diese Abfindungsregelungen waren ohnehin schon erheblich in den Blickpunkt der öffentlichen Kritik geraten. Es wäre jedoch ein wün-

schenswerter Akt gesetzgeberischer Klarheit gewesen, hier den Betroffenen mehr Anhaltspunkte an die Hand zu geben.

e) Verbot der Dividendenausschüttung bzw. sonstiger Gewinnausschüttungen sowie der Kapitalherabsetzung

Ebenfalls nicht ohne Kritik dürfte die Regelung bleiben, dass während der Dauer der Stabilisierungsmaßnahme grundsätzlich keine Dividende oder sonstige vertraglich oder gesetzlich nicht geschuldete Gewinnausschüttung an andere Gesellschafter als den FMS zu leisten ist. Dies unterstellt, dass eine Hilfsmaßnahme regelmäßig nur in Anspruch genommen wird, wenn das Unternehmen keinen Bilanzgewinn gemacht hat. Die gesetzliche Formulierung lässt allerdings für andere Fälle eine Ausnahme zu. Soweit es infolge der Hilfsmaßnahme doch zu einem verteilungsfähigen Bilanzgewinn kommt, soll dieser nicht gleich wieder durch Dividendenausschüttungen an die übrigen Gesellschafter ausgekehrt werden. Es handelt sich insoweit um einen gesetzlichen Ausschlussstatbestand des nach § 58 Abs. 4 AktG bestehenden Anspruchs des Aktionärs auf den Bilanzgewinn. Allerdings ist der Rechtsverlust nicht endgültig, sondern besteht nur vorläufig für die Zeit der Inanspruchnahme der Hilfsmaßnahme. Nach Beendigung der Hilfsmaßnahme kann ein verteilungsfähiger Gewinn selbstverständlich infolge eines Gewinnverwendungsbeschlusses durch eine Dividende ausgeschüttet werden.

f) Änderungsmöglichkeit und Informationsrechte

Dem FMS wird das Recht eingeräumt, unter dem Vorbehalt der Zustimmung des betroffenen Unternehmens die zunächst festgelegten Bedingungen nachträglich zu ändern, wenn die Sachlage dies erfordert. Eine solche Veränderung wird wohl dann anzunehmen sein, wenn sich die Situation eines betroffenen Unternehmens in der Folge weiter verschlechtert. Wegen des Zustimmungsvorbehalts des Unternehmens erscheint die Regelung hinnehmbar. Offen sind allerdings die Konsequenzen für den Fall, dass das Unternehmen nicht zustimmt.

Der FMS muss sich nach § 5 Abs. 7 FMStV von dem begünstigten Unternehmen vertraglich Informationsrechte einräumen lassen. Damit soll einerseits die Bewertung der Stabilisierungsmaßnahme nach einem Zeitraum von sechs Monaten sichergestellt werden und zum anderen soll hiermit dem Bundesfinanzhof ein Sonderprüfungsrecht eingeräumt werden. Zudem ist damit eine Verpflichtung zu verbinden, die Erfüllung der Anforderungen durch den Abschlussprüfer überprüfen und in den Prüfbericht aufnehmen zu lassen.

g) Vertragliche Regelung der Rechtsfolgen bei Verstoß und Verpflichtungserklärung

Die Erfüllung der vorgenannten Bedingungen sollen mit dem betroffenen Unternehmen vertraglich vereinbart werden. Die Rechtsfolgen für den Fall eines Verstoßes sind in den Vertrag aufzunehmen. Allerdings besteht aufgrund der gesetzlichen Regelung ein Ermessen bei der Auswahl der Rechtsfolgen. In Betracht kommen danach Scha-

²² Vgl. dazu *Wilsing/Kleißl*, BB 2008, 2422.

²³ Hierzu gehören nach § 87 Abs. 1 AktG Gehalt, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art.

²⁴ *Hüffer*, AktG, 8. Aufl., § 87 Rn. 9.

²⁵ *Baums*, in: FS für Ulrich Huber zum siebzigsten Geburtstag, 2006, S. 655, 660.

²⁶ So auch: *Hoffmann-Becking*, NZG 1999, 797.

²⁷ In diese Richtung argumentiert auch ein Papier des Basler Ausschuss für Bankenaufsicht zur Verbesserung der Transparenz im Bankenwesen vom April 1998, abrufbar unter: www.bis.org/publ/bcb41de.pdf.

denersatzansprüche, Vertragsstrafen und Kündigungsrechte. In jedem Fall vorzusehen ist eine Berechtigung des FMS, die BaFin über die Verstöße des betroffenen Unternehmens in Kenntnis zu setzen. Soweit bestimmte Bedingungen vertraglich nicht vereinbart werden, können sie durch eine Verpflichtungsvereinbarung des begünstigten Unternehmens ersetzt werden, die von allen Mitgliedern des zur Geschäftsführung befugten Organs zu unterschreiben ist. Notfalls behält sich der Ordnungsgeber vor, eine Regelung der Bedingung durch Verwaltungsakt und Nebenbestimmungen vorzunehmen.

