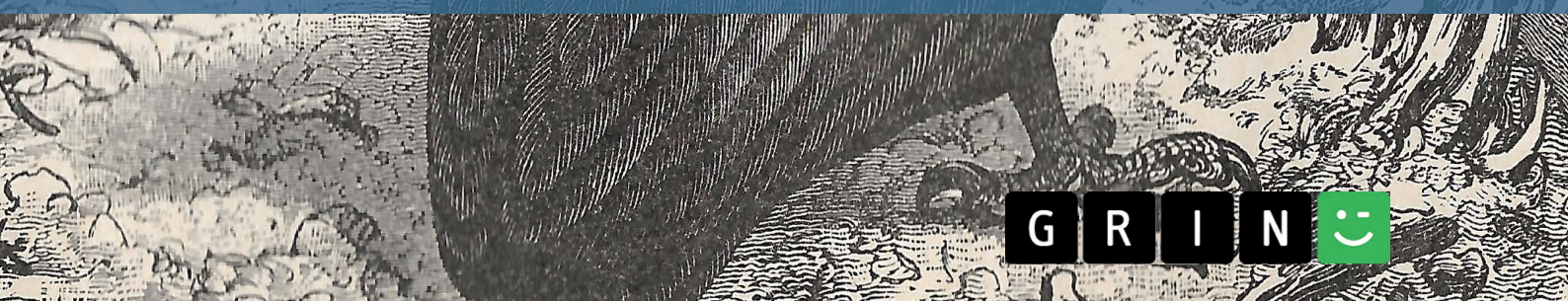
Peter Stainer

Rechtliche Rahmenbedingungen des Geschäftsmodells Loan-to-own im Lichte der Reformbestrebungen zur Bekämpfung von notleidenden Krediten auf europäischer und nationaler Ebene



GRIN

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.dnb.de/ abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlages. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Coverbild: Brockhaus Konversationslexikon, Vierzehnte, vollständig neubearbeitete Auflage in sechzehn Bänden,

Leipzig/Berlin/Wien 1893, S. 696f.

Impressum:

Copyright © 2020 GRIN Verlag
ISBN: 9783346336705

Dieses Buch bei GRIN:

https://www.grin.com/document/991075

Peter Stainer

Rechtliche Rahmenbedingungen des Geschäftsmodells Loan-to-own im Lichte der Reformbestrebungen zur Bekämpfung von notleidenden Krediten auf europäischer und nationaler Ebene

GRIN Verlag

GRIN - Your knowledge has value

Der GRIN Verlag publiziert seit 1998 wissenschaftliche Arbeiten von Studenten, Hochschullehrern und anderen Akademikern als eBook und gedrucktes Buch. Die Verlagswebsite www.grin.com ist die ideale Plattform zur Veröffentlichung von Hausarbeiten, Abschlussarbeiten, wissenschaftlichen Aufsätzen, Dissertationen und Fachbüchern.

Besuchen Sie uns im Internet:

http://www.grin.com/

http://www.facebook.com/grincom

http://www.twitter.com/grin_com

Rechtliche Rahmenbedingungen des Geschäftsmodells *Loan-to-own* im Lichte der Reformbestrebungen zur Bekämpfung von notleidenden Krediten auf europäischer und nationaler Ebene

Dissertation
zur Erlangung des Grades eines Doktors der Rechte
der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Bayreuth

vorgelegt
von
Peter Stainer
aus
Augsburg

Dekan:	Professor Dr. Jörg Schlüchtermann
Erstberichterstatter:	Professor Dr. Karl-Georg Loritz
Zweitberichterstatterin:	Professorin Dr. Jessica Schmidt
Tag der mündlichen Prüfung:	17.12.2020

Meinen Eltern und Großeltern

„Für Loan-to-own-Investoren […] würde […] geradezu ein Traum wahr und Europa zum Eldorado für feindliche Übernahmen mittels Restrukturierungsverfahren“

Professor Dr. Moritz Brinkmann

European Insolvency & Restructuring, TLE-039-2018

„Right now it is ugly times ugly. And that’s when the ugly get going.“

Gordon Gekko

Wall Street II: Money Never Sleeps

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2020/2021 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bayreuth als Dissertation angenommen und berücksichtigt die gesetzgeberischen Entwicklungen, Rechtsprechung sowie Literatur bis Juli 2020. Die Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie im SanInsFoG ab Januar 2021 wurde punktuell ergänzt.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. *Karl-Georg Loritz*, der mein Promotionsvorhaben von den ersten zaghaften Versuchen 2014 bis zum Abschluss sechs Jahre später mit Geduld, wertvollen Ratschlägen und viel Verständnis für die Herausforderungen einer berufsbegleitend angefertigten Dissertation begleitet hat.

Frau Professorin Dr. *Jessica Schmidt* danke ich vielmals für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens, Herrn Professor Dr. *Brian Valerius* für die Übernahme des Vorsitzes meiner Prüfungskomission.

Zu danken habe ich darüber hinaus zahlreichen Weggefährten und Freunden, insbesondere im *Schattenkabinett*, die die Höhen und Tiefen der Dissertation mit mir geteilt und mir in vielerlei Weise mit Rat und Tat zur Seite standen.

Herrn RA *Thomas Schrotberger* und Herrn RA Dr. *Eberhard Koch* möchte ich für die vorbehaltlose Unterstützung einer berufsbegleitenden Anfertigung meiner Dissertation bedanken, was alles andere als selbstverständlich ist. Mit den Rechtsanwälten der Sozietät *Broich* durfte ich darüber hinaus einen fruchtbaren fachlichen Austausch zu meinem Thema führen, wofür ich ebenfalls sehr dankbar bin.

Ohne die Unterstützung von *Alicia von Schenk* auf der Zielgeraden wäre meine Promotion nicht zu einem so guten Abschluss gekommen, wofür ihr mein tief von Herzen empfundener Dank gebührt.

Widmen möchte ich die Arbeit meinen Eltern, RAin *Monika Dippold-Stainer* und RA *Bernhard Stainer*, sowie meinen Großeltern, die mich alle in jeder erdenklichen Hinsicht bedingungslos unterstützt haben. Ich bin sicher, dass insbesondere meine Großväter, Dipl.-Ing. *Hermann Dippold* und Landgerichtsdirektor *Leo Stainer*, mit Stolz und Freude auf den Abschluss meiner Promotion geblickt hätten.

Frankfurt am Main, im Januar 2021

Peter Stainer

Inhaltsübersicht

§ 1 Einleitung 1
A. Hintergrund 1
B. Ziel der Arbeit und Gang der Untersuchung 2

Teil 1: Das Geschäftsmodell Loan-to-own – Vorstellung und Überblick über die Transaktionsstruktur

§ 2 Vorstellung und Einordnung des Geschäftsmodells *Loan-to-own* 4
A. Der Begriff des Investors 4
B. Abgrenzung verschiedener Investorentypen 5
C. Einordnung von *Loan-to-own* 21
§ 3 *Loan-to-own* „in a nutshell" – Überblick über Transaktionsstruktur und Motivation der Beteiligten 25
A. Transaktionsstruktur und tangierte Rechtsgebiete 25
B. Marktbeteiligte und Marktorganisation 26
C. Motivation der Beteiligten 29

Teil 2: Loan-to-own de lege lata – Bestandsaufnahme und Problemfelder

§ 4 Das erste Transaktionsstadium: Die Identifizierung notleidender Kredite 35
A. Der notleidende Kredit als Definitionsproblem 35
B. Überblick über mögliche Definitionsansätze 36
C. Bankrechtliche Ansätze 40
D. Zivilrechtliche Ansätze 89
E. Gemeinsame Elemente des bankrechtlichen und zivilrechtlichen Ansatzes 105
F. Zwischenergebnis 107
§ 5 Das zweite Transaktionsstadium: Der Handel mit notleidenden Krediten 109
A. Rechtsnatur der Übertragung des Kredits vom Kreditinstitut auf den *Loan-to-own*-Investor 110
B. Banklizenz 111
C. Bankgeheimnis 113
D. Datenschutz 116
E. Sonstige Abtretungshindernisse 118
F. Zwischenergebnis 120

§ 6 Das dritte Transaktionsstadium: Die Umwandlung des Kredits in Eigenkapital 121
A. Der gesellschaftsrechtliche Debt-Equity-Swap 121
B. Der insolvenzliche Debt-Equity-Swap 147
C. Zwischenergebnis 180

Teil 3: Loan-to-own de lege ferenda – Reformvorhaben und Normsetzungsvorschläge

§ 7 Das erste Transaktionsstadium: Eine Definition des notleidenden Kredites 181
A. „Kurze" Definition 181
B. „Lange" Definition unter Einbeziehung des Begriffes des Mengengeschäfts 182
C. Bedeutung des nationalen Rechts für die Definition 184
§ 8 Das zweite Transaktionsstadium: Erleichterungen des Kredithandels durch die NPL-Sekundärmarktrichtlinie? 185
A. Wesentliche Bestimmungen des Kommissionsentwurfes für Kreditkäufer 185
B. Keine Meldepflicht für die Durchführung eines Debt-Equity-Swap 186
§ 9 Das dritte Transaktionsstadium: Erleichterte Debt-Equity-Swaps durch die EU-Restrukturierungsrichtlinie? 187
A. Hintergrund der Richtlinie 187
B. Systematik der Richtlinie 188
C. Mögliche Auswirkungen der Richtlinie auf das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*- Investoren 188
D. Umsetzungs- und Reformvorschläge 221

Teil 4: Blick auf die Corona-Gegenwart und Ausblick in die Zukunft

§ 10 Ausblick auf die Bedeutung der Coronakrise für *Loan-to-own*-Investoren 237
A. Restrukturierungs- oder Insolvenzwelle durch das COVInsAG? 237
B. Debt-Equity-Swap als Refinanzierungmaßnahmen nach StFG und WStBG? 239
§ 11 Schlussbetrachtung 242
A. Zusammenfassung der Arbeit in Thesen 242
B. Frage einer „ethischen" oder „moralischen" Dimension 244
C. Ausblick 247

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung 1

A. Hintergrund 1

B. Ziel der Arbeit und Gang der Untersuchung 2

I. Ziel der Arbeit 2

II. Gang der Untersuchung 2

III. Eingrenzung des Betrachtungsgegenstandes 2

Teil 1: Das Geschäftsmodell Loan-to-own – Vorstellung und Überblick über die Transaktionsstruktur

§ 2 Vorstellung und Einordnung des Geschäftsmodells *Loan-to-own* 4

A. Der Begriff des Investors 4

B. Abgrenzung verschiedener Investorentypen 5

I. Konventionelle und alternative Investoren 5

II. Strategische Investoren und Finanzinvestoren 20

III. Aktive bzw. „aktivistische“ und passive Finanzinvestoren 21

C. Einordnung von *Loan-to-own* 21

§ 3 *Loan-to-own „in a nutshell“* – Überblick über Transaktionsstruktur und Motivation der Beteiligten 25

A. Transaktionsstruktur und tangierte Rechtsgebiete 25

B. Marktbeteiligte und Marktorganisation 26

I. Verkäufer 26

II. Käufer und Intermediäre 27

III. Marktorganisation 27

C. Motivation der Beteiligten 29

I. Anreize für Kreditinstitute, notleidende Kredite zu verkaufen 29

II. Anreize für *Loan-to-own*-Investoren, notleidende Kredite zu kaufen 33

Teil 2: Loan-to-own de lege lata – Bestandsaufnahme und Problemfelder

§ 4 Das erste Transaktionsstadium: Die Identifizierung notleidender Kredite 35

A. Der notleidende Kredit als Definitionsproblem 35

B. Überblick über mögliche Definitionsansätze 36

I. Bankrechtliche Definitionsansätze 37

II. Zivilrechtliche Ansätze 38

III. Verallgemeinerungsfähiges Verständnis des notleidenden Kredites ... 38

C. Bankrechtliche Ansätze 40

I. Grundzüge des Aufbaus der Europäischen Bankenaufsicht 40

II. Bestimmungen aus dem *Single Rulebook* 44

III. Rechnungslegungsbezogene Bestimmungen 71

IV. EZB-Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten 75

V. Nationale Bestimmungen zu Kreditrisikomanagement und Eigenkapitalausstattung 81

VI. Zwischenergebnis 86

D. Zivilrechtliche Ansätze 89

I. § 490 Abs. 1 BGB 90

II. § 490 Abs. 3 BGB i.V.m. § 314 BGB 96

III. Nr. 19 Abs. 3 AGB-Banken und Nr. 26 Abs. 2 AGB-Sparkassen 100

IV. Präzisierung des wichtigen Grundes und Kasuistik 102

V. Mögliche Verwirkung des Kündigungsrechts 103

VI. Begriff der Lästigkeit in § 366 Abs. 2 BGB 104

VII. Zwischenergebnis 104

E. Gemeinsame Elemente des bankrechtlichen und zivilrechtlichen Ansatzes 105

I. Verhältnis der Definitionsansätze zueinander 105

II. Vorschlag für eine einheitliche Auslegung *de lege lata* 106

F. Zwischenergebnis 107

§ 5 Das zweite Transaktionsstadium: Der Handel mit notleidenden Krediten 109

A. Rechtsnatur der Übertragung des Kredits vom Kreditinstitut auf den *Loan-to-own*-Investor 110

I. *Single-Name*-Transaktionen als typische *Loan-to-own*-Akquisestruktur .. 110

II. Zession als typische Ausgestaltung der *Single-Name*-Transaktion 111

B. Banklizenz 111

C. Bankgeheimnis 113

I. Kein gesetzliches Verbot oder konkludent vereinbartes Abtretungsverbot 113

II. Schuldrechtliche Schadenersatzansprüche 114

III. Das Bankgeheimnis als Amtsgeheimnis bei Sparkassen 115

D. Datenschutz 116

E. Sonstige Abtretungshindernisse 118

I. Gesetzliche Abtretungsverbote 118

II. Allgemeine Geschäftsbedingungen 118

III. Vertraglich vereinbarte Abtretungsverbote 119

F. Zwischenergebnis 120

§ 6 Das dritte Transaktionsstadium: Die Umwandlung des Kredits in Eigenkapital 121

A. Der gesellschaftsrechtliche *Debt-Equity-Swap* 121

I. Vorüberlegungen und Alternativen zur Sanierung mittels *Debt-Equity-Swap* 121

II. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen eines kontrollorientierten *Debt-Equity-Swap* 123

III. *Debt-Equity-Swap*s in Personengesellschaften 135

IV. Vor- und Nachteile für die *Loan-to-own*-Strategie 136

V. Zwischenergebnis 146

B. Der insolvenzliche *Debt-Equity-Swap* 147

I. Hintergrund: Liberalisierung des Insolvenzrechts durch das ESUG 147

II. Überblick über das Insolvenzplanverfahren 148

III. Eigenverwaltung als Sonderform des Insolvenzverfahrens 154
IV. Vorläufige Eigenverwaltung und Schutzschirmverfahren als Sonderformen des Insolvenzeröffnungsverfahrens 155
V. Vor- und Nachteile für die *Loan-to-own*-Strategie 157
VI. Renaissance des Schutzschirms im Zuge der Coronakrise? 179
C. Zwischenergebnis 180

Teil 3: Loan-to-own de lege ferenda – Reformvorhaben und Normsetzungsvorschläge

§ 7 Das erste Transaktionsstadium: Eine Definition des notleidenden Kredites 181
A. „Kurze" Definition 181
B. „Lange" Definition unter Einbeziehung des Begriffes des Mengengeschäfts 183
C. Bedeutung des nationalen Rechts für die Definition 184

§ 8 Das zweite Transaktionsstadium: Erleichterungen des Kredithandels durch die NPL-Sekundärmarktrichtlinie? 185
A. Wesentliche Bestimmungen des Kommissionsentwurfes für Kreditkäufer 185
B. Keine Meldepflicht für die Durchführung eines *Debt-Equity-Swap* 186

§ 9 Das dritte Transaktionsstadium: Erleichterte *Debt-Equity-Swap*s durch die EU-Restrukturierungsrichtlinie? 187
A. Hintergrund der Richtlinie 187
B. Systematik der Richtlinie 188
C. Mögliche Auswirkungen der Richtlinie auf das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren 188
I. Einfacher Zugang zum präventiven Restrukturierungsrahmen 189
II. Frühwarnsysteme als Unterstützung zur Identifizierung geeigneter Investitionsziele 198
III. Die Pflichten der Unternehmensleitung nach Art. 19 RRiL als Druckmittel für den Eintritt in die Restrukturierung 200
IV. Das Moratorium als Mittel zum „Beteiligungsaufbau" 202
V. Der *Debt-Equity-Swap* als Restrukturierungsplanmaßnahme 209

VI. Mehrheitliche Planannahme außerhalb der Insolvenz 212
VII. Größere Autonomie der Stakeholder bei der Verwalterauswahl 215
VIII. Keine zwingende Einbeziehung aller Stakeholder in die präventive Restrukturierung 217
IX. Eingeschränkte Beteiligung der Gerichte 219
X. Professionalisierung der Insolvenzgerichtsbarkeit und des Verwalterstandes 219
D. Umsetzungs- und Reformvorschläge 221
I. Umsetzungsvorschläge für die Restrukturierungsrichtlinie 221
II. Reformvorschläge für die InsO 229
III. Ablehnung von sogenannter „Gläubigertransparenz“ 235

Teil 4: Blick auf die Corona-Gegenwart und Ausblick in die Zukunft

§ 10 Ausblick auf die Bedeutung der Coronakrise für *Loan-to-own*-Investoren 237
A. Restrukturierungs- oder Insolvenzwelle durch das COVInsAG? 237
B. *Debt-Equity-Swap* als Refinanzierungmaßnahmen nach StFG und WStBG? 239
§ 11 Schlussbetrachtung 242
A. Zusammenfassung der Arbeit in Thesen 242
B. Frage einer „ethischen“ oder „moralischen“ Dimension 244
C. Ausblick 247

Abkürzungsverzeichnis

§	Paragraf
§§	Paragrafen
a.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
ABS	Asset Backed Security
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
AQR	Asset Quality Review
Art.	Artikel
ATU	Auto-Teile-Unger
Aufl.	Auflage
ÄVO	Änderungs-Verordnung
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
BB	Betriebs-Berater
BBK	NWB Zeitschrift für Rechnungswesen
BCBS	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BelWertV	Beleihungswertermittlungsverordnung
ber.	berichtigt
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BIS	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGK	Kammerentscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CF	Corporate Finance : Finanzierung, Kapitalmarkt, Bewertung, Mergers & Acquisitions

CFL	Corporate Finance Law : Kapitalmarkt, Finanzierung, Mergers & Acquisitions
COREP	Common Reporting Framework
COVID-19	Coronavirus-Krankheit 2019
CRD	Kapitaladäquanzrichtlinie
CRO	Chief Restructuring Officer
CRR	Kapitaladäquanzverordnung
D&O-Versicherung	Directors and Officers Versicherung
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb
DDR	Deutsche Demokratische Republik
DelVO	Delegierte Verordnung
DS-GVO	Datenschutz-Grundverordnung
DStR	Deutsches Steuerrecht
DVO	Durchführungsverordnung
DZWIR	Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
e.V.	eingetragener Verein
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände
EG	Erwägungsgrund
EIOPA	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung
ESAs	EU-Aufsichtsbehörden
ESFS	Europäisches System der Finanzaufsicht
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
ESRB	Europäische Ausschuss für Systemrisiken
EStG	Einkommenssteuergesetz
ESUG	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
ESZB	Europäische System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EU-GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende (folio)
ff.	fortfolgende
FIM	Finanzierung im Mittelstand
FinaRisikoV	Finanz- und Risikotragfähigkeitsinformationenverordnung

FINREP	Financial Reporting
FLF	Finanzierung Leasing Factoring
FLF	Fachzeitschrift für Finanzierung, Leasing und Factoring
Fn.	Fußnummer
FrankfKo	Frankfurter Kommentar
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GG	Grundgesetz
ggf.	Gegebenenfalls
GL	Guideline/Leitlinie
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GroMiKV	Großkredit- und Millionenkreditverordnung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HambKo	Hamburger Kommentar
HdB	Handbuch
HeidKo	Heidelberger Kommentar
HGB	Handelsgesetzbuch
i.S.v.	im Sinne von
i.Ü.	im Übrigen
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IDW S-2	Anforderungen an Insolvenzpläne nach Standard des Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
INDat-Report	INDat-Report : Fachmagazin für Restrukturierung, Sanierung und Insolvenz
InsO	Insolvenzordnung
InVorG	Investitionsvorranggesetz
IRBA (auch: IRB-Ansatz)	Internal ratings-based approach
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
IT	Informationstechnik
ITS	Implementing Technical Standards
IWRZ	Zeitschrift für Internationales Wirtschaftsrecht
jurisPK	juris Praxis Kommentar
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch

Kap.	Kapitel
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	kleine und mittelständische Unternehmen
KreditReorgG	Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz
KSA	Kreditrisikostandardansatz
KSI	Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung; Wirtschaft, Recht, Steuern
KTS	Konkurs Treuhand Sanierung - Zeitschrift für Insolvenzrecht
KWG	Kreditwesengesetz
LGD	Loss Given Default
lit.	littera
LMA	Loan Market Association
m. zahlr. w.N.	mit zahlreichen weiteren Nachweisen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive
MüKo	Münchener Kommentar
nGAAP	national Generally Accepted Accounting Principles
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NPE	Non-Performing Exposure
NPL	Non-Performing Loan
Nr.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitung für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
o.ä.	oder ähnlich
OHG	Offene Handelsgeselschaft
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over The Counter
prävRR	Präventiver Restrukturierungsrahmen
PrüfbV	Prüfungsberichtsverordnung
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RM	Risiko Manager
Rn.	Randnummer
RRiL	Restrukturierungsrichtlinie
RTS	Technische Regulierungsstandards
S.	Seite
SanInsFoG	Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetz
SCCO	Single Corporate Credit Opportunities
sog.	so genannt/ so genannte
SolvV	Solvabilitätsverordnung

SREP	Supervisory Review and Evaluation Process
SSM	Single Supervisory Mechanism
StaRuG	Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen
StB	Steuerberater - Zeitschrift für Steuerrecht
StGB	Strafgesetzbuch
TKG	Telekommunikationsgesetz
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
UA	Unterabsatz
US	United States
UTP	Unlikely-to-pay
v.	vom
VAG	Vesicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
VermG	Vermögensgesetz
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
Vorb	Vorbemerkungen
VuR	Zeitschrift für Wirtschafts- und Verbraucherrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZD	Zeitschrift für Datenschutz
ZfdK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung

§ 1 Einleitung

A. Hintergrund

Der Umgang mit notleidenden Krediten beschäftigt seit geraumer Zeit den europäischen und den deutschen Gesetzgeber. Besonders im Fokus steht der Abbau notleidender Kredite bei Banken, weil diese systembedrohende Risiken beinhalten können. Deutlich wurde dies im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008: In Reaktion auf den knapp verhinderten Zusammenbruch des weltweiten Finanzsystems und die teilweise sehr hohen Bestände an notleidenden Krediten in den Mitgliedsstaaten erhob die Europäische Union die Stabilisierung des Bankensektors, insbesondere die Bekämpfung von notleidenden Krediten auf den Bilanzen der Banken zu einem ihrer wichtigsten Ziele.

Unter dem Vorzeichen der Stabilisierung des Bankensektors stehen derzeit das Insolvenzrecht und das Bankaufsichtsrecht, welche sich derzeit im Umbruch befinden: Die Restrukturierungsrichtlinie (EU) 2019/1023 sowie die Einarbeitung der verschärften Eigenmittelanforderungen durch Basel III final in die Kapitaladäquanzverordnung (EU) 575/2013 befinden sich – Stand Juli 2020 – in der Umsetzungsphase. Hinzu kommt seit März 2020 die COVID-19-Pandemie, welche durch einen erzwungenen Shutdown der Wirtschaft die Welt in eine neue Wirtschaftskrise gezogen hat und infolgedessen die Anzahl notleidender Kredite wieder ansteigen werden.

Bislang waren die Eigenmittelregulatorik und das Sanierungs- bzw. Insolvenzrecht nur selten Gegenstand rechtsgebietsübergreifender Betrachtungen unter Berücksichtigung des wirtschaftlichen Kontextes.

Anlass hierzu geben die Geschäftsmodelle von Kapitalmarktakteuren, welche notleidende Kredite aufkaufen und im Rahmen einer außergerichtlichen oder insolvenzlichen Restrukturierung den Erwerb von Eigenkapitalanteilen des Kreditschuldners anstreben. Dieses Geschäftsgebaren wird gemeinhin als *Loan-to-own* bezeichnet und wird von spezialisierten Finanzinvestoren wie Hedgefonds und Private Equity-Unternehmen angewendet. Kannte man aus Zeiten vor der Finanzkrise Fälle wie Pfleiderer und IVG, so ist in jüngerer Zeit angesichts der schuldenbasierten Übernahmen von ATU, Kettler Bavaria Yachtbau, Triton, Honsel, Stabilus, Dywidag, Monier und Primacom ein Anstieg an *Loan-to-own*-Aktivitäten in Europa zu verzeichnen.

Die vorliegende Arbeit möchte das Geschäftsmodell *Loan-to-own* juristisch einzuordnen und die Frage zu beantworten, ob – und wenn ja wie – sich die europäischen legislativen Reformbestrebungen zur Bekämpfung notleidener Kredite auf das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren auswirken.

B. Ziel der Arbeit und Gang der Untersuchung

I. Ziel der Arbeit

Ziel der Arbeit ist es, das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren vorzustellen, in seine logischen Bestandteile aufzugliedern und diese auf juristische Problemstellungen *de lege lata* hin zu untersuchen. Im Anschluss wird untersucht, inwieweit sich *de lege ferenda* die Europäischen Legislativprojekte – zuvörderst die Restrukturierungsrichtlinie (EU) 2019/1023 – auf das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren auswirkt.

II. Gang der Untersuchung

Die Arbeit gliedert sich in vier Teile mit ingesamt elf Kapiteln. Im ersten Teil wird das Geschäftsmodell *Loan-to-own* vorgestellt und in die Systematik der Anlagestrategien von Hedgefonds und Private Equity eingeordnet.

Der zweite Teil zeichnet *de lege lata* den Verlauf eines *Loan-to-own*-Investments von der Identifikation notleidender Kredite bis zur Kontrollübernahme des Zielunternehmens nach, untersucht die einzelnen Transaktionsstadien auf Rechtsprobleme und identifiziert aus dem Recht kommende Chancen und Risiken für das Geschäftsmodell.

Im dritten Teil wird *de lege ferenda* untersucht, welche Änderungen und Umsetzungsspielräume sich für die jeweiligen Transaktionsstadien ergeben.

Der vierte und letzte Teil gibt einen Ausblick auf die Sondergesetzgebung angesichts der COVID-19-Pandemie und der in Folge ausgelösten Coronakrise und bietet einen Ausblick auf die Zukunft.

III. Eingrenzung des Betrachtungsgegenstandes

Die soeben skizzierte Themenstellung der vorliegenden Arbeit erfordert eine Eingrenzung bei Umfang und Maßstab der Untersuchung: So sind Verbraucherdarlehen im Sinne der §§ 491–505e BGB nicht Gegenstand der Untersuchung, ebenso wenig immobilienbesicherte Kreditverträge. Im Bereich der Unternehmenskredite (Corporate Loans) werden insbesondere Betriebsmittelkredite teilweise ohne Immobilienbesicherung vergeben.[1] Im Rahmen der Kreditverwertung sind ferner Verbriefungslösungen wie Asset-Backed Securities nicht Gegenstand der Betrachtung. Steuerrechtliche Fragen, insbesondere die steuerliche Behandlung von Sanierungsgewinnen nach der Feststellung der Unrechtmäßigkeit des

[1] *Hamberger/Diehm*, in: Die Bank 2004, S. 182–185; *Daimer*, Chancen und Risiken von Distressed Debt Investments, S. 4 f.

Sanierungserlasses, sind ebenfalls nicht Gegenstand der Betrachtung, ebensowenig die EuInsVO. Berücksichtigt sind die Literatur und Rechtsprechung bis Juli 2020.

Teil 1: Das Geschäftsmodell Loan-to-own – Vorstellung und Überblick über die Transaktionsstruktur

§ 2 Vorstellung und Einordnung des Geschäftsmodells *Loan-to-own*

Der Begriff *Loan-to-own* hat außerhalb informierter Fachkreise zunächst einmal wenig Erkenntniswert. Ein M&A-Fachlexikon gibt die Auskunft, dass *„Eine Loan-to-own-Strategie … eine Investitionsstrategie [ist], bei der ein Investor zunächst die Schulden eines Unternehmens erwirbt (Distressed Debt), diese dann in Eigenkapital des Unternehmens umwandelt (Debt-to-Equity Swap) und sich auf diese Weise letztlich die Kontrolle über das Unternehmen sichert. Loan-to-own-Strategien wurden von US-Finanzinvestoren unter dem amerikanischen Insolvenzrecht entwickelt und seit Ende der 90er Jahre auch zum Erwerb deutscher Unternehmen eingesetzt. Besondere Attraktivität entfalteten Loan-to-own-Strategien, als Banken begannen, im großen Stil Problemkredite (Non-performing Loans) an Finanzinvestoren zu veräußern."*[2]

Anhand dieser Definition lässt sich der Begriff *Loan-to-own* in vier Teilaussagen aufgliedern: (i) es handelt sich um eine Investitionsstrategie bestimmter Investoren, (ii) es werden Schulden eines Unternehmens erworben, (iii) besagte Schulden des Unternehmens werden in Eigenkapital umgewandelt und (iv) auf diese Weise wird durch den Investor die Kontrolle über das Unternehmen übernommen.

A. Der Begriff des Investors

Zunächst soll die erste der vier Teilaussagen näher betrachtet werden: *Loan-to-own* ist eine Investitionsstrategie bestimmter Arten von Investoren.

Eine Legaldefinition des Investors gibt es nicht, sodass der Duden für eine erste Auskunft zu konsultieren ist. Dieser definiert einen Investor als eine *„Person, Firma o.Ä., die investiert, Kapital anlegt"*.[3] Als Investor kann daher eine natürliche oder juristische Person bezeichnet werden, die eigenes und/oder von Dritten anvertrautes Kapital mit dem Ziel einsetzt, das eingesetzte Kapital zu vermehren.[4] Als Investor kann demnach sowohl die Person verstanden werden, die einer Investmentgesellschaft Kapital zur Verfügung stellt, als auch die Investmentgesellschaft selbst, welche Investitionen tätigt. Letztere

---

[2] *Risse/Kästle*, M & A und Corporate Finance von A-Z, Stichwort Loan-to-own.

[3] *Duden online*, Investor2018, URL: https://www.duden.de/rechtschreibung/Investor, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[4] *"Investing is often described as the process of laying out money now in the expectation of receiving more money in the future." Buffet*, Berkshire Hathaway, Inc. 2011 Annual Report, URL: http://www.berkshirehathaway.com/2011ar/2011ar.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, S. 17.

sind zur steuerlichen Optimierung der Investitionserträge regelmäßig in komplexe, grenzüberschreitende gesellschaftsrechtliche Offshore-Strukturen eingebunden, deren Darstellung den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde.[5]

Mit dem Begriff „*Loan-to-own*-Investor" ist hier stets die Investmentgesellschaft gemeint, welche *Loan-to-own*-Strategien anwendet, und nicht deren Kapitalgeber. Dieses Verständnis des Investorenbegriffs liegt den folgenden Erwägungen zu Grunde, die Kapitalgeber werden im Folgenden als Anleger bezeichnet.

B. Abgrenzung verschiedener Investorentypen

Zur näheren Eingrenzung des weiten Investorenbegriffs bieten sich drei Begriffspaare an:

Typischerweise werden Investoren nach der Ausgestaltung ihres Portfolios in konventionelle und alternative Investoren eingeteilt. Im Kontext der Übernahme von Unternehmen wird zudem zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren unterschieden. Ferner werden aktive und passive Anlagestrategien unterschieden. Im Folgenden wird der Versuch einer Einordnung von *Loan-to-own*-Investoren anhand dieser Koordinaten vorgenommen.

I. Konventionelle und alternative Investoren

Zu den konventionellen Anlagekategorien gehören Sparbücher, Aktien, Fonds, Anleihen, Festgeld sowie Immobilien- oder Rohstoffinvestitionen. Zu den konventionellen Investoren gehören etwa institutionelle Investoren wie Pensionsfonds oder Indexfonds, aber auch Kleinanleger. Konventionelle Investoren investieren in konventionelle Anlagekategorien und erzielen nur dann Erträge, wenn sich die Anlage im Wert steigert – der Erfolg einer konventionellen Anlage hängt daher von einem positiven Marktumfeld ab. Finanzinstrumente, mittels derer auch bei einem stagnierenden oder negativen Marktumfeld Erträge erzielt werden können, stehen konventionellen Investoren – in der Regel aus regulatorischen Gründen zum Schutz der Anlage und der Anleger – nicht zur Verfügung.

Im Unterschied zu konventionellen Investoren zielen alternative Investoren grundsätzlich nicht auf eine relativ bessere Rendite gegenüber bestimmten, vorab

[5] *Lehmann*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 19 m.w.N.; *Schiessl*, in: ZIP 2009, S. 689; *Ernstberger/Herz*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 41; zu rechtlichen Rahmenbedingungen für alternative Investoren in Deutschland siehe *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, Teil B, Rn. 1 ff.; für Möglichkeiten der Strukturierung siehe ferner *Eilers*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, IV. Rn. 1 ff. sowie *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, Teil B, Rn. 79 ff.

definierten Marktindizes ab, sondern auf die Erzielung von positiven Renditen unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung (*absolute return*).[6] Um für Anleger im Vergleich zu konventionellen Anlagekategorien attraktiv zu sein, müssen alternative Investoren imstande sein, das angelegte Kapital vom Marktgeschehen möglichst unabhängig und vor allem stärker zu vermehren. Anlagestrategien von alternativen Investoren sind daher innovativ, vielfältig und sehr heterogen, was eine Kategorisierung erschwert.[7] Eine systematische Erschließung der verschiedenen Arten von Investoren kann einerseits anhand von branchenüblichen Begriffszuschreibungen erfolgen, andererseits durch eine Abgrenzung der jeweiligen Investitionsstrategien.[8] Zu den häufigsten Vertretern alternativer Investoren zählen Hedgefonds, Private Equity-Unternehmen sowie Venture Capital-Unternehmen. Keinem dieser Begriffe liegt ein einheitliches Verständnis im Sinne einer Legaldefinition zu Grunde, vielmehr umschreiben die Begriffe die wesentlichen Züge verschiedener alternativer Anlagestrategien, wobei es zahlreiche Überschneidungen zwischen den Begriffen gibt. Allen Dreien gemeinsam ist, dass in der Regel eine hohe Mindesteinlage von den Anlegern verlangt wird und die Fondsmanager selbst substantiell eigenes Kapital investieren und erfolgsbezogen vergütet werden.[9]

1. Hedgefonds

Eine einheitliche Definition von Hedgefonds gibt es nicht und kann aufgrund der Heterogenität dieser Investmentgesellschaften auch nicht gelingen.[10] Die Definition in

---

[6] *Metze/Westpfahl*, in: Baur/Kantowsky u.a., Stakeholder Management, S. 97–98; *Lehmann*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 20; *Ernstberger/Herz*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 35; *Spindler*, in: WM 2006, S. 553; *Ricke*, in: BKR 2004, S. 60 (61); *Berger/Steck*, in: ZBB 2003, S. 192 (193).

[7] *Ricke*, in: BKR 2004, S. 60 (61 f.).

[8] *Bundesverband Alternative Investments e.V.*, Was sind Alternative Investments?, URL: https://bvai.de/alternative-investments/was-sind-alternative-investments.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[9] *Kumpan*, in: ZHR 2006, S. 39 (45); *Eilers/Koffka*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, Einführung, Rn. 24; *Risse/Kästle*, M & A und Corporate Finance von A-Z, Stichwort Carried Interest; *Ricke*, in: BKR 2004, S. 60 (61); *Stadler*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge-Fonds : empirische Untersuchung für Deutschland, S. 17; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 6; *Ernstberger/Herz*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 35.

[10] *Metze/Westpfahl*, in: Baur/Kantowsky u.a., Stakeholder Management, S. 97; *Kumpan*, in: ZHR 2006, S. 39 (43); *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, S. 6; *Kodres*, in: Eichengreen/Mathieson, Hedge funds and financial market dynamics, S. 42;

§ 283 KAGB, welche auf den Einsatz von Hebeleffekten und Leerverkäufen abstellt, ist außerhalb des regulatorischen Kontextes des KAGB nicht praktikabel: Zum einen beschreibt sie nur punktuelle Ausprägungen bestimmter Anlagestrategien, die nicht alle Hedgefonds nutzen, zum anderen stehen Hebeleffekte und Leerverkäufe auch bestimmten anderen Marktakteuren grundsätzlich zur Verfügung.[11]

Die Bezeichnung „Hedgefonds" (aus dem Englischen von *to hedge* – absichern) rührt von der Strategie des ersten modernen Hedgefonds, A.W. Jones & Co. her, welcher 1949 erstmals als unterbewertet eingestufte Finanzinstrumente kaufte und gleichzeitig als überbewertet eingestufte Finanzinstrumente leerverkaufte.[12] So wurde das investierte Kapital vor Marktrisiken geschützt (ge*hedged*), womit der Erfolg der Investition nur vom spezifischen Risiko der jeweiligen Investition abhing – und damit von den Fähigkeiten des Investors.[13]

Im weitesten Sinne sind alle Investmentgesellschaften – unabhängig von der Rechtsform – als Hedgefonds zu definieren, die keinen Beschränkungen bei der Auswahl ihrer Anlagestrategien unterliegen und deswegen nicht-traditionelle Anlagestrategien anwenden oder diese mit konventionellen Anlagestrategien kombinieren.[14] Sie sind auf kurzfristige Renditeerzielung ausgerichtet. Im Vergleich zu Private Equity oder Venture Capital ist die Dauer einer Einzelinvestition bei Hedgefonds kurz und kann – je nach Anlagestrategie – zwischen wenigen Sekunden bis zu mehreren Jahren liegen.[15]

Raaijmakers/Maatman, in: Ondernemingsrecht 2006, S. 1; *Clashinrichs*, Hedge funds, S. 15, 17; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 1 f.; für verschiedene Ansätze zur Definition siehe *Kaiser*, Hedgefonds, S. 5 ff.

[11] *Kumpan*, in: ZHR 2006, S. 39 (51); *Metze/Westpfahl*, in: Baur/Kantowsky u.a., Stakeholder Management, S. 97.

[12] *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 6; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 6.

[13] *Kumpan*, in: ZHR 2006, S. 39 (43); *Kaiser*, Hedgefonds, S. 6; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 6; *Ganchev*, Hedge funds - evolution and perspectives2015, URL: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/70050/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, S. 7.

[14] *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 1 ff. *Lehmann*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 18; *Stadler*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge-Fonds : empirische Untersuchung für Deutschland, S. 17; *Raaijmakers/Maatman*, in: Ondernemingsrecht 2006, S. 5 f.