III. Aktien- und kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen

1. Einleitung

Mit dem durch Art. 2 FMStG eingeführten Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den FMS werden die aktien- und kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen für die in § 7 FMStFG vorgesehene „Rekapitalisierung“, d.h. insbesondere die Zuführung von (mezzaninen) Eigenmitteln geschaffen. Wie im Falle der Bilanzierung scheut der Gesetzgeber auch vor gravierenden Schritten nicht zurück und beschert so betroffenen Aktionären tiefgreifende Einschnitte in ihre Gesellschafterrechte, indem er im Interesse der Gesellschaft hierfür ein zügiges und weitgehend anfechtungsfreies Verfahren vorsieht.²⁸

2. Regelungen im Einzelnen

a) Anwendungsbereich

Zunächst wird in § 1 des Gesetzes dessen Anwendungsbereich unter Bezugnahme auf § 2 FMStFG festgelegt. Demnach gelten seine Vorschriften ausschließlich für Unternehmen des Finanzsektors (d.h. Institute im Sinne des § 1 Abs. 1b des KWG, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 1 und 2 des VAG, Kapitalanlagegesellschaften im Sinne des InvG sowie der Betreiber von Wertpapier- und Terminbörsen) und deren jeweiligen Mutterunternehmen, soweit diese Finanzholding-Gesellschaften, gemischte Finanzholding-Gesellschaften oder beaufsichtigte Finanzkonglomeratsunternehmen sind und ihren Sitz im Inland haben. Eine Unterstützung von Unternehmen anderer Sektoren, die im Zusammenhang mit der Finanzkrise ebenfalls immer wieder diskutiert wurde, scheidet demgegenüber aus. Wenngleich sich das Gesetz systematisch zunächst auf Aktiengesellschaften bezieht, gelten die Regelungen nach § 9 sinngemäß für KGaAs, SEs, Genossenschaften und Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit.²⁹

b) Eigenverantwortliche Leitung

Vor dem Hintergrund der tiefgreifenden Einschränkungen, die die Bundesregierung nach § 10 Abs. 2 S. 1 FMStFG durch Rechtsverordnung mit Zustimmung des Bundesrats den begünstigten Unternehmen – z.B. hinsichtlich ihrer geschäftspolitischen Ausrichtung, der Verwendung der aufgenommenen Mittel, der Vergütung ihrer Organe und Angestellten, der Eigenmittelausstattung oder der Dividendenpolitik – auferlegen kann, sah der Gesetzgeber die Gefahr, dass dies als unzulässiger Eingriff in die von § 76 Abs. 1 AktG vorgegebene eigenverantwortliche Leitung der Aktiengesellschaft durch den Vorstand angegriffen werden könnte und stellt daher in § 2 klar, dass der Vorstand mit der Abgabe der in § 10 Abs. 2 S. 1 Nr. 9 FMStFG vorgesehe-

nen Verpflichtungserklärung nicht gegen die Verpflichtung zur eigenverantwortlichen Leitung verstößt. In § 2 Abs. 2 wird klargestellt, dass die Verpflichtungserklärung den Vorstand auch im Innenverhältnis gegenüber der Gesellschaft und der Gesamtheit der Gesellschafter berechtigt und verpflichtet. Beschlüsse, die der Verpflichtungserklärung zuwiderlaufen, können aus diesem Grunde von Aktionären, die mindestens fünf Prozent des Grundkapitals bzw. den anteiligen Betrag von 500 000 Euro halten³⁰, angefochten werden. Nach Abs. 3 gilt § 2 für Unternehmen des Finanzsektors in einer anderen Rechtsform als der Aktiengesellschaft entsprechend.

c) Gesetzlich genehmigtes Kapital und Einlageleistung

In §§ 3 ff. adressiert der Gesetzgeber Kernprobleme deutscher Aktiengesellschaften, insbesondere von solchen, die sich in der Krise befinden und Kapital aufnehmen müssen: Diese sind vor dem Hintergrund der starren Regelungen des deutschen Aktienrechts und der hiermit verbundenen Anfechtungsgefahr häufig nicht in der Lage, ihren Kapitalbedarf schnell und flexibel zu decken. Selbst wenn sie über ein genehmigtes Kapital in ausreichender Höhe verfügen sollten, besteht immer noch die Gefahr einer Anfechtung entsprechender Beschlüsse, z.B. durch räuberische Aktionäre. In dieser Erkenntnis geht der Gesetzgeber völlig neue Wege und schafft zunächst mit § 3 ein *Gesetzlich genehmigtes Kapital*, mit dem der Vorstand einer AG des Finanzsektors mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 31.12.2009 ermächtigt ist, das Grundkapital um bis zu 50 Prozent des Grundkapitals, das zum Zeitpunkt des Inkrafttretens dieses Gesetzes vorhanden ist, durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen an den Finanzmarktstabilisierungsfonds (Fonds) zu erhöhen, ohne dass dies der Zustimmung der Hauptversammlung oder – im Falle des Vorliegens mehrerer Gattungen von Aktien – der Zustimmung der Aktionäre der verschiedenen Gattungen bedürfte. Das – häufig geldwerte – Bezugsrecht der Aktionäre ist nach Abs. 3 im Interesse der schnellen und flexiblen Abwicklung ausgeschlossen. In die gleiche Richtung zielt die nachfolgende wichtige³¹ Regelung des § 3 Abs. 4, wonach eine vorherige Leistung durch den Fonds in das Vermögen der Gesellschaft der Einlagepflicht zugeordnet werden kann und den Fonds von seiner Einlagepflicht befreit. Diese vermeidet die bei anderen Sanierungen häufig bestehenden Probleme unter dem Gesichtspunkt der (*verdeckten*) *Sacheinlage*. Allerdings ist zweifelhaft, ob die Schaffung eines genehmigten Kapitals durch den Gesetzgeber mit Art. 25 der Kapitalrichtlinie, nach dem Kapitalerhöhung und die Schaffung eines genehmigten Kapitals in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fällt, vereinbar ist. Hinzu kommt, dass der EuGH mehrfach deutlich gemacht hat, dass nach seiner Auffassung Art. 25 der Kapitalrichtlinie auch nationalen Regelungen entgegengehalten werden kann, die in Krisensituationen eine Kapitalerhöhung ohne Beschluss der Hauptversammlung ermöglichen.³² Wer den sichersten Weg wählen will, dem ist an-

28 Zu Recht wirft *Helwig*, FAZ v. 5.11.2008, S. 23, die Frage auf, ob diese Bestimmungen mit dem Europarecht, insbesondere der Kapitalrichtlinie 77/91/EWG und der Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG vereinbar sind.

29 Für die Erstreckung der besagten Vorschriften auf andere Rechtsformen, insbesondere GmbHs und Personengesellschaften, hat der Gesetzgeber keinen „Anlass gesehen, da dort die Entscheidung typischerweise nicht durch Publikumsgehaltener verzögert wird“. Begr. zu Art. 2 zu § 9. Dies mag im Allgemeinen, insbesondere im hier betroffenen Sektor, richtig sein, überzeugt in der Differenzierung aus dogmatischer Sicht aber nicht.

30 Vgl. § 254 Abs. 2 AktG.

31 Eine Regelung weitgehend gleichen Inhalts findet sich – wohl aufgrund eines Redaktionsversehens – in § 5 Abs. 4 und erscheint damit redundant.

32 Vgl. EuGH-Slg. I, 1991, S. 2691, EuGH-Slg. I, 1992, S. 2111, und EuGH-Slg. I, 1996, S. 1347. *Behrens*, in: Dausen (Hrsg.) Hdb. EU-WirtschaftsR, E III, Rn. 46.

zuraten, einen Widerspruch zu der Richtlinie bei Umsetzung von Kapitalmaßnahmen möglichst zu vermeiden.³³

Im Übrigen gelten für die Zeichnung und Ausgabe der Aktien sowie die übrige Abwicklung der Kapitalerhöhung die allgemeinen Regelungen der §§ 185 bis 191 AktG entsprechend, soweit sich nicht – wie hinsichtlich des ausgeschlossenen Bezugsrechts – aus diesem Gesetz etwas anderes ergibt. Im Interesse der Flexibilität bei der Durchführung solcher Kapitalerhöhungen ist auch § 182 Abs. 4 S. 1 AktG ausgeschlossen, d.h. eine Erhöhung des Grundkapitals ist auch dann möglich, solange noch ausstehende Einlagen auf das bisherige Grundkapital erlangt werden können.

d) Handelsregistereintrag und Prüfung

Dem entsprechend ist die Durchführung der Erhöhung nach § 3 Abs. 5 S. 3 und 4 unverzüglich in das Handelsregister einzutragen, wobei keine (!) Prüfung stattfindet. In entsprechender Anwendung von § 246a Abs. 4 S. 2 AktG lassen nach der Eintragung Mängel des Beschlusses seine Durchführung unberührt; die Beseitigung dieser Wirkung der Eintragung kann auch nicht als Schadensersatz verlangt werden.

Nach § 4 erfolgt eine Anrechnung der Kapitalerhöhungen aus dem gesetzlich genehmigten Kapital nach vorstehend skizzierten § 3 auf ein zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des FMStG bestehendes genehmigtes Kapital. Die Regelung dient dem Verwässerungsschutz der Altgesellschafter³⁴, wobei aber – auch im Zusammenhang mit der in § 3 Abs. 1 vorgenommenen Begrenzung auf 50 Prozent des Grundkapitals – die Frage gestattet sein muss, inwieweit diese starre Begrenzung tatsächlich im Interesse der Aktionäre sinnvoll ist. In gleicher Weise ist fragwürdig, warum Kapitalerhöhungen nach Inkrafttreten des FMStG unberücksichtigt bleiben – letztendlich sind doch beide Seiten auch ohne diese Einschränkung geschützt: Das BMF ist ohnehin in seiner – allenfalls nach pflichtgemäßem Ermessen gebundenen – Entscheidung frei; auch die vom Vorstand vertretene Gesellschaft wird sich – auch im Interesse ihrer Aktionäre – im Zweifelsfall auf das unbedingt erforderliche Volumen beschränken, da nicht anzunehmen ist, dass die Konditionen im Rahmen einer Transaktion unter dem FMStG übermäßig günstig sein werden.

e) Ausgestaltung von Aktien und Ausgabepreis

Über die Ausgestaltung der Aktien und die Bedingungen der Aktienausgabe entscheidet nach § 5 – wenngleich mit Zustimmung des Aufsichtsrats – der Vorstand, der u.a. auch bestimmen kann, dass die neuen Aktien mit einem Gewinnvorzug und/oder einer Liquidationspräferenz ausgestattet sind. Er kann insbesondere auch (für das Kernkapital gemäß § 10 Abs. 2a KWG qualifizierende) Vorzugsaktien ohne Stimmrecht ausgeben, bei denen der Vorzug – anders als nach § 139 Abs. 1 AktG – nicht nachzahlbar ist. Nicht ausdrücklich geklärt ist, ob die Begrenzung des § 139 Abs. 2 AktG gilt, nach dem stimmrechtslose Vorzugsaktien nur bis zur Hälfte des Grundkapitals ausgegeben werden können, was dann relevant werden kann, wenn das Unternehmen bereits Vorzugsaktien ausstehen hat. Soweit die an den Fonds ausgegebenen Aktien mit einem Gewinnvorzug oder einer Liquidationspräferenz ausgestattet sind, verlieren sie diese nach § 5 Abs. 5 bei der Übertragung an einen Dritten. Der Fonds kann bestimmen, dass die an ihn ausgegebenen Vorzugsaktien sich bei einer Übertragung an einen Dritten in stimmberechtigte Stammaktien umwandeln.