[15] *Berger/Steck*, in: ZBB 2003, S. 192 (193); *Metze/Westpfahl*, in: Baur/Kantowsky u.a., Stakeholder Management, S. 98.

In den individuellen Strategien von Hedgefonds liegt deren Erfolgsgeheimnis[16]. Weil Hedgefonds regelmäßig keinen Publizitätspflichten unterliegen und Details ihrer Strategien daher nicht preisgeben, ist es nicht möglich, die verschiedene Strategien in allen Einzelheiten zu beleuchten.[17] Dies ist allerdings auch nicht notwendig, da Hedgefonds erwiesenermaßen Loan-to-own-Strategien in der Vergangenheit angewandt haben und anwenden.[18]

a) Arbitragestrategie

Unter Arbitragestrategien – im Fachjargon *arbitrage*[19] oder *relative value*[20] genannt – versteht man Geschäfte an organisierten Handelsplätzen, bei denen Preisunterschiede desselben Wertpapiers an verschiedenen Handelsplätzen oder aber Bewertungsunterschiede bei ähnlichen Wertpapieren (sogenannte *spreads*) ausgenutzt werden.[21] Arbitragestrategien setzen an der Situation an, dass der Marktpreis vergleichbarer Wertpapiere nicht dem „wahren Wert" (*true value*) entspricht. Der „wahre Wert" wird dabei entweder mittels Fundamentalanalyse (*fundamental arbitrage*) oder quantitativen Methoden – häufig unter Zuhilfenahme von Computermodellen (*statistical arbitrage*) – durch Branchenspezialisten der Hedgefonds (Analysten) berechnet.[22] Unter der Annahme, dass die Marktpreise sich mit der Zeit dem „wahren Wert" annähern, wird das überbewertete Wertpapier leerverkauft und das unterbewertete Wertpapier gekauft (sogenanntes *pair trading*). Sofern die Marktpreise sich tatsächlich dem „wahren Wert"

---

[16] *Kumpan*, in: ZHR 2006, S. 39 (67) [Fn. 184]; *Lehmann*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 22–23.

[17] Die Kategorisierung der Strategien von Hedgefonds ist nicht einheitlich, vgl. nur die Darstellungen bei *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, S. 23 ff., Kodres, in: *Eichengreen, Mathieson* (1998), S. 42 ff.; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 135 ff.

[18] *Palenker*, Loan-to-own, S. 169 ff.; *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 865; *Metze/Westpfahl*, in: Baur/Kantowsky u.a., Stakeholder Management, S. 108.

[19] *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, 25, 33; Kodres, in: *Eichengreen, Mathieson* (1998), 43 ff., 52 ff.; *Schulmerich*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 1186 (1189 f.)

[20] *Kaiser*, Hedgefonds, S. 79; *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 14; *Schulmerich*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 1186 (1189).

[21] *Berger/Steck*, in: ZBB 2003, S. 192 (193); *Ricke*, in: BKR 2004, S. 60 (61); *Kaiser*, Hedgefonds, S. 114; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 156.

[22] *Ineichen*, in: The Journal of Alternative Investments 2002, S. 62–69; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 137 ff.

annähern, können beide Positionen gewinnbringend aufgelöst werden.[23] Konventionelle Anleger könnten hingegen allenfalls vom Kursanstieg des zunächst unterbewerteten Wertpapiers profitieren (siehe oben).

Arbitragestrategien finden insbesondere bei Aktien (*equity market neutral*)[24], Zinstitel (*fixed income arbitrage*)[25] und Wandelanleihen (*convertible arbitrage*)[26] Anwendung, funktionieren aber mit allen handelbaren Wertpapieren. Die Bewertungsunterschiede zwischen den Wertpapieren sind oft nur sehr gering, weshalb eine Gewinnerzielung oft nur durch große Handelsvolumina unter starkem Fremdkapitaleinsatz möglich ist.[27]

Sonderfälle unter den Arbitragestrategien bilden zum einen die Strategie *merger arbitrage*, bei der auf die finanziellen Auswirkungen von Unternehmenszusammenschlüssen und -fusionen (*mergers & acquisitions*) – speziell auf die Vereinnahmung der Übernahmeprämie – spekuliert wird.[28] Sie wird daher teilweise auch zu den ereignisbezogenen Strategien gezählt (siehe sogleich unter § 2B.I.1.c).[29]

Ein weiterer Sonderfall bildet die Strategie *long/short equity*, welche – ähnlich wie bei *equity market neutral* – Bewertungsunterschiede bzw. Fehlbewertungen bei Aktien ausnutzt, allerdings Akzente zugunsten einer prognostizierten Marktentwicklung (steigende oder fallende Aktienkurse) setzt (sogenanntes *long* oder *short bias*) und somit bewusst nicht marktneutral positioniert ist.[30] Man spricht insoweit – in Abgrenzung zu marktneutralen, nichtdirektionalen Strategien – von *direktionalen* Strategien.[31]

Arbitragestrategien stellen hohe Anforderungen an die Aussagekraft der Bewertungsmodelle und die Prognose von Marktentwicklungen für die Auswahl unter-

---

[23] *Kaiser*, Hedgefonds, S. 85 ff.; *Kodres*, in: Eichengreen/Mathieson, Hedge funds and financial market dynamics, S. 43.

[24] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 97 ff.

[25] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 131 ff.

[26] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 19 ff.

[27] *Kaiser*, Hedgefonds, S. 114.

[28] *Kocher*, in: DB 2016, S. 2887–2888; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 90; *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 229 ff.

[29] So auch bei *Kaiser*, Hedgefonds, S. 79; und *Kodres*, in: Eichengreen/Mathieson, Hedge funds and financial market dynamics, S. 53; , wie hier allerdings *Eichengreen/Mathieson*, in: Eichengreen/Mathieson, Hedge funds and financial market dynamics, S. 4.

[30] *Ineichen*, in: The Journal of Alternative Investments 2002, S. 62–69; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 139; *Clashinrichs*, Hedge funds, S. 34 ff.; *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 201 ff.

[31] *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 138.

und überbewerteter Wertpapiere.[32] Aufgrund des üblicherweise sehr hohen Fremdkapitaleinsatzes sind sie mit hohen Risiken einschließlich des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals verbunden, sollten sich die zugrunde gelegten Annahmen als falsch erweisen.

b) Opportunistische Anlagestrategien

Opportunistische oder auch taktische Anlagestrategien basieren auf der Annahme des Hedgefonds bzw. dessen Manager, dass er besser versteht als andere Marktteilnehmer, zukünftige Marktentwicklungen zu prognostizieren.[33] Es werden daher Bewegungen bei den unterschiedlichsten ökonomischen Variablen identifiziert und deren Auswirkungen auf die Kapitalmärkte prognostiziert.[34] Der Erfolg der Anlagestrategie hängt daher stark von der Prognosefähigkeit der Investmentspezialisten ab. Allerdings verursachen opportunistische Hedgefonds – teilweise durch die öffentliche Wahrnehmung ihrer Gründer als „Börsengurus“[35], teilweise durch die schiere Höhe des verwalteten Anlagevermögens[36] – in einigen Fällen die „vorhergesagte“ Marktdynamik selbst, sodass sich in diesem Zusammenhang auch marktmissbrauchsrechtliche Fragen stellen.[37] Zu den wichtigsten opportunistischen Anlagestrategien zählen *global macro*[38] und *short selling*[39].

aa) Global Macro

Bei *global macro* halten Investmentspezialisten ausgehend von makroökonomischen Analysen und den hieraus resultierenden Prognosen Kaufpositionen und Leerverkaufspositionen, um Veränderungen an Devisen-, Kapital- und Rohstoffmärkten vorwegzunehmen. Entscheidend ist das frühzeitige Erkennen von sich abzeichnenden Markttrends sowie der effiziente Aufbau entsprechender Positionen.[40] *Global macro-*

---

[32] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 111.

[33] *Stadler*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge-Fonds : empirische Untersuchung für Deutschland, S. 18.

[34] *Kaiser*, Hedgefonds, S. 103.

[35] Bekannte „Opportunisten“ sind unter anderem Charles Icahn, George Soros und Carson Block.

[36] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 154 f.

[37] Vertiefend *Mülbert*, in: ZHR 2018, S. 105 ff.; *Möllers*, in: NZG 2018, S. 649–658; *Bayram/Meier*, in: BKR 2018, S. 55–61.

[38] Kodres, in: *Eichengreen, Mathieson* (1998), 47 f., 53 f.; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 104; *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 153 ff.

[39] Kodres, in: *Eichengreen, Mathieson* (1998), 51 f., 54.

[40] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 153.

Hedgefonds stellen die Strategie mit der größten Vielfalt von eingesetzen Instrumenten dar und haben die größte Flexibilität hinsichtlich des Einsatzes von Derivaten oder Fremdkapital.[41]

bb) Short selling

Short selling-Hedgefonds setzen auf fallende Kurse von Wertpapieren, wobei sie – ausschließlich oder überwiegend – Leerverkäufe einsetzen, eine Form des Sachdarlehens mit Aktien.[42] Der Kursverfall wird mittels technischer oder fundamentaler Methoden antizipiert oder es werden nach Eingehen der Leerverkaufsposition Investorenberichte (*research reports*) über das betroffene Unternehmen veröffentlicht, welche Probleme des betroffenen Unternehmens betonen. Solche Berichte beruhen in der Regel auf aufwändigen Analysen des Unternehmens und prangern meist Ineffizienzen oder Fehler in der Geschäftsführung, teilweise auch unzulässiges oder gar illegales Geschäftsgebaren an.[43] Bricht der Wertpapierkurs infolge der Veröffentlichung der Negativberichte ein, löst der *short seller* seine Leerverkaufsposition gewinnbringend auf.[44] Innerhalb der Europäischen Union wird *short selling* durch die EU-Leerverkaufsverordnung[45] stark reguliert und eingeschränkt. Von der in Art. 20 EU-Leerverkaufsverordnung vorgesehenen Möglichkeit eines zeitlich begrenzten Verbotes der Begründung und der Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen hat die BaFin erstmalig am 18.02.2019 zugunsten der Wirecard AG Gebrauch gemacht, als unter anderem *short seller* wie *Muddy Waters* oder *Gotham City* ihre Leerverkaufspositionen auf

---

[41] *Kaiser*, Hedgefonds, S. 104; *Kodres*, in: Eichengreen/Mathieson, Hedge funds and financial market dynamics, S. 47; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 320 ff.; *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 153.

[42] *Mülbert*, in: ZHR 2018, S. 105 (106 f.) m.w.N.; *Kocher*, in: DB 2016, S. 2887 (2891); *Schockenhoff/Culmann*, in: AG 2016, S. 517–518.

[43] *Graßl/Nikoleyczik*, in: AG 2017, S. 49 (51 f., 55 ff.); *Graßl/Nikoleyczik*, in: AR 2017, S. 59; *Schockenhoff/Culmann*, in: AG 2016, S. 517 (518); *Möllers*, in: NZG 2018, S. 649 (650).

[44] *Kaiser*, Hedgefonds, S. 85; *Kocher*, in: DB 2016, S. 2887 (2891); *Kodres*, in: Eichengreen/Mathieson, Hedge funds and financial market dynamics, S. 51–52; *Clashinrichs*, Hedge funds, S. 35 f.; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 106 ff., 320 ff.

[45] VO (EU) Nr. 236/2012 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps.

Wircard ausgebaut hatten.[46] Angesichts des im Sommer 2020 bekannt gewordenen Bilanzskandal um Wirecard ist die Frage aufzuwerfen, ob der ungerechtfertigte Ausspruch des Leerverkaufsverbots staatshaftungsrechtliche Ansprüche der Short-Seller auslöst. Fest steht jedenfalls, dass die Shortseller mit ihrer Einschätzung zur Seriösität der Wirecard AG von Anfang an richtig lagen.

c) Ereignisbezogene Strategien von Hedgefonds

Ereignisbezogene Strategien haben wenig gemein mit den zuvor geschilderten quantitativ-analytisch getriebenen Ansätzen. Ereignisbezogene (*event driven*) Strategien zielen darauf ab, von bestimmten Ereignissen (Sondersituationen), die im Lebenszyklus eines Unternehmens auftreten können, zu profitieren.[47] Sie stehen in keinem direkten Bezug zum Handel von Wertpapieren an organisierten Handelsplätzen und der dort stattfindenden Preisbildung.[48]

Bei ereignisbezogenen Strategien sind die Überschneidungen zwischen Hedgefonds und Private Equity-Unternehmen am Größten. Mittlerweile existieren sogar Überschneidungen in der Gestalt, dass Hedgefonds als Anleger in Private Equity-Unternehmen auftreten und Private Equity-Unternehmen bei ihrem Kampf um die Unternehmensführung auf jenes „robustere" Instrumentarium zurückgreifen, welches man traditionell eher bei Hedgefonds verortet.[49] Zu den wichtigsten ereignisbezogenen Strategien zählen *shareholder activism* und *distressed debt*; die Strategie *merger arbitrage* wurde bereits bei den Arbitragestrategien besprochen.

aa) Shareholder Activism

Bei der Strategie *shareholder activism* zielt ein Hedgefonds darauf ab, den *shareholder value* von gehaltenen Beteiligungen an in der Regel börsennotierten Unternehmen zu

---

[46] *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)18.02.2019, URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190218_leerverkaufsmassnahme.html?nn=9021442, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[47] *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 194; *Chadha/Jansen*, in: Eichengreen/Mathieson, Hedge funds and financial market dynamics, S. 29; *Kodres*, in: Eichengreen/Mathieson, Hedge funds and financial market dynamics, S. 51.

[48] *Keller*, Non-Performing Loans aus Investorensicht, S. 36.

[49] *Lehmann*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 23; *Schneider*, in: NZG 2007, S. 888; *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 64; *Achleitner, Kaserer*, Private equity funds and hedge funds: a primer2005, URL: http://hdl.handle.net/10419/48439, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, S. 11; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 197.

maximieren, indem die Strategie der jeweiligen Unternehmen durch Kommunikation mit und Druck auf die Unternehmensleitung beeinflusst wird. Eine Übernahme des Unternehmens im Ganzen wird von *shareholder activists* regelmäßig nicht angestrebt.[50] Hedgefonds bauen signifikante Minderheitsbeteiligungen auf und versuchen dann, ihre Vorstellungen über die Unternehmensführung durchzusetzen und Wertsteigerungspotentiale zu heben. Die Einflussnahme erfolgt regelmäßig im Rahmen der Hauptversammlung, im direkten Dialog mit Aufsichtsrat und/oder Vorstand sowie durch die Erlangung eines Sitzes im Aufsichtsrat.[51] Dies kann in Kooperation mit der Unternehmensführung erfolgen oder forciert werden, indem der „Aktivist" durch öffentliche Kampagnen Druck ausübt – häufig im Bunde mit anderen (aktivistischen) Aktionären.[52] „Aktivisten" zielen auf Unternehmen mit operationellen oder finanziellen Schwierigkeiten ab, welchen durch Maßnahmen wie dem Austausch des Vorstandes, dem Verkauf von Unternehmenssparten außerhalb des Kerngeschäfts, einer strategischen Neuausrichtung, einer Prozessoptimierung, verbesserter Kostenkontrolle, Kapitalmaßnahmen oder bilanzieller Restrukturierung begegnet werden soll.[53]

Shareholder activism stellt mithin andere Anforderungen an Qualifikation und Expertise der Investmentspezialisten als die zuvor besprochenen Arbitragestrategien und opportunistischen Strategien: Während bei Letzteren quantitativ-analytische Fähigkeiten und ein vertieftes ökonomisches Verständnis der Kapitalmärkte erforderlich sind, werden bei „Aktivisten" vor allem betriebswirtschaftliches Verständnis und genaue Kenntnis der Zielunternehmen, ihrer Produkte und ihres Marktumfelds benötigt.

bb) Distressed Debt

Der Begriff *Distressed Debt* beschreibt allgemein den Aufkauf und die anschließende Abwicklung von Forderungen, deren Erfüllung bzw. Durchsetzung für den ursprünglichen Forderungsinhaber nur unter unverhältnismäßigem Aufwand und/oder nicht zeitnah möglich ist. *Distressed Debt*-Investoren sind auf die Handhabung von

---

[50] *Kaiser*, Hedgefonds, S. 97; *Stadler*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge-Fonds : empirische Untersuchung für Deutschland, S. 6, 10 f.; *Spindler*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 101; *Risse/Kästle*, M & A und Corporate Finance von A-Z, Stichwort Hedge Fund.

[51] *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 200.

[52] *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 198; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 98.

[53] *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 201; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 98; *Graßl/Nikoleyczik*, in: AG 2017, S. 49 (50 f.); *Harner*, in: Washington University Law Review Vol. 89 (2011), S. 155 (158).

Forderungen in Problemfällen spezialisiert und erzielen ihre Erträge mit der Geltendmachung der aufgekauften Forderungen, wobei *Distressed Debt*-Investoren in Bezug auf Maßnahmen zur Beitreibung der Forderung eine größere Flexibilität und einen größeren Erfahrungsschatz haben.[54]

Innerhalb von *Distressed Debt*-Investoren kann zwischen drei wesentlichen Teilstrategien unterschieden werden, von denen für die vorliegende Betrachtung jedoch nur eine von Interesse ist: Erstens die Verwertung kleinteiliger, immobilienbesicherter Wohnungsbaukredite aus dem Massengeschäft der Kreditinstitute mit dem Ziel der Verwertung der Kreditsicherheiten, zweitens die Verwertung großer gewerblicher, immobilienbesicherter Projektfinanzierungsdarlehen ebenfalls dem Ziel der Verwertung der Kreditsicherheiten und schließlich drittens die Verwertung von in der Regel unbesicherten Unternehmenskrediten – vor allem Betriebsmittelkrediten.[55] In letzterem Fall kommt es mangels Immobiliarsicherheit ausschließlich auf die gegenwärtige und zukünftige Zahlungsfähigkeit des darlehensnehmenden Unternehmens an, sodass sich für *Distressed Debt*-Investoren hier vielfältige Einsatzmöglichkeiten bieten.[56] Allein der Aufkauf und die Verwertung von unbesicherten Unternehmenskrediten (*Corporate Loans*) sind im Folgenden Gegenstand der Betrachtung.

Im Sinne der soeben vorgenommenen Eingrenzung gewähren *Distressed Debt*-Investoren Fremdkapital an Krisenunternehmen oder kaufen bestehende Fremdkapitalpositionen von Krisenunternehmen auf, um sich an Entschuldungs- oder Sanierungsmaßnahmen aktiv zu beteiligen.[57] Krisenunternehmen sind Unternehmen, die sich in einer wirtschaftlichen, finanziellen oder organisatorischen Notlage befinden.[58]

Diese Notlage ist das Ergebnis eines ungewollten Prozesses, in dessen Verlauf die Erfolgspotentiale, das Reinvermögen und/oder die Liquidität des Unternehmens so

---

[54] *Nobbe*, in: ZIP 2008, S. 97 (98); *Damnitz/Rink*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 48.

[55] *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 149–150; *von Sivers*, in: ZInsO 2005, S. 290 (291); *Brenner*, Non-performing Loans, S. 58 ff.

[56] *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 150; *Hamberger/Diehm*, in: Die Bank 2004, S. 182–185; *Daimer*, Chancen und Risiken von Distressed Debt Investments, S. 4 f.

[57] *Harner*, in: Washington University Law Review Vol. 89 (2011), S. 155 (157 ff.).

[58] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 61; siehe auch *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 13 ff.; *Bettelhäuser*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 127–128; sowie *Huber*, in: NZI 2015, S. 447–452; *Blum*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 164–165.

ungünstig entwickelt haben, dass das Unternehmen in der Existenz gefährdet ist bzw. eine Insolvenz droht (*distressed situation*).[59] Ein Krisenunternehmen ist daher sanierungsbedürftig, insolvent oder insolvenzgefährdet.[60]

Als für den Aufbau einer Fremdkapitalposition geeignete Fremdkapitalinstrumente in Betracht kommen in erster Linie Anleihen und Bankkredite, aber auch Schuldscheindarlehen.[61]

Fremdkapitalinstrumente von notleidenden Unternehmen werden in der Regel zu hohen Abschlägen von deren Nominalwerten gehandelt.[62] Ziel der *Distressed Debt*-Strategie ist es, Fremdkapitalinstrumente mit Abschlag zu erwerben, an der Wertaufholung solcher Krisenunternehmen zu partizipieren und somit eine risikoadäquate Rendite zu erwirtschaften.[63]

Um dieses Ziel zu erreichen, wenden sie unterschiedliche Strategien an, welche im Wesentlichen wie folgt unterschieden werden können:[64]

(i) Passive kurzfristige Investitionsstrategien

Beim sogenannten *Free-riding*[65] oder *Trading*[66] verfolgen die *Distressed Debt*-Investoren einen sehr kurzfristigen Anlagehorizont, wobei sie auf eine kurzfristige Wertsteigerung des Unternehmens innerhalb der vorhandenen Kapitalstruktur spekulieren. Ziel ist die (kurzfristige) Weiterveräußerung an andere Fremdkapitalinvestoren mit längerfristigem Anlagehorizont oder das Abwarten der Rückzahlung des Kredits zum Nominalbetrag.[67] Häufig werden ganze Kreditportfolien oder Kreditsegmente verkauft, wobei die

---

[59] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 64; *Kreplin*, in: Nerlich/Kreplin, MAH Insolvenz und Sanierung, § 1 Rn. 5.

[60] *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, S. 27.

[61] *Daimer*, Chancen und Risiken von Distressed Debt Investments, S. 4; *Warneke/Becker*, in: ZIP 2018, S. 1332–1339.

[62] *Dick*, Der Verkauf von Non Performing Loans, S. 10; *Knecht*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 19 Rn. 4.

[63] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 61 f.; *Köchling/Dzieciol*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 39; *Aleth/Böhle*, in: DStR 2010, S. 1186.

[64] Siehe auch *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 847; sowie *Knecht*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 19 Rn. 81 ff.

[65] Vgl. *Schuppener*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 20.

[66] *Froitzheim*, Non Performing Loans (NPL) in Deutschland, S. 33.

[67] *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 356; *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 153.

einzelnen Forderungen für diesen Weiterverkauf auf risikohomogene Portfolien verteilt (repackaged) werden und gegebenenfalls auch verbrieft werden können (Asset-Backed-Securities, ABS).[68] Diese Investoren verhalten sich gegenüber dem/den Kreditnehmer/n passiv, sie werden daher zum Teil auch als *Non-control-oriented* bezeichnet.[69]

(ii) Aktiv-konstruktive, mittel- bis langfristige Investitionstrategien

Eine aktiv-konstruktive Rolle gegenüber dem Kreditnehmer nehmen hingegen *Loan-to-own*-Investoren, auch genannt *Creditor Activists*, *Hands-on*-Investoren[70], *Workout*-Investoren[71] oder *Value*-Investoren[72] ein, indem sie eigene Sanierungskonzepte für den Schuldner entwickeln und umsetzen. Hierdurch soll einerseits der drohende Ausfall der Kreditposition abgewendet und darüber hinaus eine Wertsteigerung der erworbenen Fremdkapitalpositionen erzielt werden.[73] Diese Teilstrategie wird daher auch als *control-oriented* bezeichnet.[74] Aufgrund ihres mittel- bis langfristigen Anlagehorizontes (drei bis fünf Jahre) sind es vor allem *Creditor Activists*, die eine Umwandlung ihrer Fremdkapitalpositionen in Eigenkapital – also eine *Loan-to-own*-Strategie – in Betracht ziehen.[75] Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn beim Kreditnehmer bereits durch eine Entschuldung der Bilanz ein wesentlicher Sanierungseffekt erreicht werden kann (*„Good companies with bad balance sheets"*).[76] Die Kontrollerlangung beim Krisenunternehmen geht dabei durch eine Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital (*Debt-Equity-Swap*) im Zuge einer Restrukturierung vonstatten.[77] *Creditor Activists* erwerben daher keine (gemischten) Kreditportfolien, sondern einzelne Firmenkreditengagements, deren Kreditnehmer die für eine Übernahme avisierte Zielgesellschaft ist.[78] Durch den Tausch der vermeintlich geringwertigen oder wertlosen Forderungen können *Creditor Activists* von künftigen Sanierungsgewinnen profitieren,

---

[68] *Klöckner*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 336; *Brenner*, Non-performing Loans, S. 60; *Stumpf/Günnel*, in: FLF 2017, S. 29–30; *Sethe*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, 1.

[69] *Paetzmann*, in: ZfdK 2003, S. 968 (969); *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 64.

[70] *Schuppener*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 20–21.

[71] *Brenner*, Non-performing Loans, S. 56 f.

[72] *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 34 f.

[73] *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 154.

[74] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 63; *Paetzmann*, in: ZfdK 2003, S. 968 (970).

[75] *Allert*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 574 ff.

[76] *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 100; *Paetzmann*, in: ZfdK 2003, S. 968 (969); *Palenker*, in: ZIP 2020, S. 1109 (1110).

[77] *Harner*, in: Fordham Law Review Vol. 77 (2008), S. 155 (165).

[78] *Klöckner*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 336; *Brenner*, Non-performing Loans, S. 60.

wobei sie den Sanierungsprozess selbst beeinflussen und dadurch langfristig mehr Gewinn generieren können als den ursprünglichen Forderungswert.[79]

Während diese Strategie aus der Sicht der Gesellschafter oder Geschäftsführer des Kreditnehmers durchaus als „feindliche" Übernahme wahrgenommen werden kann, ist das mittel- bis langfristige Ziel von *Creditor Actitivists* die Wertsteigerung des Unternehmens als solchem und damit verbunden der erfolgreiche Workout des Problemkredits.[80] Zur Sicherstellung hinreichenden Verhandlungsgewichtes im Restrukturierungsprozess leiten *Creditor Activists* ihr Investment mit dem (heimlichen) Aufbau einer Sperrminorität ein, wobei ihnen zugute kommt, dass für Fremdkapitalpositionen keine den Stimmrechtsmitteilungen nach § 33 WpHG oder § 20 AktG vergleichbare Pflichten bestehen.[81]

(iii) Aktiv-destruktive, kurzfristige Investitionsstrategien

Im Unterschied zu den konstruktiv-aktiven *Creditor Activists* verfolgen *Bondmailer* oder *Vulture Investors*[82] eine aktiv-destruktive Strategie. Die Insolvenz und die anschließende Zerschlagung des Kreditnehmers wird von vorne herein als strategische Option in Betracht gezogen und gegenüber einer mittel- bis langfristigen Bindung an den Kreditnehmer bevorzugt. Dies kann einerseits in Form einer Kontrollerlangung mittels *Debt-Equity-Swap*, andererseits durch die Generierung eines Lästigkeitswertes erfolgen, welcher die Sanierungskonzepte anderer Gläubiger blockiert.[83]

2. Private Equity

Für den Begriff Private Equity besteht ebenfalls keine einheitliche Definition, und eine Abgrenzung zu anderen Investoren ist jedenfalls nicht trennscharf möglich.[84] In Bezug auf den Anlagehorizont können Private Equity-Unternehmen zu Hedgefonds dahingehend abgegrenzt werden, dass Private Equity-Unternehmen in der Regel einen längerfristigen Anlagehorizont von etwa drei bis sieben Jahren verfolgen[85], während die

---

[79] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 9.

[80] *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 356.

[81] *Schuppener*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 20; *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 356; Kritisch hierzu *Brinkmann*, in: WM 2017, S. 1033 ff.

[82] *Bershadsky*, Unternehmensrestrukturierung mit Hilfe von Finanzinvestoren, S. 5.

[83] *Schuppener*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 20; *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 154; *Goetker/Schulz*, in: ZIP 2016, S. 2095 (2098).

[84] *Eilers/Koffka*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, Einführung, Rn. 2.

[85] *Eilers/Koffka*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, Einführung, Rn. 18, 30.

Investitionszyklen bei ereignisbezogenen Hedgefonds in der Regel kürzer – ein bis drei Jahre – ausfallen.[86]

Unter Private Equity versteht man allgemein die zeitweilige Bereitstellung von Eigenkapital, welches nicht über den Kapitalmarkt eingeworben wird, sondern von privaten Anlegern stammt.[87] Während Hedgefonds in vielfältiger Weise alle Teilsegmente der Finanzmärkte abdecken, sind Investitionsgegenstand bei Private Equity-Fonds andere Unternehmen, die sich – in Abgrenzung zu Venture Capital – nicht mehr in der Aufbauphase befinden.[88] Private Equity-Unternehmen investieren daher nicht an der Börse oder anderen Handelsplätzen, sondern in Beteiligungen an in aller Regel nicht-börsennotierten Unternehmen – mithin in illiquide Werte.[89] Angestrebt wird dabei regelmäßig die Kontrollerlangung über das Zielunternehmen mit dem Ziel, die Unternehmensführung zu ändern. Die Unternehmensübernahmen werden unter hohem Einsatz von Fremdkapital bewältigt, welches nach der Kontrollerlangung auf das Zielunternehmen abgewälzt wird (sogenannter *debt push-down*).[90]

Insoweit bestehen Überschneidungen zwischen Private Equity-Unternehmen und den ereignisorientierten Hedgefonds-Strategien: Mittlerweile treten auch Hedgefonds als Anleger in Private Equity-Unternehmen auf und Private Equity-Unternehmen treten bei ihrem Kampf um die Kontrolle des Unternehmens teilweise ähnlich kompromisslos auf, wie man es traditionell eher Hedgefonds zutraute.[91]

Die Investition in Unternehmen in akuten Notsituationen (*distressed situations*) ist im Private Equity-Bereich nicht der Regelfall, vielmehr stellt der Bereich *Distressed Private Equity* eine Sonderform der Private Equity-Beteiligung dar, welche von hierauf spezialisierten Private Equity-Unternehmen praktiziert wird. Denkbar sind hierbei sowohl die Kontrollerlangung bei einem Krisenunternehmen mittels des direkten Erwerbs eines Eigenkapitalanteils – dies wird als *Distressed Equity Investment* bezeichnet.[92] Die Kontrollerlangung mittels Erwerb einer Fremdkapitalposition und deren Umtausch in Eigenkapital – worunter die näher zu betrachtende *Loan-to-own*-

---

[86] *Lüdicke/Beutel*, Unternehmensteuerrecht, § 13 Rn. 2.

[87] *Boxberger/M'Bangui*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 1.

[88] *Eilers/Koffka*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, Einführung, Rn. 2.

[89] *Lehmann*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 18; *Kumpan*, in: ZHR 2006, S. 39 (46).

[90] *Lehmann*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 19.

[91] *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 64; *Lehmann*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 23; *Schneider*, in: NZG 2007, S. 888; *Capocci*, The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, S. 197 ff.; *Ernstberger/Herz*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 35.

[92] *Lürken/Egger/Hiemer*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 261.

Strategie fällt – wird als *Distressed Debt Investment* bezeichnet.[93] Der Begriff *Equity* meint zwar im Englischen das Eigenkapital[94], was sich jedoch nur auf die Herkunft der zu investierenden Geldmittel bezieht – nicht auf die Art der Investition.[95]

Zu verzeichnen ist eine große Ähnlichkeit und zunehmende Angleichung der Strategien von *Distressed Debt*-Private Equity-Unternehmen zu jenen von aktiv-konstruktiven, mittel- bis langfristig orientierten *Distressed Debt*-Hedgefonds.[96] Eine trennscharfe Unterscheidung ist insoweit nur schwer möglich, für die Untersuchung des Geschäftsmodells allerdings auch nicht vonnöten.[97]

3. Venture Capital

Wenngleich es im Kontext von *Loan-to-own* keine Rolle spielt, soll der Vollständigkeit halber die Trias der alternativen Investoren durch eine kurze Vorstellung des *Venture Capital* vervollständigt werden. *Venture Capital* ermöglicht jungen Unternehmen in der Frühphase der Gründung eine Finanzierung zur Entwicklung ihrer Ideen zu einem Zeitpunkt, zu dem konventionelle Unternehmensfinanzierungen noch nicht zur Verfügung stehen. Der für Startup-Unternehmen in der Gründungsphase typische Mangel an Sachwerten sowie ein unbeständiger, unter Umständen sogar negativer Cashflow stellt ein kaum sicherbares Finanzierungsrisiko dar, welches aufgrund der Eigenkapitalanforderungen nach Basel III eine Bankenfinanzierung ausschließt.[98] Eine *Venture Capital*-Finanzierung unterscheidet sich von einer konventionellen Bankenfinanzierung dadurch, dass sich der Venture Capital-Investor ohne Gabe von Sicherheiten durch das Startup-Unternehmen langfristig zur Finanzierung des unternehmerischen Vorhabens mittels haftendem Eigenkapital bereit erklärt. Eine Pflicht des Startup-Unternehmens zur Rückzahlung oder eine Verzinsung bestehen nicht. Das *Venture Capital*-Unternehmen wird somit kein Fremdkapitalgeber des Startup-Unternehmens, sondern wird mit seiner Einlage haftender Partner des Gründers und

---

[93] *Lürken/Egger/Hiemer*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 17.

[94] *Jowett/Jowett*, S.4

[95] *Jowett/Jowett*, S. 4 f.

[96] *Kestler/Striegel/Jesch*, in: NZI 2005, 417 (418); *Nikolaus/Kuschel*, in: Unternehmeredition Private Equity 2010, S. 48; *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 356; *Hilpold/Kaiser*, Alternative Investment-Strategien, S. 64.

[97] Ähnlich *Palenker*, Loan-to-own, S. 171.

[98] *Ernstberger/Herz*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 35; *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, Teil A, Rn. 1.

trägt dessen unternehmerisches Risiko, aber auch die Chance des Gelingens mit.[99] *Venture Capital*-Unternehmen halten an ihren Investitionsobjekten somit keine Fremdkapitalpositionen und wenden in der Folge auch keine *Loan-to-own*-Strategien an. Sie sind daher im Folgenden nicht Gegenstand der Betrachtung.

II. Strategische Investoren und Finanzinvestoren

Im vorangehenden Abschnitt wurden *Loan-to-own*-Investoren als alternative Investoren identifiziert, welche in Form von ereignisorientierten *Distressed Debt*-Hedgefonds oder in Form von auf *Distressed Debt* Investments spezialisierte Private Equity-Unternehmen auftreten können. Die Grenze zwischen beiden ist dabei fließend und kann bestenfalls an der zeitlichen Dauer von Einzelinvestitionen festgemacht werden.

Bei *Loan-to-own*-Strategien ist die Kontrollerlangung bzw. Übernahme eines Unternehmens stets Gegenstand der Investition. Dies macht eine weitere Kategorisierung erforderlich, und zwar jene zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren.

1. Strategische Investoren

Strategische Investoren verfolgen mit einem Unternehmenskauf in der Regel strategische Ziele. Derartige Ziele sind z. B. die horizontale Expansion (Übernahme von Wettbewerbern), die vertikale Expansion (Übernahme von Zulieferern oder Abnehmern), die Diversifikation in neue Produktbereiche oder die Nutzung von Synergieeffekten.[100] Auf Käuferseite sind daher meist Unternehmen anzutreffen, welche selbst in der Branche des Zielunternehmens tätig sind. Ein strategischer Investor hat zum Zeitpunkt des Erwerbs der Zielgesellschaft in der Regel keine Absicht oder konkrete Pläne, dieses nach einer bestimmten Haltedauer wieder zu verkaufen.[101]

2. Finanzinvestoren

Von strategischen Investoren unterscheiden sich Finanzinvestoren dadurch, dass diese kein strategisches Interesse am operativen Geschäft des Zielunternehmens haben, sondern zum Zwecke der Finanzanlage investieren und somit ausschließlich – oder

[99] *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, Teil A, Rn. 1.

[100] *Rosengarten*, in: Meyer-Sparenberg/Jäckle u.a., M&A-HdB, § 2 Rn. 33.

[101] *Eilers/Koffka*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, Einführung, Rn. 30.

zumindest weit überwiegend – Renditeziele verfolgen.[102] Finanzinvestoren geht es in erster Linie darum, den Wert des Unternehmens zu steigern, wodurch das investierte Eigenkapital innerhalb eines mittelfristigen Zeitraums eine hohe Rendite erwirtschaften soll.[103] Sowohl Hedgefonds als auch Private Equity-Unternehmen – somit auch *Loan-to-own*-Investoren – zählen zu den Finanzinvestoren.[104]

III. Aktive bzw. „aktivistische" und passive Finanzinvestoren

Für die Einordnung eines Finanzinvestors als aktiv oder aktivistisch[105] ist maßgeblich, dass die strategischen und operativen Entscheidungen der Portfoliogesellschaften beeinflusst werden, und die Beteiligung nicht lediglich verwaltet wird.[106] Als aktivistisch kann insoweit jedes rechtliche oder faktische Verhalten eines Investors bezeichnet werden, welches darauf abzielt, Veränderungen in Unternehmen hervorzurufen – gegebenenfalls auch gegen den Willen der Unternehmensführung.[107] Solche Einflussnahmen reichen vom Aufbau einer Minderheitsbeteiligung bis zur Kontrollerlangung und Übernahme eines Zielunternehmens. *Loan-to-own*-Investoren streben die Kontrollerlangung bzw. Übernahme eines Zielunternehmens an, sodass sie zu den aktiven Finanzinvestoren zu zählen sind.

C. Einordnung von *Loan-to-own*

Der Begriff *Loan-to-own* lässt sich idiomatisch in „vom Darlehensgeber zum Teilhaber/Eigentümer" übersetzen und umschreibt den zentralen Baustein der gleichnamigen Strategie – die Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital.[108]

Loan-to-own-Strategen kaufen notleidende Kredite von Krisenunternehmen auf, um diese als Bestandteil eines außerinsolvenzlichen oder insolvenzlichen Sanierungskonzeptes oder nach gelungener Sanierung in eine Eigenkapitalbeteiligung

---

[102] *Lüdicke/Beutel*, Unternehmensteuerrecht, § 13 Rn. 1; *Eidenmüller*, in: DStR 2007, S. 2116; *Risse/Kästle*, M & A und Corporate Finance von A-Z, Stichwort Financial Investor; *Eilers/Koffka*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, Einführung, Rn. 17.

[103] *Rosengarten*, in: Meyer-Sparenberg/Jäckle u.a., M&A-HdB, 34.

[104] *Franke*, in: Leible, Hedgefonds und PE, S. 47.

[105] Die Begriffe „aktiv" und „aktivistisch" sind zueinander synonym, im Folgenden wird ausschließlich der Terminus „aktiv" verwendet.

[106] *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, S. 1.

[107] *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, S. 1.