Zur Vermeidung einer Anfechtung von Kapitalmaßnahmen wegen eines unangemessenen Ausgabepreises statuiert § 5 Abs. 3, dass ein

Ausgabebetrag, der dem Börsenkurs entspricht, in jedem Fall angemessen ist. Vermieden wird hiermit ein Rückgriff auf die Argumentation in Rechtsprechung und Literatur, wo bei Kapitalmaßnahmen und vielfältigen anderen Anlässen immer auch noch der innere Unternehmenswert zugrunde zu legen ist. Dies ist bei liquiden Werten ohnehin zu hinterfragen und in Krisensituationen wie den hier adressierten – wie aber auch der Rückgriff auf den dann hochvolatilen Börsenkurs – sehr problematisch. Vor diesem Hintergrund kann der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates nach § 5 Abs. 3 AktG sogar entscheiden, dass der Ausgabebetrag den Börsenpreis der Aktien unterschreitet, was – endlich – eine deutliche Übergewichtung des Überlebens der Gesellschaft gegenüber den Interessen der einzelnen Aktionäre in den Augen des Gesetzgebers reflektiert. Ungeachtet dessen ist nach der Einschätzung des Gesetzgebers bei der Entscheidung über den Ausgabebetrag der Aktien bei Unterschreitung des Börsenkurses der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit und das verfassungsrechtliche Eigentumsrecht der Altaktionäre zu berücksichtigen.³⁵ Zu Recht wird dabei die Frage aufgeworfen, warum der niedrige Ausgabekurs nicht auch Altaktionären zugute kommen soll, die sich an der Sanierung beteiligen wollen.³⁶

Dabei scheut der Gesetzgeber aber – wie bei der Begrenzung des gesetzlich genehmigten Kapitals nach § 3 Abs. 1 – vor dem „letzten“ Schritt zurück und besteht auf die Einhaltung des Mindestausgabebetrag nach § 9 AktG. Dies ist einerseits vom Blickwinkel derjenigen, die am Mindestausgabepreis aus grundsätzlichen Erwägungen festhalten wollen, verständlich, andererseits aber inkonsequent, verschließt es doch einem Unternehmen, dessen Aktien – wie derzeit bei einigen Finanzdienstleistungsunternehmen³⁷ – unter einem Euro notieren, diese Rettungsmöglichkeit. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit noch eine Ergänzung des Gesetzes durch eine erleichterte Möglichkeit für die Durchführung eines Kapitalschnitts sinnvoll gewesen wäre.

f) Hauptversammlung

Nach § 6 hat der Vorstand bei der nächsten ordentlichen Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht über die Kapitalerhöhung und Ausgabe neuer Aktien vorzulegen, in dem insbesondere der Umfang der Kapitalerhöhung, der Ausgabebetrag sowie ein Gewinnvorzug und Liquidationsvorrang der Aktien rechtlich und wirtschaftlich erläutert werden. Mitwirkungsbefugnisse resultieren hieraus nicht³⁸, Verstöße, z.B. in Form verkürzter oder oberflächlicher Berichte, dürfen weitestgehend sanktionslos bleiben.

Für den Fall, dass Unternehmen eine Entscheidung der Hauptversammlung über eine Kapitalerhöhung unter Beteiligung des Fonds vorziehen, enthält § 7 Regelungen zur Verfahrensvereinfachung und -absicherung. Dabei ist die Gesellschaft abweichend von § 121 Abs. 5 AktG und etwa-

33 Insoweit ist bezeichnend, dass die erste größere Beteiligung des FMS an einer deutschen Privatbank, der Commerzbank, in Form der stillen Beteiligung erfolgt ist.

34 Begr. RegE zu Art. 2 zu § 4.

35 Die Entscheidung über den Ausgabebetrag ist von Vorstand und Aufsichtsrat unter Berücksichtigung der allgemeinen Sorgfaltspflichten mit Blick auf die Situation der Gesellschaft zu treffen. Während eine Ausgabe zum – wie die derzeitige Erfahrung lehrt – auch bei großen Unternehmen in dieser Situation besonders volatilen Börsenkurses jedenfalls angemessen ist und daher nach Einschätzung des Gesetzgebers nicht pflichtwidrig sein kann, ist ein Ausgabekurs unterhalb des aktuellen Börsenkurses bei angemessener Berücksichtigung der Interessen und Eigentumsposition der Altaktionäre und Abwägung mit der wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft möglich und pflichtgemäß. Begr. zu Art. 2 zu § 5.

36 Hellwig, FAZ v. 5.11.2008, S. 23.

37 Inwieweit für deren Rettung „ein wichtiges Interesse des Bundes“ i. S. v. § 7 Abs. 2 S. 1 FMStG „vorliegt und der vom Bund angestrebte Zweck sich nicht besser und wirtschaftlicher auf andere Weise erreichen lässt“, ist eine andere Frage.

38 Begr. zu Art. 2 zu § 6.

igen Bestimmungen der Satzung bei der Wahl des Versammlungsortes frei. Die Gesellschaft hat den Aktionären nach dem hier für anwendbar erklärten § 16 Abs. 4 WpÜG die Erteilung von Stimmrechtsvollmachten – soweit nach Gesetz und Satzung möglich – zu erleichtern.³⁹ Die Zusendung von Mitteilungen kann unterbleiben, wenn zur Überzeugung des Vorstands mit Zustimmung des Aufsichtsrats der rechtzeitige Eingang bei den Aktionären nicht wahrscheinlich ist. Diese Voraussetzung dürfte regelmäßig gegeben sein, zumal die Einberufungsfrist mindestens einen Tag beträgt. An dieser Stelle stellt sich die Frage der Konformität mit Art. 5 Abs. 1 der Aktionärsrechterichtlinie vom 11.7.2007, wonach die Einberufungsfrist mindestens 21 Tage beträgt und nur von der Hauptversammlung verkürzt werden kann. Der Ausschluss des Bezugsrechts zur Zulassung des Fonds zur Übernahme der Aktien ist nach § 7 Abs. 2 in jedem Fall zulässig und angemessen.

Der Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals ist nach § 7 Abs. 3 unverzüglich zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden. Er ist, sofern er nicht offensichtlich nichtig ist, unverzüglich in das Handelsregister einzutragen; im Gegensatz zu einem Beschluss durch Vorstand und Aufsichtsrat⁴⁰ wird hier also eine Überprüfungsmöglichkeit durch das Registergericht eröffnet – warum hier und nicht dort, ist auch der Gesetzesbegründung nicht zu entnehmen. § 246a Abs. 4 S. 2 AktG gilt wiederum entsprechend, d.h. nach der Eintragung lassen Mängel des Beschlusses seine Durchführung unberührt. Auch hier kann eine vorherige Leistung durch den Fonds in das Vermögen der Gesellschaft der Einlagepflicht zugeordnet werden und befreit den Fonds von seiner Einlagepflicht.

g) Sonstige Instrumente

In Ergänzung zu den vorstehenden Alternativen für die Durchführung einer direkten Kapitalerhöhung eröffnet § 8 dem Vorstand der Unternehmen des Finanzsektors die Möglichkeit, mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 31.12.2009 unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre und ohne die ansonsten nach § 221 Abs. 3 AktG erforderliche Ermächtigung der Hauptversammlung Genussrechte zu begeben. Vor dem Hintergrund der gewachsenen Bedeutung von eigenkapitalorientierten Mezzanine-Instrumenten, wie Fremdkapital mit Options- und Wandlungsrechten, stellt sich die Frage, warum diese, d.h. § 221 Abs. 1 AktG nicht auch mit in die Ausnahmeregelung aufgenommen wurden. Viel problematischer ist aber, dass nach Art. 29 Abs. 5 der Kapitalrichtlinie das Bezugsrecht nur von der Hauptversammlung ausgeschlossen werden kann.⁴¹ Hinsichtlich der vom Fonds eingegangenen stillen Gesellschaften stellt § 15 klar, dass diese keine Unternehmensverträge darstellen. Zur Vereinfachung der Sanierungsaktion bedürfen diese insbesondere nicht der Zustimmung der Hauptversammlung oder der Eintragung in das Handelsregister. Es bleibt die rechtssystematische Frage, warum dies nicht direkt im Zusammenhang mit § 8 geregelt wurde.

h) Rahmenbedingungen und ergänzende Erleichterungen

Weitere Erleichterungen schafft § 10, indem er die in § 106 Abs. 2 S. 2 und Abs. 3 Nr. 9a sowie § 109a BetrVG vorgesehenen Informationspflichten gegenüber dem Wirtschaftsausschuss beim Erwerb von Anteilen durch den Fonds ausschließt. In dieselbe Richtung strebt § 11, nach dem der mit dem Risikobegrenzungs-gesetz neu eingeführte, ohnehin erst am 31.5.2009 in Kraft tretende § 27a WpHG keine Anwendung auf den Erwerb von Anteilen durch den Fonds findet. Demnach

unterliegt der Fonds auch nach Erwerb von (mehr als) zehn Prozent nicht der Verpflichtung, die mit dem Erwerb verfolgten Ziele zu spezifizieren.

Erwirbt der Fonds die Kontrolle über ein im regulierten Markt notiertes Unternehmen, so hat ihn die BaFin nach § 12 von der Verpflichtung zur Abgabe und Veröffentlichung eines Pflichtangebots gemäß § 35 WpÜG zu befreien⁴², was vor dem Hintergrund des Ziels der Investition durch den Fonds berechtigt und – nicht zuletzt aufgrund der Mindestpreisregeln nach § 31 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngebVO – von ausschlaggebender Bedeutung ist. Demgegenüber dürfte § 14 nur dann Bedeutung gewinnen, wenn Emittenten an den Fonds Aktien der bereits zugelassenen Gattung ausgeben. In diesem Fall schließt diese Vorschrift bis zu einer Übertragung der Aktien an Dritte die §§ 40 Abs. 1 BörsG, 69 BörsZVO aus, die Emittenten im regulierten Markt verpflichten, für später ausgegebene Aktien derselben Gattung die Zulassung zum regulierten Markt zu beantragen.⁴³

i) Bezugsrecht

Von größerer Bedeutung ist demgegenüber die in § 13 vorgesehene Verwertungsvorschrift, nach der der Fonds bei der Wiederveräußerung der erworbenen Anteile, stillen Beteiligungen und anderen Rechten den Aktionären und Gesellschaftern ein Bezugsrecht einräumen soll, wobei abzuwarten bleibt, inwieweit das „soll“ dieser Vorschrift – wie im Aktienrecht häufig der Fall – als „muss“ interpretiert werden wird.⁴⁴

j) Insolvenzzrechtliche Anfechtung und sonstige Absicherung

Vor dem Hintergrund der hohen Unsicherheit in sonstigen Krisensituationen, in denen häufig nicht klar ist, inwieweit eine Komponente des Sanierungskonzepts später vom Insolvenzverwalter mit fatalen Folgen für den Vertragspartner angefochten werden kann, hat der Gesetzgeber sich auch insoweit zu einem drastischen Schritt entschlossen: nach § 16 sind Übertragungen von Risikopositionen und Sicherheiten auf den Fonds insolvenzzrechtlich nicht anfechtbar. Darüber hinaus stehen zivilrechtliche Abtretungs- und Übertragungshindernisse, einschließlich des Erfordernisses einer Zustimmung Dritter, der Wirksamkeit der Übertragung an den Fonds nicht entgegen. Die Übertragung einer Forderung oder eines Vertragsverhältnisses an den Fonds stellt nach § 16 S. 3 auch keinen wichtigen Grund zur Kündigung im Sinne des § 314 BGB dar. Die Regelungen der §§ 307 bis 309 BGB zu Allgemeinen Geschäftsbedingungen sind auf Übertragungen an den Fonds und die von ihm verwandten Vertragsbedingungen nicht anwendbar, so dass dieser nicht Gefahr läuft, dass solche Transaktionen z.B. wegen einer unangemessenen Benachteiligung der Vertragspartei von dieser angegriffen werden können. Durch den Ausschluss von § 354a Abs. 2 HGB in § 16 Abs. 1 S. 4 bleibt es bei der

39 In diesem Zusammenhang wäre nach den Entscheidungen des OLG Frankfurt in Sachen Leica und Wella eine Klärung der erforderlichen Form, insbesondere aber des Verhältnisses von §§ 134 und 135 AktG dringlich. Näher hierzu vgl. Scholl/Schanz/Schalast (Hrsg.), Aktionärschutz in der AG falsch verstanden? Die Leica-Entscheidung des OLG Frankfurt a. M., Arbeitsberichte der Frankfurt School of Finance and Management, Nr. 104.