[108] *Groß/Kautenburger-Behr*, in: CF 2016, S. 307; *Palenker*, Loan-to-own, S. 58.

zu wandeln.[109] Bei *Loan-to-own* handelt es sich mithin um eine alternative Erwerbsform von Unternehmen vor oder in der Insolvenz durch den gezielten Einsatz von Forderungen gegen das Krisenunternehmen.[110]

Die *Loan-to-own*-Strategie ist sinnvoll, wenn der Fortführungswert der Zielgesellschaft höher angesetzt wird als der Zerschlagungswert und wenn der Investor seine Ziele allein aus der Gläubigerstellung heraus nicht realisieren kann.[111] Anders als etwa von *Paulus* behauptet, machen *Loan-to-own*-Investoren gerade keinen Gewinn, *„wenn ihr Schulder pleite geht"*.[112]

Wie bereits dargelegt, handelt es sich um eine Variante der ereignisbezogenen Investmentstrategie *Distressed Debt*, welche sowohl bei ereignisorientierten Hedgefonds als auch bei entsprechend spezialisierten Private Equity-Unternehmen zur Anwendung kommen kann.[113]

Durch die Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital erhalten Gläubiger der Gesellschaft die Möglichkeit, höheren Einfluss auf die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft zu nehmen und an deren zukünftigem unternehmerischen Erfolg teilzuhaben.[114] Im Gegenzug wird das Krisenunternehmen von Verbindlichkeiten entlastet und eine Fortführung des Unternehmens ermöglicht.[115]

Die Identifikation und Auswahl einer geeigneten Fremdkapitalposition gehört zu den Kernaufgaben eines *Loan-to-own*-Investors, ebenso deren anschließende Bewertung zur

---

[109] *Florstedt*, in: ZIP 2015, S. 2345; *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 845–846; *Fischer/Zuleger*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 416; *von Sivers*, in: ZInsO 2005, S. 490 (491); *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 154; *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 29 f.; *Palenker*, Loan-to-own, S. 78 ff.

[110] *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 845–846; *Ringelspacher*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 326; *Palenker*, Loan-to-own, S. 78 ff.

[111] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 20 m.w.N.; *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 845 (847 ff.); *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 38 ff.; *Palenker*, Loan-to-own, S. 60, 65 ff.

[112] *Paulus*, in: ZIP 2019, S. 637 (643).

[113] *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 846.

[114] *Liebler/Seffer*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 646.

[115] *Demisch*, in: Ettinger/Jaques, HdB Unternehmenskauf im Mittelstand, Teil F., Rn. 99.

Vermeidung von gesellschaftsrechtlichen Differenzhaftungsrisiken.[116] Hoch besicherte Forderungen sind hierfür ungeeignet, weil sie im Verwertungsfall in der Regel vollständig oder weitgehend bedient werden können.[117] Bei unbesicherten bzw. nachrangigen Forderungen ist es wahrscheinlicher, dass diese nicht mehr oder nur teilweise bedient werden können und ein *Debt-Equity-Swap* für den Forderungsinhaber als Option wirtschaftlich interessant wird.[118] Die auszuwählende Fremdkapitalposition sollte diejenige sein, die bei einer Restrukturierung am Wahrscheinlichsten in Eigenkapital umgewandelt wird. Es handelt sich dabei üblicherweise um eine unbesicherte und/oder nachrangige Forderung, deren Inhaber gegenüber dem Schuldner noch hinreichendes Verhandlungsgewicht besitzen. Dies trifft in der Regel auf diejenige Forderung zu, bei welcher im hypothetischen Verwertungsfalle der verbleibende Unternehmenswert „brechen" bzw. aufgebraucht werden würde. Diese Forderung wird in der Praxis typischerweise als *„fulcrum debt"*, *„fulcrum security"* oder *„fulcrum point"* bezeichnet, wobei dieser Begriff nicht einheitlich verwendet wird.[119] Darüber hinaus gilt, dass je mehr Forderungen in der Hand des Investors vereint sind, desto weniger Verhandlungspartner im Rahmen der Restrukturierungsverhandlungen berücksichtigt werden müssen.[120] Ein weiterer Faktor ist der Rang der Forderung: Je weniger werthaltig eine Forderung im Falle einer Regelinsolvenz ist, desto sinnvoller ist ein *Debt-Equity-Swap*. Daher werden im Rahmen von *Loan-to-own*-Investments häufig nachrangige Forderungen mit hohem Nominalwert eingebracht.[121]

---

[116] *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 849–851; *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 38 ff.

[117] *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 34 ff.; *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 847 ff.

[118] *Richter*, Möglichkeiten und Grenzen des Distressed Debt Investing in Deutschland, S. 37 f.

[119] *Harner*, in: Washington University Law Review Vol. 89 (2011), S. 155 (161); *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 849–850; *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 8 f., 282 ff.; *Schultze/Lewis*, The art of vulture investing, S. 17, 38 f., 70; *Brinkmann*, in: WM 2017, S. 1033 (1036); *Third Avenue Management*, The Fulcrum Security: What it is and Why it Matters2014, URL: https://www.valuewalk.com/2014/09/third-avenue-fulcrum/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[120] *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 10; *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 39; *Palenker*, Loan-to-own, S. 60.

[121] *Knecht*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 19 Rn. 48.

Unter Anknüpfung an die zuvor vorgestellten Begriffspaare sind *Loan-to-own*-Investoren daher als alternative Finanzinvestoren, die eine aktive Anlagestrategie verfolgen, einzuordnen.

§ 3 *Loan-to-own „in a nutshell"* – Überblick über Transaktionsstruktur und Motivation der Beteiligten

Für die Feststellung, ob die Durchführung von *Loan-to-own*-Strategien erleichtert wird, muss zunächst die gegenwärtige Sach- und Rechtslage analysiert werden. Hierbei sind insbesondere die Struktur von *Loan-to-own*-Transaktionen, die Beteiligten an solchen Transaktionen sowie deren Motivation zur Durchführung von *Loan-to-own*-Transaktionen zu beleuchten.

A. Transaktionsstruktur und tangierte Rechtsgebiete

Eine *Loan-to-own*-Transaktion besteht juristisch aus drei wesentlichen Stadien[122]: (i) Dem Verkauf einer notleidenden Kreditposition durch ein Kreditinstitut, (ii) dem – nicht notwendigerweise mit dem Verkauf synallagmatisch verbundenen – Erwerb eines Kredites durch den *Loan-to-own*-Investor und (iii) der Umwandlung der erworbenen Fremdkapitalposition in Eigenkapital im Zuge eines *Debt-Equity-Swap*. Jedes dieser Stadien tangiert unterschiedliche Rechtsgebiete, wobei sich zu jedem tangierten Rechtsgebiet im Kontext von *Loan-to-own*-Transaktionen spezifische Probleme stellen:

In Bezug auf das erste Stadium stehen das Bankrecht und Bankaufsichtsrecht im Fokus, welches Kreditinstitute dazu ermutigt – unter Umständen sogar verpflichtet – problematische Kredite abzustoßen. Was genau unter einen *notleidenden Kredit* oder *Non-performing Loan/NPL* zu verstehen ist und welche Konsequenzen die Einordnung als solcher hat, war in Ermangelung einer Legaldefinition lange Zeit unklar, wurde aber in jüngerer Zeit durch quantitativ und qualitativ verstärkte europäische Rechtssetzung konkretisiert.

Beim zweiten Stadium des Krediterwerbs durch den *Loan-to-own*-Investor stehen allgemeine zivilrechtliche Fragen im Vordergrund: Auf welche Weise kann ein Kredit erworben bzw. veräußert werden und bestehen aufgrund des Bankgeheimnisses, aufgrund von Datenschutz und weiterer Vorgaben möglicherweise Veräußerungsverbote oder zumindest ein Zustimmungsvorbehalt des Kreditnehmers? Unter welchen Umständen ist eine Zustimmung des Kreditnehmers zu der Veräußerung entbehrlich?

Im dritten Stadium – jenes der Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital – stehen die Rechtsprobleme des *Debt-Equity-Swap* im Fokus, und zwar sowohl in der außerinsolvenzlichen als auch in der insolvenzlichen Variante.

---

[122] *Palenker*, Loan-to-own, S. 189 ff. geht - unter stärkerer Orientierung an den Transaktionsphasen aus operativer Sicht - von fünf Stadien aus.

B. Marktbeteiligte und Marktorganisation

Ein Markt für notleidende Kredite kann nur existieren, wenn zum einen eine Nachfrage zum Ankauf solcher Kredite durch *Loan-to-own*-Investoren besteht und zum anderen dieser Nachfrage ein Angebot seitens veräußerungswilliger Banken gegenübersteht. Schließlich müssen notleidende Kredite als Wirtschaftsgut fungibel sein – idealerweise auch ohne Zustimmung des Kreditnehmers.

Neben der Veräußerbarkeit von notleidenden Krediten ist somit das Vorhandensein von verkaufswilligen Originärgläubigern denknotwendige Voraussetzung für einen *Loan-to-own*-Markt ebenso wie das Interesse zum Ankauf solcher Kredite auf der entsprechenden Marktgegenseite.[123]

Das Interesse der erwerbenden *Loan-to-own*-Investoren, welches diese zum Abschluss einer solchen Transaktion motiviert, besteht darin, dass sich diese einen Gewinn daraus versprechen, einen aktuell notleidenden Kredit zunächst zu einem marktangemessenen Abschlag zu erwerben, der mindestens die in dem erworbenen Kredit repräsentierten Ausfallrisiken hinreichend abbildet, und gleichzeitig durch die erfolgreiche Umsetzung einer *Loan-to-own*-Strategie einen Erlös zu erzielen, der über dem Ankaufspreis für die Forderung liegt.[124]

Dieser Nachfrage wird nur dann ein Angebot verkaufsbereiter Originärgläubiger gegenüberstehen, wenn für diese Originärgläubiger Anreize zum Verkauf notleidender Kredite bestehen. Neben dem rein kaufmännischen Anreiz der Vermeidung eines vollständigen Forderungsausfalls bestehen bestimmte regulatorische Verkaufsanreize, welche nur im Falle notleidender Kredite Platz greifen. Über diese Anreize wird im folgenden Kapitel ein Überblick gegeben.

I. Verkäufer

Als Verkäufer von notleidenden Krediten kommen – bezogen auf den Standort Deutschland – grundsätzlich alle im Kreditgeschäft im Sinne des

---

[123] So sinngemäß auch *Palenker*, Loan-to-own, S. 159.

[124] *Cranshaw*, in: Ahlers/Ambrozic u.a., Problematische Firmenkundenkredite, 1855; *Eilers/Koffka*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, Einführung, Rn. 17; *von Sivers*, in: ZInsO 2005, S. 290 (291); *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 307; *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 152; *Schulz*, Der Debt Equity Swap in der Insolvenz, S. 51 ff.; *Knecht*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 19 Rn. 80; *Palenker*, Loan-to-own, S. 175.

§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KWG tätigen Banken in Betracht, einschließlich der öffentlich-rechtlich und genossenschaftlichen organisierten Kreditinstitute[125].[126]

II. Käufer und Intermediäre

Käufer von notleidenden Krediten sind einerseits große internationale, überwiegend im anglo-amerikanischen Raum beheimatete Investmentbanken, andererseits spezialisierte *Distressed Debt*-Investoren aus dem *Private Equity*- bzw. *Hedgefonds*-Bereich.[127] Dem Inkassodienstleiter EOS zufolge waren 2018 die größten Käufer von notleidenden Krediten in Europa die US-amerikanischen Fonds Cerberus, Blackstone, Lone Star und CarVal sowie die Deutsche Bank.[128] Investmentbanken betätigen sich mittlerweile überwiegend als Intermediäre[129], welche die von Geschäftsbanken aufgekauften notleidenden Kredite möglichst zeitnah an spezialisierte *Distressed*-Investoren weiterverkaufen und auf diese Weise einen Handelsplatz für notleidende Kredite bereitstellen.[130]

III. Marktorganisation

Der Markt für notleidende Kredite hat mittlerweile auch in Europa einen hohen Grad an Standardisierung erreicht, wenngleich es sich um keinen öffentlich regulierten oder institutionalisierten Markt wie etwa eine Börse handelt. Vielmehr wird der Markt für

---

[125] *Köchling/Dzieciol*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 36; *Brenner*, Non-performing Loans, S. 56; *Schuppener*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 17; *Schulz/Schröder*, in: DZWIR 2008, S. 177–184.

[126] Zurecht führt *Palenker* auf S. 166 ff. an, dass es neben Banken auch andere verkaufswillige Gläubiger geben kann. Solche anderen Gläubiger unterfallen jedoch regelmäßig nicht den Vorschriften zur Eigenkapitalerhaltung, deren Bedeutung für das Geschäftsmodell *Loan-to-own* gerade Gegenstand dieser Arbeit ist. Solche anderen Gläubiger sind daher nicht Gegenstand dieser Betrachtung.

[127] *Köchling/Dzieciol*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 35–36; *Palenker*, Loan-to-own, S. 169.

[128] *EOS Solutions*, in: EOS Explore 2019, S. 30.

[129] Vgl. zum Begriff des Intermediärs im Kontext des Kredithandels *Prüver*, Der Verkauf notleidender Kredite, S. 135 ff. m.w.N.

[130] *Köchling/Dzieciol*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 35 (Fn. 55); *Brenner*, Non-performing Loans, S. 56 f.; *Damnitz/Rink*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 48; *Schalast*, in: BKR 2006, S. 193 (196); *Lendermann*, Darlehensveräußerungen durch Banken, S. 48; *Palenker*, Loan-to-own, S. 174; *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 47 f.

notleidende Kredite von internationalen Investmentbanken in der Gestalt organisiert, dass jene Investmentbanken sogenannte *Trading Desks* unterhalten, welche Unternehmensdarlehen handeln. Auf solchen Handelsplätzen werden ausstiegswillige Darlehensgeber (in der Regel Banken) und kaufwillige *Distressed Debt*-Investoren zusammengebracht.[131] Der Erwerb eines oder mehrerer Kreditengagements eines Schuldners wird als *Single Name* bezeichnet[132], das *Single Name*-Untersegment des Marktes für notleidende Kredite teilweise auch als *Single Corporate Credit Opportunities*, kurz SCCO.[133] Der Handel in diesem Untersegment erfolgt in der Regel *over the counter (OTC)*, also ohne Einschaltung eines börslichen Handelsplatzes oder Market-Makers.[134] Die Vertragsdokumentation beim Erwerb von notleidenden Krediten ist durch die Musterverträge der von Großkanzleien und Kreditinstituten gegründeten *Loan Market Association* (LMA) weitestgehend standardisiert.[135] Ein *Loan-to-own*-Investor kann so gezielt Kreditengagements und damit Fremdkapitalpositionen einzelner Unternehmen erwerben.[136]

---

[131] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 301.

[132] *Palenker*, Loan-to-own, S. 88, 127; *Lürken/Egger/Hiemer*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 27; *Schalast*, in: BKR 2006, 193.

[133] *Froitzheim*, Non Performing Loans (NPL) in Deutschland, S. 40 [Fn. 3].

[134] *Palenker*, Loan-to-own, S. 148; *Englert*, Die Integration der Marktperspektive in der Steuerung von Problemkrediten, S. 392; *EOS Solutions*, in: EOS Explore 2019, S. 30; Zum Begriff des Market-Makers sowie zur Handelsplatzorganisation vgl. eingehend *Müller-Lankow*, Market-Making, S. 1 ff.

[135] Vgl. *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 301–302; *Freitag*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 488 BGB, BGB § 488 Rn. 17; *Ringelspacher*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 326; *Loan Market Association*, Secondary Debt Trading2018, URL: https://www.lma.eu.com/documents-guidelines/documents/category/secondary-debt-trading, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Palenker*, Loan-to-own, S. 69 f., 185, 201, 329; *Lürken/Egger/Hiemer*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 35.

[136] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 301; *Czech/Neumann*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 30; *Damnitz/Rink*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 47; *Schalast*, in: BKR 2006, 193; *Froitzheim*, Non Performing Loans (NPL) in Deutschland, S. 40 f.; *von Kuhlwein/Richthammer*, in: Blatz/Haghani u.a., Gestärkt aus der Krise, S. 84; *Keller*, Non-Performing Loans aus Investorensicht, S. 40; *Palenker*, Loan-to-own, S. 88, 215.

C. Motivation der Beteiligten

I. Anreize für Kreditinstitute, notleidende Kredite zu verkaufen

Notleidende Kredite stellen für kreditgebende Banken ein Risiko dar, denn sobald die Summe der notleidenden Kredite ein bestimmtes Niveau überschreitet, leidet die Rentabilität der Bank, da sie weniger Geld mit ihrem Kreditgeschäft verdient.[137] Hieraus entsteht die Notwendigkeit, größere Vorsorgemaßnahmen und eine höhere Kapitalunterlegung unter anderem in Form von Rückstellungen für den Fall zu ergreifen, dass Kredite wertberichtigt oder abgeschrieben werden müssen. Unter dem Eindruck der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007 wurden insbesondere die Anforderungen an die Unterlegung von Risikopositionen mit Eigenkapital für Banken verschärft. Hält eine Bank notleidende Kredite auf ihrer Bilanz, wird aufgrund der Eigenkapitalunterlegungsvorschriften freies Kapital gebunden und verfügbare Kapitalressourcen der Banken für Neukredite beschränkt.[138] Ein Mangel an Kreditvergaben kann wiederum zum Verlust wichtiger Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen sowie zu einer Schmälerung des Gewinnes der Bank führen.[139] Notleidende Kredite auf der Bilanz sind für Banken in Deutschland und Europa daher zunehmend teuer und aufwändig in der Handhabung.[140]

Die Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung sowie die Mindestanforderungen an die Handhabung von notleidenden Krediten innerhalb der Bank schaffen Anreize für Kreditinstitute, notleidende Kredite abzustoßen und somit von der Bilanz zu tilgen. Wird ein Kredit als notleidend eingestuft, hat für die kreditgebende Bank die Begrenzung des eigenen Schadens Priorität – sie wird ihre eigenen Verluste minimieren und die ausstehenden Rückzahlungs- und Zinsforderungen in möglichst hohem Maße rückführen wollen.[141] Nach dem Prinzip *„besser etwas bekommen als gar nichts*

---

[137] *Europäische Zentralbank*, Was sind notleidende Kredite?12.09.2016 (aktualisiert am 15.03.2018), URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.de.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[138] *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (143).

[139] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195; *Europäische Zentralbank*, Was sind notleidende Kredite?12.09.2016 (aktualisiert am 15.03.2018), URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.de.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[140] *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14.

[141] *Fischer*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 107; *Palenker*, Loan-to-own, S. 159 f.

bekommen“ werden beim Verkaufspreis Abschläge vom Nennwert der Forderung – sogenannte *Haircuts* – von den veräußerungswilligen Banken in Kauf genommen.[142]

Hat eine Bank einen Kredit als notleidend eingestuft, steht zunächst fest, dass für die Bank Handlungsbedarf besteht: Keinesfalls kann sie den weiteren Verlauf der Krisensituation beim Kreditnehmer einfach passiv abwarten. Im Wesentlichen bestehen zwei Handlungsoptionen, nämlich ob die Bank die Kreditbearbeitung selbst vornehmen oder externe Dritte einbeziehen will:

1. Interne Abwicklungsbearbeitung – Workout[143]

In der Vergangenheit war es bei deutschen Banken – insbesondere bei mittelständisch ausgerichteten Instituten, kleinen Sparkassen und Genossenschaftsbanken – verbreitet, unter Aufrechterhaltung des Kreditengagements selbst bei einer Sanierung oder Abwicklung mitzuwirken.[144] Kreditausfälle wurden als geschäftsimmanentes Risiko behandelt, welches es durch die kumulierten Erträge aus dem Kreditgeschäft abzufedern galt.[145]

Die regulatorischen Anforderungen an die Bearbeitung von notleidenden Krediten „im Hause“ sind jedoch gestiegen: Befeuert durch europäischen Regulierungseifer unter dem Eindruck der Finanz- und Wirtschaftskrise gestalten die EZB, die Europäische Bankenaufsicht EBA und auch der Deutsche Gesetzgeber sowie die BaFin eine Abwicklung im Hause zunehmend beschwerlich.

Die Bindung von Personalressourcen für eine interne Workoutabteilung ist erheblich.[146] Ferner erfordert die Umsetzung von Basel III eine höhere Unterlegung von Risikoaktiva mit Eigenkapital, das Behalten der notleidenden Kredite in der Bank ist also teurer als der Verkauf.[147] Ferner zwingen die verschärften regulatorischen Anforderungen in Form

---

[142] *Palenker*, Loan-to-own, S. 159.

[143] *Ringelspacher*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 327–344; *Fischer*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 99–122.

[144] *Prinz*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 229; *Fischer*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 101–102; *Jobe*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 233–234; *Knecht*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 19 Rn. 71 ff.

[145] *Hofmann/Walter*, in: WM 2004, S. 1566 (1567); *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 361.

[146] *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 152; *Palenker*, Loan-to-own, S. 163; *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (143).

[147] *Walter*, in: Die Bank 2017, 46 f.; *Dürselen/Schulte-Mattler*, in: WM 2018, S. 1289 (1291); *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 151; *Lendermann*, Darlehensveräußerungen durch Banken, S. 53 ff.

von EZB-Leitfaden und MaRisk sowie der steigende Wettbewerbsdruck in Folge der Globalisierung in Verbindung mit einer generell geringen Eigenkapitalrendite deutsche Kreditinstitute dazu, ihre Rentabilität auf ein vergleichbares Niveau zu steigern und ihre operativen Risiken zu minimieren.[148]

Für die Sparkassen und Landesbanken kommt erschwerend hinzu, dass im Juli 2005 die Gewährträgerhaftung und Anstaltslast weggefallen ist. Diese räumten Gläubigern der öffentlich-rechtlichen Banken einen garantierten Anspruch auf Erfüllung der Verbindlichkeiten durch den Anstaltsträger ein.[149] Der Wegfall dieses europarechtswidrigen[150] Gewährleistungsvorteils bewirkte eine Erhöhung der Refinanzierungskosten, was einerseits wiederum die Bedeutung der Eigenkapitalausstattung verstärkte und andererseits die öffentlich-rechtlichen Institute einem zuvor nicht gekannten Konkurrenzdruck aussetzte.[151] Auch öffentlich-rechtliche Institute sind seither gehalten, sich bei der Kreditvergabe und -bearbeitung erwerbswirtschaftlich zu verhalten.[152] Die vorgenannten gestiegenen Anforderungen können insbesondere kleinere und mittlere Kreditinstitute aufgrund fehlenden Spezialwissens und zu hoher Ressourcenbindung überfordern.[153]

2. Einbeziehung externer Dritter

Neben der Abwicklung im Hause haben die Kreditinstitute zwei weitere Optionen: Zum einen die Auslagerung der Betreibung auf eine Inkassogesellschaft (sogenanntes

---

[148] *Keller*, Non-Performing Loans aus Investorensicht, S. 1; *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 150–151; *Froitzheim*, Non Performing Loans (NPL) in Deutschland, S. 56 f.; *Palenker*, Loan-to-own, S. 160 ff.

[149] *Czech/Neumann*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 39; *Palenker*, Loan-to-own, S. 165 m.w.N.

[150] Vgl. zur Entscheidung der EU-Komission in dieser Sache *Kolassa*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 137 Rn. 14 (Fn. 1) m.w.N.; sowie vertiefend *Quardt*, in: EuZW 2002, S. 424–428.

[151] *Czech/Neumann*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 17, 39; *Institut für Finanzdienstleistungen e.V.*, Erwerb von Kreditforderungen durch Private Equity-Unternehmen2007, URL: https://www.vzbv.de/sites/default/files/mediapics/studie_forderungsverkaeufe_iff_10_2007.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, S. 34; *Nobbe*, in: ZIP 2008, S. 97 (101).

[152] *Jaeger/Heinz*, in: BKR 2009, S. 273 (274); *Daimer*, Chancen und Risiken von Distressed Debt Investments, S. 7 ff.

[153] *Klöckner*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 331; *Bitterling*, Non-Performing Loans in Deutschland, S. 35; *Köchling*, in: ZInsO 2008, S. 232 (234).

Outsourcing) und schließlich den – hier interessierenden – Verkauf der Forderung (sogenannter *True Sale*).

a) Outsourcing

Beim *Outsourcing* wird lediglich die Problemkreditbearbeitung an einen externen Dienstleister (oder einen Dienstleister im Bankenverbund) ausgelagert, die notleidenden Kredite verbleiben aber auf der Bilanz des Kreditinstituts, weshalb das Eigenkapital nicht entlastet wird.[154] Im Hinblick auf die Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung bietet ein *Outsourcing* daher keine effektive Erleichterung. Ferner stellt AT 9 MaRisk weitere regulatorische Anforderungen an ein Outsourcing im Bankensektor.[155]

b) True Sale

Eine bilanzwirksame Übertragung kann nur durch den tatsächlichen Verkauf und dingliche Übertragung des notleidenden Kredites erfolgen.[156] Der Verkauf notleidender Kredite hat für Kreditinstitute zahlreiche Vorteile: Die Bankbilanz wird von potentiellen Risiken bereinigt, die Eigenkapitalquote steigt, es fließt Liquidität zu und es wird im Bereich der Problemkredit- und Intensivbetreuung innerhalb des Kreditinstituts weniger Personal gebunden.[157] Aus regulatorischer Sicht bedeutet der Verkauf notleidender Kredite ein Verringern der risikogewichteten Aktiva, wodurch weniger Eigenkapital zur Risikodeckung eingesetzt werden muss und somit frei wird.[158]

Im Ergebnis sprechen daher aus Sicht des Kreditinstituts gewichtige Gründe für einen Verkauf eines notleidenden Kreditengagements im Wege eines *True Sale*. Auch Landesbanken und Sparkassen sind seit dem Wegfall von Gewährträgerhaftung und Anstaltslast veranlasst, ihre Risikoaktiva zu reduzieren, um eine Verschlechterung ihres

---

[154] *Brenner*, Non-performing Loans, S. 185; *Keller*, Non-Performing Loans aus Investorensicht, S. 24; *Englert*, Die Integration der Marktperspektive in der Steuerung von Problemkrediten, S. 305; *Dick*, Der Verkauf von Non Performing Loans, S. 15; *Bitterling*, Non-Performing Loans in Deutschland, S. 38.

[155] *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), MaRisk AT 9, Rn. 3 ff.

[156] *Bitterling*, Non-Performing Loans in Deutschland, S. 42.

[157] *Keller,* S. 1, 23; *Zimmermann*, in: BKR 2008, S. 95; *Czech/Neumann*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 40; *Cranshaw*, in: Ahlers/Ambrozic u.a., Problematische Firmenkundenkredite, 1828; *von Sivers*, in: ZInsO 2005, S. 290–291; *Paetzmann*, in: ZfdK 2003, S. 968 (970); *Palenker*, Loan-to-own, S. 163.

[158] *Toth-Feher/Schick*, in: ZIP 2004, S. 491.

Ratings zu vermeiden.[159] In Kauf zu nehmen ist indes ein Risikoabschlag auf den Nominal- bzw. Buchwert der Forderungen, welcher Distressed-Investoren beim Erwerb des Kredits regelmäßig gewährt wird.[160] Keine große Rolle mehr spielt ein möglicher Reputationsverlust der veräußernden Bank gegenüber Bestands- und Stammkunden, denn der traditionellen Hausbankbeziehung kommt in Zeiten des digitalen Bankings und des Trends weg von der Filialbank vor Ort eine immer geringere Bedeutung zu und ist überdies deutlich geringer als bei einer eigenen Beitreibung des notleidenden Kredits durch die Bank selbst.[161]

II. Anreize für *Loan-to-own*-Investoren, notleidende Kredite zu kaufen

Das Interesse von *Loan-to-own*-Investoren besteht darin, dass sich diese einen Gewinn daraus versprechen, einen aktuell notleidenden Kredit zunächst zu einem marktangemessenen Abschlag zu erwerben, der mindestens die in dem erworbenen Kredit repräsentierten Ausfallrisiken hinreichend abbildet, und gleichzeitig durch die erfolgreiche Umsetzung einer *Loan-to-own*-Strategie durch den späteren Weiterverkauf des Zielunternehmens einen Erlös zu erzielen, der über dem Ankaufspreis für die Forderung liegt.[162] Den hierfür notwendigen Wertzuwachs beim Krisenunternehmen schafft ein *Loan-to-own*-Investor durch die Entwicklung und Umsetzung eigener Restrukturierungskonzepte.[163] Ebenfalls renditesteigernd kann sich die Abschöpfung von Wertsteigerungen vor dem Weiterverkauf auswirken.[164]

Gegenüber Kreditinstituten haben *Loan-to-own*-Investoren entscheidende Vorteile: Weil sie keine Banklizenz im Sinne der §§ 1, 32 KWG benötigen[165], müssen auch die Eigenkapitalerhaltungsvorschriften des Bankrechts nicht eingehalten werden, weshalb

---

[159] *Czech/Neumann*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 39; *Wiedenhofer,* S. 12; *Palenker*, Loan-to-own, S. 164 f.

[160] *Czech/Neumann*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 40; *Paetzmann*, in: ZfdK 2003, S. 968 (970); *Palenker*, Loan-to-own, S. 159.

[161] Ähnlich *Palenker*, Loan-to-own, S. 165.

[162] *Cranshaw*, in: Ahlers/Ambrozic u.a., Problematische Firmenkundenkredite, 1855; *Eilers/Koffka*, in: Eilers/Koffka u.a., Private Equity, Einführung, Rn. 17; *von Sivers*, in: ZInsO 2005, S. 290 (291); *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 307; *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 152; *Schulz*, Der Debt Equity Swap in der Insolvenz, S. 51 ff.; *Knecht*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 19 Rn. 80; *Palenker*, Loan-to-own, S. 175.

[163] *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 154.

[164] *Palenker*, Loan-to-own, S. 176.

[165] *BGH,* Urteil vom 19. 4. 2011 - XI ZR 256/10 = NJW 2011, 3024.

keine gesonderten Kosten für das Halten und den *Workout* der Kredite entstehen.[166] Ferner müssen *Loan-to-own*-Investoren – anders als insbesondere regionale, kleinere Banken – keine Rücksicht auf langjährige Kundenbeziehungen nehmen oder Reputationsrisiken am Standort des Kreditschuldners fürchten, weshalb *Loan-to-own*-Investoren den Sanierungsprozess konsequenter angehen können als der ursprüngliche Kreditgeber.[167] Weil ein *Loan-to-own*-Investor die Forderungen bereits mit Abschlag erworben hat, ist er eher bereit, im Rahmen von Sanierungsmaßnahmen frisches Geld (*fresh money*) nachzuschießen als der ursprüngliche Kreditgeber, der bei der Kreditvergabe *ex ante* von einem solventen Schuldner ausging.[168] Die Erfolgsaussichten einer Sanierung durch einen *Loan-to-own*-Investor sind daher ungleich größer als beim ursprünglichen Kreditgeber, weil dieser aufgrund seiner Spezialisierung und Erfahrung die Renditechancen notleidender Kredite besser nutzen kann.[169]

Dabei gilt, dass die Umsetzung des *Debt-Equity-Swap* umso einfacher für den *Loan-to-own*-Investor wird, je mehr Fremdkapitalpositionen er erwirbt, die im Rang höher stehen als die *fulcrum security*. Denn durch die Akkumulation eines Großteils der Forderungen wird das Risiko widerstreitender Interessen innerhalb der Gläubigerschaft minimiert und der Aufwand für eine ausführliche Forderungsbewertung amortisiert sich im Verhältnis zur Gesamtinvestition.[170]

---

[166] *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 154.

[167] *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 154; *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 359; *Kramme*, Der Konflikt zwischen dem Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen, S. 15; *Palenker*, Loan-to-own, S. 178.

[168] *Wittig*, in: Hadding/Hopt u.a., Bankrechtstag 2005, S. 154; *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 10.

[169] *Schalast*, in: BKR 2006, S. 193 (196 f.); *Köchling*, in: ZInsO 2008, S. 232 (235); *Lendermann*, Darlehensveräußerungen durch Banken, S. 49.

[170] *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 10, 12; *Palenker*, Loan-to-own, S. 250.

Teil 2: Loan to own de lege lata – Bestandsaufnahme und Problemfelder

§ 4 Das erste Transaktionsstadium: Die Identifizierung notleidender Kredite

Auf der ersten Stufe einer *Loan-to-own*-Transaktion steht die Veräußerung eines notleidenden Kredites durch den ursprünglichen Kreditgeber oder auch Originärgläubiger[171]. Dies wirft die Frage auf, wie einerseits Banken diejenigen Kredite auswählen, die sie von der Bilanz tilgen möchten, und andererseits, anhand welcher Kriterien Loan-to-own-Investoren geeignete Kredite auswählen. Denn teilweise sprechen *Loan-to-own*-Investoren Banken proaktiv an, ob Interesse an einer Veräußerung bestimmer, potentiell notleidender Kreditpositionen besteht.[172] Es ist daher zu klären, welche Kriterien einen Kredit zu einem notleidenden Kredit machen, kurz: ob man den notleidenden Kredit rechtssicher definieren kann.

Auch wenn *Loan-to-own*-Strategien in bestimmten Fällen auch mit gesunden Krediten eingeleitet werden können und werden[173], ist in solchen Fällen der hier untersuchte regulatorisch bedingte Verkaufsanreiz nicht gegeben. Dementsprechend beschränkt sich die Untersuchung im Folgenden auf die Untersuchung von *Loan-to-own*-Strategien, die auf dem Ankauf solcher notleidender (und nicht [noch] gesunder) Kredite beruhen.

A. Der notleidende Kredit als Definitionsproblem

Da das Vorliegen eines notleidenden Kredits den Treiber für das regulatorisch bedingte Veräußerungsinteresse eines Originärgläubigers bildet, bedarf es einer Definition für das Vorliegen eines notleidenden Kredits, an welche sodann die bereits angesprochenen gesetzlichen Folgen geknüpft werden.

Dies ist nicht nur bedeutsam für die Originärgläubiger: Da regelmäßig der Anstoß zu einer solchen Transaktion von Investorenseite ausgeht, sind diese stets bemüht durch verlässliche, rechtssichere Parameter die Identifikation geeigneter Fremdkapitalpositionen und damit auch den Einstieg in eine *Loan-to-own*-Transaktion zu erleichtern.

---

[171] *Palenker*, Loan-to-own, S. 159.

[172] *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 849.

[173] *Palenker*, Loan-to-own, S. 78, 234 ff.

Zu konstatieren ist jedoch, dass über den Begriff des notleidenden Kredites kein einheitliches Verständnis herrscht.[174] Eine juristische Definition im Sinne einer Legaldefinition besteht nicht[175] und auch in den Wirtschaftswissenschaften sowie in der aufsichtlichen Praxis wird der Begriff uneinheitlich gebraucht.[176] Die Einordnung von Krediten als notleidend variiert aufgrund unterschiedlicher bilanzieller und aufsichtsrechtlicher Vorgaben.[177]

Begriffe wie „notleidende Kredite", „Problemkredite" und zahlreiche Anglizismen wie *„Bad Loans"*, *„Distressed Loans"*, *„Defaulted Loans"*, *„Subperforming Loans"* oder *„Non-Performing Loans"* werden größtenteils synonym und ohne klare Abgrenzung voneinander verwendet.[178] Daneben werden je nach Perspektive und Interpretation eine Vielzahl weiterer Begriffe wie *„Distressed Debt"*, *„Troubled Debt"* oder *„Defaulted Debt"*, *„Distressed Debt Investing"*, *„Workout Investing"* oder *„Vulture Investing"* mit notleidenden Krediten bzw. der *Loan-to-own*-Strategie in Verbindung gebracht.[179]

Im Folgenden wird untersucht, ob sich rechtsgebietsübergreifend ein einheitliches Verständnis des notleidenden Kredits aus den tangierten Rechtsgebieten ableiten lässt.

B. Überblick über mögliche Definitionsansätze

In bisherigen Veröffentlichungen zu notleidenden Krediten wurde im Rahmen von Definitionsversuchen für notleidende Kredite unter anderem zwischen

---

[174] Vgl. *Windhöfel*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 101; *Keller*, Non-Performing Loans aus Investorensicht, S. 5; *Dick*, Der Verkauf von Non Performing Loans, S. 9; *Englert*, Die Integration der Marktperspektive in der Steuerung von Problemkrediten, S. 35 f.; *DTZ Zadelhoff Tie Leung u.a.*, Non-performing loans: Handbuch Deutschland, S. 10; *Prüver*, Der Verkauf notleidender Kredite, S. 9; *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 4; *Palenker*, Loan-to-own, S. 74 ff.

[175] Ebenso *Windhöfel*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 101; *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 5; *Funken*, Übertragung von Darlehensforderungen durch Kreditinstitute, S. 13; *Wolfgarten*, in: Wiedenhofer, Non Perfoming Loans, S. 177 Fn. 1.

[176] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195; *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 351; *Hofmann/Walter*, in: WM 2004, S. 1566 (1568).

[177] *Keller*, Non-Performing Loans aus Investorensicht, S. 5; *Schuppener*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 11 f.; *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195.

[178] *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 3–4; *Nobbe*, in: ZIP 2008, S. 97.

[179] *Englert*, Die Integration der Marktperspektive in der Steuerung von Problemkrediten, 35 f.; *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 4

wirtschaftlichen[180], aufsichtsrechtlichen[181], aufsichtlichen[182], bankaufsichtsrechtlichen[183], regulatorischen[184], rechnungslegungsbezogenen[185] und juristischen[186] Definitionsansätzen unterschieden, wobei die Abgrenzung der jeweiligen Begriffe häufig nicht hinreichend differenziert ausfiel. Im Rahmen dieser Untersuchung werden zunächst rechtsgebietsspezifische Definitionsansätze herausgearbeitet und anschließend auf Gemeinsamkeiten überprüft.

I. Bankrechtliche Definitionsansätze

Originärgläubiger notleidender Kredite sind regelmäßig Kreditinstitute mit Banklizenz im Sinne der §§ 1 Abs. 1 Satz 1, 32 KWG, denn die Gewährung von Gelddarlehen ist ein Bankgeschäft gemäß § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KWG.[187] Vorschriften, welche Anreize zur Veräußerung von notleidenden Krediten setzen – und die insoweit geltende Definition von notleidenden Krediten – sind dementsprechend im Bereich des Bankrechts zu verorten.

Der Begriff des Bankrechts ist hier im Sinne der Vorschriften über die Organisation der an der Erbringung von Bankgeschäften im weiteren Sinne Beteiligten zu verstehen.[188] Dies umfasst insbesondere die Bankenregulierung als normsetzenden und norminterpretierenden Bereich sowie die Bankenaufsicht als vollziehenden Bereich des Bankrechts.[189] Die relevanten Normen reichen von supranationalen Regelungen über formelle und materielle Gesetze des europäischen und des deutschen Gesetzgebers bis hin zu europäischen und deutschen Verwaltungsanweisungen.[190] Bezugnahmen auf notleidende Kredite tauchen auf allen Normebenen in verschiedenen

[180] *Brenner*, Non-performing Loans, S. 50.

[181] *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 10.

[182] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.1 S. 53; *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1016).

[183] *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 12.

[184] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1014); *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083 (1084).

[185] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195; *Schuppener*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 11 f.

[186] *Brenner*, Non-performing Loans, S. 52; *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, 5, 8.

[187] Vgl. nur *Brogl*, in: Reischauer/Kleinhans u.a., KWG-Kommentar, § 1 KWG, Rn. 63 ff.

[188] *Früh*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 1.3 ff.

[189] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.12.

[190] *Früh*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 1.4.

Zusammenhängen auf, die im Folgenden systematisch dargestellt und aufbereitet werden. Für die auf diese Weise zu entwickelnden Definitionsansätze aus dem Bankrecht wird im Folgenden der Oberbegriff „Bankrechtliche Definitionsansätze“ verwendet.