40 Vgl. § 3 Abs. 5 S. 4.

41 Kritisch: Hellwig, FAZ v. 5.11.2008, S. 23.

42 Gebundene Entscheidung, Begr. zu Art. 2 zu § 12.

43 Vor dem Hintergrund der in § 5 Abs. 1 vorgesehenen Möglichkeit, Aktien mit einem Gewinn- und/oder Liquidationsvorzug auszustatten, dürften bei einer Nutzung der durch das FMStG geschaffenen Möglichkeiten zunächst häufig Aktien einer anderen Gattung geschaffen werden, die ohnehin nach § 40 Abs. 1 BörsG, 69 BörsZVO keine Verpflichtung begründen, auch für sie eine Zulassung herbeizuführen.

44 Nach der Gesetzesbegründung ist der Fonds „verpflichtet,“ ... „zu prüfen, ob eine Veräußerung an die Aktionäre in Betracht kommt“. Begr. zu Art. 2 zu § 13.

Regelung des § 354a Abs. 1 HGB⁴⁵, nach dem die Abtretung einer Geldforderung gleichwohl wirksam ist, wenn diese durch Vereinbarung mit dem Schuldner ausgeschlossen und das zugrunde liegende Rechtsgeschäft für beide Teile ein Handelsgeschäft ist.⁴⁶

Ergänzend hierzu können die an einer Übertragung von Risikopositionen an den Fonds Beteiligten nach § 16 Abs. 2 personenbezogene Daten erheben, verarbeiten und nutzen, soweit dies zur Übertragung erforderlich ist. § 203 StGB steht einer Übertragung von Informationen im Rahmen der Übertragung von Risikopositionen an den Fonds nicht entgegen. In § 16 Abs. 3 wird klargestellt, dass durch Vereinbarungstreuhand auf den Fonds übertragene Vermögensgegenstände nicht in die Insolvenzmasse des Treuhänders fallen. Mit § 17 wird die Anwendbarkeit des Ersten bis Dritten Teils des GWB ausgeschlossen, so dass den Rettungsaktionen des Fonds auch keine kartellrechtlichen Regelungen entgegenstehen.

IV. Haftungsbegrenzungen für Sonderbeauftragte

Gerade in einer Finanzkrise kommt den Eingriffsmöglichkeiten der BaFin besondere Bedeutung zu – ein wichtiges Instrument kann dabei die Einsetzung von Sonderbeauftragten sein. In der Vergangenheit aber war die BaFin kaum in der Lage, qualifizierte Sonderbeauftragte angesichts ihrer unbegrenzten Haftung zu finden. Nunmehr wird durch Art. 3 FMStG § 36 Abs. 1 KWG dahingehend geändert, dass die Haftung eines Sonderbeauftragten auf 1 Mio. Euro beziehungsweise bei Aktiengesellschaften, deren Aktien im regulierten Markt zugelassen sind, auf 4 Mio. Euro begrenzt ist. An den Einsatz von Sonderbeauftragten ist z. B. zu denken, wenn Manager von den Unterstützungsmaßnahmen wegen den damit verbundenen Auflagen zurückschrecken, eine Inanspruchnahme aber im Interesse des Instituts – z. B. wegen fehlender Eigenmittel⁴⁷ – notwendig ist. Durch Art. 4 FMStG erfolgt eine entsprechende Änderung des Versicherungsaufsichtsrechtes (VAG). Die Änderungen sind zeitlich bis Ende 2010 begrenzt.

V. Rückkehr des zweistufigen Überschuldungsbegriffs

Die derzeit erforderlichen Wertberichtigungen bei Finanzinstituten führen zu einem entsprechenden Abschreibungsbedarf und damit oftmals auch zu einer problematischen bilanziellen Überschuldung. Trotzdem besteht für zahlreiche betroffene Unternehmen eine positive Fortführungsprognose, aber der gültige Überschuldungsbegriff gemäß § 19 InsO⁴⁸ zwingt sie unter Umständen dennoch zum Insolvenzantrag. Der Gesetzgeber hat dieses Problem erkannt⁴⁹ und sich durch Neuformulierung von § 19 Abs. 2 InsO gemäß Art. 5 FMStG zur Rückkehr zu der Rechtslage vor Inkrafttreten der Insolvenzverordnung, das heißt zum zweistufigen Überschuldungsbegriff, entschlossen.⁵⁰ Nach dieser früheren Rechtsprechung und vorherrschenden Meinung lag eine Überschuldung nur dann vor, wenn das Gesellschaftsvermögen – bei Ansatz von Liquidationswerten – die Verbindlichkeiten nicht deckt und mittelfristig keine positive Fortbestehensprognose besteht. Entscheidend ist damit in Zukunft für die Frage, ob bei Überschuldung ein Insolvenzantrag zu stellen ist, ob nach überwiegender Wahrscheinlichkeit die Finanzkraft eines Unternehmens die Fortführung ermöglicht.⁵¹ Im Rechtsausschuss des Bun-

destages wurde gefordert, dass dieser Systemwechsel aus Gründen des Gläubigerschutzes, aber auch im Hinblick auf eine Sanierung von Unternehmen, zeitlich begrenzt werden sollte.⁵² Daher wurde die Änderung der Insolvenzordnung gemäß Art. 7 Abs. 3 i.V.m. Art. 6 FMStG bis zum 1.1.2011 befristet.

VI. Ausblick

Insgesamt ist das FMStG ein gelungenes und stringentes Konzept zur Wiederherstellung von Vertrauen zwischen Banken untereinander und zwischen Banken und Verbrauchern. Die Bundesregierung hat damit Handlungsfähigkeit bewiesen und den Finanzinstituten ein attraktives Angebot unterbreitet. Problematisch ist allerdings, dass es Widersprüche zu der Kapitalrichtlinie und der Aktionärsrechterichtlinie gibt, die trotz der Genehmigung des Paketes durch die EU-Kommission⁵³ zu gerichtlichen Auseinandersetzungen führen könnten. Um dies zu vermeiden, ist – soweit möglich – eine Verletzung der

// Autoren

Prof. Dr. Michael J. J. Brück, LL.M. (SMU/Dallas), ist als Rechtsanwalt und Attorney and Counselor at Law (New York) und als Partner in der Sozietät Schalast & Partner in Frankfurt tätig sowie Professor für Bürgerliches Recht, Handels-, Wirtschafts- und Steuerrecht an der Heilbronn Business School. Er ist dort seit November 2006 als Akademischer Direktor Wirtschaftsrecht für das LL.M.-Programm in Business Law verantwortlich. Zuvor war er acht Jahre in verschiedenen Funktionen bei der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG in Frankfurt New York, Köln und Berlin tätig.



Prof. Dr. Christoph Schalast ist Gründungspartner der Sozietät Schalast & Partner sowie Academie Director des M & A Master-Studiengangs der Frankfurt School of Finance & Management. Als Anwalt berät er bei nationalen und grenzüberschreitenden M&A- und Distressed Debt-Transaktionen. Er ist Chairman des NPL-Forums Leiter des Frankfurt Institute for Private Equity am M & A/FIPEMA und Vorsitzender des wissenschaftlichen Beirats der Bundesvereinigung Kapitalankauf und Servicing e. V.



Dr. Kay-Michael Schanz ist Partner der Sozietät Schalast & Partner und Lehrbeauftragter an der Frankfurt School. Schwerpunkt seiner anwaltlichen Tätigkeit sind Transaktionen im Bereich M&A, Private Equity/Structured Finance und Börseneinführungen sowie allgemeines Gesellschaftsrecht.



45 Insgesamt werden dadurch wichtige Vorschriften des Risikobegrenzungsgesetzes vom 18.8.2008 (BGBl. I 2008, 1666) für den Fonds aufgehoben. Vgl. Schalast, BB 2008, 2190 ff., und Langenbacher, NJW 2008, 3169 ff.

46 Gleiches gilt, wenn der Schuldner der abgetretenen Forderung eine juristische Person des öffentlichen Rechts oder ein öffentlich-rechtliches Sondervermögen ist. In allen Fällen kann der Schuldner jedoch mit befreiender Wirkung an den bisherigen Gläubiger leisten, abweichende Vereinbarungen sind unwirksam.

47 Siehe dazu Fischer, in: BFS-KWG/, 3. Aufl., § 36 Rn. 19.

48 Vgl. Schmidt-Rätsch, Insolvenzordnung mit Einführungsgesetz, 1995, § 19 Rn. 2.

49 BT-Drucks. 16/10600.

50 BGHZ, 119, 201 = ZIP, 92, 1382. Vgl. auch Krüger/Schmidt, Insolvenzgesetze, 17. Aufl., § 102 KO 2) a).

51 BT-Drucks. 16/10600, 21.

52 BT-Drucks. 16/10651, 16.

53 IP/08/1589 v. 28.10.2008.

Richtlinien zu vermeiden. So bleibt auch offen, ob die Neuregelungen Vorbildcharakter für eine Reform des Aktien- und Wertpapierhandelsrechts für Unternehmen in der Krise haben können.

Das FMStG ist eine erste schnelle Reaktion des Staates auf die aktuelle Krise, doch schon jetzt ist absehbar, dass sich eine Grundsatzdiskussion anschließen wird, wie die zukünftige Regulierung des Finanzsektors auszusehen hat, um vergleichbare Krisen in Zukunft zu vermeiden.⁵⁴ Ein Element ist dabei bereits deutlich geworden: Die europäische und internationale Koordination muss verbessert werden, auch wenn das Zusammenwirken der Regierungen und internationalen Organisationen in den letzten Wochen ohne einen solchen Rahmen effi-

zient war. Daneben ist hervorzuheben, dass durch die Europäische Kommission verhindert werden konnte, dass ein Windhundrennen um das attraktivste Rettungspaket gestartet wurde. Diese Gefahr bestand, als einige Länder, wie Irland, mit umfassenden Stützungs- und Garantiemaßnahmen vorgeprescht waren, was zu einer kurzfristigen Umschichtung von Depots geführt hat. Insoweit zeigt die Finanzkrise, wie wichtig eine koordinierte europäische Beihilfenaufsicht ist, auch wenn dies in Deutschland nicht immer so gesehen wird.

54 Die Frankfurt School of Finance & Management hat eine interdisziplinäre Arbeitsgruppe „Globale Finanzkrise 2007/2008 – Entwicklung einer Roadmap“ gebildet. Auch andere Forschungseinrichtungen arbeiten an der Problematik.

// DOSSIER FINANZKRISE

Univ.-Prof. Dr. Kai-Oliver Knops

Anlegerschutz im Anleihemarkt – insbesondere bei der Verbriefung von Kreditforderungen

Der seit 1989 in Deutschland bestehende Zertifikatemarkt wird erschüttert durch den erheblichen Vertrauensverlust, u.a. durch die Lehman-Insolvenz. Weitere Emittenten werden folgen. Die Versprechen über Garantien haben die Anleger in falscher Sicherheit gewogen. Von einem immer möglichen Totalausfall war fast nie die Rede, die Bonität des Emittenten wurde vernachlässigt und auf Ratings verwiesen, die aber einen Vermittler solcher Papiere nicht von einer anlage- und anlegergerechten Beratung entlasten kann. Der nachfolgende Beitrag gibt eine Übersicht über die Risiken derjenigen Anleihen und Zertifikate, mittels derer Kreditforderungen verbrieft werden und zeigt mögliche Haftungsfolgen unzureichender Aufklärung und Beratung auf.