II. Zivilrechtliche Ansätze

In vielen Fällen richten sich die Vorschriften über Bankleistungen nach dem allgemeinen Zivilrecht[191] – so auch die Vergabe von Gelddarlehen, welche in den §§ 488 ff. BGB geregelt sind. Die Vertragsbeziehung zwischen Bank und Kreditnehmer unterliegt dabei bestimmten Modifikationen und Standardisierungen, etwa durch die AGB-Banken bzw. die AGB-Sparkassen.[192]

Ein Anreiz zur Veräußerung eines Kredits kann auch durch den Umstand entstehen, dass die wirtschaftliche Situation des Kreditnehmers sich so verschlechtert, dass der kreditgebenden Bank als Originärgläubiger das Recht zur außerordentlichen Kündigung zusteht. Der Eintritt der Umstände, die zu einer außerordentlichen Kündigung des Kreditgebers berechtigen, können mithin auch als Indikatoren für das Vorliegen eines notleidenden Kredites verstanden werden.

Für den Gelddarlehensvertrag ist das Recht zur außerordentlichen Kündigung in § 490 BGB geregelt. Die Voraussetzungen des außerordentlichen Kündigungsrechts nach § 490 BGB beschreiben damit auch Kriterien, nach denen ein Kredit als notleidend eingestuft werden kann. Darüber hinaus finden sich in den AGB-Banken, in den AGB-Sparkassen sowie in § 366 Abs. 2 BGB Ansatzpunkte für eine Definition des notleidenden Kredites. Für Definitionsansätze aus dem Zivilrecht wird im Folgenden der Oberbegriff „Zivilrechtliche Definitionsansätze“ verwendet.[193]

III. Verallgemeinerungsfähiges Verständnis des notleidenden Kredites

Die bankrechtlichen und zivilrechtlichen Definitionsansätze umschreiben jeweils das Phänomen notleidender Kredite aus der Perspektive des Bankrechts sowie des allgemeinen Zivilrechts. Bei einem Nebeneinander von aufsichtlichen und zivilrechtlichen Normen zu unbestimmten Rechtsbegriffen ist eine einheitliche Auslegung sinnvoll und geboten.[194] Daher werden die bankrechtlichen und zivilrechtlichen Definitionsansätze nach deren Vorstellung auf Gemeinsamkeiten

[191] *Früh*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 1.3.

[192] *Früh*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 1.5.

[193] In Anlehnung an *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 5.

[194] Vgl. hierzu *Buck-Heeb*, in: WM 2020, S. 160, 164.

untersucht, um auf ein verallgemeinerungsfähiges Verständnis des notleidenden Kredites hinzuwirken, welches auch für *Loan-to-own*-Investoren nutzbar gemacht werden kann.

C. Bankrechtliche Ansätze

Banken in Deutschland unterliegen umfangreichen regulatorischen Vorgaben, welche von supranationalen Regelungen über formelle und materielle Gesetze des europäischen und des deutschen Gesetzgebers bis hin zu europäischen und deutschen Verwaltungsanweisungen reichen.[195] Unter dem Eindruck der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007[196] hat die Europäische Union die Stabilisierung des Bankensektors, insbesondere die Bekämpfung von notleidenden Krediten auf den Bilanzen der Banken zu einem ihrer wichtigsten Ziele erhoben.[197] Es handelt sich um einen dynamischen Prozess, dessen Abschluss nicht absehbar ist.

Im Folgenden werden Aufsichtsnormen mit Bezug zu notleidenden Krediten auf die in ihnen enthaltene Definitionsansätze für notleidende Kredite untersucht. Ein Großteil der erlassenen Vorschriften ist zum Normenkomplex des *Single Rulebook* zu zählen – dem einheitlichen, harmonierten europäischen Regelwerk für die Bankenaufsicht. Daneben existieren Vorschriften aus dem originären nationalen Bankrecht, die nicht dem *Single Rulebook* systematisch zuzuordnen sind. Schließlich enthält auch der IFRS-Rechnungslegungsstandard Bestimmungen zu notleidenden Krediten.

I. Grundzüge des Aufbaus der Europäischen Bankenaufsicht

Bankrechtliche Bestimmungen zu notleidenden Krediten bilden eine komplexe Gemengelage an relevanten Normen.[198] Um die einzelnen relevanten Normen, deren Normgeber und deren Regelungszweck besser einordnen und systematisieren zu können, wird zunächst ein kurzer Überblick über den Aufbau der Bankenaufsicht und der Europäischen Union und Deutschland gegeben:

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007[199] wurden erhebliche Schwachstellen bei der Finanzaufsicht auf europäischer und nationaler Ebene festgestellt, infolge derer das Bankenaufsichtsrecht auf europäischer Ebene um- und ausgebaut wurde.[200] Diese Um- und Ausbauten bestehen im Wesentlichen aus zwei Maßnahmenkomplexen: Dem

---

[195] *Früh*, in: Kümpel/Mülbert/Früh u. a., Rn. 1.4.

[196] Zur Finanz- und Wirtschaftskrise *Zagouras*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 124b Rn. 1 ff.

[197] Vgl. *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57 (62); *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15); *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (143).

[198] *Veil*, in: ZGR 2014, S. 544 (602).

[199] Zur Krise *Zagouras*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 124b Rn. 1 ff.

[200] *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57; *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.11.

Single Rulebook und der darauf basierenden Europäischen Bankenunion.[201] Überwacht wird die Umsetzung dieser Maßnahmenkomplexe durch eine komplexe institutionelle Struktur von Aufsichtsorganen auf europäischer und nationaler Ebene.

1. Single Rulebook

Als erster Maßnahmenkomplex wurde die Bankenaufsicht auf die europäische Ebene verschoben. Diese europäisierte Bankenaufsicht wendet dabei ein einheitliches, harmonisiertes Regelwerk an.[202] Dieses einheitliche, harmonisierte Regelwerk wird als *Single Rulebook* bezeichnet.[203] Es besteht unter anderem aus einer umfangreichen Gesetzgebung zur Eigenkapitalanforderung an Banken und wird institutionell unterstützt durch das Netzwerk des Europäischen Finanzaufsichtssystem ESFS (zu diesem sogleich im nächsten Abschnitt).[204] Ziel des *Single Rulebook* ist die Vervollständigung des einheitlichen europäischen Binnenmarktes durch einheitliche Auslegung und Anwendung regulatorischer Standards in allen Mitgliedstaaten sowie die Schließung von Regelungslücken.[205] Das *Single Rulebook* gilt für alle EU-Staaten unabhängig von der Landeswährung.[206]

2. Europäische Bankenunion

Auf Grundlage der Art. 114, 127 Abs 6 AEUV wird seit 2012 als zweiter Maßnahmenkomplex die Europäische Bankenunion geschaffen – ein zum Zeitpunkt des Abschlusses dieser Arbeit noch laufender Prozess. Ziel der Bankenunion ist es, neben der Schaffung einheitlicher Regeln für das Bankwesen in Europa auch deren Durchsetzung auf eine europäische Ebene zu stellen. Die Bankenunion soll die einheitliche Anwendung von EU-Bankenvorschriften in den teilnehmenden Ländern sicherstellen und Diskrepanzen zwischen den Mitgliedsstaaten in der Umsetzung des *Single Rulebook* vermeiden.[207]

---

[201] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.12.

[202] *Bauerschmidt*, in: ZHR 2019, S. 476 (479); *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.13.

[203] *Bauerschmidt*, in: ZHR 2019, S. 476 (479); *Bourbeck*, in: WPg 2017, S. 1461 (1464) [Fn. 13]; *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.12; *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Teil I, Rn. 66 ff.

[204] *Bauerschmidt*, in: ZHR 2019, S. 476 (479).

[205] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.13.

[206] *Fischer*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, KWG Einführung, Rn. 127, 130.

[207] *Zagouras*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 124b Rn. 5.

Die Bankenunion gilt verpflichtend für die Mitgliedsstaaten der Eurozone und steht – unter Zugrundelegung des *Single Rulebooks* – auf drei Säulen, von denen bislang zwei umgesetzt sind:[208] Umgesetzt sind seit 2014 der einheitliche Aufsichtsmechanismus (*Single Supervisory Mechanism*) und seit 2016 der einheitliche Abwicklungsmechanismus (*Single Resolution Mechanism*),[209] als dritte Säule soll künftig noch ein einheitliches Einlagensicherungssystem hinzukommen.[210]

Von den drei Säulen der Bankenunion ist im Kontext der hier anzustellenden Untersuchung ausschließlich der *Single Supervisory Mechanism* von Relevanz, denn die Abwicklung von Banken selbst oder die Einlagensicherung werden von *Loan-to-own*-Strategien nicht tangiert.

Der *Single Supervisory Mechanism* hält die Bankenaufsicht über die etwa 120 größten und systemrelevanten Banken unter dem Dach der Europäischen Zentralbank inne.[211] Seine Rechtsgrundlage ist die SSM-VO (EU) Nr. 1024/2013.[212] Die Aufsicht über die übrigen, nicht systemrelevanten Banken in der Eurozone wird zwischen der europäischen und den nationalen Aufsichtsebenen wie nachfolgend beschrieben aufgeteilt.

3. Institutionelle Struktur der Europäischen Finanzaufsicht – ESFS und EZB

Vorläufer der Europäischen Bankenunion ist das seit Ende 2010 bestehende Europäische Finanzaufsichtssystem (*European System of Financial Supervision – ESFS*) –

---

[208] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.16; *Zagouras*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 124b Rn. 4; *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57 (59); *Bauerschmidt*, in: ZHR 2019, S. 476 (479, 498).

[209] *Zagouras*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 124b Rn. 5.

[210] *Fischer*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, KWG Einführung, Rn. 125 ff.; *Backé/Komarowsky/Weber*, in: WPg 2019, S. 1324.

[211] *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57 (58); *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.19; *Fischer*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, KWG Einführung, Rn. 127; *Bauerschmidt*, in: ZHR 2019, S. 476 (479); *Tutsch*, in: Groeben/Schwarze u.a., EUV/AEUV-Kommentar, Art. 25 Satzung ESZB/EZB, Rn. 21; *Häde*, in: Calliess/Ruffert u.a., EUV/AEUV-Kommentar, Art. 127 AEUV, Rn. 51 ff.; *Selmayr*, in: Groeben/Schwarze u.a., EUV/AEUV-Kommentar, Art. 127 AEUV, Rn. 52 ff.; *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Teil I, Rn. 83 ff.

[212] VO(EU) Nr. 1024/2013 des Rates v. 15. 10. 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank, ABl. 2013 L 287/63.

eine Dachkonstruktion ohne eigene Rechtspersönlichkeit.[213] Das ESFS hat die Sicherstellung der Aufsicht über das Finanzsystem der Union zur Aufgabe[214] und besteht im Wesentlichen aus vier Aufsichtsorganen:[215] Drei Unionsagenturen[216] zur besseren Koordinierung der für die Mikroaufsicht über die Finanzmarktteilnehmer zuständigen nationalen Behörden und eine Einrichtung für die Makroaufsicht. Daneben sind der Gemeinsame Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden sowie die nationalen Aufsichtsbehörden Teile des ESFS.[217]

Bei den drei Unionsagenturen handelt es sich um die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (*European Banking Authority – EBA*)[218], die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*)[219] sowie die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities and Market*

---

[213] *Lehmann/Manger-Nestler*, in: EuZW 2010, S. 87 (88); *Glaesner*, in: Schwarze/Becker u.a., EU-Kommentar, Art. 63 AEUV, Rn. 71.

[214] *Selmayr*, in: Groeben/Schwarze u.a., EUV/AEUV-Kommentar, Art. 127 AEUV, Rn. 45; zur Entstehung des ESFS ausführlich *Auerbach*, in: Auerbach, HdB-Bankenaufsicht, Teil A Rn. 21 ff.

[215] *Europäische Zentralbank*, Europäisches Finanzaufsichtssystem2018, URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.de.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Teil I, Rn. 70 ff.

[216] Ob die angeführte Rechtsgrundlage zur Schaffung der Unionsagenturen – Binnenmarktverordnungen aufgrund Art. 114 AEUV – deren Schaffung auch tatsächlich umfasst, ist umstritten, vgl. statt vieler *Häde*, in: Calliess/Ruffert u.a., EUV/AEUV-Kommentar, Art. 127 AEUV, AEUV Art. 127 Rn. 55 (Fn. 82). Eine Vertiefung dieser Fragen würde jedoch den Rahmen dieser Arbeit sprengen.

[217] *Kämmerer*, in: NVwZ 2011, S. 1281 ff.; *Glaesner*, in: Schwarze/Becker u.a., EU-Kommentar, Art. 63 AEUV, Rn. 71, vgl. auch Art. 1 (3) VO(EU) 1092/2010, Art. 2 (2) VO(EU) 1093/2010, Art. 2 (2) VO(EU) 1094/2010, Art. 2 (2) VO(EU) 1095/2010.

[218] Vgl. VERORDNUNG (EU) Nr. 1093/2010 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission.

[219] Vgl. VERORDNUNG (EU) Nr. 1094/2010 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission.

Authority – ESMA).[220] Diese üben gemeinsam mit den zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden die Aufsicht aus.[221]

Für die Makroaufsicht – also die Identifikation systemischer Risiken[222] – schuf der Unionsgesetzgeber den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (*European Systemic Risk Board – ESRB*).[223]

Der institutionelle Rahmen der Bankenunion war in jüngerer Zeit Gegenstand von Reformbemühungen,[224] welche indes keine wesentlichen Änderungen an der bestehenden Struktur aus ESFS-Zeiten bewirkt haben.[225]

II. Bestimmungen aus dem *Single Rulebook*

Das *Single Rulebook* ist ein europaweit einheitliches, harmonisiertes Regelwerk, in dem die legislativen Maßnahmen zur Vervollständigung des einheitlichen europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen auf europäischer Ebene zusammengefasst werden.[226] Es handelt sich demnach nicht um ein einzelnes „Finanzmarktgesetzbuch", sondern um eine Vielzahl von EU-Verordnungen und Richtlinien, diese umsetzende nationale Gesetze, Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards sowie Leitlinien und Empfehlungen.[227] Zentrale Bestandteile des *Single Rulebook* sind die Eigenkapitalrichtlinie V – *Capital Requirements Directive V* oder kurz CRD V, die Eigenkapitaladäquanzverordnung II – Capital Requirements Regulation II oder kurz CRR II, die Technischen Regulierungs- und Durchführungsstandards, welche die

[220] Vgl. VERORDNUNG (EU) Nr. 1095/2010 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier-und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission.

[221] *Kämmerer*, in: NVwZ 2011, 1281 ff., vgl. auch Art. 1 (3) VO(EU) 1092/2010, Art. 2 (2) VO(EU) 1093/2010, Art. 2 (2) VO(EU) 1094/2010, Art. 2 (2) VO(EU) 1095/2010.

[222] *Selmayr*, in: Groeben/Schwarze u.a., EUV/AEUV-Kommentar, Art. 127 AEUV, Rn. 46.

[223] Vgl. VERORDNUNG (EU) Nr. 1092/2010 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken

[224] *Wojcik*, in: ZBB 2018, S. 257 (259).

[225] Vgl. *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57 (68): "Bis auf weiteres bleibt alles beim Alten.".

[226] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.13.

[227] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.14; *Veil*, in: ZGR 2014, S. 544 (601 ff.).

Europäische Kommission auf Grundlage von CRD V und CRR II erlässt, und schließlich die Leitlinien und Empfehlungen der EBA.[228]

Zentraler Bestandteil des *Single Rulebook* sind die regulatorischen Anforderungen an eine angemessene und robuste Ausstattung von Banken mit Eigenkapital. Einer Situation wie in der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008, als deren Hauptauslöser eine übermäßige Fremdfinanzierung bei gleichzeitiger Erosion von Höhe und Qualität des Eigenkapitals im Bankensektor gilt, soll in Europa durch die Bestimmungen des *Single Rulebook* vorgebeugt werden.[229]

Zur Sicherstellung eines qualitativ hochwertigen Kernkapitals werden u.a. Vorschriften zur bilanziellen Ermittlung, Bewertung und Berechnung des sogenannten Kernkapitals harmonisiert, sowie Vorschriften zur regulatorischen Überwachung und Berichterstattung an die Aufsichtsbehörden eingeführt:

Nach Art. 92 CRR II müssen Institute zu jedem Zeitpunkt über Eigenmittel in Höhe von mindestens 8 % der nach CRR II bewerteten und gewichteten Risikopositionen aufweisen. Der Gesamtrisikobetrag darf gemäß Art. 92 Abs. 4 CRR II das maximal 12,5-fache der Eigenmittel betragen.[230]

Art. 92 CRR II legt auch die Maßstäbe fest, auf deren Basis die zuständige Aufsichtsbehörde die Angemessenheit der Eigenmittelausstattung prüft.[231] Die Eigenmittelausstattung wird in sog. Kapitalquoten ausgedrückt, welche prozentual das Verhältnis bestimmter Eigenkapitaltypen – hartes Kernkapital, Kernkapital, die Gesamtheit der Eigenmittel sowie Verschuldensquote – zum Gesamtrisikobetrag abbildet. Der Gesamtrisikobetrag im Sinne des Art. 92 Abs. 3 CRR II ist dabei die Summe sämtlicher gewichteter risikotragender Bilanzaktiva (*Risk Weighted Assets*) und sonstiger anrechnungspflichtiger Risikopositionen.[232]

---

[228] *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Single Rulebook2016, URL: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/EUBankenaufsicht/SingleRulebook/single_rulebook_artikel.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[229] *Schaber*, in: Luz/Neus u.a., Kommentar KWG|CRR, Art. 25 CRR, Rn. 2.

[230] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.224.

[231] *Ostendorf*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 92 CRR, Rn. 1.

[232] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.223 ff.

Ermittelt wird der Gesamtrisikobetrag durch Bewertungs- und Rechenschritte, in deren Rahmen auch von der Bank vergebene notleidende Kredite mit entsprechender Risikogewichtung einfließen.[233]

1. Historischer Abriss über die Entwicklung der supranationalen Gesamtbankensteuerung

Die Grundidee, an Banken Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung zu stellen, knüpft an die Erfahrungen der Bankenkrise der 1930er Jahre an, wonach die Hauptgründe für die Fragilität und Krisenanfälligkeit von Banken in unzureichender Eigenkapitalausstattung und/oder mangelhafter Liquidität lagen.[234] Banken sind im Kern „Risikohändler"; das Risiko eines Bankgeschäfts muss die Bank durch Eigenkapital unterlegen. Die Eigenkapitalquote einer Bank ist daher wesentliche Bezugsgröße für das Leistungsvermögen einer Bank und deren Kredit- bzw. Risikotragfähigkeit. Im Interesse eines funktionsfähigen Kreditwesens und im Interesse des Gläubigerschutzes müssen Kreditinstitute also laufend über eine angemessene Eigenmittelausstattung verfügen.[235] Zentrale Größe bei der Beurteilung der Angemessenheit des Eigenkapitals eines Instituts ist regelmäßig das Verhältnis zwischen dem Ausmaß der von dem Institut eingegangenen, potenziell eigenkapitalgefährdenden Risiken und der Höhe des Eigenkapitals.[236]

a) Von Basel I zu Basel III final

Mit der Zielsetzung einer internationalen Harmonisierung wird die Angemessenheit der Eigenmittelausstattung von Banken in erster Linie durch die Arbeiten des *Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS)* der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank für International Settlements – BIS)* bestimmt. Die BIS gilt als „Zentralbank der Zentralbanken" und wurde unter dem Eindruck des Zusammenbruchs der Herstatt-Bank 1974 gegründet.[237]

---

[233] Die Berechnung des Gesamtrisikobetrags sowie die dafür erforderliche Risikobewertung und -gewichtung ist im Einzelnen mathematisch hoch komplex und kann daher im Rahmen einer juristischen Dissertation nicht vertieft dargestellt werden.

[234] *Schulte-Mattler*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, CRR Einführung, Rn. 4; *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195.

[235] *Bacher*, in: BBK 2010, S. 1026.

[236] *Schulte-Mattler*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, CRR Einführung, Rn. 5.

[237] *Rossmanith/Funk/Eha*, in: StB 2012, S. 24 (25).

Der BCBS veröffentlichte zur Regulierung der Eigenmittelausstattung erstmalig 1988 den Baseler Eigenkapitalakkord, besser bekannt als Basel I.[238] Dieser verfolgte zwei Ziele: Zum einen sollte die Stabilität der internationalen Finanzmärkte gestärkt werden, zum anderen sollten bestehende Unterschiede zwischen den verschiedenen nationalen Bankaufsichtssystemen beseitigt werden, die den Wettbewerb beeinflussen. Die durch Basel I implementierte Eigenkapitalanforderung war vergleichsweise einfach: Sämtliche Kredite waren mit Eigenkapital in Höhe von 8 % der Kreditvaluta zu unterlegen.[239]

Eine Eigenkapitalunterlegung von pauschal 8 % konnte jedoch das Verhältnis der Eigenkapitalquote zum tatsächlich vorhandenen Risikograd einzelner Kreditpositionen nicht adäquat abbilden. Daher wurde mit der Veröffentlichung des *Dokuments zur Internationalen Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen* – kurz Basel II – im Juni 2004 das Regelwerk um feste Vorgaben für die Entwicklung eines internen Prozesses zur ökonomischen Beurteilung der Kapitaladäquanz ergänzt. Zum ersten Mal gab es konkrete gesetzliche Anforderungen an die Methodik zur Berechnung von Risikoklassifikatoren für Kredite. Das zu unterlegende Eigenkapital – und damit die Kreditzinsen – stiegen also mit höherem Risiko.[240] Im Rahmen von Basel II wurde auch das Drei-Säulen-Modell für eine effektive Bankenaufsicht eingeführt, welches bis heute Bestand hat:[241] Diese drei Säulen sind (i) die Mindestkapitalanforderungen für Kreditrisiken sowie für Betriebsrisiken (sog operationelle Risiken), (ii) der bankaufsichtliche Überprüfungsprozess der Adäquanz der Kapitalausstattung und des Risikomanagements (*Supervisory Review Process*) sowie (iii) die Leitlinien für Offenlegungspraktiken zum Zwecke einer Stärkung der Marktdisziplin.[242]

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007 zeigte sich, dass die Eigenkapitalanforderungen nach Basel III einer erneuten Überarbeitung bedurften und die Kreditvergabe durch Banken noch strenger reguliert werden müsse: Schließlich waren sie nicht imstande die Finanz- und Wirtschaftskrise zu verhindern.[243] Vor diesem Hintergrund entwickelte der *Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht* ab 2010 den Entwurf

---

[238] *Schulte-Mattler*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, CRR Einführung, Rn. 8.

[239] *Rossmanith/Funk/Eha*, in: StB 2012, S. 24 (25).

[240] *Gann/Rudolph*, in: Wohlmannstetter/Hopt u.a., HdB Corporate Governance Banken, S. 606; *Rossmanith/Funk/Eha*, in: StB 2012, S. 24 (25).

[241] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.182; *Conrad/Huppertz*, in: Auer-Reinsdorff/Conrad, HdB-IT-/DatenschutzR, § 33 Rn. 283; *Waschbusch/Blaß/Kakuk/Gadzimski*, in: WM 2018, S. 2013 (2015 ff.).

[242] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.181.

[243] *Rossmanith/Funk/Eha*, in: StB 2012, S. 24 (25 f.).

eines neuen Reformpakets – genannt Basel III – vorrangig zu dem Zweck, das Risiko neuer Wirtschaftskrisen zu minimieren und um Banken in die Lage zu versetzen, Krisen zukünftig ohne Staatshilfe zu überwinden.[244] Die Regulatorik von Basel III setzt hierfür an zwei Punkten an: Stärkung der Widerstandskraft der einzelnen Bank und Eindämmung systemweiter Risiken des gesamten Bankensektors. Nachgeschärft wurden insbesondere die Anforderungen an Quantität und Qualität des Eigenkapitals, ferner wurde eine strukturelle Liquiditätsquote (*Net Stable Funding Ratio*) sowie eine Verschuldensobergrenze (*Leverage Ratio*) eingeführt.[245]

Diese Regeln zur Bemessung des Kreditrisikos befanden sich bereits ab 2014 wieder in einem Prozess der Überprüfung und Überarbeitung.[246] Im Dezember 2017 wurde das überarbeitete Rahmenwerk veröffentlicht, welches mit *„Basel III: Finalising post-crisis reforms"* – kurz Basel III final – überschrieben war.[247] Aufgrund des Ausmaßes der geplanten Änderungen wird die überarbeitete Fassung im allgemeinen Sprachgebrauch häufig auch als „Basel IV" bezeichnet.[248]

Im Dezember 2019 schließlich hat der Baseler Ausschuss die erste konsolidierte Fassung des finalen Baseler Rahmenwerks veröffentlicht.[249] Es vereint alle Standards des Baseler Ausschusses zur Regulierung und Überwachung von Banken.[250]

b) Die Umsetzung des Baseler Rahmenwerks in Europa und Deutschland

Die Arbeitsergebnisse des *Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht* der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* werden als Empfehlungen für international tätige Kreditinstitute veröffentlicht, weshalb ihnen direkt keine Bindungswirkung zukommt.[251] Im Allgemeinen werden die Empfehlungen aber in europäische Normen übernommen;

---

[244] *Rossmanith/Funk/Eha*, in: StB 2012, S. 24.

[245] *Kolassa*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 137 Rn. 28; *Conrad/Huppertz*, in: Auer-Reinsdorff/Conrad, HdB-IT-/DatenschutzR, § 33 Rn. 291.

[246] *Weber/Backé*, in: WPg 2017, S. 715 ff.; *Weber/Backé*, in: WPg 2018, S. 432 ff.

[247] *Basel Committee on Banking Supervision*, Basel III: Finalising post -crisis reform2017, URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[248] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.183; *Menk/Neitzert*, in: RM 2018, S. 38 ff.; *Weber/Backé*, in: WPg 2017, S. 715 (716).

[249] *Basel Committee on Banking Supervision*, Launch of the consolidated Basel Framework2019, URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d491.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[250] *o.N.*, in: WPg 2020, S. 152.

[251] *Prüver*, Der Verkauf notleidender Kredite, S. 65.

speziell in Bezug auf die Eigenmittelanforderungen an Kreditinstitute erfolgt stets eine umfängliche Übernahme in europäisches bzw. nationales Recht.[252]

Die Umsetzung des Ende 2017 endgültig fertiggestellten Basel III-Rahmenwerks auf europäischer Ebene erfolgte im Rahmen des sogenannten EU-Bankenpakets im Mai 2019 durch Änderungen an der Eigenkapitalrichtlinie CRD IV und an der Kapitaladäquanzverordnung CRR.[253] Diese Änderungsrechtsakte werden als CRD V[254] und CRR II[255] bezeichnet und legen die verbindlichen regulatorischen Vorgaben für Risikomanagement und Eigenkapitalausstattung in Europa fest.[256] Die CRD V-Richtlinie ist für die EU-Mitgliedsstaaten spätestens bis zum 28.12.2020 in nationales Recht umzusetzen. Die CRR wird durch zahlreiche Änderungsverordnungen laufend aktualisiert, seit der Umsetzung ist die Bezeichnung als CRR II geläufig. Die CRR II stellt als EU-Verordnung gemäß Art. 288 AEUV unmittelbar anwendbares Recht dar,[257] allerdings ist für einige der in der CRR II enthaltenen Bestimmungen die erstmalige Anwendung zu einem noch in der Zukunft liegenden Zeitpunkt bestimmt. Weil es sich insoweit um bereits verabschiedete Rechtsnormen mit lediglich zeitlichem Anwendungsaufschub handelt, werden diese im Rahmen der vorliegenden Untersuchung unter *de lege lata* behandelt.

---

[252] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.182; Vgl. *Conrad/Huppertz*, in: Auer-Reinsdorff/Conrad, HdB-IT-/DatenschutzR, § 33 Rn. 291; *Krimphove*, in: BKR 2018, S. 2.

[253] *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57 (60); *Wojcik*, in: ZBB 2019, S. 272 (273); *Philipp*, in: EuZW 2019, S. 435; *Wojcik*, in: ZBB 2018, S. 250 (251); *Deutsche Bundesbank*, Das europäische Bankenpaket – Die Überarbeitung der EU- Bankenregulierung2019, URL: https://www.bundesbank.de/resource/blob/799102/5d6274b2b4d2a561a54f9611cbaaed48/mL/2019-06-bankenpaket-data.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[254] Richtlinie (EU) 2019/878 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Richtlinie 2013/36/EU im Hinblick auf von der Anwendung ausgenommene Unternehmen, Finanzholdinggesellschaften, gemischte Finanzholdinggesellschaften, Vergütung, Aufsichtsmaßnahmen und -befugnisse und Kapitalerhaltungsmaßnahmen.

[255] Verordnung (EU) 2019/876 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 in Bezug auf die Verschuldungsquote, die strukturelle Liquiditätsquote, Anforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten, das Gegenparteiausfallrisiko, das Marktrisiko, Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien, Risikopositionen gegenüber Organismen für gemeinsame Anlagen, Großkredite, Melde- und Offenlegungspflichten und der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

[256] *Weber/Backé*, in: WPg 2017, S. 715 ff.

[257] *Wojcik*, in: ZBB 2019, S. 272 (273).

Kernelemente der Umsetzung von Basel III final in Europa durch die CRD V/CRR II sind die weitere Verschärfung der Anforderungen an die Kreditvergabe, an die Risikoberechnung und damit verbunden an die Eigenkapitalunterlegung. Erreicht wird dies durch restriktivere Definitionen der Kapitalkomponenten, eine Ausweitung der Abzugsposten und die Einführung einer höheren Kernkapitalquote.[258] Eingeführt wurden zudem neue Anforderungen an die Höhe der erforderlichen Eigenmittel (quantitative Eigenmittelanforderungen bzw. Eigenmittelquoten) und an die Qualität der Eigenmittel (qualitative Eigenmittelanforderungen; Unterscheidung zwischen hartem Kernkapital; additivem Kernkapital sowie Ergänzungskapital).[259] Kernaussage von CRD V und CRR II ist, dass Kreditinstitute über angemessene Eigenmittel verfügen müssen, um die von ihnen eingegangenen Risiken durch eine angemessene Eigenmittelunterlegung abzufedern.[260]

Zu den im Rahmen von CRD V / CRR II regulierten Risiken gehören auch notleidende Kredite, sodass im Folgenden CRD V und CRR II auf Definitionsansätze für notleidende Kredite hin untersucht werden.

2. Problemkredite, Art. 79 CRD V

Wie zuvor beschrieben, handelt es sich bei der CRD V um eine Änderungsrichtlinie, welche die CRD IV-Richtlinie modifiziert. Vorschriften, welche durch die CRD V nicht modifiziert wurden – wie etwa Art. 79 – sind daher noch in der Fassung der CRD IV. Sie werden aber trotzdem als CRD V zitiert, weil sie in ihrer unveränderten Form einen Bestandteil des neuen Regelwerks bilden.

Die CRD V befasst sich in *Art. 79: Kreditrisiko und Gegenparteiausfall* mit Kreditrisiken. Systematisch gehört Art. 79 CRD V zu *Titel VII – Beaufsichtigung* und innerhalb dieses Titels zu *Kapitel 2: Überprüfungsverfahren*, zu *Abschnitt II: Regelungen, Verfahren und Mechanismen der Institute* sowie zu *Unterabschnitt 2: Technische Kriterien für die Organisation und Behandlung von Risiken*.

Art. 79 CRD V gehört somit zu den Normen, die die Aufsicht über die Einhaltung der Eigenkapitalvorschriften durch Banken zum Gegenstand haben und die Aufsichtsbehörden adressieren.

---

[258] *Neuhaus/Lotz/Struffert/Opher*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 114.

[259] *Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber*, CRR visuell, S. 9; *Neuhaus/Lotz/Struffert/Opher*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 114.

[260] *Neuhaus/Lotz/Struffert/Opher*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 115.

Art. 79 CRD V erlegt den zuständigen Behörden auf, sicherzustellen, dass sich Banken im Hinblick auf Kreditrisiken wie folgt verhalten:

Art. 79 lit. a CRD V	**Art. 79 lit. b CRD V**	**Art. 79 lit. c CRD V**
Klare Regelung des Verfahrens für die Genehmigung, Änderung, Verlängerung und Refinanzierung von Krediten.	Vorhalten interner Methoden, anhand derer die Institute das Kreditrisiko sowohl für einzelne Schuldner, Wertpapiere oder Verbriefungspositionen als auch für das gesamte Portfolio bewerten können.	Durchführung der laufenden Verwaltung und Überwachung der verschiedenen kreditrisikobehafteten Portfolios und Positionen von Instituten – auch zwecks Erkennung und Verwaltung **von *Problemkrediten*** sowie Vornahme adäquater Wertberichtigungen und Rückstellungen – über wirksame Systeme.

Möglicher Anknüpfungspunkt für eine Definition des notleidenden Kredites ist Art. 79 lit. c CRD V, welcher die Erkennung und Verwaltung von Problemkrediten erwähnt. Der Begriff „Problemkredit" (engl. *problem credit*) wird in Art. 79 CRD V allerdings nicht definiert und findet auch an anderer Stelle der Richtlinie – etwa in den Erwägungsgründen – keine Erwähnung. Es handelt sich daher nur um ein weiteres Synonym für notleidende Kredite ohne eigenständigen Erkenntniswert.

3. Notleidende Risikopositionen, Art. 47a Abs. 3 CRR II

Wie bereits gezeigt, handelt es sich bei der CRR II um eine Gesamtheit an Änderungsverordnungen, welche seit dem EU-Bankenpaket 2019 die ursprüngliche CRR-Verordnung modifizieren. Vorschriften, welche durch die CRR II nicht modifiziert wurden – wie etwa Art. 127 – sind daher noch in der Fassung der ursprünglichen CRR. Sie werden aber trotzdem als CRR II zitiert, weil sie in ihrer unveränderten Form einen Bestandteil des neuen Regelwerks bilden.

Neu im April 2019 in die CRR II hinzugekommen ist indes Art. 47a CRR II welcher eine Definition der „notleidenden Risikoposition" enthält.

a) Systematik und Zweck der Bestimmung

Systematisch definiert Art. 47a CRR II einen Rechnungsposten, welcher gemäß Art. 36 CRR II bei der Berechnung des harten Kernkapitals im Sinne der Art. 26–50 CRR II abgezogen wird. Zweck der Abzugsposten vom harten Kernkapital besteht darin, dass nur solche Bilanzaktiva bei der Ermittlung der Eigenmittel berücksichtigt werden sollen, die in Krisensituationen veräußerbar und ausreichend werthaltig erscheinen.[261]

Konkret sieht Art. 36 Abs. 1 lit. m) CRR II vor, dass solche notleidenden Risikopositionen vom harten Kernkapital abzuziehen sind, die nicht in ausreichendem Maße durch Rückstellungen gedeckt sind. Auf diese Weise sollen Banken dazu angehalten werden, ausreichende Rückstellungen zu bilden.[262]

b) Inhalt der Bestimmung

Art. 47a CRR II definiert in Abs. 1 den Begriff der Risikoposition und in Abs. 3 den Begriff des Notleidens. Gemäß Art. 47a Abs. 1 lit. a) CRR II gehören zu den Risikopositionen im Sinne der Vorschrift Schuldtitel, insbesondere auch Darlehen und Kredite. Notleidende Kredite werden dem Wortlaut nach mithin von Art. 47a CRR erfasst.

Art. 47a Abs. 3 CRR II definiert fünf Fallgruppen für das Notleiden, von denen hier die Fallgruppen in Art. 47a Abs. 3 lit. a) und b) CRR II vom Interesse sind:

Gemäß Art. 47a Abs. 3 lit. a) gilt eine Risikoposition als notleidend, wenn bei dieser ein Ausfall gemäß Art. 178 CRR II als eingetreten gilt. Somit wird auf die Ausfalldefinition in Art. 178 CRR II verwiesen, auf welche im weiteren Verlauf eingegangen wird.

Gemäß Art. 47a Abs. 3 lit. b) CRR II wird eine Risikoposition ferner als notleidend eingestuft, wenn sie nach dem geltenden Rechnungslegungsrahmen als wertgemindert angesehen wird. Um im Anwendungsbereich des *Single Rulebook* die bilanzielle Bewertung von Risikopositionen europaweit zu harmonisieren, macht das *Single Rulebook* auch Vorgaben zu anwendbaren Rechnungslegungsrahmen. Relevant ist hier insbesondere der Standard IFRS-9, welcher eine Definition des Begriffs wertgemindert enthält. Auch auf IFRS-9 wird im weiteren Verlauf der Untersuchung eingegangen.

[261] *Cech*, in: Cech/Helmreich, Meldewesen für Finanzinstitute, S. 77.

[262] Vgl. ÄVO (EU) 2019/630 Erwägungsgrund (5).

4. Vorschriften des Kreditrisikostandardansatzes, Art. 112 CRR II

a) Systematik und Zweck der Bestimmungen

Die für die Ermittlung des Gesamtrisikobetrages – und damit der Mindesteigenmittelanforderungen – zu berücksichtigenden Risiken werden nach den Vorgaben der Art. 107–386 CRR II errechnet.[263]

Das Risiko einer Kreditposition können die Institute gemäß Art. 107 Abs. 1 CRR II mittels zweier verschiedener Methoden ermitteln: Nach einem Kreditrisikostandardansatz (KSA) oder nach einem auf (bank-)internen Ratings basierenden Ansatz (IRBA) – letzterer nur soweit die zuständigen Behörden die Anwendung eines solchen Ansatzes genehmigt haben.[264]

Der Kreditrisikostandardansatz basiert auf dem Prinzip der risikogewichteten Unterlegung von Forderungen durch Eigenkapital, wobei externe Ratings die Grundlage für die Risikogewichtung bilden.[265] Im Rahmen des Kreditrisikostandardansatzes werden in Art. 112 CRR II Risikopositionsklassen definiert, welchen in den Art. 114–134 CRR II je ein spezifisches Risikogewicht zugewiesen wird.

Den auf internen Ratings basierenden Ansatz entwickeln Banken selbst, müssen jedoch die hierfür geltenden Mindestvoraussetzungen der Art. 142 ff. CRR II einhalten.

Die Art. 112, 127 und 128 CRR II gehören zu den Vorschriften zum Kreditrisikostandardansatz (Teil 3 Titel II Kapitel 2; Art. 111–141 CRR II).

b) Ausgefallene Positionen, Art. 112 lit j i.V.m. Art. 127 CRR II

Von Interesse für die Definition von notleidenden Krediten ist zunächst die Risikopositionsklasse „Ausgefallene Positionen" (*Exposures in default*) i.S.v. Art. 112 lit. j) i.V.m. Art. 127 CRR II. In Bezug auf die Definition des Schuldnerausfalles (*Default of an obligor*) verweist Art. 127 Abs. 1 CRR II auf die Ausfalldefinition in Art. 178 CRR II[266], sodass auf die sogleich folgenden Ausführungen zu dieser Bestimmung verwiesen

---

[263] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.224.

[264] *Affeld*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 107 CRR, Rn. 2; *Neuhaus/Lotz/Struffert/Opher*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 116.

[265] *Neuhaus/Lotz/Struffert/Opher*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 116.

[266] *Affeld*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 112 CRR, Rn. 15; *Dürselen*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 127 CRR, Rn. 1, 18; *Luz*, in: Luz/Neus u.a., Kommentar KWG|CRR, Art. 114-134 CRR, Rn. 65; *Weber/Grauer/Schmid*, in: WPg 2019, S. 463 (465).

werden kann. Bei Verwendung des Kreditrisikostandardansatzes ist die Ausfalldefinition des Art. 178 CRR II Anknüpfungspunkt für die Zuordnung einer Forderung als „ausgefallene Position“ und die sich daraus ergebende Risikogewichtung.[267]

c) Mit besonders hohem Risiko verbundene Positionen, Art. 112 lit. k) i.V.m. Art. 128 Abs. 3 CRR II.

Weiter von Interesse für die Definition von notleidenden Krediten ist die Risikopositionsklasse „Mit besonders hohem Risiko verbundene Positionen“ (*Items associated with particular high risk*) i.S.v. Art. 112 lit. k) i.V.m. Art. 128 CRR II.

Art. 128 Abs. 2 CRR II zählt zunächst bestimmte Positionen auf, welche stets als mit besonders hohem Risiko verbundene Positionen gelten und zwingend dieser Risikopositionsklasse zuzuweisen sind.[268] Art. 128 Abs. 3 CRR II erteilt den Instituten darüber hinaus den Auftrag, eigenständig zu beurteilen, ob eine Position, die nicht in Art. 128 Abs. 2 CRR II genannt ist, mit besonders hohen Risiken verbunden ist.[269] Hierfür müssen die Banken den folgenden Risikomerkmalen Rechnung tragen:

Art. 128 Abs. 3 lit. a) CRR II	**Art. 128 Abs. 3 lit. b) CRR II**
Es besteht ein hohes Verlustrisiko infolge eines *Ausfalls des Schuldners*	Es kann nicht eindeutig ermittelt werden, ob die Position unter Buchstabe a fällt

Der Begriff des Ausfalls bei Art. 128 Abs. 3 lit. a CRR II wird nicht definiert. Art. 128 Abs. 3 lit. b) CRR II enthält eine Zweifelsregelung, wonach eine Position der Risikopositionsklasse selbst dann schon zuzuweisen ist, wenn nicht auszuschließen ist, dass die Position ein hohes Verlustrisiko trägt.[270]

Anders als bei Art. 127 CRR II – welcher auf die Ausfalldefinition in Art. 178 CRR II verweist – kann nicht ohne Weiteres davon ausgegangen werden, dass der Schuldnerausfall bei Art. 128 CRR II dieselbe Bedeutung hat wie in Art. 127 bzw. Art. 178 CRR II.

Begriffsverständnisse beim Kreditrisikostandardansatz können von jenen der auf internen Ratings basierenden Ansätze abweichen. Art. 128 (3) CRR II a.E. ermächtigt die Europäische Bankenaufsicht EBA, im Rahmen von Leitlinien zu klären, welche Arten von Positionen unter welchen Umständen mit besonders hohem Risiko verbunden sind.[271]

---

[267] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (200).

[268] *Luz*, in: Luz/Neus u.a., Kommentar KWG|CRR, Art. 114-134 CRR, Art. 114-134 CRR Rn. 73.

[269] *Luz*, in: Luz/Neus u.a., Kommentar KWG|CRR, Art. 114-134 CRR, Art. 114–134 CRR Rn. 72.

[270] *Luz*, in: Luz/Neus u.a., Kommentar KWG|CRR, Art. 114-134 CRR, Art. 114–134 CRR Rn. 72.

[271] *Dürselen*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 128 CRR, Rn. 10.

aa) Leitlinien der EBA zur Festlegung von mit hohem Risiko verbundenen Risikopositionsarten im Sinne des Art. 128 CRR II

Art. 128 Abs. 3 CRR II a.E. enthält eine Ermächtigung an die EBA, im Rahmen von Leitlinien zu klären, welche Arten von Positionen unter welchen Umständen mit besonders hohem Risiko verbunden sind.[272]

Leitlinien und Empfehlungen (*guidelines and recommendations*) im Sinne der Art. 8 Abs. 2 lit. c), Art. 16 VO (EU) Nr. 1093/2010 dienen wie alle delegierten Rechtsakte gem. Art. 290 AEUV der Ergänzung oder Änderung bestehender Normen.

Leitlinien und Empfehlungen der EBA legen fest, was nach Ansicht der EBA angemessene Aufsichtspraktiken innerhalb des Europäischen Finanzaufsichtssystems sind oder wie das Unionsrecht in einem bestimmten Bereich anzuwenden ist. Sie sind rechtlich nicht verbindlich, sollen den nationalen Aufsichtsbehörden aber als Interpretationshilfe dienen. Hierdurch sollen effiziente und wirksame Aufsichtspraktiken geschaffen und sichergestellt werden, dass das Unionsrecht durch die nationalen Aufsichtsbehörden einheitlich angewandt wird.[273]

Die EBA hat von dieser Ermächtigung auf Grundlage des Art. 128 Abs. 3 Satz 2 CRR II i.V.m. Art. 8 Abs. 2 lit. c), Art. 16 VO(EU) 1093/2010 Gebrauch gemacht und die Leitlinien EBA/GL/2019/01veröffentlicht. Diese gelten seit dem 01.07.2019.

Die Leitlinien legen fest, welche nicht in Artikel 128 Abs. 2 CRR II genannten Risikopositionsarten unter welchen Umständen mit besonders hohem Risiko verbunden sind. Für diese sonstigen, mit hohem Risiko verbundenen Positionen bestimmt Art. 128 Abs. 3 Satz 1 CRR II nur, dass die Institute unter Berücksichtigung eines hohen Verlustrisikos infolge eines Ausfalls des Schuldners selbst beurteilen müssen, ob ein besonders hohes Risiko gegeben ist.[274]

Hier knüpft Abschnitt 4.2 EBA/GL/2019/01 an und trifft konkretere Festlegungen. So können sämtliche Risikopositionsklassen des Art. 112 CRR II ein besonders hohes Risiko tragen, insbesondere aber Risikopositionen gegenüber Unternehmen, Beteiligungsrisikopositionen und sonstige Posten.[275]

---

[272] *Dürselen*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 128 CRR, Rn. 10.

[273] *Burgard/Heimann*, in: Dauses/Ludwigs, HdB EU-WirtschaftsR, E. IV. Bankrecht Rn. 37 ff.

[274] Siehe zuvor unter § 4 C. II. 4. c).

[275] Ziffer 4.2 Abs. 3 EBA/GL/2019/01.

Unter diesen Risikopositionen sollten Institute mindestens diejenigen als mit besonders hohem Risiko behaftet sehen, die einen Umfang und eine Bandbreite von Risikotreibern aufweisen, die bei anderen Schuldnern oder Transaktionen derselben Risikopositionsklasse „nicht üblich“ sind.[276] Für solche Risikopositionen mit Risikotreibern von unüblichem Umfang oder unüblicher Bandbreite werden in Ziffer 4.2 Abs. 5 und 6 EBA/GL/2019/01 wiederum Fallbeispiele gebildet.

Hierzu gehören Finanzierungen von spekulativen Investitionen mit besonders hohem Verlustrisiko und nicht ausreichend anderen Einkünften, Spezialfinanzierungen ohne verfügbare externe Ratings und besonders hohen Verlustrisiken und Aktienanteile an Unternehmen, sofern auf Schuldtitel desselben Emittenten ein Risikogewicht von 150 % anzuwenden wäre – insbesondere aufgrund eines Ausfalls des Emittenten gemäß Art. 178 CRR II.[277]

Nach Abs. 3 der Leitlinien in Verbindung mit Art. 16 Abs. 3 Satz 2 VO (EU) 1093/2010 müssen die zuständigen nationalen Behörden mitteilen, ob sie die Leitlinien in ihre Verwaltungspraxis übernehmen wollen. Per Rundschreiben vom 08.11.2019 hat die BaFin mitgeteilt, dass sie den Leitlinien der EBA nachkommen wird.[278]

bb) Zwischenergebnis

In Bezug auf eine Definition des notleidenden Kredites hält sich der Erkenntnisgewinn aus den EBA/GL/2019/01 zu Art. 128 Abs. 3 CRR II in Grenzen: Ziffer 4.2 Abs. 6 lit. b) (ii) stellt zwar für Aktienbeteiligungen von Banken einen indirekten Bezug zur Ausfalldefinition des Art. 178 CRR II her. Dennoch bleibt der durch die Leitlinien ergänzte Kriterienkatalog ausgesprochen vage.

Geeigneterer Anknüpfungspunkt für eine bankrechtliche Definition des notleidenden Kredites ist daher die Ausfalldefinition des Art. 178 CRR II, zu dem auch zahlreiche

---

[276] Ziffer 4.2 Abs. 4 EBA/GL/2019/01.

[277] *GAR Wirtschaftsprüfungsgesellschaft*, BaFin veröffentlicht Rundschreiben zu bestimmten Risikopositionsarten2019, URL: https://www.gar-wpg.com/news/pdf?news_id=137, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[278] *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Rundschreiben 13/2019 (BA) - Festlegung von mit hohem Risiko verbundenen Risikopositionsarten2019, URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2019/rs_13-2019_Risikopositionsarten_BA.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Ebner Stolz*, BaFin übernimmt zwei EBA-Leitlinien zu Eigenkapitalanforderungen für das Kreditrisiko2019, URL: https://www.ebnerstolz.de/de/bafin-uebernimmt-eba-leitlinien-eigenkapitalanforderungen-kreditrisiko-295567.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

konkretisierende Rechtsakte herausgegeben wurden. Diese werden im Folgenden näher betrachtet.

5. Schuldnerausfall, Art. 178 CRR II

a) Systematik und Zweck der Bestimmung

Art. 178 CRR II gehört zu den Vorschriften über die Voraussetzungen für die Genehmigung eines auf internen Ratings basierenden Ansatzes (Teil 3 Titel II Kapitel 3; Art. 142–191 CRR II).

Art. 178 CRR II spezifiziert die für die Risikoquantifizierung anzuwendende Ausfalldefinition.[279] Die Ausfalldefinition ist in diesem Kontext entscheidend für die Schätzung der Risikoparameter sowie die Berechnung der zu erwartenden Verluste einer Bank und damit der spezifischen Risikogewichtung für die jeweilige Kreditposition.[280]

b) Inhalt der Bestimmung

In Art. 178 CRR II werden zwei wesentliche Kriterien benannt, die jedes für sich genommen zur Annahme eines Schuldnerausfalls führt.[281] Demnach ist der Ausfall eines Schuldners gegeben, wenn einer oder beide der folgenden Fälle eingetreten sind:[282]

[279] *Luz/Neus/Schaber/Schneider/Wagner/Weber*, CRR visuell, S. 57, 64; *Daun*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 178 CRR, Rn. 1.

[280] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (200).

[281] *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15).

[282] Zur Vereinfachung der Lesbarkeit wurde der Verordnungswortlaut redaktionell angepasst.

Art. 178 Abs. 1 lit. a) CRR II	Art. 178 Abs. 1 lit. b) CRR II
Das kreditgebende Institut sieht es als unwahrscheinlich an, dass der Schuldner seine Verbindlichkeiten gegenüber dem Institut, seinem Mutterunternehmen oder einem seiner Tochterunternehmen in voller Höhe begleichen wird, ohne dass das Institut auf Maßnahmen wie die Verwertung von Sicherheiten zurückgreift.	Eine wesentliche Verbindlichkeit des Schuldners gegenüber dem kreditgebenden Institut, seinem Mutterunternehmen oder einem seiner Tochterunternehmen ist mehr als 90 Tagen überfällig [...].[283]
Bei Risikopositionen aus dem Mengengeschäft[284] dürfen die Institute so verfahren, dass sie die Ausfalldefinition gemäß UA 1 Buchstaben a und b auf einzelne Kreditfazilitäten anwenden und nicht auf die gesamten Verbindlichkeiten eines Kreditnehmers.	

Für die beiden Kriterien, welche jeweils zur risikobezogenen Annahme eines Schuldnerausfalles führen, haben sich die Bezeichnungen *Unlikely-to-pay*-Kriterium für Art. 178 Abs. 1 lit. a) CRR II und *90 days past-due*-Kriterium für Art. 178 Abs. 1 lit. b) CRR II eingebürgert.[285]

In Bezug auf das *Unlikely-to-pay*-Kriterium hat die Bank das Risiko der Uneinbringlichkeit einer Kreditposition regelmäßig zu bewerten. Als Hilfestellung hierfür ist in Art. 178 Abs. 3 CRR II ein umfangreicher, aber nicht abschließender Katalog möglicher Hinweise auf eine Unwahrscheinlichkeit des Begleichens der Verbindlichkeiten aufgeführt.[286] *„Dies ist der Verzicht des Instituts auf die laufende Belastung von Zinsen, das Erfassen einer erheblichen Kreditrisikoanpassung (größer als ein Prozent), die Veräußerung der Kreditverbindlichkeit mit einem bonitätsbedingten Verlust (mehr als fünf Prozent Abschlag), die Zustimmung zu einer krisenbedingten Restrukturierung, ein Insolvenzantrag der Bank über das Vermögen des Schuldners sowie ein eigener Insolvenzantrag des*

[283] Die Ausnahmeregel, wonach anstelle von 90 Tagen 180 Tage maßgeblich sein sollen, wird in Deutschland nicht angewendet. Ferner empfiehlt die EBA in ihrer Opinion EBA/Op/2017/17 vom 22.12.2017, die 180-Tage-Ausnahme zukünftig nicht mehr zu gestatten bzw. aus dem Gesetz zu streichen.

[284] Zum Begriff des Mengengeschäfts vgl. Art. 123 CRR sowie *Affeld*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 123 CRR, Rn. 1 ff.

[285] *Daun*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 178 CRR, Rn. 22; *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15); *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1012); *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (198 f.); *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 14.

[286] Vgl. *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15).

Schuldners oder die Anordnung eines vorläufigen Insolvenzverfahrens auf Fremdantrag."[287] Die insgesamt recht offene Formulierung der Tatbestände soll es Kreditinstituten erleichtern, die in der internen Risikosteuerung bereits verwendeten Ausfallsignale weiterhin auch für die Risikoquantifizierung im Vorfeld der Eigenkapitalunterlegung zu nutzen.[288]

Das *90 days past-due*-Kriterium wird in Art. 178 Abs. 2 CRR II konkretisiert. Die Überfälligkeit im Sinne des Art. 178 Abs. 1 lit. b) CRR II muss an 90 aufeinanderfolgenden Tagen vorliegen.[289] Um einen Ausfall im Sinne des *90 days past-due*-Kriteriums festzustellen, muss man also die Tage der Überfälligkeit zählen, wofür man wiederum wissen muss, an welchem Tag man mit dem Zählen beginnt. So werden in Art. 178 Abs. 2 lit. a)–c), e) CRR II der Beginn der Überfälligkeit – und damit die Zählung der Verzugstage – näher konkretisiert.[290] *„Nach Art. 178 Abs. 2 lit. a CRR II beginnt bei Überziehungen die Überfälligkeit mit dem Tag, an dem der Kreditnehmer ein mitgeteiltes Limit überschritten hat, ihm ein geringeres Limit als die aktuelle Inanspruchnahme mitgeteilt wurde oder er einen nicht genehmigten Kredit in Anspruch genommen hat und der zugrundeliegende Betrag erheblich ist."*[291]

Für die Bestimmung der Erheblichkeit[292] einer überfälligen Verbindlichkeit (*material credit obligation*) wird in Art. 178 Abs. (2) lit. d) CRR II ein Vergleich mit einem Schwellenwert angeordnet, den die „zuständigen Behörden" festlegen sollen. Diese Erheblichkeitsschwelle soll die als vertretbar angesehene Risikohöhe widerspiegeln. Die CRR II lässt an dieser Stelle somit an zwei Stellen Umsetzungsspielraum: Zum einen in Bezug auf die Festlegung einer zuständigen Behörde, zum anderen bei der Festlegung der Erheblichkeitsschwelle durch diese Behörde. Hierdurch sollen den unterschiedlichen wirtschaftlichen Voraussetzungen und Gegebenheiten in den Mitgliedsstaaten Rechnung getragen werden.

Im Ergebnis liefert die Ausfalldefinition des Art. 178 CRR II mit den Kriterien *Unlikely to pay* und *90 days past-due* erste konkrete Anhaltspunkte für eine Definition des

---

[287] *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15); *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1014).

[288] So *Daun*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 178 CRR, Rn. 22.

[289] *Weber/Grauer/Schmid*, in: WPg 2019, S. 463 (464).

[290] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1014).

[291] *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15).

[292] Der Begriff der „Wesentlichkeit" in Art. 178 Abs. 1 lit. b) CRR II ist gleichbedeutend mit dem der „Erheblichkeit" in Art. 178 Abs. 2 lit. d) CRR II. Dies ergibt sich aus der englischen Sprachfassung, in der an beiden Stellen das Wort „materiality" verwendet wird.

notleidenden Kredites, wenngleich die beiden Kriterien selbst wiederum an zahlreiche, komplex zu prüfende und teils unbestimmte Voraussetzungen geknüpft sind.

Zur weiteren Konkretisierung hat die EBA zu Art. 178 CRR II Technische Regulierungsstandards sowie Leitlinien veröffentlicht, welche im Folgenden untersucht werden.

aa) Technischer Regulierungsstandard zum Schuldnerausfall gemäß Art. 178 CRR bezüglich der Erheblichkeitsschwelle für überfällige Verbindlichkeiten

Das *90 days past-due*-Kriterium der Ausfalldefinition des Art. 178 CRR II nimmt einen Kreditausfall dann an, wenn wesentliche Verbindlichkeiten für mehr als 90 Tage überfällig sind. Um zu ermitteln, wann diese 90 Tage abgelaufen sind, muss man zwei Dinge wissen: zum einen, ab welchem Tag eine Verbindlichkeit überfällig ist und zum anderen, ab welcher Schwelle eine Verbindlichkeit wesentlich bzw. erheblich ist (*material obligation*). Nur wenn diese Informationen zur Verfügung stehen, kann man den ersten zu zählenden Tag ermitteln.

Der Technische Regulierungsstandard bezüglich der Erheblichkeitsschwelle für überfällige Verbindlichkeiten konkretisiert diese Erheblichkeitsschwelle für das *90 days past-due*-Kriterium des Art. 178 Abs. 1 lit. b) CRR II. Die Befugnis der EBA, technische Regulierungsstandards (*regulatory technical standards – RTS*) zu entwerfen, beruht auf Art. 110 Abs. 4, Art. 178 Abs. 6 CRR II i.V.m. Art. 8 Abs. 2 lit. a) i.V.m. Art. 10 VO(EU) Nr. 1093/2010. Diese Technischen Regulierungsstandards dienen – wie alle delegierten Rechtsakte gemäß Art. 290 AEUV – der Ergänzung oder Änderung bestehender Normen. Sie dürfen nur technische Fragen regeln; strategische oder politische Entscheidungen sind nicht mittels delegierter Rechtsakte umsetzbar. Die EBA-Entwürfe von Technischen Regulierungsstandards erlangen nicht unmittelbar Gesetzeskraft, sie müssen von der EU-Kommission gebilligt und verabschiedet werden.[293]

Die konkrete Ermächtigung der EBA zur Festlegung von Kriterien für die Festsetzung der Erheblichkeitsschwelle ergibt sich aus Art. 178 Abs. 6 CRR II. Die finale Entwurfsfassung

[293] Ausführlich dazu *Burgard/Heimann*, in: Dauses/Ludwigs, HdB EU-WirtschaftsR, E. IV. Bankrecht Rn. 31 ff.

der EBA[294] erwuchs – in leicht abgeänderter Form – durch die Delegierte Verordnung (EU) 2018/171 in Gesetzeskraft.[295]

Normenadressat der DelVO (EU) 2018/171 ist die zuständige Behörde. Diese sind die jeweiligen Bankaufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten sowie – für systemrelevante Institute unter dem *Single Supervisory Mechanism* – die EZB.

Die Kriterien für die Festsetzung der Erheblichkeitsschwelle setzen sich aus einer absoluten und einer relativen Obergrenze zusammen, Art. 1 (2) UA 1 DelVO (EU) 2018/171. Die konkrete Festlegung eines Wertes innerhalb dieser Obergrenzen obliegt den zuständigen Behörden, also den nationalen Aufsichtsbehörden bzw. für SSM-Institute der EZB.

Die absolute Obergrenze wird als Höchstbetrag für die Summe aller überfälligen Verbindlichkeiten eines Schuldners gegenüber dem Institut, seinem Mutterunternehmen oder einem seiner Tochterunternehmen ausgedrückt.[296] Beim Mengengeschäft im Sinne des Art. 123 CRR II darf der Höchstbetrag nicht über 100 € hinausgehen, bei sonstigen Risikopositionen nicht über 500 €.[297]

Die relative Obergrenze wird als Prozentsatz ausgedrückt, der das Verhältnis der überfälligen Kreditpositionen zur Gesamtsumme aller Kreditverpflichtungen des Kreditnehmers ausdrückt, mit Ausnahme von Beteiligungsrisikopositionen.[298] Dieser Prozentsatz muss zwischen 0 % und 2,5 % liegen und soll in der Regel 1 % betragen.[299]

Eine überfällige Verbindlichkeit ist gemäß Art. 178 Abs. 1 lit. b CRR II i.V.m. Art. 1 Abs. 5, Art. 2 Abs. 4 DelVO(EU) 2018/171 dann als erheblich anzusehen, wenn die von der zuständigen Behörde festzulegenden absoluten und relativen Obergrenzen kumulativ überschritten werden.

Diese Konkretisierungen des *90 days past-due*-Kriteriums liefert die ersten quantitativ messbaren Anhaltspunkte für eine Definition des notleidenden Kredites und stellt daher einen wichtigen Zwischenschritt dar. Im weiteren Verlauf wird zu untersuchen sein, wie

---

[294] FINAL DRAFT RTS ON THE MATERIALITY THRESHOLD FOR CREDIT OBLIGATIONS PAST DUE – EBA/RTS/2016/06.

[295] DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2018/171 DER KOMMISSION vom 19. Oktober 2017 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards bezüglich der Erheblichkeitsschwelle für überfällige Verbindlichkeiten.

[296] Art. 1 (2) UA. 2 DelVO (EU) 2018/171.

[297] Art. 2 (2) i.V.m. Art. 1 (2) UA. 2 DelVO (EU) 2018/171.

[298] Vgl. *Gehrer/Krakuhn/Weichert*, in: IRZ 2019, S. 299 (301).

[299] Art. 1 (2) UA. 3 DelVO (EU) 2018/171.

die zuständigen Behörden – also die nationalen Aufsichtsbehörden und für SSM-Institute die EZB – die Obergrenzen konkret festgelegt haben.

bb) EZB-Verordnung zur Ermessensausübung bei der Festlegung der Erheblichkeitsschwelle für SSM-Institute

Der zuvor untersuchte Technische Regulierungsstandard bezüglich der Erheblichkeitsschwelle für überfällige Verbindlichkeiten beim *90 days past-due*-Kriterium des Art. 178 CRR II legt den zuständigen Behörden auf, konkrete Erheblichkeitsschwellen festzulegen. Diese zuständigen Behörden sind zum einen die national zuständigen Aufsichtsbehörden. Für systemrelevante Institute, die im Rahmen des *Single Supervisory Mechanism* von der EZB beaufsichtigt werden, ist die zuständige Behörde im Sinne des Technischen Regulierungsstandards die EZB.[300]

Die EZB hat im November 2018 eine Verordnung im Sinne des Art. 132 AEUV erlassen, welche die Nutzung des Ermessensspielraums bei der Festsetzung der Erheblichkeitsschwelle regelt.[301] Der absolute Grenzwert – also die Summe der überfälligen Kreditverpflichtungen des Kreditnehmers und mit ihm verbundener Unternehmen – wird auf 100 € für Positionen aus dem Mengengeschäft im Sinne des Art. 123 CRR II festgesetzt, und auf 500 € für sonstige Positionen, Art. 3 Abs. 1 lit. a) VO (EU) 2018/1845. Der relative Grenzwert für rückständige Forderungen beträgt 1 % vom Gesamtbetrag der Forderungen des Kreditnehmers und mit ihm verbundener Unternehmen. Die EZB setzt somit für die systemrelevanten Institute, die im Rahmen des SSM beaufsichtigt werden, den Technischen Regulierungsstandard der EBA ohne Abstriche oder Änderungen um.

cc) Leitlinien der EBA zur Anwendung der Ausfalldefinition

Neben dem Technischen Regulierungsstandard zur Erheblichkeitsschwelle, welcher sich ausschließlich auf das *90 days past-due*-Kriterium bezieht, enthält Art. 178 CRR II in Abs. 7 auch eine Ermächtigung für die EBA, Leitlinien für die Anwendung des Art. 178 CRR II herauszugeben.

---

[300] Vgl. Erwägungsgrund 3 und 6 sowie Art. 1 VO (EU) 2018/1845.

[301] Verordnung (EU) 2018/1845 der Europäischen Zentralbank vom 21. November 2018 zur Nutzung des gemäß Artikel 178 Absatz 2 Buchstabe d der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 eröffneten Ermessensspielraums bei der Schwelle für die Beurteilung der Erheblichkeit überfälliger Verbindlichkeiten.

Leitlinien und Empfehlungen (*guidelines and recommendations*) im Sinne der Art. 8 Abs. 2 lit. c), Art. 16 VO (EU) Nr. 1093/2010) dienen wie alle delegierten Rechtsakte gem. Art. 290 AEUV der Ergänzung oder Änderung bestehender Normen.

Leitlinien und Empfehlungen der EBA legen fest, was nach Ansicht der EBA angemessene Aufsichtspraktiken innerhalb des Europäischen Finanzaufsichtssystems sind oder wie das Unionsrecht in einem bestimmten Bereich anzuwenden ist. Sie sind rechtlich nicht verbindlich, sollen den nationalen Aufsichtsbehörden aber als Interpretationshilfe dienen. Hierdurch sollen effiziente und wirksame Aufsichtspraktiken geschaffen und sichergestellt werden, dass das Unionsrecht durch die nationalen Aufsichtsbehörden einheitlich angewandt wird.[302]

Die EBA hat von dieser Ermächtigung auf Grundlage des Art. 178 Abs. 7 CRR II i.V.m. Art. 8 Abs. 2 lit. c), Art. 16 VO(EU) 1093/2010 Gebrauch gemacht und die Leitlinien EBA/GL/2016/07 veröffentlicht.[303] Diese gelten gemäß Ziff. 6 EBA/GL/2016/07 sowohl für den Kreditrisikostandardansatz (über Art. 127 CRR II) als auch für auf internen Ratings basierenden Ansätzen. Anzuwenden sind sie ab dem 1. Januar 2021.

Die Leitlinien EBA/GL/2016/07 konkretisieren in 114 Einzelaussagen die Inhalte der Ausfalldefinition des Art. 178 CRR II und geben zahlreiche konkrete Anwendungshinweise für beide Varianten der Ausfalldefinition: dem *90 days past-due*-Kriterium und dem *Unlikely-to-pay*-Kriterium.[304]

Für die Anwendung des *90 days past-due*-Kriteriums gemäß Art. 178 (1) lit. b) CRR II werden in Abschnitt 4 der Leitlinien unter anderem Vorschriften für die Zählung von Verzugstagen[305], für die Identifizierung von Fällen sogenannter technischer Überfälligkeit[306] (welche keine Überfälligkeit im eigentlichen Sinne darstellen), für die Behandlung von Factoring und angekauften Forderungen[307] sowie für die Festlegung der Erheblichkeitsschwelle[308] aufgestellt.

Bei den Vorschriften für die Festlegung der Erheblichkeitsschwelle in Abs. 33 und 34 wird Bezug genommen auf den zuvor vorgestellten Technischen Regulierungsstandard

---

[302] *Burgard/Heimann*, in: Dauses/Ludwigs, HdB EU-WirtschaftsR, E. IV. Bankrecht Rn. 37 ff.

[303] Leitlinien zur Anwendung der Ausfalldefinition gemäß Artikel 178 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

[304] *Gehrer/Krakuhn/Weichert*, in: IRZ 2019, S. 299 (300 f.).

[305] Abs. 16–22 EBA/GL/2016/07.

[306] Abs. 23–24 EBA/GL/2016/07.

[307] Abs. 27–32 EBA/GL/2016/07.

[308] Abs. 33–34 EBA/GL/2016/07.

EBA/RTS/2016/06 bezüglich der Erheblichkeitsschwelle für überfällige Verbindlichkeiten. So haben die national zuständigen Behörden der EBA eine Begründung abzugeben, wenn sie von der empfohlenen relativen Erheblichkeitsschwelle von 1 % abweichen.[309] Den Instituten selbst wird aufgegeben, ebenfalls die von den nationalen Behörden festgelegten Erheblichkeitsschwellen zu beachten, wobei die Institute unter bestimmten Umständen niedrigere, nicht aber höhere Schwellen bestimmen dürfen.

Das Kriterium der Unwahrscheinlichkeit des Begleichens der Verbindlichkeiten (*Unlikely-to-pay*-Kriterium) wird in Abschnitt 5 der Leitlinien konkretisiert und dient als Ergänzung des Kriterienkatalogs des Art. 178 Abs. 3 CRR II. Als Hinweise für die Unwahrscheinlichkeit des Begleichens werden unter anderem der Verzicht auf Erhebung von Zinsen[310], spezifische Kreditrisikoanpassungen[311], die Veräußerung von Verbindlichkeiten[312], eine krisenbedingte Restrukturierung[313] sowie die Insolvenz[314] des Schuldners genannt.

Ferner werden die Institute aufgefordert, in ihren internen Richtlinien und Prozessen weitere zusätzliche Hinweise auf Unwahrscheinlichkeit des Begleichens der Verbindlichkeiten festzulegen, welche interne Informationen zu Kreditengagements berücksichtigen.[315]

Abs. 59 enthält speziell hierfür einen Katalog möglicher Hinweise, zu denen Verstöße gegen den Kreditvertrag, das Wegfallen von Einnahmequellen des Schuldners, Bedenken hinsichtlich der Fähigkeit zur Generierung von Cashflow, der Gesamtverschuldungsgrad des Kreditnehmers sowie das Verlangen der Bank nach (weiteren) Sicherheiten gehört.[316] *„In Abs. 60 werden die Banken dazu angehalten, darüber hinaus auch jegliche weitere Informationen zu berücksichtigen, wie etwa solche aus externen Datenbanken oder Presseartikeln, wenn diese auf eine Krise des Sektors, in welchem der Schuldner tätig ist, ein Wegfall des aktiven Marktes oder erhebliche Verzögerungen bei Zahlungen an andere Gläubiger hinweisen."*[317]

---

[309] *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15).

[310] Abs. 35 EBA/GL/2016/07.

[311] Abs. 36–40 EBA/GL/2016/07.

[312] Abs. 41–48 EBA/GL/2016/07.

[313] Abs. 49–55 EBA/GL/2016/07.

[314] Abs. 56–57 EBA/GL/2016/07.

[315] Abs. 58–63 EBA/GL/2016/07.

[316] *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15).

[317] *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15).

Hervorzuheben innerhalb des Hinweiskatalogs ist Abs. 59 lit. h), welcher als möglichen Hinweis auf Unwahrscheinlichkeit des Begleichens *„die Meldung einer Risikoposition als notleidend in Einklang mit Anhang V der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 680/2014“* benennt. Die DVO (EU) Nr. 680/2014 ist eine Bestimmung des aufsichtlichen Meldewesens, welche im Anschluss an die Vorschriften zum Kreditrisikomanagement näher betrachtet wird.

Die Bezugnahme auf das aufsichtliche Meldewesen in den Leitlinien zu Art. 178 CRR II stellt einen wichtigen Hinweis auf die Absicht eines harmonisierten Verständnisses des notleidenden Kredits innerhalb des Bankrechts dar. Daneben hilft der sehr detaillierte Kriterienkatalog der Leitlinien, Fälle eines Schuldnerausfalls besser identifizieren zu können.

Nach Abs. 3 der Leitlinien in Verbindung mit Art. 16 Abs. 3 Satz 2 VO (EU) 1093/2010 müssen die zuständigen nationalen Behörden mitteilen, ob sie die Leitlinien in ihre Verwaltungspraxis übernehmen wollen. Per Rundschreiben vom 16.04.2019 hat die BaFin mitgeteilt, dass sie den Leitlinien der EBA mit Ausnahme der Abs. 25 und 26[318] nachkommen wird und ferner die Leitlinien der EBA in ihre Verwaltungspraxis übernehmen wird.[319]

6. Bestimmungen des aufsichtlichen Meldewesens, Art. 430 CRR II (Art. 99 CRR)

a) Systematik und Zweck der Bestimmungen

Zur effektiven Überwachung der Institute benötigen die Aufsichtsbehörden laufende Einblicke in die Geschäftstätigkeit der Kreditinstitute, um insbesondere Rückschlüsse auf die Risikoprofile der einzelnen Institute zu ziehen und sich einen Gesamtüberblick über die Risiken für den Finanzsektor zu verschaffen.[320] Jahresabschlüsse und Geschäftsberichte reichen hierfür nicht aus, vielmehr sollten zusätzlich unterjährige, harmonisierte Meldungen der europäischen Aufsicht umfassende und vergleichbare

[318] Abs. 25 und 26 betreffen Risikopositionen gegenüber Zentralstaaten, lokalen Gebietskörperschaften und öffentlichen Stellen und spielen für die vorliegende Betrachtung keine Rolle.

[319] *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Rundschreiben 03/2019 (BA) zur Anwendung der Ausfalldefinition gemäß Artikel 178 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und zur PD-Schätzung, LGD-Schätzung und Behandlung von ausgefallenen Risikopositionen2019, URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2019/rs_03-2019_anwendung_ausfalldefinition_ba.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15).

[320] *Wolfbauer*, in: ZFR 2020, S. 209 (210).

Informationen zugänglich machen und die grenzüberschreitende Aufsicht erleichtern.[321] Diese Melde- und Offenlegungspflichten gehören zu Säule III des Baseler Rahmenwerkes und untermauern die materiellen Mindestkapitalanforderungen von Säule I durch aufsichtliche Maßnahmen.[322]

Dem Konzept des *Single Rulebook* folgend – also einem europaweit einheitlichen, harmonisierten Regelwerk für die Bankenregulierung – sind auch die Vorschriften zum aufsichtlichen Meldewesen in der CRR II enthalten und somit europaweit harmonisiert. Um einerseits der Vielfalt an organisatorischen Gegebenheiten und Geschäftsmodellen von meldepflichtigen Instituten in Europa gerecht zu werden und andererseits die erforderlichen Daten in einheitlicher Form erheben zu können, sind die Anforderungen an die Meldungen in Technischen Durchführungsstandards sehr detailliert vorgegeben. Es existieren Musterformulare (sog. Melde-Templates), welche die Form, in denen die Meldungen abzugeben sind, vorschreiben. Innerhalb dieser Technischen Durchführungsstandards befinden sich ebenfalls Hinweise auf eine bankrechtliche Definition des notleidenden Kredits.

b) COREP und FINREP als harmonisierte Rahmenwerke für aufsichtliche Meldungen

Im Zuge der Europäisierung der Bankenaufsicht wurde das Meldewesen seit 2011 umfassend neugestaltet und größtenteils harmonisiert, wobei der EBA zahlreiche Regelungskompetenzen eingeräumt wurden.[323] Es existieren zwei Rahmenwerke: Für die regelmäßigen Meldungen über die Zusammensetzung der Eigenmittel und zur Berechnung der Eigenmittelanforderungen – also zu unterlegungspflichtigen Risikopositionen – mittels einheitlicher Meldebögen besteht das *Common Solvency Ratio Reporting – COREP*[324], für die Meldung von Finanzinformationen auf konsolidierter Basis das *Financial Reporting – FINREP*.[325]

Ziel von COREP und FINREP ist ein vereinfachtes, harmoniertes aufsichtliches Meldewesen unter Nutzung eines gemeinsamen, standardisierten Datenformates, sodass vor allem international tätige Kreditinstitute ihren Meldepflichten in unterschiedlichen Mitgliedsländern ohne Mehrfachbelastung bzw. unter reduziertem

---

[321] *Fischer/Boegl*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 132 Rn. 1; *Braun*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, § 25 KWG, Rn. 59.

[322] *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.28.

[323] *Fischer/Boegl*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 132 Rn. 2.

[324] *Helmreich*, in: Cech/Helmreich, Meldewesen für Finanzinstitute, S. 83.

[325] *Hanenberg*, in: WPg 2009, S. 1175; *Dürselen/Schulte-Mattler*, in: WM 2018, S. 1289 (1294).

Verwaltungsaufwand nachkommen können. Ferner wird europaweit die Vergleichbarkeit der gemeldeten Daten erhöht.[326]

Rechtsgrundlage für COREP ist Art. 99 Abs. 1 CRR (ab dem 28.06.2021: Art. 430 Abs. 1 und 2 CRR II) i.V.m. Art. 92 CRR II. COREP-Meldungen enthalten zum Zwecke der Ermittlung der Kapitalquoten eine Berechnung des Gesamtrisikobetrags, aufgeschlüsselt nach Risikopositionsklassen im Sinne des Art. 112 CRR II (Kreditrisikostandardansatz) bzw. nach einem auf internen Einstufungen basierenden Ansatz des jeweiligen Instituts (IRB-Ansatz).

Ihrem Inhalt nach berichten die COREP-Mitteilungen also über die Einhaltung der Eigenmittelanforderungen nach Teil 3 der CRR II (Art. 92–386 CRR II). Die Relevanz dieser Vorschriften für die Definition des notleidenden Kredites wurde bereits im vorangehenden Abschnitt zur Eigenkapitalausstattung besprochen.[327] Aus den COREP-Meldepflichten ergeben sich somit keine neuen Erkenntnisse für die bankrechtliche Definition des notleidenden Kredites.

Neue Erkenntnisse ergeben sich jedoch aus den Meldepflichten nach FINREP, die eigenständig und inhaltlich verschieden von den COREP-Meldepflichten sind. Rechtsgrundlage für FINREP ist Art. 99 Abs. 2–5 CRR (ab dem 28.06.2021: Art. 430 Abs. 3–5 CRR II). FINREP ist ein standardisiertes Meldeformat für unterjährige Finanzdaten, welches ursprünglich nur für IFRS-bilanzierende Kreditinstitute, mittlerweile allerdings auch in gewissem Umfang für Bilanzierer nach HGB bzw. den nGAAP des jeweiligen EU-Mitgliedsstaats verpflichtend ist.[328]

c) Technischer Durchführungsstandard der EBA zum aufsichtlichen Meldewesen

Art. 99 Abs. 5 CRR (ab dem 28.06.2021: Art. 430 Abs. 7 CRR II) ermächtigt die EBA zum Erlass Technischer Durchführungsstandards zum aufsichtlichen Meldewesen.[329] Wie bereits dargelegt, dienen diese als delegierte Rechtsakte im Sinne von Art. 290 AEUV – der Ergänzung oder Änderung bestehender Normen und dürfen nur technische Fragen

---

[326] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083.