I. Einleitung

Forderungen sind ebenso wie Eigentumsrechte verkehrsfähige Güter. Klassischerweise werden sie eigenverwertet, auf Dritte zwecks Kapitalisierung übertragen oder zur Eigenkreditaufnahme mittels Globalzession genutzt. Bei einer Verbriefung werden diese Werte von einer sog. Zweckgesellschaft¹ aufgekauft und von ihr durch Ausgabe eigener Wertpapiere refinanziert. Im Gegensatz zum Factoring wird die Forderung somit nicht nur verkauft, sondern am Kapitalmarkt platziert.² Dadurch wird eine ungleich höhere Anzahl an Personen für diese Vermögenswerte interessiert, womit sich wiederum zum Teil wesentlich höhere Erträge erzielen lassen als bei herkömmlicher Verwendung. Damit ist zugleich eine Finanzmarktinnovation beschrieben, die in den USA seit Mitte der 80er Jahre³ des vorigen Jahrhunderts und in Deutschland etwa zehn Jahre später immense Verbreitung gefunden hat.⁴ Je nach Studie wird das Volumen der auf dem Kapitalmarkt befindlichen Wertpapiere, die aus Verbriefungstransaktionen stammen, auf mehrere hundert Milliarden bis zwei Billionen Euro geschätzt;⁵ der Markt in Deutschland soll sich nach Analysteneinschätzung in den nächsten Jahren signifikant erhöhen und liegt derzeit wohl bei etwa 300 Milliarden Euro.⁶

II. Kredite als Verbriefungsgegenstände

Es geht um Transformation von meist kleinen bis mittleren, vielfach überwiegend illiquiden Forderungsgesamtheiten und deswegen im Grunde nicht kapitalmarktfähigen Forderungen in Wertpapiere, die damit am Kapitalmarkt gehandelt werden können.⁷ Zusammen mit den auf die Nominalwerte der Forderungen vorgenommenen Abschlägen erwarten Aufkäufer nicht selten von einer rationalen Eigenverwertung oder dem Weiterverkauf⁸ von derartigen Forderungsgesamtheiten hohe Renditen.⁹ Für gewerbliche wie private Anleger sind solche forderungsbesicherten Wertpapiere, unter dem Begriff Asset-Backed-Securities, kurz ABS bekannt,¹⁰ in aller Regel

1 Auch Special Purpose Vehicle (SPV), Structured Investment Vehicle (SIV) oder Conduits genannt (vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 2.11.2007, S. 13).

2 Teilweise wird unter Verbriefung auch lediglich verstanden, eine existierende Forderung an einen Dritten gegen eine Ablösesumme abzutreten. Richtig ist es demgegenüber, in der Refinanzierung durch Ausgabe von Wertpapieren die eigentliche Verbriefungstransaktion zu sehen, da Forderungen auch ohne Platzierung am Kapitalmarkt verkauft und abgetreten werden können. Historisch soll sich der Begriff der Verbriefung von dem Handel der Kaufleute bis ins 19. Jahrhundert ableiten, die in Form von gesiegelten Briefen Forderungen übertrugen. Allgemein wird unter Verbriefung auch die (notarielle oder durch Brief und Siegel erfolgte) Herstellung einer Urkunde über einen Vermögenswert verstanden (s. Heuberger, Das deutschösterreichische Notariat. Umriss seiner mittelalterlichen Entwicklung, 1927, S. 36 ff.; 48 ff.; 54 ff.; vgl. auch Friedrichs, Der Vertrauensschutz bei der Zession verbrieftener Forderungen, 1938, passim u. heute Roth, in: MünchKommBGB, 4. Aufl. 2007, § 405 Rn. 1). Verbrieft werden kann aber nach heutigem Verständnis wohl nur eine Forderung (OLG Bamberg, NJW-RR 1989, 1449; Sprau, in: Palandt, 2008, § 793 Rn. 2), wie auch ein Versprechen einer Leistung aus einem Vermögensgegenstand wie bei der Grundschuld nach § 1191 BGB.

3 Nennenswerte Transaktionen sind etwa seit 1985 zu verzeichnen (vgl. Jahn, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl. 2007, § 114a Rn. 2).

4 Bovenschen, in: Knops/Bamberger/Maier-Reimer, Recht der Sanierungsfinanzierung, 2005, § 8 Rn. 17.

5 Die Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 2.11.2007, S. 13, spricht von 1,3 Billionen Dollar.

6 Vgl. für die vergangenen Jahre die Angaben auf der Website von Ernst & Young und im Beitrag von Sievers, ZInsO 2005, 290. Zum Gesamtumfang festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten Hüfner, in: MünchKommBGB, 4. Aufl. 2007, § 793 Rn. 3.

7 Graf von Bernsdorff, Finanzinnovationen, 1996, S. 201 f.; Bovenschen, in: Knops/Bamberger/Maier-Reimer, Recht der Sanierungsfinanzierung, 2005, § 8 Rn. 19.

8 Zur Praxis der Durchreichung an weitere Investoren von Sievers, ZInsO 2005, 290.

9 Zur Ökonomie von Darlehensverkäufen im Banksektor Obermüller, Insolvenzrecht in der Bankpraxis, 7. Aufl. 2007, Rn. 6.668 ff. m. w. N.

10 Soweit die Forderungen grundpfandrechtlich besichert sind, heißen diese Mortgage-Backed-Securities, kurz MBS, wobei weiter zwischen durch Gewerbe- und Mehrfamilienimmobilien (wie Wohnanlagen, Einzelhandels- oder Bürogebäude) besicherte Forderungen als Commercial MBS (CMBS) und durch private