[327] Siehe oben § 4 C. II. 4. und 5.

[328] *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Meldepflicht von Finanzinformationen (FINREP) – Version 2.72018, URL: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Anzeige-Meldepflichten/EZB-Meldeverordnung/FINREP_2_7/FINREP_2_7_node.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Gehrer/Krakuhn/Meyer*, in: IRZ 2015, S. 67–75.

[329] *Loch/Schulte-Mattler*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 99 CRR, Rn. 13.

regeln, während strategische oder politische Entscheidungen mittels delegierter Rechtsakte nicht umsetzbar sind.[330]

Von der Ermächtigung in Art. 99 Abs. 5 CRR hat die EBA im Juli 2013 durch Erlass des Technischen Durchführungsstandards EBA/ITS/2013/02[331] Gebrauch gemacht, welcher in Form der DVO (EU) 680/2014 Rechtskraft erlangte.[332] Seitdem wurde der Technische Durchführungsstandard mehrfach umfassend überarbeitet, zuletzt im Februar 2020.[333] Die über 1.400 Seiten umfassende DVO (EU) 680/2014 untergliedert sich im Wesentlichen in Mustertabellen für die aufsichtlichen Meldungen nach COREP und FINREP und zugehörigen Erörterungen.[334] Neben der inhaltlichen Ausgestaltung der Meldebögen treffen COREP und FINREP Bestimmungen zu Formaten, Meldefrequenzen, Meldestichtagen, Definitionen und der IT-Umsetzung der aufsichtlichen Meldungen.[335] Die Mustertabellen enthalten dabei – abhängig vom Grad des Risikos einer Position – Faktoren, mit denen der Nominalwert der Position zu multiplizieren ist. Dabei gilt, dass mit größerem Risiko der Multiplikationswert höher wird.

Anknüpfungspunkt in der DVO (EU) 680/2014 (in der Fassung der DVO (EU) 2020/429) für eine bankrechtliche Definition des notleidenden Kredites ist der Begriff der notleidenden Risikoposition (*Non-Performing Exposure – NPE*).

Der Begriff der notleidenden Risikoposition wird in den Anlagen der DVO (EU) 2020/429 zum FINREP-Meldewesen verwendet, nämlich in Anlage III Meldebogen 18.0 DVO (EU) 2020/429 für IFRS-Bilanzierer und in Anlage IV Meldebogen 18.0 DVO (EU) 2020/429 für nGAAP-Bilanzierer. Erläutert und kommentiert werden die Meldebögen aus den Anlagen III und IV in der Anlage V, die

---

[330] Ausführlich dazu *Burgard/Heimann*, in: Dauses/Ludwigs, HdB EU-WirtschaftsR, E. IV. Bankrecht Rn. 31 ff.

[331] EBA FINAL draft Implementing Technical Standards on supervisory reporting under Regulation (EU) No 575/2013 – EBA/ITS/2013/02.

[332] DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) Nr. 680/2014 DER KOMMISSION vom 16. April 2014 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für die aufsichtlichen Meldungen der Institute gemäß der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates, zuletzt geändert durch DVO(EU) Nr. 2017/2114

[333] DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) 2020/429 DER KOMMISSION vom 14. Februar 2020 zur Änderung der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 680/2014 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für die aufsichtlichen Meldungen der Institute gemäß der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates.

[334] *Hanenberg*, in: WPg 2009, S. 1175.

[335] *Fischer/Boegl*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 132 Rn. 2.

quasi als Ausfüllhilfe dient. Ausführungen zu den Meldebögen 18.0 und notleidenden Risikopositionen finden sich dort in Anlage V Abs. 213–239 DVO (EU) 2020/429.

Gleich zu Beginn werden in Anlage V Abs. 213 DVO (EU) 2020/429 die technischen Kriterien für eine Einordnung als notleidende Risikoposition im Rahmen des FINREP-Meldewesens definiert.

Eine Risikoposition ist dabei zunächst jeder bilanzielle und außerbilanzielle Posten der Fremdkapitalfinanzierung (vgl. auch Art. 5 Abs. 1 CRR II), die im Anlagebuch – nicht im Handelsbuch – gehalten werden.[336]

Zur Einordnung einer Risikoposition als notleidend existieren zwei alternative Kategorien:

DVO (EU) 2020/429 Anhang V	
213. Für die Zwecke des Meldebogens 18 sind unter notleidenden Risikopositionen solche Risikopositionen zu verstehen, die eines der folgenden Kriterien erfüllen:	
a) es handelt sich um wesentliche Risikopositionen, die mehr als 90 Tage überfällig sind;	b) es handelt sich um Risikopositionen, bei denen es als unwahrscheinlich gilt, dass der Schuldner seine Verbindlichkeiten ohne Verwertung von Sicherheiten in voller Höhe begleichen wird, unabhängig davon, ob bereits Zahlungen überfällig sind, und unabhängig von der Anzahl der Tage des etwaigen Zahlungsverzugs.

Auffallend ist die Ähnlichkeit zu den Schuldnerausfallkriterien nach Art. 178 CRR II: Die Kriterien für einen Ausfall sind auch entweder eine Überfälligkeit von mehr als 90 Tagen (*90 days past-due*-Kriterium) oder eine „Unwahrscheinlichkeit des Begleichens der Verbindlichkeiten (*Unlikely-to-pay*-Kriterium).[337]

Allerdings stellt Anhang V Abs. 214 DVO (EU) 2020/429 klar, dass die Einstufung als notleidend für die Zwecke des FINREP-Meldewesens eigenständig und unabhängig von einer Einstufung als ausgefallen im Sinne der aufsichtlichen Eigenkapitalunterlegungsvorschrift des Art. 178 CRR II erfolgt. Die Begriffe notleidende

[336] *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (144).

[337] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (198).

Risikoposition (*NPE*) und Schuldnerausfall (*Default of the obligor*) sind somit nicht deckungsgleich, wenngleich sie sich weitgehend überschneiden.[338]

Anhang V Abs. 215 DVO (EU) 2020/429 konkretisiert das Verhältnis zwischen der NPE-Definition, der Ausfalldefinition nach Art. 178 CRR II sowie ferner zu rechnungslegungsbezogenen Vorschriften.[339] So sind Risikopositionen, bei denen ein Ausfall nach Art. 178 CRR II als gegeben gilt, stets als notleidend im Sinne der NPE-Definition des FINREP-Meldewesens zu betrachten.

Gemäß Anhang V Abs. 216 DVO (EU) 2020/429 ist beim *90 days past due*-Kriterium die Wesentlichkeit nach denselben Maßstäben zu bewerten wie bei Art. 178 CRR II.

Gemäß AnhangV Abs. 222 i.V.m. Abs. 96 DVO (EU) 2020/429 ist eine Risikoposition überfällig, wenn eine Tilgungs-, Zins- oder Gebührenzahlung nicht termingerecht geleistet wurde. Bezogen auf das deutsche Recht ist hier der Zahlungsverzug im Sinne des § 286 BGB gemeint.[340]

Auf das *Unlikely-to-pay*-Kriterium wird in Anhang V DVO (EU) 2020/429 (und den vorhergegangenen Versionen der VO (EU) 680/2014) nicht näher eingegangen.

Nichtsdestoweniger ist die NPE-Definition in der VO (EU) 680/2014 in der Fassung der DVO (EU) 2020/429 ein zentraler Anknüpfungspunkt für die Herleitung einer bankrechtlichen Definition des notleidenden Kredites, denn es handelt sich – im Vergleich zu Art. 178 CRR II und den Rechnungslegungsvorschriften[341] – um den weitesten Definitionsansatz, auf den sich die EZB, die EBA und auch die Europäische Kommission bei ihren Veröffentlichungen zumeist beziehen.[342]

7. Leitlinien der EBA über das Management notleidender und gestundeter Risikopositionen

Am 31.10.2018 hat die EBA Leitlinien, auf Grund der Ermächtigung in Art. 74 Abs. 3 CRD V über das Management notleidender und gestundeter Risikopositionen veröffentlicht.[343] Gemäß Abs. 17 EBA/GL/2018/06 richten sich die

---

[338] *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (145); *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083 (1085); *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kap. 5.1 S. 54, Kap 5.5 Seite 70 f.

[339] Zu diesen siehe unten § 4 C. III.

[340] *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (145).

[341] Zu diesen sogleich unter § 4 C. III.

[342] *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (144); *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kap. 5.1 S. 55.

[343] EBA/GL/2018/06.

Leitlinien einerseits an die national zuständigen Aufsichtsbehörden und andererseits an Kreditinstitute im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 CRR II. Die Leitlinie der EBA erklärt in Abs. 9 sowie in Abs. 19 EBA/GL/2018/06 ausdrücklich, dass notleidende Risikopositionen wie in Anhang V DVO (EU) 680/2014 zu verstehen sind. Der Begriff des Notleidenden Kredites wird hier gegenüber der notleidenen Risikoposition dahingehend abgegrenzt, dass es sich bei notleidenden Krediten um Darlehen und Kredite im Sinne des Anhang V DVO (EU) 680/2014 handelt, die wiederum im Sinne des Anhang V DVO (EU) 680/2014 als notleidend einzustufen sind. Die BaFin hat in einer Compliance-Mitteilung an die EBA bekannt gegeben, die Leitlinien EBA/GL/2018/06 bis Ende 2020 umsetzen zu wollen.[344] Damit hat die EBA die Maßgeblichkeit der NPE-Definition des aufsichtlichen Meldewesens für das Regulatorik insgesamt verdeutlicht.

III. Rechnungslegungsbezogene Bestimmungen

In den vorangegangenen Abschnitten wurde untersucht, inwieweit die Vorschriften des *Single Rulebook* Anknüpfungspunkte für eine Definition des notleidenden Kredites enthalten. Eine weitere Quelle für Definitionsansätze sind die Vorschriften zur Rechnungslegung der Banken, denn in der Regel werden im Rahmen der laufenden Buchführung und stichtagsbezogenen Rechnungslegung Kreditengagements bewertet. Insbesondere die Meldepflichten nach FINREP beziehen sich auf Daten, die im Rahmen der Buchführung bzw. Rechnungslegung gewonnen werden. Banken können ihre Rechnungslegung sowohl nach dem Internationalen Rechnungslegungsstandard IFRS-9 als auch nach den national anerkannten Buchführungsregeln nGAAP – in Deutschland sind dies die Bestimmungen des Dritten Buches des Handelsgesetzbuches – durchführen. Beide Rechnungslegungsstandards werden im Folgenden nach Anknüpfungspunkten für eine Definition des notleidenden Kredites untersucht.

1. IFRS-9

Die IFRS (*International Financial Reporting Standards*) sind ein international harmonisierter Rechnungslegungsstandard, welcher durch das *International Accounting Standards Board (IASB)* – ein privates, nichtstaatliches Gremium – entwickelt wird. Daher

[344] *EBA*, Guidelines compliance table - EBA/GL/2018/062019, URL: https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA%20GL%202018%2006-CT%20GLs%20on%20management%20of%20non-performing%20and%20forborne%20exposures.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

ist dieser zunächst nicht rechtsverbindlich, wird aber gemäß Art. 3 IAS-VO[345] durch die EU-Kommission im Rahmen des sogenannten Komitologieverfahrens geprüft und – bei Vorliegen der Voraussetzungen – in Form von Übernahmeverordnungen in europäisches Sekundärrecht übernommen.[346] Die IFRS-Rechnungslegungsstandards sind gemäß Art. 4 IAS-VO verpflichtend anzuwenden für die Konzernabschlüsse von Unternehmen, die kapitalmarktorientiert im Sinne des § 264d HGB sind.[347]

Der Rechnungslegungsstandard IFRS 9, welcher internationale Rechnungslegungsstandards für Finanzinstrumente regelt, wurde am 22.11.2016 durch die Übernahme-VO(EU) Nr. 2016/2067[348] in europäisches Sekundärrecht übernommen und hat den bis dahin geltenden Standard IAS 39 abgelöst.[349] Für ab dem 01.01.2018 beginnende Geschäftsjahre ist er zwingend anzuwenden.[350] Unter Finanzinstrumenten im Sinne des IFRS 9 werden auch finanzielle Verbindlichkeiten des bilanzierenden Unternehmens wie zum Beispiel Bankkredite verstanden, siehe Paragraph 1.1 IFRS 9.

IFRS 9 erneuert in Abschnitt 5.5 unter anderem die Wertminderungsvorschriften, denn das Wertminderungsmodell unter IAS 39 – welches Verluste erst bei Eintritt berücksichtigte (*incurred loss model*) – wurde unter dem Eindruck der Finanzkrise unter anderem in der Abschlusserklärung des G20-Gipfel 2008 für die nicht zeitnahe Verlusterfassung kritisiert.[351] Gemäß Paragraph 5.5.4 IFRS 9 besteht der Zweck der Wertminderungsvorschriften in der Erfassung der über die Laufzeit erwarteten Kreditverluste aus allen Finanzinstrumenten, bei denen sich das Ausfallrisiko – ob individuell oder kollektiv beurteilt – unter Berücksichtigung aller angemessenen und belastbaren Informationen, einschließlich zukunftsorientierter Informationen,

---

[345] Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards.

[346] Vgl. zum Komitologieverfahren ausführlich *Winnefeld*, Bilanz-Handbuch, Einführung Rn. 200.

[347] *Zwirner/Busch*, in: IRZ 2013, S. 364.

[348] VERORDNUNG (EU) 2016/2067 DER KOMMISSION vom 22. November 2016 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1126/2008 zur Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den International Financial Reporting Standard 9.

[349] *Otte*, in: FIM 2013, S. 4.

[350] *Lopatta/Kaspereit/Böttcher/Geils*, in: IRZ 2016, S. 499.

[351] *Kolassa*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 137 Rn. 54; *Khakzad/Sundri/Seres*, in: IRZ 2016, S. 27; *Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft*, IFRS fokussiert - IFRS 9 - Das neue Wertminderungsmodell im Überblick2014, URL: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/IFRS_fokussiert_IFRS%209%20-%20Impairment_extern.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

signifikant erhöht hat. Demgemäß führt IFRS 9 ein Modell der erwarteten Verluste ein (*expected loss model*), welches Gewinne und Verluste realistischer und schneller abbilden soll.[352] Dafür wird bereits während der Kreditlaufzeit auf die erwarteten Verluste abgestellt, wobei die Berechnung der Risikovorsorge anhand eines Drei-Stufen-Modells erfolgt. Diese Stufen spiegeln die Entwicklung der Kreditqualität eines Finanzinstruments ohne Berücksichtigung von Sicherheiten wider.[353]

Auf der dritten Stufe steht hierbei der wertgeminderte finanzielle Vermögenswert (*credit-impaired financial asset*).[354] Ausschlaggebend für die Zuordnung zur Stufe 3 ist das Vorliegen von Indikatoren für eine beeinträchtigte Bonität.[355] Anhang A IFRS 9 definiert einen finanziellen Vermögenswert als wertgemindert[356], wenn ein oder mehrere Ereignisse mit nachteiligen Auswirkungen auf die erwarteten künftigen Zahlungsströme dieses finanziellen Vermögenswerts eingetreten sind. Sodann werden – nicht abschließend – einige Indikatoren für eine Wertminderung aufgeführt, darunter signifikante finanzielle Schwierigkeiten des Emittenten oder des Kreditnehmers, eine drohende Insolvenz oder sonstiges Sanierungsverfahren oder ein Vertragsbruch wie beispielsweise Ausfall oder Überfälligkeit.

Der Begriff der Überfälligkeit wird in Anhang A IFRS 9 gesondert definiert, wonach ein finanzieller Vermögenswert überfällig ist, wenn eine Gegenpartei eine Zahlung zum vertraglich vorgesehenen Fälligkeitszeitpunkt nicht geleistet hat. Der Begriff des Ausfalls wird im Rahmen von IFRS 9 nicht gesondert definiert, er wird jedoch durch weitere Bestimmungen konkretisiert: Die Leitlinien für die Anwendung des IFRS 9 in Anhang B sehen gemäß B5.5.37 IFRS 9 vor, dass Kreditinstitute ihre für interne Risikomanagementzwecke verwendete Ausfalldefinition verwenden sollen. Ferner besteht eine widerlegbare Vermutung, dass ein Ausfall spätestens dann vorliegt, wenn

---

[352] *Kolassa*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 137 Rn. 54; *Lopatta/Kaspereit/Böttcher/Geils*, in: IRZ 2016, S. 499–505; *Neuhaus/Lotz/Struffert/Opher*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 109; *Gehrer/Krakuhn/Weichert*, in: IRZ 2019, S. 299 (300).

[353] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (200); *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, 1011 (1013).

[354] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1013).

[355] *Gehrer/Krakuhn/Weichert*, in: IRZ 2019, S. 299.

[356] In der deutschen Fassung ist von *„Finanzieller Vermögenswert mit beeinträchtigter Bonität"* die Rede, in der englischen Fassung indes von *„credit-impaired financial assets"*. Trotz dieser sprachlichen Inkohärenz wird allgemein nicht bezweifelt, dass besagte Definition sich auf Vermögenswerte der Stufe 3 – also auf wertgeminderte Vermögenswerte – bezieht, vgl. *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kap. 5.5.2, S. 71; *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1013 f.); *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083 (1084).

ein finanzieller Vermögenswert 90 Tage überfällig ist. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht empfiehlt in seiner Leitlinie BCBS 350[357] den Kreditinstituten, eine auf dem Aufsichtsrecht basierende Ausfalldefinition zu verwenden und verweist auf die beiden Bedingungen der drohenden Nichterfüllung der Zahlungsverpflichtung (*Unlikely-to-pay*) sowie des 90-Tage-Verzugs.[358] Diese Empfehlung des Baseler Ausschusses wurde von der EBA durch die Leitlinie EBA/GL/2017/06[359] übernommen, welche die BaFin wiederum in ihre Verwaltungspraxis übernommen hat.[360] Die EBA/GL/2017/06 empfiehlt den Kreditinstituten, sich für die Ausfalldefinition nach IFRS 9 an der Ausfalldefinition nach Art. 178 CRR II zu orientieren[361], welche ebenfalls auf dem Baseler Rahmenwerk beruht.[362] Von daher besteht eine tatbestandliche Überschneidung zwischen dem Begriff der Wertminderung nach Abschnitt 5.5 IFRS 9 und der Ausfalldefinition nach Art. 178 CRR II, welche für eine allgemeingültige Definition des Begriffes des notleidenden Kredites nutzbar gemacht werden kann.[363]

2. Nationale Rechnungslegung

Im Rahmen der Rechnungslegung nach dem dritten Buch des HGB gilt gemäß § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB das Vorsichtsprinzip, welches besagt, dass alle bis zum Bilanzstichtag realisierten Verluste, sowie alle vorhersehbaren und/oder abschätzbaren

[357] *Basel Committee on Banking Supervision*, Guidance on credit risk and accounting for expected credit losses (BCBS 350)2015, URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d350.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; vertiefend u.a. zur Rechtsnatur *Gehrer/Koch/Schüz*, in: IRZ 2016, S. 171–175.

[358] "The Committee recommends that the definition of default adopted for accounting purposes is guided by the definition used for regulatory purposes […]" *Basel Committee on Banking Supervision*, Guidance on credit risk and accounting for expected credit losses (BCBS 350)2015, URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d350.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Appendix 4 S. 24; *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1013).

[359] Final Report – Guidelines on credit institutions' credit risk management practices and accounting for expected credit losses, 12. Mai 2017.

[360] Rückschluss aus der Tatsache, dass die Leitlinien nicht in der Negativliste der BaFin geführt werden: *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Nicht übernommene Leitlinien der ESAs2018, URL: https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/Leitlinien_und_Q_and_A_der_ESAs/Nicht_uebernommene_Leitlinien/nicht_uebernommene_leitlinien_node.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[361] Abs. 89 EBA/GL/2017/06 ; *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1013).

[362] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1013).

[363] *Gehrer/Krakuhn/Weichert*, in: IRZ 2019, S. 299 ff.

Risiken unter Abwägung etwaiger Chancen zu berücksichtigen sind.[364] In Umsetzung dessen normiert § 253 HGB Grundsätze der Zugangs- und Folgebewertung von Vermögensgegenständen, wobei in § 253 Abs. 4 HGB die Voraussetzungen von Abschreibungen bei Vermögensgegenständen des Umlaufvermögens normiert werden.[365] § 340e Abs 1 Satz 2 HGB verweist für die Bewertung von Forderungen auf die allgemeinen Vorschriften, womit die §§ 252 ff. HGB gemeint sind. Demgemäß sind Forderungen (des Kreditinstituts) von Kreditinstituten dem Umlaufvermögen zuzurechnen und unterliegen dem strengen Niederstwertprinzip.[366] In diesem Kontext sind als Fallgruppe von § 253 Abs. 4 HGB sogenannte zweifelhafte[367] oder auch notleidende[368] Forderungen anerkannt. Diese Begriffe sowie die ihnen zugrundeliegenden Definitionen wurden von der Wirtschaftsprüfungspraxis entwickelt, sind sehr weit gefasst und haben keinen normativen Anknüpfungspunkt im Gesetz. So soll eine zweifelhafte Forderung vorliegen, wenn *„Zahlungsausfälle des Schuldners mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit drohen"*[369] und eine notleidende Forderung, wenn *„mit Ausfällen gerechnet werden muss, d. h. deren Rückzahlung und/oder Verzinsung ganz oder teilweise gefährdet ist"*[370]. Diese Definitionen widersprechen nicht den vorangegangenen Feststellungen, besitzen allerdings auch keinen über sie hinausgehenden Erkenntniswert. Für die Entwicklung einer allgemeinen Definition des notleidenden Kredites können Bestimmungen der Rechnungslegung nach HGB daher nur von untergeordneter Bedeutung sein.

IV. EZB-Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten

Die Europäische Zentralbank hat am 20.03.2017 einen eigenen Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten veröffentlicht, welcher im März 2018 ergänzt wurde. Der Leitfaden stellt für die Identifikation von notleidenden Krediten keine eigene Definition auf, sondern bezieht sich auf die zuvor vorgestellten Definitionsansätze aus Art. 178 CRR II (Eigenkapitalaussstattung), VO (EU) 680/2014 (Meldewesen) und IFRS-9 (Rechnungslegung) und grenzt diese voneinander ab.[371] Darüber hinaus gibt der

[364] *Poll*, in: Häublein/Hoffmann-Theinert u.a., NomosKommentar HGB, § 252 HGB, Rn. 17.1.

[365] *Winnefeld*, Bilanz-Handbuch, Kapitel E, Rn. 1095.

[366] *Flick/Thelen-Pischke*, in: WPg 2018, S. 421 (423).

[367] *Winnefeld*, Bilanz-Handbuch, Kapitel E, Rn. 1230.

[368] *Bieg/Waschbusch*, in: Böcking/Castan, BeckHdB-RL, B900, Rn. 271.

[369] *Winnefeld*, Bilanz-Handbuch, Kapitel E, Rn. 1230 m.w.N.

[370] *Bieg/Waschbusch*, in: Böcking/Castan, BeckHdB-RL, B900, Rn. 271 m.w.N.

[371] *Wahrenburg*, in: ZBB 2019, S. 81 (91).

Leitfaden Banken eine Anleitung für die Entwicklung und Umsetzung von NPL-Strategien zur Förderung der Reduzierung von NPL-Beständen an die Hand.[372] Die Adressaten des Leitfadens der EZB sind Kreditinstitute im Sinne von Art. 4 (1) CRR II, insbesondere richtet er sich an alle bedeutenden Institute, die im Rahmen des *Single Supervisory Mechanism* (SSM) von der EZB beaufsichtigt werden.[373]

1. Gegenüberstellung der einzelnen bankrechtlichen Definitionsansätze im Leitfaden

In der Einleitung verwendet der Leitfaden die Begriffe „notleidender Kredit", „NPL" und „NPE", wobei klargestellt wird, dass der Leitfaden die Begriffe „NPL" und „NPE" synonym verwendet[374]. In Abschnitt 5, welcher mit „Bilanzielle Erfassung von NPL" betitelt ist, wird auf die Problematik der verschiedenen Definitionen zu NPLs eingegangen.[375]

In Kapitel 5.1 werden zunächst die Definitionen von Wertminderung (IAS 39 bzw. IFRS 9 seit dem 01.01.2018)[376], des Ausfalls (Art. 178 CRR II) sowie der *Non-Performing Exposure* (EBA) gegenübergestellt und voneinander abgegrenzt. Demnach ist die engste Definition jene der Wertminderung nach IFRS 9, etwas weiter ist die Ausfalldefinition nach CRR II, während die NPE-Definition des aufsichtlichen Meldewesens die weiteste Definition darstellt:

---

[372] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195; *Herz*, in: EuZW 2018, S. 5 (10); *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 (15).

[373] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (197); *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2018, S. 28 (29); *Walter*, in: Die Bank 2017, S. 45.

[374] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 1.3, S. 8.

[375] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195; *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.1, S. 53.

[376] Für die rechnungslegungsbezogene „Wertminderung" vgl. *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (200); *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.1, S. 54 f., 70 ff.

		NPE
	Ausfall	Unterschiede (sofern vorhanden) beruhen vor allem darauf, dass bei NPE angewandte automatische Faktoren bei Ausfall nicht in dem Maße angewendet werden, wie etwa: • 1-jähriger Gesundungszeitraum, um den NPE-Status aufzuheben • sonstige überfällige Risikopositionen > 90 Verzugstage verhindern Aufhebung des NPE-Status • NPE aufgrund einer weiten Forbearance-Maßnahme oder aufgrund von 30 Verzugstagen bei einer nicht notleidenden gestundeten Risikopositionen im Probezeitraum • NPE aufgrund eines „Pulling-Effekts“ von 20 %
Wertgemindert	Unterschiede (sofern vorhanden) beruhen vor allem darauf, dass der bei NPE angewandte automatische Faktor von 90 Verzugstagen bei wertgeminderten Krediten nicht in dem Maße angewendet wird	

Die EZB spricht die dringende Empfehlung an die Adressaten des Leitfadens aus, die NPE-Definition der EBA auch für die interne Risikokontrolle und die öffentliche Finanzberichterstattung zu übernehmen.[377] Ferner führt der Leitfaden aus, dass die NPE-Definition der EBA auch im Rahmen verschiedener relevanter Initiativen wie der Asset Quality Review (AQR) dem *Single Supervisory Mechanism*, den Stresstests der EZB und den Transparenzprüfungen (Transparency Exercises) der EBA herangezogen wird und somit *de facto* eine über das aufsichtliche Meldewesen hinausgehende Bedeutung hat.[378]

In Abschnitt 5.2 erfolgt eine Kommentierung der Tatbestandsmerkmale der beiden Varianten der NPE-Definition aus Anhang V Absatz 213 lit. a) und lit. b).[379] Hierdurch soll eine einheitliche Umsetzung der wichtigsten Kriterien der NPE-Definition, namentlich

[377] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.1, S. 53.

[378] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1018).

[379] Nach der Veröffentlichung des EZB-Leitfadens im März 2017 wurden die EBA ITS mehrmals überarbeitet – unter anderem wurde im Zuge der Implementierung des Rechnungslegungsstandards IFRS-9 durch die DVO (EU) 2017/1443 vom 29. Juni 2017 der Anhang V weitgehend neu gefasst, sodass die Verweise im EZB-Leitfaden auf die EBA ITS zum Teil nicht mehr aktuell sind. Für die Zwecke dieser Arbeit wurden die Verweise an die aktuelle Version der EBA ITS angepasst.

„Überfälligkeit (*past-due*)“ und „Unwahrscheinlichkeit des Begleichens der Verbindlichkeit (*Unlikeliness-to-pay*)“, sichergestellt werden. Entsprechend der NPE-Definition knüpft der Leitfaden zur Beurteilung also einerseits an ein binäres Kriterium (überfällig vs. nicht überfällig) an. Alternativer Anknüpfungspunkt andererseits ist das *Unlikely-to-pay*-Kriterium, also ein Prognoseergebnis, wonach die Begleichung von Verbindlichkeiten ohne Verwertung von Sicherheiten eher unwahrscheinlich als wahrscheinlich ist.[380]

Für die Bestimmung der Wesentlichkeit beim Überfälligkeitskriterium soll derselbe Schwellenwert wie in der Ausfalldefinition gemäß Art 178 CRR II verwendet werden. Ferner soll eine Risikoposition nur dann überfällig sein können, wenn eine rechtliche Verpflichtung zur Leistung einer Zahlung bestand und die Zahlung zwingend zu erfolgen hat. Wenn feststeht, dass eine rechtliche Verpflichtung zu einer zwingend erforderlichen Zahlung besteht, beginnt die Zählung der Verzugstage, sobald die Zahlung eines wesentlichen Tilgungs-, Zins- oder Gebührenbetrags nicht termingerecht geleistet wurde.[381]

Im Gegensatz zu den Ausfalltatbeständen, die sich auf überfällige Zahlungen beziehen, basieren die Tatbestände für die Unwahrscheinlichkeit des Begleichens der Verbindlichkeit weniger auf quantitativen Kriterien, als auf identifizierten Ereignissen, die letztlich eine Einstufung als „notleidend“ bewirken. Da dies einen gewissen Interpretationsspielraum eröffnet, müssen Banken über klar definierte interne Kriterien für jene Indikatoren verfügen, die auf eine unwahrscheinliche Zahlung der Verbindlichkeiten hindeuten. Zur Konkretisierung der Erwartungen der EZB wurden dem Leitfaden sogenannte Best-Practice-Beispiele beigefügt, welche aufsichtliche Empfehlungen für die Umsetzung von *Unlikely-to-pay*-Auslösern geben.[382] Der Leitfaden gibt für diese Prognoseentscheidung recht detaillierte Indikatoren vor, die in zwei Klassen aufgeteilt sind. Zum einen solche Indikatoren, bei denen vonseiten der EZB erwartet wird, dass diese zur unmittelbaren Bejahung des *Unlikely-to-pay*-Kriteriums und damit zur Einstufung als notleidender Kredit führen.[383] Zum anderen gibt der Leitfaden Indikatoren vor, die eine eingehendere Bewertung erfordern. Banken sollten daher regelmäßig die Bonität und die Rückzahlungsfähigkeit ihrer Kunden prüfen. Im Zuge der

[380] *Walter*, in: Die Bank 2017, S. 45.

[381] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.2.1, S. 55.

[382] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.2.2, S. 60.

[383] *Walter*, in: Die Bank 2017, S. 45.

Prüfungen sollten auch die Finanzinformationen und die Bonitätseinstufung des Kunden aktualisiert werden.[384]

Zu Harmonisierungszwecken werden hierbei die von der EZB entwickelten UTP-Hinweise für die NPE-Definition des Meldewesens einerseits den UTP-Hinweisen nach Art. 178 Abs. 3 CRR II und andererseits den Wertminderungsindikatoren nach IFRS 9 gegenübergestellt.

Zu den UTP-Kriterien, deren Vorliegen gemäß der Empfehung unmittelbar zur Einstufung als notleidend führen soll, gehören unter anderem die folgenden Szenarien:[385]

- Der Kredit wird gekündigt oder vorzeitig fällig gestellt.
- Prozess, Vollstreckung oder Zwangsvollstreckung zur Realisierung der Forderung
- Aufschub/Verlängerung von Krediten über die wirtschaftliche Lebensdauer hinaus
- Die Quellen, aus denen das regelmäßige Einkommen des Kreditnehmers stammt, stehen zur Begleichung der Ratenzahlungen nicht mehr zur Verfügung (...) und eine Rückzahlung ist unwahrscheinlich.
- Es bestehen berechtigte Bedenken hinsichtlich der Fähigkeit des Kreditnehmers, künftig stabile und ausreichende Cashflows zu generieren.
- Betrugsfälle
- Das Kreditinstitut verzichtet (teilweise oder bedingt) auf die Belastung von Zinsen.
- Abschreibung über Wertberichtigungskonto
- Restrukturierung, wobei ein erheblicher Teil der Schuld erlassen wird
- Restrukturierung mit bedingtem Schuldenerlass
- Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens.
- Außergerichtliche Vergleichs- oder Tilgungsverhandlungen (z. B. Stillhaltevereinbarungen)
- Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gestellt.

Für Konzernunternehmen empfiehlt der Leitfaden den Banken, sicherzustellen, dass die Einstufung von NPE auf Unternehmensebene und auf Gruppenebene nach einheitlichen

[384] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.2.2, S. 57.

[385] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020Kap. 5.2.2, S. 60 f.

Kriterien erfolgt und die Definition in allen Tochtergesellschaften und Zweigstellen einheitlich umgesetzt wird.[386]

In Abschnitt 5.5 werden vertieft Zusammenhänge und Unterschiede zwischen den Definitionen "Non-performing Exposures" (EBA), "wertgemindert" (IAS 39 bzw. IFRS 9 seit dem 01.01.2018)[387] sowie der regulatorischen Ausfalldefinition (Art. 178 CRR II) erläutert und eine prozessuale Harmonisierung dieser Definitionen empfohlen.[388] Auf diese Weise sollen unter anderem Daten vergleichbarer werden, indem die auf EU-Ebene vorherrschenden Unterschiede in den Definitionen von „ausgefallen" und „wertgemindert" in den Hintergrund treten. Die Definition von notleidend soll insofern als einheitliches Konzept zur Bewertung der Aktivaqualität dienen.[389]

2. Bewertung des Leitfadens im Hinblick auf die Vereinheitlichung der Definition von notleidenden Krediten

Mit dem Leitfaden strebt die EZB eine Annäherung der Definitionen auf regulatorischer, aufsichtlicher und rechnungslegungsbezogener Ebene an.[390] Er gilt grundsätzlich zunächst nur für die Kreditinstitute, die von der EZB beaufsichtigt werden. Zwischenzeitlich wurden die Bestimmungen des Leitfadens durch Art. 43a ff. CRR II sowie den EBA-Leitlinien EBA/GL/2018/06 in das *Single Rulebook* übernommen. Entsprechend stellt der Leitfaden ein Regelungsgerüst für Kreditinstitute aller Größenordnungen einerseits sowie für Aufsichtsbehörden andererseits dar.[391]

Er spiegelt die aufsichtliche Erwartung zur Steuerung notleidender Kredite und zur Bildung der Risikovorsorge für solche Kredite wider und soll die Erwartungshaltung der Aufsicht an das Erfassen, Verwalten, Bewerten und Abschreiben von NPL beschreiben.[392] Kreditinstitute müssen daher die im Leitfaden genannten Indikatoren laufend erfassen

---

[386] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.4.1, S. 68.

[387] Für die rechnungslegungsbezogenen Definition „wertgemindert" vgl. *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (200); *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.1, S. 54 f., 70 ff.

[388] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (198); *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1018).

[389] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083 f.

[390] *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 (198); *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1018).

[391] *Walter*, in: Die Bank 2017, S. 45; *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 (1018).

[392] *Flick/Thelen-Pischke*, in: WPg 2018, S. 421 (424).

und auswerten – sofern möglich aus öffentlichen Quellen, aber auch durch Abfragen bei Kreditnehmern und Sicherheitengebern. Dieser Informations- und Auskunftsbedarf findet sich zunehmend als vertragliche Verpflichtung in Kreditverträgen.[393]

Zusammenfassend kann daher gesagt werden, dass der EZB-Leitfaden einen wesentlichen Beitrag zur Harmonisierung des Begriffes des notleidenden Kredites geleistet hat, was insbesondere in der Übernahme seiner Bestimmungen in die CRR II und die Leitlinien der EBA Ausdruck findet.

V. Nationale Bestimmungen zu Kreditrisikomanagement und Eigenkapitalausstattung

Die Untersuchung von Bestimmungen aus dem *Single Rulebook*, von Rechnungslegungsbezogenen Bestimmung und des EZB-Leitfadens zu notleidenden Krediten hat gezeigt, dass das Kreditrisiko von Banken und der Umgang damit zuvörderst auf europäischer Ebene reguliert wird. Dennoch bestehen auf nationaler Ebene einige Normen, welche für eine Definition des notleidenden Kredites nutzbar gemacht werden können – teilweise in Umsetzung europäischer Vorgaben, teilweise aus eigenständiger nationaler Rechtssetzung.

In der Bestandsaufnahme zu nationalen Regelungen zu notleidenden Krediten, dem *Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs* vom 30.06.2017 identifizierte die EZB sieben nationale Normen als Hauptquellen von Regulierung von notleidenden Risikopositionen.[394] Diese werden im folgenden Abschnitt auf ihre Nutzbarkeit für eine einheitliche, rechtsgebietsübergreifende Definition des notleidenden Kredites untersucht.

1. § 25a KWG und MaRisk

Kreditrisiken wie etwa notleidende Kredite können für Banken dann problematisch werden, wenn das vorhandene Risiko gar nicht, falsch oder zu spät festgestellt wird. Nicht zuletzt aus den Erfahrungen der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 sind Banken nun auch durch den Gesetzgeber verpflichtet, Risikovorsorge zu betreiben. Gesetzliche Grundlage hierfür ist § 25a Abs. 1 KWG, wonach jedes Kreditinstitut über eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation, angemessene interne Kontrollverfahren und geeignete Regelungen zur Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Risiken verfügen

[393] *Walter*, in: Die Bank 2017, S. 45 (46).

[394] *Europäische Zentralbank*, Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs2017, URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.stock_taking2017.en.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

muss.[395] Zur Konkretisierung der Anforderungen an die ordnungsgemäße Geschäftsorganisation nach § 25a KWG hat die BaFin am 20. Dezember 2005 die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) veröffentlicht, die zuletzt am 27. Oktober 2017 in eine Neufassung gebracht wurden.[396] Für Ende 2020 ist eine weitere MaRisk-Novelle geplant, welche unter anderem mehrere Leitlinien der EBA zum Kreditrisikomanagement umsetzen soll.[397]

Als norminterpretierende Verwaltungsvorschrift legen die MaRisk die unbestimmten Rechtsbegriffe des § 25a KWG aus und geben die Rechtsauffassung der BaFin kund.[398] Sie entfalten keine rechtliche, wohl aber eine faktische Bindungswirkung für die Kreditinstitute.[399]

Anknüpfungspunkte für eine Definition des notleidenden Kredits finden sich innerhalb der Anforderungen an die Aufbau- und Ablauforganisation (Modul BTO). Das Modul BTO 1 regelt hier die besonderen Anforderungen an die Aufbau- und Ablauforganisation im Kreditgeschäft[400], im Untermodul Anforderungen an die Prozesse im Kreditgeschäft (BTO 1.2) werden die Stufen der Bearbeitung eines Kredites nachvollzogen, wobei besonders die Intensivbetreuung (BTO 1.2.4) und die Problemkreditbearbeitung (BTO 1.2.5) von Interesse sind.

a) Intensivbetreuung (BTO 1.2.4)

Die MaRisk unterscheidet zwischen drei möglichen Phasen eines Kreditengagements: die Normalbetreuung, die Intensivbetreuung und die Problemkreditbearbeitung.[401] Die Phase der Intensivbetreuung ist die Vorstufe der Problemkreditbearbeitung und durch eine gesonderte Beobachtung der Kreditengagements gekennzeichnet. Durch sie soll eine Problemkreditbearbeitung bestenfalls verhindert und möglicher Schaden von

---

[395] *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 16.

[396] Siehe zu den jüngsten Änderungen im Einzelnen *Krimphove*, in: BKR 2018, 1 ff.

[397] *Weber/Grauer/Schmid*, in: WPg 2020, S. 28 (34).

[398] *Geschwandtner*, in: Fandrich/Karper, MAH Bank-/KapMarktR, § 2 Rn. 76; *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 16; *Weber/Grauer/Schmid*, in: WPg 2020, S. 28 (34); *Theewen*, in: WM 2004, S. 105.

[399] *Geschwandtner*, in: Fandrich/Karper, MAH Bank-/KapMarktR, § 2 Rn. 76 f., 80 f.

[400] Siehe dazu im Einzelnen *Boos*, Karl-Heinz/*Fischer*, Reinfrid/*Schulte-Mattler*, HermannKWG▪CRR-VO, 5. Aufl., 2016, § 25a Rn. 442 ff.; *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), BTO, Rn. 2 ff.

[401] *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), BTO 1.2.4, Rn. 2.

Kreditnehmer und Kreditinstitut abgewendet werden.[402] Danach hat ein Institut nach Textziffer 1 Kriterien festzulegen, wann ein Engagement einer besonderen Beobachtung zu unterziehen ist. Ob die Kriterien einen Automatismus statuieren oder ob es sich um Indikatoren handelt, auf deren Grundlage die Überprüfung durchgeführt wird, liegt im Ermessen des Instituts.[403] Ziel ist die zügige Identifikation der problembehafteten Engagements, um möglichst frühzeitig geeignete Maßnahmen einleiten zu können. Das Teilmodul BTO 1.2.4.1 legt Kreditinstituten auf, Kriterien festzulegen, wann ein (Kredit-)Engagement einer gesonderten Beobachtung (Intensivbetreuung) zu unterziehen ist, und einen Überprüfungsturnus festzulegen, in welchem die weitere Behandlung des Engagements zu überprüfen ist (darunter fallen etwa die weitere Intensivbetreuung, Rückführung in die Normalbetreuung, Abgabe an die Abwicklung oder die Sanierung). In Bezug auf notleidende Kredite werden als geeignete Prüfungsparameter unter anderem die Gefahr der wirtschaftlichen und somit bilanziellen Abwertung bis hin zum Untergang von Kreditengagements, die Tragfähigkeit des Zinsausfalls sowie die stetige Überprüfung der Kontrollprozesse der vorgenannten Risikomessungen.[404] Als Kriterien für den Übergang in die Intensivbetreuung werden beispielhaft rückläufige Kontoumsätze innerhalb der letzten sechs Monate; um mehr als zwei Monate andauernde Limitüberschreitungen; Rückstände auf Darlehenskonten mit mehr als einer Rate; Stundungsanträge oder Tilgungsaussetzungen; betragsmäßige und/oder zeitliche Abweichungen zwischen angekündigten und tatsächlichen Zahlungseingängen; Scheck- und Lastschriftrückgaben; hohe Personalfluktuationen, insbesondere bei leitenden Mitarbeitern; verspätete Einreichungen von Unterlagen über die wirtschaftlichen Verhältnisse und eine Erhöhung des Branchenrisikos angeführt.[405]

Die Entscheidung über die konkrete Ausgestaltung der Kriterien und Umsetzung der Überwachung nach BTO 1.2.4.1 obliegt aber nach wie vor den Kreditinstituten selbst,

---

[402] *Kastner*, in: Ahlers/Ambrozic u.a., Problematische Firmenkundenkredite, Rn. 14; *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), BTO 1.2.4, Rn. 2.

[403] *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Anlage 1: Erläuterungen zu den MaRisk in der Fassung vom 27.10.20172017, URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rundschreiben/dl_rs0917_marisk_Endfassung_2017_pdf_ba.pdf?__blob=publicationFile&v=5, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, BTO 1.2.4 Ziff. 1; *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), BTO 1.2.4, Rn. 4 f.

[404] *Keller*, Non-Performing Loans aus Investorensicht, S. 24.

[405] *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), BTO 1.2.4, Rn. 7.

sodass sich aus den allgemein gehaltenen Vorgaben der MaRisk 2017 BTO 1.2.4 keine allgemeingültige Definition ableiten lässt.[406]

b) Problemkreditbearbeitung (BTO 1.2.5)

Für den Fall, dass die Intensivbetreuung nach BTO 1.2.4 nicht zum gewünschten Erfolg führt oder die Intensivbetreuung nicht die geeignete Maßnahme darstellt, sehen die MaRisk in BTO 1.2.5 Textziffer 1 vor, dass die Kreditinstitute in ihren Organisationsrichtlinien Kriterien für die Abgabe von Problemkrediten an einen auf die Sanierung bzw. Abwicklung spezialisierten Bereich festzulegen haben.[407] Problemkredite werden auch hier wieder nicht legaldefiniert. MaRisk BTO 1.2.5 Tz. 1 bezeichnet den Problemkredit lediglich als Kreditengagement, das an die auf die Sanierung bzw. Abwicklung spezialisierten Mitarbeiter abgegeben wird.[408] In der Praxis gebräuchlich ist das Verständnis als Darlehensengagement, bei dem bereits Leistungsstörungen auftreten oder bei denen diese unmittelbar bevorstehen.[409]

Die MaRisk überlässt es den Banken wiederum selbst, ab wann sie Kredite als Problemkredite bezeichnen und das Kreditengagement in die Intensiv-, Sanierungs- oder Abwicklungsabteilung überleiten. Indes ist eine Orientierung an der Ausfallwahrscheinlichkeit, ausgedückt in Ratings, gelebte Praxis.[410]

Als Beispiele für Kriterien zur Überleitung eines Kreditengagements in die Intensiv- oder Sanierungsabteilung werden aufgezehrte Eigenmittel; negativer Cashflow; nachhaltige Leistungsstörungen; fehlende oder unzureichende Kapitaldienstfähigkeit; Ratenrückstände auf Darlehenskonten mit mehr als einer Rate; Stundungsanträge und Tilgungsaussetzungen; Scheck- oder Lastschriftrückgaben; Kontoüberziehungen um mehr als zwei Monate; rückläufige Kontoumsätze innerhalb der letzten sechs Monate; vermehrte Bankauskünfte; Pfändungen; hohe Personalfluktuation im Management; Nichteinhaltung von Auflagen im Kreditvertrag trotz Erinnerung; persönliche Differenzen unter den Gesellschaftern oder den Geschäftsführern; verspätete

---

[406] Genauso *Brenner*, Non-performing Loans, S. 50 zur MaRisk 5/2007.

[407] *Kastner*, in: Ahlers/Ambrozic u.a., Problematische Firmenkundenkredite, Rn. 22; *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), BTO 1.2.5, Rn. 2 ff.

[408] *Theewen*, in: WM 2004, S. 105.

[409] *Fandrich/Hofmann*, in: Fandrich/Karper, MAH Bank-/KapMarktR, § 6 Rn. 289.

[410] *Bornheimer/Westkamp*, in: Nerlich/Kreplin, MAH Insolvenz und Sanierung, § 7, Rn. 117.

Einreichung der Unterlagen über die wirtschaftlichen Verhältnisse; ein Insolvenzantrag und Betreiben der Zwangsvollstreckung durch Gläubiger genannt.[411]

Im Ergebnis lassen die Vorschriften zum Kreditrisikomanagement in KWG und MaRisk den Kreditinstituten große Umsetzungsspielräume, sodass diesen Normen wenig für die weitere Schärfung des Begriffes der notleidenden Kredite zu entnehmen ist. Nicht auszuschließen ist, dass im Zuge der MaRisk-Novelle 2020, welche einige Leitlinien der EBA umsetzt, das Korsett für das interne Kreditrisikomanagement enger geschnürt werden wird.

2. Prüfungsberichtsverordnung

In der Prüfungsberichtsverordnung (PrüfbV)[412] werden in § 34 Abs. 2 Nr. 2 PrüfbV unter anderem solche Kredite als „bemerkenswert" eingestuft, bei denen die begründete Gefahr besteht, dass sie mit größeren, im Rahmen des gesamten Kreditgeschäfts bedeutenden Teilen notleidend werden. Der Begriff „notleidend" wird in der PrüfbV wiederum nicht definiert, ebenso wenig in den Ermächtigungsnormen für die PrüfbV.[413] Daher kann aus der PrüfbV keine weitere Erkenntnis gewonnen werden.

3. Solvabilitätsverordnung

Sofern die zuvor untersuchten, aus europäischer Feder stammenden Vorschriften zu den Eigenkapitalanforderungen noch in nationales Recht umzusetzen sind, geschieht dies in Deutschland in der Solvabilitätsverordnung, zu deren Erlass das Bundesministerium der Finanzen gemäß §§ 10, 10a KWG ermächtigt ist.[414]

Art. 178 Abs. 2 lit. d) CRR II überträgt die Definition dessen, was beim *90 days past-due*-Kriterium als „wesentliche Verbindlichkeit" (*material credit obligation*) anzusehen ist, an die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden. Diese Präzisierung erfolgt in

---

[411] *Bornheimer/Westkamp*, in: Nerlich/Kreplin, MAH Insolvenz und Sanierung, § 7, Rn. 118; *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), BTO 1.2.5, Rn. 7.

[412] Verordnung über die Prüfung der Jahresabschlüsse der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute sowie über die darüber zu erstellenden Berichte vom 11.06.2015.

[413] In § 48u I Satz 3 Nr. 4 KWG taucht der Begriff „notleidende[r] Darlehen zwar auf, jedoch im Kontext von Verbraucherimmobilienkrediten und wiederum ohne Legaldefinition.

[414] *Cech*, in: Cech/Helmreich, Meldewesen für Finanzinstitute, S. 48.

§ 16 Solvabilitätsverordnung (SolvV)[415], welche infolge des Inkraftretens der CRR II zuletzt 2019 neu gefasst wurde. Die Überschrift der Bestimmung lautet *Erheblichkeitsschwelle für den 90-Tage-Verzug*, womit der Bezug zum *90-Days-past-due*-Kriterium in Art. 178 CRR II im nationalen Recht bereits in der Normüberschrift hergestellt wird.

In der seit 2019 geltenden Fassung des § 16 SolV wird der zuvor untersuchte[416] *Technische Regulierungsstandard zum Schuldnerausfall gemäß Art. 178 CRR bezüglich der Erheblichkeitsschwelle für überfällige Verbindlichkeiten* EBA/RTS/2016/06 beziehungsweise dessen Umsetzung durch die DVO (EU) 2018/171 direkt referenziert. § 16 SolV n.F. folgt der Systematik des Technischen Regulierungsstandard, indem er zwischen Positionen aus Mengengeschäft und Nicht-Mengengeschäft unterscheidet und zwischen einer absoluten und einer relativen Komponente der Erheblichkeitsschwelle unterscheidet. Gemäß den Empfehlungen wird die absolute Komponente der Erheblichkeitsschwelle für Risikopositionen aus dem Mengengeschäft gemäß § 16 Abs. 2 SolvV auf 100 € und für Risikopositionen außerhalb des Mengengeschäfts gemäß §16 Abs. 4 SolvV auf 500 € festgelegt. Die relative Komponente der Erheblichkeitsschwelle – also der Prozentsatz, der das Verhältnis der überfälligen Kreditpositionen zur Gesamtsumme aller Kreditverpflichtungen des Kreditnehmers ausdrückt, wird gemäß § 16 Abs. 3 SolvV auf 1 % Prozent festgelegt. Damit werden auf nationaler Ebene die Vorgaben der EBA vollständig umgesetzt und europäisches und nationales Recht sind insoweit harmonisiert.

VI. Zwischenergebnis

Notleidende Kredite stehen noch immer im Fokus der europäischen und nationalen Regulierung.[417] Sie werden als entscheidendes Hindernis für die Verwirklichung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion gesehen, weshalb ihr Abbau als ein entscheidendes Element zur Vollendung der Finanzunion angesehen und daher

[415] Verordnung zur angemessenen Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen, Finanzholding-Gruppen und gemischten Finanzholding-Gruppen vom 06.12.2013, zuletzt geändert durch Art. 1 Zweite ÄndVvom 19.02.2019 (BGBl. I S. 122).

[416] Siehe oben § 4 C. II. 5. b) aa).

[417] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083; *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 ff.; *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57 (62 ff.); *Weber/Grauer/Schmid*, in: WPg 2020, S. 28 (29 ff.).

innerhalb Europas auf zahlreichen Ebenen mit hoher Priorität vorangetrieben wird.[418] Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund der noch nicht absehbaren wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise.[419]

Während es zeitweise angesichts der schier unübersehbaren Fülle an Normgebungsinitiativen und Anknüpfungspunkten kein leichtes Unterfangen war, gemeinsame Elemente aus der Begriffsflut zwischen „Ausfall", „wertgemindert", „notleidender Risikoposition" etc. herauszudestillieren, hat sich in jüngerer Zeit mehr Klarheit über das Begriffsverständnis des notleidenden Kredites aus bankrechtlicher Sicht herausgebildet.

Ausgangspunkt einer einheitlichen bankrechtlichen Definition des notleidenden Kredits ist die Definition der notleidenden Risikoposition (NPE) aus Anhang V VO (EU) 680/2014.

Zentrale Indikatoren für die Annahme eines Notleidens sind damit eine Überfälligkeit über 90 Tage von wesentlichen/erheblichen Verbindlichkeiten (*90 days past-due*) oder das Vorliegen von Indikatoren für eine Unwahrscheinlichkeit des Begleichens einer Verbindlichkeit (*Unlikely-to-pay*). Die Ausfalldefinition des Art. 178 CRR II sowie die Wertgemindert-Definition des IFRS 9 § 5.5 ff. enthalten diese Indikatoren ebenfalls und führen allenfalls in Randbereichen zu unterschiedlichen Ergebnissen.[420]

Die drei Definitionen unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Anforderungen an Gesundungsprozesse für notleidende Kredite und die Einräumung von Stundungsmaßnahmen, sofern ein Kredit als notleidend klassifiziert ist.[421] Ferner bestehen Unterschiede bei der Behandlung notleidender Kredite auf Institutsebene

---

[418] *Europäische Kommission*, Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion - COM(2017) 2912017, URL: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_de.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083.

[419] *Paulus*, in: ZRP 2020, S. 108 (109).

[420] *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.1, S. 55; *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2017, S. 195 ff.; *Lotz/Flunker/Kien*, in: RdF 2018, S. 28 ff.; *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1011 ff.; *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083 ff.; *Weber/Grauer/Schmid*, in: WPg 2019, S. 463 (465 f.); *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 ff.

[421] *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083 (1087).

sowie hinsichtlich einer automatischen Einstufung als notleidend gegenüber einer widerlegbaren Vermutung des Notleidens.[422]

Die Regelung von Anforderungen an Gesundungsprozesse betreffen das interne Workout einer Bank, zu dem es im Falle des Aufkaufs eines notleidenden Kredites durch einen Loan-to-own-Investor nicht mehr kommt. Gleiches gilt für die Möglichkeit, die Rückführung eines notleidenden Kredites zunächst zu stunden: Dies stellt keinen Bestandteil der Loan-to-own-Strategie dar. Für eine *Loan-to-own*-Investition entscheidend ist der wahre Wert eines Kreditengagements zum Zeitpunkt des Erwerbs – mit einem möglichst hohen Abschlag vom Nominalwert. Wird in Folge eines Krediterwerbs ein *Debt-Equity-Swap* durchgeführt, spielen Fragen einer Gesundung des Kredits oder einer Stundung keine Rolle mehr, denn der Kredit wird in Eigenkapital umgewandelt.

Für die vorliegende Untersuchung von Relevanz sind somit die Kriterien für die erstmalige Einordung eines Kredites als notleidend, denn sobald ein Kreditengagement erstmalig als notleidend einzustufen ist, wird das Kreditinstitut die Möglichkeit des Weiterverkaufs eines solchen Engagements an spezialisierte Investoren zumindest in Betracht ziehen.

In dieser Konsequenz ist als Zwischenergebnis festzuhalten, dass die zuvor untersuchten bankrechtlichen Ansätze – die regulatorischen, aufsichtlichen und rechnungslegungsbezogenen – im Wesentlichen einheitliche Kriterien zur erstmaligen Einordnung von Krediten als notleidend verwenden: Die Überfälligkeit über 90 Tage (*90 days past due*) sowie die Unwahrscheinlichkeit des Begleichens einer Verbindlichkeit (*Unlikeliness-to-pay*).

[422] Vgl. ausführlich zu diesen Unterschieden *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083 ff.; sowie *Europäische Zentralbank*, Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, Kapitel 5.3, 5.4, 5.6, S. 62 ff.

D. Zivilrechtliche Ansätze

Eine Legaldefinition des notleidenden Kredites existiert im Zivilrecht nicht. Der Gesetzgeber hat im Zusammenhang mit der zum 01.01.2002 erfolgten Schuldrechtsmodernisierung davon abgesehen, den Begriff des „Kredits" als in das BGB zu übernehmen.[423] Zu verstehen wäre „Kredit" als jegliche Überlassung von Kaufkraft auf Zeit – innerhalb der Systematik des BGB umfasst der Begriff daher neben dem Gelddarlehen auch das Sachdarlehen gemäß §§ 607 ff. BGB.[424] Für die Zwecke der vorliegenden Arbeit werden die Begriffe „Kredit" und „(Geld-) Darlehen" synonym verwendet.

Die Verschaffung und Belassung eines Geldbetrages auf Zeit wird im BGB im Darlehensrecht geregelt, §§ 488 ff. BGB. Der Darlehensvertrag ist ein (Geld-) Gebrauchsüberlassungsvertrag und damit ein Dauerschuldverhältnis. Folglich sind die für Dauerschuldverhältnisse geltenden allgemeinen Regelungen anzuwenden. Demgemäß tritt nach Ausreichung der Geldmittel anstelle des gesetzlichen Rücktritts das Recht zur Kündigung.[425]

Eine zivilrechtliche Definition des notleidenden Kredites muss sich folglich nach den gesetzlichen Voraussetzungen für eine außerordentliche Kündigung eines Darlehensvertrages richten. Diese Voraussetzungen sind nun im Einzelnen zu untersuchen.

Nach dem allgemein anerkannten zivilrechtlichen Verständnis ist ein Kredit als notleidend einzustufen, wenn das Vertragsverhältnis wegen einer wesentlichen Vertragsverletzung des Darlehensnehmers vom Kreditgeber bereits gekündigt wurde oder jederzeit außerordentlich gekündigt werden kann – auf den Ausspruch der Kündigung kommt es nicht an.[426] Individualvertragliche Abweichungen von den

---

[423] *Pamp*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 75 Rn. 2.

[424] *Freitag*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 488 BGB, BGB § 488 Rn. 22.

[425] Vgl. *Funken*, Übertragung von Darlehensforderungen durch Kreditinstitute, S. 9 m.w.N.

[426] *Bitter*, in: ZHR 2009, S. 407 m.w.N.; *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 8; *Stumpf/Günnel*, in: FLF 2017, S. 26 (27); im Ergebnis ebenso *Funken*, Übertragung von Darlehensforderungen durch Kreditinstitute, S. 13 ff. m.w.N.; *Domke/Sperlich*, in: BB 2008, S. 342–343; *Nobbe*, in: ZIP 2008, S. 97; *OLG Schleswig* vom 18.10.2007 - 5 U 19/07 = ZIP 2007, 2308; (bestätigt durch *BGH* vom 27.10.2009 - XI ZR 225/08 = BGHZ 183, 60 = NJW 2010, 361); *Institut für Finanzdienstleistungen e.V.*, Erwerb von Kreditforderungen durch Private Equity-Unternehmen2007, URL: https://www.vzbv.de/sites/default/files/mediapics/studie_forderungsverkaeufe_iff_10_2007.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020, S. 11; a.A. *Reifner*, in: BKR 2008, S. 142 (151 ff.).

gesetzlichen Bestimmungen wie etwa marktübliche *Covenants*[427] sind nicht Gegenstand der folgenden Betrachtung, da der Anspruch ist, eine am Wortlaut des Gesetzes orientierte Definition zu entwickeln.

I. § 490 Abs. 1 BGB

Das außerordentliche Kündigungsrecht nach Maßgabe des § 490 Abs. 1 BGB bezweckt, den Darlehensgeber vor einem durch die Insolvenz des Darlehensnehmers eintretenden Vermögensverlust zu bewahren.[428] Der Darlehensgeber soll eine sich abzeichnende Insolvenz des Darlehensnehmers nicht abwarten müssen, um sich vom Darlehensvertrag lösen zu dürfen, sondern ihm soll in den tatbestandlich erfassten Fällen unter Preisgabe der Interessen des Schuldners die Möglichkeit eröffnet werden, so schnell wie möglich zu retten, was zu retten ist.[429]

Das Kündigungsrecht gemäß § 490 Abs. 1 BGB weist vier aufeinander aufbauende Voraussetzungen auf: Es muss (i) eine Verschlechterung der Vermögensverhältnisse, die (ii) wesentlich ist und (iii) dazu führen würde, dass die Realisierung des Rückzahlungsanspruches gefährdet ist, (iv) eingetreten sein oder einzutreten drohen.[430]

1. Verschlechterung der Vermögensverhältnisse

Ursache für ein Szenario, bei dem es nicht zu einer vollständigen Befriedigung des Kreditgebers kommt, muss eine „Verschlechterung" der Vermögensverhältnisse, also eine negative Entwicklung der Vermögenslage, sein.[431]

Das BGB definiert nicht, wann eine „wesentliche Verschlechterung der Vermögensverhältnisse" vorliegt; auch an anderer Stelle finden sich im BGB keine Bestimmungen, die Rechtsfolgen für den Fall vorsehen, dass „die Vermögensverhältnisse des Verpflichteten sich erheblich verschlechtert haben".[432]

Einigkeit besteht jedenfalls darüber, dass die Verschlechterung zum Zeitpunkt der Kündigungserklärung anhand objektiver Kriterien feststellbar sein muss und es insoweit

---

[427] *Ringelspacher*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 327; *Palenker*, Loan-to-own, S. 237 ff.

[428] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 3.

[429] BT-Drs. 14/6040 S. 254; *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 3; *Brenner*, Non-performing Loans, S. 54; *Schwintowski*, in: Herberger/Martinek u.a., jurisPK-BGB, § 490 BGB, Rn. 18; *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 383 (391).

[430] *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 385.

[431] *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 386; *Dehio/Rinne/Schmitt*, in: WM 2020, S. 819 (824 f.).

[432] Hierzu ausführlich *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 385 m.w.N.; ähnlich *Knops*, in: WM 2012, S. 1651.

auf eine Kenntnis der kreditgewährenden Bank bzw. den Zeitpunkt eines Nachschiebens von Gründen nicht ankommt.[433]

Als maßgeblich für die Verschlechterung wird ein Vergleich der Vermögensverhältnisse bei Vertragsschluss und zum Zeitpunkt der Kündigung angesehen.[434]

Zu der Frage, was in den Begriff der Vermögensverhältnisse einzubeziehen ist, werden verschiedene Auffassungen vertreten:

a) Weites Verständnis der Vermögensverhältnisse

Nach einer Ansicht umfasst der Begriff der Vermögensverhältnisse die gesamte wirtschaftliche und finanzielle Situation des Kreditnehmers und schließt auch externe Faktoren ein – vorausgesetzt, dass diese sich auf seine konkrete Vermögenslage auswirken. Die Verschlechterung muss demnach in den speziellen Verhältnissen des Kreditnehmers liegen; eine negative Veränderung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage, wie etwa eine rückläufige Konjunktur, Wirtschaftskrisen oder Kriegsausbruch, sowie das Eingreifen von Kreditrestriktionen genüge nicht. Etwas anderes könne nur dann gelten, wenn die Änderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage den Kreditnehmer auf Grund seiner besonderen wirtschaftlichen Verhältnisse besonders betreffen würden.[435]

---

[433] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 14, 22 f., 49, 136, 157; *Weidenkaff*, in: Palandt/Brudermüller u.a., Palandt, § 490 BGB, Rn. 3; *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 2; *Kropf*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 6.27 ff., 6.46 ff.; *Fandrich/Hofmann*, in: Fandrich/Karper, MAH Bank-/KapMarktR, § 6 Rn. 184; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 209, 215; *Krepold*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 79 Rn. 181, 187; *Josten*, Kreditvertragsrecht, Rn. 956; *Freitag*, in: WM 2001, S. 2370 (2373); *BGH,* Urteil vom 01.03.1994 - XI ZR 83/93 = NJW 1994, 2154; *OLG Frankfurt am Main,* Urteil vom 25.03.2011 - 19 U 173/10 = ZIP 2011, 999; zuletzt *OLG Saarbücken,* Urteil vom 14.06.2018 - 4 U 126/17 = NJW-RR 2018, 1070.

[434] *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 386; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 209.

[435] *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 4; *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 14; *BGH,* Urteil vom 13.06.1957 - VII ZR 221/56 = WM 1957, 949 = BeckRS 1957, 00034; *Krepold*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 79 Rn. 182; *Josten*, Kreditvertragsrecht, Rn. 956; *Bales/Brinkmann*, Sanierung von Unternehmen durch Kreditinstitute, Management und Berater, Rn. 786.

Vorrangig vor externen Faktoren ist zunächst jeweils das (liquide) Vermögen des Kreditnehmers maßgeblich, auf das tatsächlich zugegriffen werden kann, mithin das gesamte der Zwangsvollstreckung unterliegende Vermögen des Darlehensnehmers.[436]

Darüber hinaus müssen bei der Beurteilung, ob eine Vermögensverschlechterung vorliegt, alle den Rückzahlungsanspruch gefährdenden wirtschaftlichen Umstände unter Berücksichtigung der Verkehrsauffassung einbezogen werden. Zu beachten sind demnach u.a. die Realisierbarkeit der Aktiva, die Flüssigkeit der Mittel, die Fälligkeit der Schulden sowie etwaige Zahlungsstockungen und Krediterschütterungen.[437]

b) Enges Verständnis der Vermögensverhältnisse

Eine andere Ansicht erkennt einen normativen Anknüpfungspunkt in § 6 Abs. 2 Satz 1 des Gesetzes zur Regelung offener Vermögensfragen (VermG), wonach eine wesentliche Verschlechterung der Vermögenslage vorliegt, *„wenn sich bei der Aufstellung der Eröffnungsbilanz [zum 1. Juli 1990 nach dem D-Markbilanzgesetz] oder der [für die Rückgabe aufgestellten] Schlussbilanz eine Überschuldung oder eine Unterdeckung des für die Rechtsform gesetzlich vorgeschriebenen Mindestkapitals ergibt*“.[438]

c) Stellungnahme

Gegen das enge Verständnis des Begriffes der Vermögensverhältnisse ist vorzubringen, dass das VermG einen völlig anderen Zweck als die Identifikation notleidender Kreditengagements verfolgt – nämlich die Wiedergutmachung bestimmter Eingriffe in das Privateigentum durch die DDR, insbesondere sogenanntes „Teilungsunrecht“.[439] Ursache für eine „wesentliche Verschlechterung der Vermögenslage“ im Sinne des VermG ist regelmäßig einer der Schädigungstatbestände des § 1 Abs. 1 lit. a)–d) VermG, also Enteignungen durch die DDR und die darauf folgende Überführung in sogenanntes „Volkseigentum“.[440]

---

[436] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 12; *Weidenkaff*, in: Palandt/Brudermüller u.a., Palandt, § 490 BGB, Rn. 3; *Rohe*, in: Hau/Poseck, BeckOK-BGB, § 490 BGB, Rn. 6; *BGH,* Urteil vom 20.05.2003 - XI ZR 50/02 = NJW 2003, 2674.

[437] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 14.

[438] Nur *Knops*, in: WM 2012, S. 1652 unter Verweis auf Larenz/Wolf (2004).

[439] *Hirschinger*, in: Kölble, Bundesrecht, Gesetz zur Regelung offener Vermögensfragen, Einleitung Ziff. 1.

[440] *Hirschinger*, in: Kölble, Bundesrecht, Gesetz zur Regelung offener Vermögensfragen, Zu § 6 Abs. 1.

Die historische Spezifität dieser Eingriffe lässt sie als allgemeinen zivilrechtlichen Maßstab für die Identifizierung von notleidenden Kreditengagements für ungeeignet erscheinen.

Wirtschaftliche und finanzielle Umstände des Darlehensnehmers begründen in der Regel das Notleiden eines Kreditengagements. Dem wird das weite Verständnis der Vermögensverhältnisse besser gerecht, indem es solche Umstände bei der Beurteilung des Vorliegens einer Verschlechterung einbezieht. Die aufgrund des weiten Verständnisses recht unscharfe Konturierung des Begriffes der Verschlechterung der Vermögensverhältnisse ist dabei hinzunehmen.[441] Durch die COVID-19-Pandemie und die durch sie hervorgerufene Wirtschaftskrise gewinnt die Unterscheidung zwischen allgemeiner Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage und konkrete, besondere Betroffenheit eines bestimmten Kreditnehmers an praktischer Bedeutung.[442]

2. Wesentlichkeit der Verschlechterung

Die Wesentlichkeit der Verschlechterung bemisst sich danach, ob aufgrund dieser Verschlechterung eine Gefährdung des Rückzahlungsanspruchs eintritt. Erforderlich, aber auch hinreichend ist, dass gerade aufgrund dieser Entwicklung der Rückzahlungsanspruch des Darlehensgebers gefährdet ist. Eine zur Kündigung berechtigende „wesentliche Verschlechterung" besteht demnach dann, wenn eine Verschlechterung der Vermögensverhältnisse bzw. der Werthaltigkeit einer bestellten Sicherheit kausal die Gefährdung des Rückzahlungsanspruchs zur Folge hat.[443]

Sind lediglich die Regelmäßigkeit der Rückzahlung oder der Zahlung der vereinbarten Zinsen betroffen, reicht dies für die Annahme von Wesentlichkeit regelmäßig nicht aus.[444] Umgekehrt erfordert die Annahme einer wesentlichen Verschlechterung nicht eine schon vorliegende Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit des Darlehensnehmers.[445]

---

[441] Zur Unbestimmtheit vgl. *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 383 (384).

[442] *Dehio/Rinne/Schmitt*, in: WM 2020, S. 819 (824 ff.); *Knops*, in: Schmidt, Rechtsfragen Coronakrise, § 2, Rn. 2 ff.

[443] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 26.

[444] *Wiese*, in: Schulze, BGB-Kommentar, § 490 BGB, Rn. 3.

[445] *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 211; *Krepold*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 79 Rn. 184.

3. Gefährdung des Rückzahlungsanspruches

Eine Gefährdung des Rückzahlungsanspruchs ist gegeben, wenn der Darlehensnehmer den Anspruch aus § 488 Abs. 1 Satz 2 BGB zu dem vereinbarten Fälligkeitstermin voraussichtlich nicht oder nur zum Teil erfüllen kann, dieser mithin akut ausfallgefährdet ist, sofern die bestellten Sicherheiten voraussichtlich nicht ausreichen.[446] Zwischen Verschlechterung und Gefährdung muss ein unmittelbarer Kausalzusammenhang bestehen, wofür in der Regel auf eine Prognose abzustellen ist.[447] Die Darlegungs- und Beweislast hierfür trägt das Kreditinstitut.[448]

4. Eingetretene oder drohende Verschlechterung

Aus dem Wortlaut „einzutreten droht" in § 490 Abs. 1 BGB wird deutlich, dass eine Verschlechterung noch nicht eingetreten sein muss – das Recht zur außerordentlichen Kündigung besteht also bereits dann, wenn eine ins Gewicht fallende Kreditausfallgefahr besteht.[449] Davon ist auszugehen, wenn die Verschlechterung der Vermögensverhältnisse oder das Ausmaß der Vermögensgefährdung einen Grad erreicht hat, der die Rückzahlung der Bankforderungen gefährdet erscheinen lässt.[450]

Müsste zunächst die Insolvenz abgewartet werden, würde diese gerade jenen Vermögensverlust herbeiführen, vor welchem § 490 Abs. 1 BGB schützen will. Allerdings ist auch hier zu berücksichtigen, dass § 490 Abs. 1 BGB dem Darlehensgeber kein Kündigungsrecht bei bloßem Verdacht der Vermögensverschlechterung gewährt. Erforderlich ist daher, dass sich die Vermögensverschlechterung auf Grund objektiv verifizierbarer Indizien konkret abzeichnet. Dies hat der Darlehensgeber nach pflichtgemäßem Ermessen zu prüfen. Entscheidend für seine Prognose ist sein Kenntnisstand im Zeitpunkt der Kündigungserklärung. Der Kündigungsgrund fällt also nicht rückwirkend weg, wenn sich später herausstellt, dass auf Grund unvorhersehbarer Entwicklungen oder wegen unbekannter, auch durch pflichtgemäße Prüfung nicht erkennbarer Umstände die zum Zeitpunkt der Kündigungserklärung erstellte Prognose

---

[446] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 27; *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 8; *Hofmann*, in: Fandrich/Karper, MAH Bank-/KapMarktR, § 7 Rn. 164.

[447] *Fandrich*, in: Westphalen/Thüsing, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, Darlehensvertrag Rn. 124; *Josten*, Kreditvertragsrecht, Rn. 960; *OLG Brandenburg,* Urteil vom 18.11.2009 - 3 U 104/08 = WM 2010, 605.

[448] *Hofmann*, in: Fandrich/Karper, MAH Bank-/KapMarktR, § 7 Rn. 164.

[449] *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 206.

[450] *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 209.

falsch war. Die vorläufige Insolvenzeröffnung schließt das Kündigungsrecht der Bank nicht aus.[451]

5. Exkurs: Verschlechterung der Sicherheiten

Wenngleich (Immobilar-)Sicherheiten aufgrund der Themenstellung nicht im Fokus der Betrachtung stehen – es geht um die schuldenbasierte Übernahme des gesamten Unternehmens, nicht um die Verwertung von Sicherheiten – sei der Vollständigkeit halber erwähnt, dass nach § 490 Abs. 1 BGB auch eine Verschlechterung der Werthaltigkeit einer Sicherheit vorliegen muss. Entgegen des Wortlautes muss diese kumulativ mit der Verschlechterung der Vermögensverhältnisse vorliegen, um ein Kündigungsrecht anzunehmen.[452] Es ergibt Sinn, die außerordentliche Kündigung nicht zuzulassen, wenn aufgrund der gestellten Sicherheiten die Rückerstattung des Darlehens möglich ist.[453] Eine Verschlechterung der Sicherheit beurteilt sich dabei anhand des Zerschlagungswertes, d.h. des durch Notverkauf oder Zwangsversteigerung zu erzielenden Veräußerungswertes.[454] In der Praxis wird ein Kreditinstitut im Falle der Verschlechterung einer Sicherheit eine Verstärkung der Sicherheiten bzw. eine Nachbesicherung verlangen, bevor sie zum scharfen Schwert der außerordentlichen Kündigung greift.[455]

Allerdings sind bei der Kündigung wegen Verschlechterung der Werthaltigkeit einer Sicherheit jedoch die allgemeinen Vermögensverhältnisse des Darlehensnehmers – einschließlich Kreditsicherheiten – zu berücksichtigen, da eine Gefährdung des Rückerstattungsanspruchs bei ansonsten intakter Bonität nicht besteht. Allein der

---

[451] *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 7.

[452] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 9, 29.

[453] *Toth-Feher/Schick*, in: ZIP 2004, S. 491.

[454] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 30; *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 9; *Brenner*, Non-performing Loans, S. 54; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 214, 250; *Krepold*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 79 Rn. 186, 222; *Bales/Brinkmann*, Sanierung von Unternehmen durch Kreditinstitute, Management und Berater, Rn. 788; *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 383 (385); *Wittig*, in: NZI 2002, S. 633 (635); *BGH,* Urteil vom 10.11.1977 - III ZR 39/76 = NJW 1978, 947; zuletzt *OLG Stuttgart,* Urteil vom 29.03.2017 - 9 U 223/16 = ZIP 2017, 1897.

[455] Ebenso *Brenner*, Non-performing Loans, S. 54 unter Verweis auf § 242 BGB sowie die AGB-Banken und AGB-Sparkassen; *Josten*, Kreditvertragsrecht, Rn. 983; *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 50; a.A. *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 141 m.w.N., wonach Mängel der Sicherheitenbestellung ein außerordentliches Kündigungsrecht nach § 490 III i.V.m. § 314 BGB begründen.

Wertverlust einer Sicherheit wird daher selten eine Kündigung rechtfertigen.[456] Ferner sind Unternehmenskredite in der Regel mit dem gesamten Anlage- und Umlaufvermögen des Darlehensnehmers und gegebenenfalls aller zum Darlehensnehmer gehörenden Konzerngesellschaften besichert; Vermögensverhältnisse und Wert der Sicherheiten sind bei den im Rahmen dieser Arbeit beleuchteten Krediten häufig deckungsgleich.

6. Zwischenergebnis

Die Tatbestandsmerkmale des § 490 Abs. 1 BGB haben teilweise starken Prognosecharakter. Unsicherheiten bei der Feststellung, Bewertung und Prognose können daher schwere Auswirkungen sowohl auf Darlehensgeber als auch auf Darlehensnehmer haben, denn eine Klärung durch die Gerichte kann stets nur ex post erfolgen.[457] Andererseits verbietet sich eine starre Anwendung holzschnittartiger oder schablonenhafter Kriterien, denn die Gründe für eine wesentliche, die Rückzahlung gefährdende Vermögensverschlechterung können sehr spezifischer, auf den Darlehensnehmer bzw. auf dessen Marktumfeld bezogener Natur sein. Nicht zuletzt deshalb behelfen sich Rechtsprechung und Literatur mit einer umfangreichen Kasuistik, welche unter § 4D.IV näher dargestellt wird.[458]

II. § 490 Abs. 3 BGB i.V.m. § 314 BGB[459]

Nach § 490 Abs 3 BGB bleiben die Vorschriften der §§ 313, 314 BGB unberührt. Diese im Rahmen der Schuldrechtsmodernisierung eingeführten Vorschriften übernehmen die zuvor in Rechtsprechung und Schrifttum entwickelten Grundsätze über die Störung der Geschäftsgrundlage und die Kündigung von Dauerschuldverhältnissen aus wichtigem Grund.[460] Neben das spezialgesetzliche Kündigungsrecht aus § 490 Abs. 1 BGB tritt daher das außerordentliche Kündigungsrecht nach Maßgabe der §§ 490 Abs. 3 i.V.m. 314 BGB.[461]

---

[456] *Hofmann*, in: Fandrich/Karper, MAH Bank-/KapMarktR, § 7 Rn. 163.

[457] *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 383 (390).

[458] Zur Kasuistik vgl. *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 383 (385); *Knops*, in: WM 2012, S. 1649 (1652).

[459] Zur Bedeutung des Kündigungsrechts nach § 313 Abs. 3 Satz 2 BGB vgl. *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 124 ff.

[460] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 121; *Weth*, in: Herberger/Martinek u.a., jurisPK-BGB, § 314 BGB, Rn. 3.

[461] *Funken*, Übertragung von Darlehensforderungen durch Kreditinstitute, S. 11; *Schwintowski*, in: Herberger/Martinek u.a., jurisPK-BGB, § 490 BGB, Rn. 55.

Der wichtige Grund für eine außerordentliche Kündigung setzt nach § 314 BGB voraus, dass dem kündigenden Vertragsteil unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalls und unter Abwägung der beiderseitigen Interessen die Fortsetzung des Vertrags bis zur vereinbarten Beendigung oder bis zum Ablauf einer Kündigungsfrist umzumutbar ist.[462] Dafür bedarf es einer Gesamtwürdigung der besonderen Umstände des einzelnen Falles und einer Abwägung der Interessen beider Vertragsteile, ein Verschulden des Kündigungsgegners ist nicht erforderlich.[463]

Im Unterschied zu § 490 Abs. 1 BGB, welcher neben der Vermögensverschlechterung nach überwiegender Ansicht kumulativ eine Sicherheitenverschlechterung erfordert (siehe oben § 4D.I.5, ist eine außerordentliche Kündigung des Darlehensgebers auch bei Vorhandensein ausreichender Sicherheiten möglich.[464]

Für die Annahme wichtiger Gründe haben sich Fallgruppen herausgebildet, welche nun im Einzelnen behandelt werden, ferner wird unter § 4D.IV die von Schrifttum und Rechtsprechung entwickelte Kasuistik zu außerordentlichen Kündigungsgründen dargestellt.[465]

1. Wesentliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation des Darlehensnehmers

Wie bei § 490 Abs. 1 BGB bildet die wesentliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation des Darlehensnehmers im Grundsatz einen Kündigungsgrund für den Darlehensgeber.[466] Das allgemeine Kündigungsrecht aus § 314 BGB hat insoweit allerdings nur einen beschränkten Anwendungsbereich, weil § 490 Abs. 1 BGB als lex speciales vorgeht, soweit es um die Gefährdung des Rückzahlungsanspruchs des Darlehensgebers durch eine eingetretene oder drohende Verschlechterung in den Vermögensverhältnissen des Darlehensnehmers oder einer bestellten Sicherheit geht (siehe oben).[467]

---

[462] *Weth*, in: Herberger/Martinek u.a., jurisPK-BGB, § 314 BGB, Rn. 13.

[463] Vgl. *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 134 mit zahlreichen Nachweisen aus der Rechtsprechung.

[464] *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 246; *Krepold*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 79 Rn. 218.

[465] Anzahl und Bezugsgrößen der Fallgruppen weichen je nach Quelle teilweise erheblich voneinander ab. Die folgende Darstellung orientiert sich an *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 136 ff.

[466] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 136.

[467] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 122 m.w.N.

Eigenständige Bedeutung verbleibt § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB aber dann, wenn zwar nicht der Rückzahlungsanspruch, aber der Anspruch des Darlehensgebers auf Zahlung der zukünftig fällig werdenden Zinsen gefährdet ist.[468] Dies trifft insbesondere auf langfristige Darlehen ohne ordentliches Kündigungsrecht zu, wo es für den Darlehensgeber aufgrund der absehbaren Verschlechterung beim Darlehensnehmer unzumutbar sein kann, quasi „sehenden Auges" auf Zinszahlungen zu verzichten.[469]

Im Unterschied zu § 490 Abs. 1 BGB ist eine objektive Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage des Darlehensnehmers nicht erforderlich; es genügt, wenn der Darlehensgeber bei der Darlehensgewährung (irrtümlich) von einer besseren finanziellen Lage des Darlehensnehmers ausging.[470]

2. Schwerwiegende Verstöße gegen vertragliche Haupt- oder Nebenpflichten

Eine zweite Gruppe wichtiger Kündigungsgründe bilden schwerwiegende Verstöße gegen vertragliche Haupt- oder Nebenpflichten.[471] Bedeutsamste Fallgruppe ist hierbei der Verzug mit Zinszahlungen im Sinne der §§ 280 Abs. 1, Abs. 2, 286 BGB.[472]

Zu beachten ist hier, dass gemäß § 314 Abs. 2 Satz 1 BGB die Kündigung erst nach einer erfolglosen Fristsetzung zulässig ist, wenn der wichtige Grund in einer Vertragspflichtverletzung besteht. Für Rückausnahmen wird auf die allgemeinen Vorschriften des § 323 Abs. 2 Nr.1 und 2 BGB sowie auf § 314 Abs. 2 Satz 3 BGB verwiesen. In letzterem Fall kann auch ohne Fristsetzung gekündigt werden, wenn besondere Umstände vorliegen, die unter Abwägung der beiderseitigen Interessen die sofortige Kündigung rechtfertigen. In Bezug auf Verzug bei Darlehensverträgen haben sich hier Fallgruppen gebildet, bei deren Vorliegen ausnahmsweise fristlos nach § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 Abs. 2 Satz 3 BGB gekündigt werden kann. So werden

---

[468] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 136.

[469] Vgl. *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 136.

[470] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 136 m.w.N.

[471] *Brenner*, Non-performing Loans, S. 52; *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 137.

[472] *Funken*, Übertragung von Darlehensforderungen durch Kreditinstitute, S. 13 m.w.N.; *Brenner*, Non-performing Loans, S. 52; *Bales/Brinkmann*, Sanierung von Unternehmen durch Kreditinstitute, Management und Berater, Rn. 784; *Dick*, Der Verkauf von Non Performing Loans, S. 114 (Fn. 663); *Regenfus*, in: ZBB 2015, S. 383 (Fn. 5); *Hofmann/Walter*, in: WM 2004, S. 1566 (1568); *BGH,* Beschluss vom 12.07.1984 - III ZR 32/84 = WM 1984, 1273 = BeckRS 1984, 31068654.

besondere Umstände angenommen, wenn der Schuldner an mindestens zwei[473], jedenfalls aber drei[474] aufeinander folgenden Zahlungsterminen keine Zahlung mehr geleistet hat. Unter Umständen kann bereits die einmalige Nichtbedienung einer Darlehensrate für den Darlehensgeber das Festhalten am Vertrag unzumutbar machen. Dies hat die Rechtsprechung für den Fall der Nichtzahlung einer vierteljährlichen Zins- und Tilgungsrate für einen gewerblichen Millionenkredit anerkannt.[475]

3. Gesellschafts-, konzern- oder umwandlungsrechtliche Strukturmaßnahmen

Die Vertrauensgrundlage zwischen Darlehensgeber und Darlehensnehmer kann auch dadurch erschüttert werden, dass ein neuer wesentlicher Gesellschafter in das darlehensnehmende Unternehmen eintritt oder sich die Konzernlage des Darlehensnehmers durch Strukturmaßnahmen o.ä. ändert.[476] In der Praxis wird dem in Form sogenannter Change of Control-Klauseln in Darlehensverträgen begegnet.[477] In Anbetracht der Aufgabenstellung – der Erarbeitung einer Definition des notleidenden Kredites anhand gesetzlicher Anhaltspunkte – werden solche Vertragsgestaltungen hier aber nicht näher untersucht.

4. Sonstige schwerwiegende Verstöße

Das Vertrauen zwischen Darlehensgeber und Darlehensnehmer kann des Weiteren durch besonders schwerwiegende Verstöße gegen vertragliche Haupt- und Nebenpflichten erschüttert werden, sodass eine fristlose außerordentliche Kündigung gerechtfertigt ist. Zu diesen Fällen gehört das nicht hinreichend substantiierte Bestreiten der Zahlungsverpflichtung in Verbindung mit der fehlenden Bereitschaft, sich weiter

---

[473] *Josten*, Kreditvertragsrecht, Rn. 984; *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 137; *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 49; *BGH,* Urteil vom 19.09.1985 - III ZR 213/83 = BGHZ 95, 362 = NJW 1986, 46.

[474] *Brenner*, Non-performing Loans, S. 14; *Hofmann/Walter*, in: WM 2004, S. 1566 (1568); *Hamberger/Diehm*, in: Die Bank 2004; *OLG Hamm,* Urteil vom 28.06.1985 - 11 U 129/84 = MDR 1986, 55.

[475] *BGH,* Urteil vom 02.03.1999 - XI ZR 81/98 = NJW-RR 1999, 842; *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 137; *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 49.

[476] *Schneider*, in: Lieb, FS Zöllner, S. 539 (550); *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 140.

[477] Vgl. *Hopt*, in: Baumbach/Hopt u.a., HGB-Kommentar, 2. Teil V. (7) Bankgeschäfte, Rn. G19; ausführlich *Cramer*, in: WM 2011, S. 825 ff.

vertragstreu zu verhalten.[478] Erst recht genügt eine kategorische Ablehnung oder die endgültige Einstellung weiterer Zinszahlungen.[479]

Falsche, unzureichende oder beharrlich unterlassene Angaben zu vertragswesentlichen Umständen der Vermögensverhältnisse des Darlehensnehmers – etwa im Rahmen der Selbstauskunft (§ 18 KWG) oder zwischen Vertragsschluss und Valutierung des Darlehens – stellen ebenfalls besonders schwerwiegende Verstöße dar.[480]

III. Nr. 19 Abs. 3 AGB-Banken und Nr. 26 Abs. 2 AGB-Sparkassen

Die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Banken und Sparkassen dienen vorrangig der Standardisierung der Bankverträge sowie der Risikobegrenzung und -abwälzung für das Kreditinstitut.[481] Praktisch verwenden alle Kreditinstute in Deutschland die AGB-Banken bzw. AGB-Sparkassen einheitlich, sodass ihnen eine quasi-normative Bedeutung zukommt.[482]

Die vertraglichen Kündigungsrechte in Nr. 19 AGB-Banken bzw. Nr. 26 AGB-Sparkassen konkretisieren die gesetzlichen Kündigungsrechte, ohne abschließend zu sein.[483] Nr. 19 Abs. 3 AGB-Banken und Nr. 26 Abs. 2 AGB-Sparkassen regeln dabei jeweils das außerordentliche Kündigungsrecht aus wichtigem Grund.[484] Dieses ist jeweils gegeben bei Vorliegen eines wichtigen Grundes, aufgrund dessen dem Kreditinstitut die

---

[478] *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 139; *BGH* vom 05.03.1981 - III ZR 115/80 = NJW 1981, 1666; *Krepold*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 79 Rn. 224; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 252.

[479] *BGH,* Beschluss vom 12.07.1984 - III ZR 32/84 = WM 1984, 1273 = BeckRS 1984, 31068654; *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 139; *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 49.

[480] *Josten*, Kreditvertragsrecht, Rn. 982; *Mülbert*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2015), § 490 BGB, Rn. 139; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 246; *Krepold*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 79 Rn. 218; *Weidenkaff*, in: Palandt/Brudermüller u.a., Palandt, § 490 BGB, Rn. 11, jeweils m.w.N. aus der Rechtsprechung.

[481] *Bunte*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 4 Rn. 12 ff.; *Bunte/Zahrte*, AGB-Banken, AGB-Sparkassen, Sonderbedingungen, AGB-Banken Rn. 20 ff.

[482] *Bunte*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 4 Rn. 24; *Bunte/Zahrte*, AGB-Banken, AGB-Sparkassen, Sonderbedingungen, AGB-Banken Rn. 25 ff.

[483] *Brenner*, Non-performing Loans, S. 52.

[484] *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 8.

Fortsetzung der Geschäftsbeziehung[485] – unter Berücksichtigung der berechtigten Interessen des Kunden – nicht zugemutet werden kann. Beide AGBen enthalten nicht abschließende Regelbeispiele für wichtige Gründe.[486]

Das Regelbeispiel in Nr. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 2 AGB-Banken bzw. in Nr. 26 Abs. 2 lit- a) AGB-Sparkassen – wesentliche Verschlechterung der Vermögensverhältnisse oder der Werthaltigkeit einer Sicherheit – ähnelt dem Tatbestand des § 490 Abs. 1 BGB.

Die weiteren Regelbeispiele in Nr. 19 Abs. 3 Spiegelstrich 1 und 3 AGB-Banken bzw. in Nr. 26 Abs. 2 lit. b) und c) AGB-Sparkassen – unrichtige Angaben sowie Unterlassung der (fristgemäßen) Bereitstellung von Sicherheiten – gehören zu den auch für § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB von Rechtsprechung und Schrifttum entwickelten Fallgruppen von wichtigen Gründen (siehe oben § 4D.II). Nr. 26 Abs. 2 lit. d) und e) AGB-Sparkassen enthalten noch ergänzende Regelbeispiele für wichtige Gründe, namentlich die Einleitung der Zwangsvollstreckung gegen den Kunden, die Verschlechterung der Vermögensverhältnisse eines Mitverpflichteten oder eines persönlich haftenden Gesellschafters sowie der Eintritt des Todes oder der Wechsel eines persönlichen Gesellschafters.

In Anbetracht der Entstehungsgeschichte des § 490 BGB überraschen die strukturellen Ähnlichkeiten nicht, diente doch der – wesentlich ältere – Nr. 19 AGB-Banken als Vorbild für die Neufassung des § 610 BGB a.F., heute § 490 BGB im Rahmen der Schuldrechtsreform.[487]

---

[485] Die AGB-Banken verwenden den Begriff der *„Geschäftsverbindung"* als Oberbegriff für die gesamte Kundenbeziehung und *„Geschäftsbeziehung"* für einzelne Verträge. Die AGB-Sparkassen hingegen verwenden *„Geschäftsbeziehung"* als Oberbegriff und bezeichnen einzelne Verträge als *„Geschäftszweige"*.

[486] *Bunte/Zahrte*, AGB-Banken, AGB-Sparkassen, Sonderbedingungen, AGB-Banken Rn. 414, AGB-Sparkassen Rn. 86.

[487] *Fandrich*, in: Westphalen/Thüsing, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, Banken- und Sparkassen-AGB Rn. 96; *Fandrich*, in: Westphalen/Thüsing, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, Darlehensvertrag Rn. 123; *Wittig*, in: NZI 2002, S. 633 (634); *Freitag*, in: WM 2001, S. 2370–2371; *Josten*, Kreditvertragsrecht, Rn. 953; *Obermüller*, in: ZInsO 2002, S. 97 (99); *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 7; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 205; *Bunte*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 24 Rn. 26; *Krepold*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 79 Rn. 177.

Nicht zuletzt aufgrund der praktisch flächendeckenden Verbreitung der AGB-Banken bzw. der AGB-Sparkassen dürften diese in den meisten Fällen vorrangig vor den – vertraglich abdingbaren – Regelungen des § 490 BGB zur Anwendung kommen.[488]

IV. Präzisierung des wichtigen Grundes und Kasuistik

Das Tatbestandsmerkmal des wichtigen Grundes bzw. jenes der Verschlechterung der Vermögensverhältnisse tragen die Züge von Generalklauseln[489] und bedürfen daher der weiteren Präzisierung. Insbesondere in Krisensituationen sind alle Vertragsparteien auf verlässliche Indikatoren angewiesen. Rechtsprechung und Schrifttum haben mittlerweile eine umfangreiche Kasuistik entwickelt, welche – im Wesentlichen der Darstellung bei *Bales/Brinkmann* und *Köchling/Schalast/Bales* folgend – im Folgenden einige Fälle vorstellt, in denen das Vorliegen eines wichtigen Grundes bzw. Vermögensverschlechterung bejaht wurde:[490]

- Verzug des Kreditnehmers mit Zins- und Tilgungsleistungen oder diesbezügliche Zahlungsverweigerung des Kreditnehmers[491]
- Verzug des Kreditnehmers mit zwei aufeinander folgenden Raten in Höhe von mindestens 10 % der Darlehensschuld[492]
- Ständige und erhebliche Überschreitung der eingeräumten Kreditlinie[493]
- Nichterfüllung des Verlangens, Schuldsalden auf erheblich überzogenen Konten zurückzuführen[494]
- Gefährdung der Realisierung von Kreditsicherheiten[495]
- Anordnung der Zwangsversteigerung oder Zwangsverwaltung eines beliehenen Grundstücks[496]

---

[488] *Kropf*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 6.27 ff., 6.46 ff.

[489] *Bunte/Zahrte*, AGB-Banken, AGB-Sparkassen, Sonderbedingungen, AGB-Banken Rn. 407.

[490] Die folgende Aufzählung einschließlich Nachweisen ist *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 9–10; *Bales/Brinkmann*, Sanierung von Unternehmen durch Kreditinstitute, Management und Berater, Rn. 784 entnommen.

[491] *BGH,* Beschluss vom 12.07.1984 - III ZR 32/84 = WM 1984, 1273 = BeckRS 1984, 31068654.

[492] *BGH,* Urteil vom 01.10.1987 - III ZR 175/86 = NJW-RR 1988, 763.

[493] *BGH,* Beschluss vom 28.02.1985 - III ZR 223/83 = WPM 1985, 769 = BeckRS 1985, 05595; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, BGB § 490 Rn. 211 m.w.N.

[494] *BGH,* Urteil vom 14.06.1994 - XI ZR 210/93 = NJW 1994, 2754.

[495] *BGH,* Urteil vom 06.03.1986 - III ZR 245/84 = NJW 1986, 1928.

[496] *BGH,* Urteil vom 12.05.1978 - V ZR 199/75 = BGHZ 71, 206 = NJW 1978, 1579.

- Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Kreditnehmers, unabhängig von der Stellung von Sicherheiten[497]
- Vorladung des Kreditnehmers zur Leistung der eidesstattlichen Versicherung[498]
- Pflichtwidriges Unterlassen richtiger und vollständiger Vermögensangaben durch den bereits in Zahlungsschwierigkeiten befindlichen Kreditnehmer[499]
- Unzureichende Offenlegung der wirtschaftlichen Verhältnisse im Sinne des § 18 KWG[500]
- Unmittelbar drohende Gefahr einer Insolvenz wegen Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers, auch wenn dessen Überschuldung nicht feststeht.[501] Verschuldung oder Zahlungsunfähigkeit im Sinne der §§ 17, 19 InsO sind hierbei nicht erforderlich, aber in jedem Falle ausreichend.[502]
- Negative unternehmensinterne Faktoren wie z.B. eine fehlerhafte Finanzplanung[503]
- Unfähigkeit der Geschäftsführung zur Unternehmensleitung bzw. zur Kooperation mit Geschäftspartnern[504]

V. Mögliche Verwirkung des Kündigungsrechts

Das Kreditinstitut kann im Einzelfall das außerordentliche Kündigungsrecht verlieren, wenn es dieses nicht innerhalb einer angemessenen Frist nach Kenntniserlangung von den kündigungsrelevanten Tatsachen ausübt.[505] Dies kann im Zusammenspiel mit der bankrechtlichen Definition des notleidenden Kredites zu interessanten

---

[497] *OLG Schleswig,* Beschluss vom 04.10.2010 - 5 U 34/10 = MDR 2011, 438; *Schwintowski*, in: Herberger/Martinek u.a., jurisPK-BGB, § 490 BGB, Rn. 19; *Bunte*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, § 24 Rn. 36.

[498] *BGH,* Beschluss vom 26.05.1988 - III ZR 115/87 = NJW-RR 1988, 1449; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, BGB § 490 Rn. 211.

[499] *BGH,* Beschluss vom 26.9.1985 - III ZR 14/85 = WM 1985, 1437; *OLG Saarbrücken,* Urteil vom 13.07.2006 - 8 U 425/05 = WM 2006, 2251.

[500] *BGH,* Urteil vom 01.03.1994 - XI ZR 83/93 = NJW 1994, 2154.

[501] *BGH,* Beschluss vom 21.09.1989 - III ZR 287/88 = NJW-RR 1990, 110.

[502] *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, BGB § 490 Rn. 211.

[503] *BGH,* Urteil vom 13.06.1957 - VII ZR 221/56 = WM 1957, 949 = BeckRS 1957, 00034; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, BGB § 490 Rn. 211.

[504] *BGH,* Urteil vom 21.01.1960 - VII ZR 170/58 = BB 1960, S. 540 ff. = BeckRS 1960, 31186923; *Krepold*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 490 BGB, Rn. 211.

[505] *Berger*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 490 BGB, Rn. 61.

Wechselwirkungen führen, auf welche im weiteren Verlaufe der Untersuchung noch einzugehen ist.

VI. Begriff der Lästigkeit in § 366 Abs. 2 BGB

Reifner vertritt ferner, notleidende Kredite aufgrund ihrer negativen wirtschaftlichen Effekte – Schmälerung der Eigenmittel sowie Verringerung der Ertragskraft der Kreditinstitute[506] – diese als „lästig" im Sinne des § 366 Abs. 2 BGB einzuordnen.[507] Dem ist der Normzweck und der Wortlaut des § 366 BGB entgegenzuhalten: Zweck des § 366 BGB ist die Tilgungsverrechnung einer Erfüllungsleistung bei Forderungsmehrheit.[508] Bereits eine Mehrheit von gleichartigen Forderungen ist keine Voraussetzung für die Klassifikation eines Kredites als notleidend, es genügt ein einzelnes Darlehensschuldverhältnis. Ferner ist der Begriff der Lästigkeit dem Wortlaut nach auf den Schuldner bezogen, nicht auf den Gläubiger.[509] Anhaltspunkte für die Lästigkeit aus Sicht des Schuldners sind die mit der Nichterfüllung für den Schuldner verbundenen Rechtsfolgen, wie etwa Zinsansprüche, Vertragsstrafe oder Eintritt der Rechtshängigkeit.[510] Von daher kann eine aus Bankensicht notleidende Bankenforderung zwar durchaus spiegelbildlich eine für den Darlehensnehmer „lästige" Verbindlichkeit im Sinne des § 366 BGB sein, sofern eine Mehrheit gleichartiger Forderungen besteht. Einen Beitrag zu einer verallgemeinerungsfähigen Definition des notleidenden Kredites vermag § 366 BGB jedoch nicht zu leisten.

VII. Zwischenergebnis

Nach den zivilrechtlichen Ansätzen ist vom Vorliegen eines notleidenden Kredites auszugehen, wenn dem Kreditgeber ein Kündigungsrecht nach den gesetzlichen Vorschriften oder den AGB-Banken bzw. AGB-Sparkassen zusteht.[511] Die einzelnen Voraussetzungen dieser Kündigungsrechte sind teilweise unbestimmt und/oder prognostischer Natur, sodass sich die Praxis mit der Entwicklung von Fallgruppen beholfen hat. Diese knüpfen teilweise an externe Faktoren und teilweise auch an betriebswirtschaftliche Kenngrößen des Darlehensnehmers an.

---

[506] Vgl. statt Vieler *Apweiler/Berger/Ploog*, in: WPg 2018, S. 1083.

[507] *Reifner*, in: BKR 2008, S. 142.

[508] *Olzen*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2016), § 366 BGB, Rn. 1.

[509] *Olzen*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2016), § 366 BGB, Rn. 41.

[510] *Olzen*, in: Staudinger/Freitag u.a., Staudinger (2016), § 366 BGB, Rn. 41 m.w.N.

[511] So *Brenner*, Non-performing Loans, S. 56.

E. Gemeinsame Elemente des bankrechtlichen und zivilrechtlichen Ansatzes

I. Verhältnis der Definitionsansätze zueinander

Während bei früheren Definitionversuchen stärker vom Zivilrecht her angesetzt wurde, haben in jüngerer Zeit zunehmend die Befürworter der bankrechtlichen, wirtschaftlich geprägten Ansätze an Bedeutung gewonnen.[512] Der Bedeutungsgewinn ergibt sich nicht zuletzt aus der wahren Flut an Regulierung, die seit der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 über Europa hereingebrochen ist und wirtschaftliche Kennzahlen sowie Rechengrößen auch Gegenstand von Normen wurden. Ein Extrembeispiel ist insoweit die CRR II, die an zahlreichen Stellen – etwa in Art. 72e, 132c, 153f, 161, 220 ff., 257 ff., 279a ff., 325r ff. oder 501 CRR II – komplexe mathematische Formeln enthält – wohlgemerkt als vollwertiger Bestandteil des Normtextes einer unmittelbar geltenden Rechtsverordnung im Sinne von Art. 288 AEUV.

Zum Teil wurde in diesem Zusammenhang vertreten, dass betriebswirtschaftliche Kenngrößen einer juristischen Definition nicht zugrunde gelegt werden könnten.[513] Angesichts der zunehmenden Verrechtlichung der Bankenaufsicht, welche häufig an wirtschaftlich-quantitative Kennzahlen anknüpft, erscheint eine solche Unterscheidung nicht mehr sinnvoll:[514] Eine aufsichtliche Bestimmung ist nicht deswegen weniger „juristisch", weil sie an Bilanzkennzahlen oder betriebswirtschaftliche Kenngrößen anknüpft anstelle von subsumtionsbedürftigen Anknüpfungstatsachen wie zum Beispiel außerordentliche Kündigungsrechte.[515] Hinzu kommt, dass – wie im vorangegangenen Abschnitt festgestellt – die Tatbestandsmerkmale für außerordentliche Kündigungsrechte von Darlehen auch alles andere als trennscharf subsumierbar sind, sondern ebenfalls die Einbeziehung wirtschaftlicher Tatsachen, finanzieller Kenngrößen sowie faktischen Geschehens erfordern.

Auch das noch 2010 zugunsten des zivilrechtlichen Definitionsansatzes vorgebrachte Argument, dieser würde eine zeitnahe Anpassung an relevante aktuelle Ereignisse durch

---

[512] *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 20.

[513] *Windhöfel*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 101; *Brenner*, Non-performing Loans, S. 55.

[514] Vgl. *Buck-Heeb*, in: WM 2020, S. 157 ff.

[515] Ein weiteres einprägsames Beispiel zur Widerlegung der These *Windhöfels* und *Brenners*, dass betriebswirtschaftliche Definitionen nicht Grundlage einer juristischen Betrachtung sein können, ist § 4h EStG, welcher tatbestandlich an das „verrechenbare EBITDA" anknüpft, bei welchem es sich um eine rein betriebswirtschaftliche Kenngröße handelt.

die Rechtsprechung garantieren[516], verfängt nicht mehr: Ganz im Gegenteil erscheint eine ausschließlich an nationalem Zivilrecht orientierte Begriffsdefinition angesichts der zunehmenden Europäisierung der Bankenaufsicht nicht mehr bedarfsgerecht. Die Vorgaben europäischer Institutionen wie die EBA bzw. die EZB sind für europäische Kreditinstitute – unmittelbar-rechtlich oder mittelbar-faktisch – verbindlich und entfalten auch zivilrechtliche Wirkungen.

Sinnvoller erscheint es daher, auf eine möglichst einheitliche Auslegung von aufsichtlichen und zivilrechtlichen Normen hinzuarbeiten – insbesondere wenn derselbe Sachverhalte für beide Rechtsgebiete Rechtsfolgen verursacht.[517]

Dies ist beim notleidenden Kredit der Fall: auf bankrechtlicher Seite sind erhöhte Eigenkapitalvorhaltungspflichten, Berichtspflichten sowie organisatorische Anforderungen an die interne Kreditbearbeitung die Folge einer Einstufung; auf zivilrechtlicher Seite ist die Kündbarkeit eines Kreditengagements der zentrale Anknüpfungspunkt.

II. Vorschlag für eine einheitliche Auslegung *de lege lata*

Bei genauer Betrachtung liegen zwischen dem bankrechtlichen und dem zivilrechtlichen Verständnis des notleidenden Kredits keine unüberbrückbaren Differenzen:

Die beiden zentralen Kriterien der bankrechtlichen Ansätze – *90 days past-due* und *Unlikeliness to pay* – erfüllen die zuvor untersuchten Voraussetzungen einer außerordentlichen Kündigung nach § 490 BGB: Das *90 days past-due*-Kriterium fällt unter die Fallgruppe des Verzuges mit Zins- oder Tilgungsleistungen im Sinne des § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB, wobei die 90 Tage in der Regel dem Zeitraum von zwei oder mehr Zinsterminen entsprechen[518], sodass auch eine Fristsetzung entbehrlich ist.

Das *Unlikely-to-pay* (UTP)-Kriterium wird teils durch aufsichtliche Normen und teils durch ergänzende Veröffentlichungen der Aufsichtsbehörden konkretisiert. Auffallend groß ist die Schnittmenge zwischen den Fallgruppen, welche UTP-Ereignisse darstellen und jenen Fallgruppen, die Schrifttum und Rechtsprechung zur Konkretisierung des wichtigen Grundes im Rahmen des § 490 BGB entwickelt haben. Ferner enthalten sowohl die außerordentlichen Kündigungsgründe nach § 490 Abs. 1 und Abs. 3 BGB als auch einige UTP-Ereignisse ein prognostisches Element.

---

[516] *Brenner*, Non-performing Loans, S. 55.

[517] *Buck-Heeb*, in: WM 2020, S. 157 (160).

[518] *Brenner,* S. 14; *Hofmann/Walter*, in: WM 32 / 2004, S. 1566 (1568); *Hamberger/Diehm*, in: Die Bank 03 / 2004, S. 182 ff. *Prüver*, Der Verkauf notleidender Kredite, S. 10.

Aus Sicht des Kreditinstituts ergibt dieser teilweise „Gleichlauf“ auch Sinn: Die Einordnung eines Kreditengagements als wertgemindert (IFRS 9), ausgefallen (CRR II) oder notleidend (VO (EU) 680/2014) ist für das Kreditinstitut regelmäßig mit Nachteilen verbunden – sei es in Form von erhöhtem Rechnungslegungsaufwand, erhöhten Eigenkapitalunterlegungspflichten oder verschärften Meldepflichten, in jedem Falle aber mit erhöhtem Verwaltungsaufwand und Kosten. Zur Abwendung solcher Nachteile sollte dem Kreditinstitut daher zumindest die Möglichkeit einer außerordentlichen Kündigung gegeben werden, selbst wenn dieses im Einzelfall ein Kreditengagement fortführen möchte.

Im Interesse einer einheitlichen Auslegung liegt es daher nahe, einen wichtigen Grund im Sinne der § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB bzw. den AGB-Banken/AGB-Sparkassen in den Fällen anzunehmen, in denen ein Kreditengagement im Rahmen des aufsichtlichen Meldewesens als notleidende Risikoposition (NPE) im Sinne von Anhang V Nr. 213 DVO (EU) 680/2014 eingestuft wird. Die bestehenden Fallgruppen zum wichtigen Grund könnten unter direkter Bezugnahme auf die Bankenregulatorik um diese Fälle erweitert werden. Die Anknüpfung an die NPE-Definition der DVO (EU) 680/2014 verdient den Vorzug, weil die Regulatorik an zahlreichen Stellen auf sie als „Ausgangs-Definition“ rekurriert und die Unterschiede zur Wertminderung nach IFRS 9 und zum Ausfall nach Art. 178 CRR II ohnehin nur marginal ausfallen.[519] Ferner stellen die Berichtspflichten nach FINREP wegen der Meldepflicht auch unterjähriger Finanzdaten eine stets aktuelle Risikoeinschätzung der einzelnen Kreditengagements sicher.[520]

F. Zwischenergebnis

Der soeben unterbreitete Vorschlag für eine Erweiterung der bislang entwickelten Fallgruppen zu § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB kann zwar eine Legaldefinition *de lege ferenda* schwer ersetzen. Die Anknüpfung von Rechtsfolgen im zivilrechtlichen Verhältnis der Bank zum Kreditnehmer – das Recht zur außerordentlichen Kündigung – an für Banken verbindlich anzuwendendes europäisches Recht würde indes das Risikomanagement für Banken durch ein zuverlässig vorhandenes Gestaltungsrecht zur Beendigung eines Risikoengagements erleichtern und zugleich Planbarkeit für *Loan-to-own*-Investoren hinsichtlich möglicher Targets herstellen.

Ein weitgehender Gleichlauf bzw. eine rechtsgebietsübergreifende einheitliche Auslegung des Begriffs des notleidenden Kredits ist daher auch wirtschaftlich sinnvoll: Die Kündbarkeit auf zivilrechtlicher Seite ermöglicht den Banken einen „Rettungsweg“

[519] Vgl. oben § 4 C. IV. ff.

[520] *Rudorfer/Egger*, in: Cech/Helmreich, Meldewesen für Finanzinstitute, S. 17.

weg von den hohen regulatorischen Anforderungen an das Halten von notleidenden Krediten und den damit verbundenen finanziellen Kosten und Opportunitätskosten.

An dieser Stelle schließt sich auch der Kreis hin zu den *Loan-to-own*-Investoren, die – anders als Banken – Interesse gerade am Erwerb notleidender Kredite haben und die Banken von ihrer „Last" insoweit befreien können. Ein einheitliches Verständnis des Begriffs des notleidenden Kredites nützt somit auch der Einschätzung „von außen", welche Kreditengagements einer Bank demnächst notleidend werden könnten oder bereits geworden sind, und damit der Marktsondierung für einen *Loan-to-own*-Investor.[521]

[521] *Palenker*, Loan-to-own, S. 192 ff.

§ 5 Das zweite Transaktionsstadium: Der Handel mit notleidenden Krediten

Im vorangegangenen Kapitel wurde herausgearbeitet, dass notleidende Kredite aus bankrechtlicher Sicht für Banken Kosten verursachen und Liquidität binden, aber auch die außerordentliche Kündbarkeit eines Kreditengagements bewirken, sobald dieses notleidend wird. Banken können ein Interesse daran haben, notleidende Kredite abzustoßen, wobei hierfür mit dem Recht zur außerordentlichen Kündigung die zivilrechtliche Grundlage gegeben ist.

Im folgenden Kapitel wird nun der zweite Schritt einer *Loan-to-own*-Transaktion – die Veräußerung eines notleidenden Kredites an einen *Loan-to-own*-Investor – und dessen rechtliche Grundlagen *de lege lata* untersucht.

Grundlage der folgenden Untersuchung bilden zwei Ausgangsüberlegungen:

Zum einen haben Banken keine Pflichten gegenüber Kreditnehmern, Drittsicherheitengebern oder anderen Gläubigern, an einem Kreditengagement festzuhalten oder Sanierungsbeiträge zu leisten – unabhängig von der Dauer des Kreditengagements oder dem Grad an Vertrautheit der Kundenbeziehung.[522] Dies wurde etwa von *Canaris* 1979 noch anders gesehen, der unter bestimmten Gegebenheiten sogar eine Pflicht zur Erhöhung des Kreditrahmens in Sanierungssituationen als Treuepflicht einer Hausbank annahm.[523] Angesichts des heutigen regulatorischen Umfeldes für Banken gerade bei notleidenden Krediten und der immer geringer werdenden Bedeutung der Hausbankbeziehung[524] ist diese Ansicht als unzeitgemäß und zur Privatautonomie sowie zu den regulatorischen Vorgaben für den Umgang mit notleidenden Krediten zumindest teilweise im Widerspruch stehend abzulehnen.[525]

Zum anderen findet der Handel von notleidenden Krediten in der Regel außerhalb regulierter Handelsplätze und – jedenfalls bis zum Brexit – überwiegend am Finanzplatz London statt und wird durch bilaterale Verhandlungen unter Vermittlung von Brokern und Investmentbanken abgewickelt.[526] Der Erwerb notleidender Kredite folgt daher den

[522] *Bornheimer/Westkamp*, in: Nerlich/Kreplin, MAH Insolvenz und Sanierung, § 7, Rn. 30.

[523] *Canaris*, in: ZHR 1979, S. 113 (121).

[524] *Palenker*, Loan-to-own, S. 165.

[525] *Bornheimer/Westkamp*, in: Nerlich/Kreplin, MAH Insolvenz und Sanierung, § 7, Rn. 30.

[526] *Englert*, Die Integration der Marktperspektive in der Steuerung von Problemkrediten, S. 392.

allgemeinen zivilrechtlichen Regeln, sofern man – wie diese Arbeit – die Anwendbarkeit deutschen Rechts auf den Kreditverkauf unterstellt.[527]

A. Rechtsnatur der Übertragung des Kredits vom Kreditinstitut auf den *Loan-to-own*-Investor

I. *Single-Name*-Transaktionen als typische *Loan-to-own*-Akquisestruktur

Für die Übertragung eines Kreditengagements bestehen unterschiedliche Gestaltungsmöglichkeiten. Im Wesentlichen differenziert werden kann zwischen einer Übertragung mittels *Asset Deal*, *Share Deal* oder mittels synthetischer Übertragungsstrukturen.[528] Diese Varianten unterscheiden sich hinsichtlich der zu beteiligenden Parteien, der Zustimmungserfordernisse, der Verteilung des Ausfallrisikos sowie der Rechtsrisiken im Bereich Datenschutz und Bankgeheimnis.[529] Maßgeblich für die jeweilige Gestaltungsentscheidung ist die Art des Kreditengagements, welches übertragen werden soll, und die Strategie des Erwerbers. So ergeben sich beispielsweise bei der Übertragung eines gemischten Portfolios von notleidenden und gesunden grundschuldbesicherten Immobilienkrediten andere Rechtsfragen als bei der Übertragung eines notleidenden, unbesicherten *Single-Name* Unternehmenskredits.[530] Aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors ist der Erwerb einzelner Kreditengagements einzelner Unternehmen die zielführendste Vorgehensweise, weil auf diese Weise zielorientiert dasjenige Kreditengagement aufgekauft werden kann, das für die spätere Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital das entscheidende Stimmrechtsgewicht hat, also die *fulcrum security*.[531] Bei einem *Loan-to-own*-Investor wird daher typischerweise eine *Single-Name*-Transaktion durchgeführt werden – also der Erwerb eines notleidenden Kredites von einer verkaufswilligen Bank, gegebenenfalls unter Einschaltung eines Intermediärs.[532]

In diesem Abschnitt werden daher nur solche Rechtsfragen thematisiert, die für *Loan-to-own*-Investoren von Relevanz sind. So werden etwa Kreditportfoliostrukturierungen, Verbriefungen oder Immobiliarsicherheiten bei der Betrachtung außen vor bleiben.

---

[527] *Palenker*, Loan-to-own, S. 214.

[528] *Palenker*, Loan-to-own, S. 214.

[529] Vgl. die Übersicht bei *Wulfken*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 173–174; *Neuhaus/Lotz/Struffert/Opher*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 98–101.

[530] *Palenker*, Loan-to-own, S. 215, 217.

[531] *Palenker*, Loan-to-own, S. 127, 203, 215.

[532] *Palenker*, Loan-to-own, S. 215.

II. Zession als typische Ausgestaltung der *Single-Name*-Transaktion

Im Falle der Übertragung eines notleidenden, unbesicherten Unternehmenskredites von einem Kreditinstitut an einen *Loan-to-own*-Investor steht es regelmäßig im Interesse der Parteien, das Ausfallrisiko des Kredites bzw. das Bonitätsrisiko des Kreditnehmers vollständig vom Kreditinstitut auf den *Loan-to-own*-Investor zu übertragen und die Übertragung nicht von einer Mitwirkung oder Zustimmung des Kreditnehmers abhängig zu machen. Im Idealfall erfährt der Kreditnehmer erst nach erfolgter Übertragung von seinem neuen Gläubiger.

Daher werden notleidenden Kreditengagements an *Loan-to-own*-Investoren regelmäßig im Wege einer Abtretung – also mittels eines *Asset Deal* – übertragen.[533] Beim Verpflichtungsgeschäft handelt es sich um einen Vertrag über einen Rechtskauf gemäß §§ 433 Abs. 1 Satz 1, 453 Abs. 1 BGB, beim Verfügungsgeschäft handelt es sich um eine Forderungsabtretung gemäß §§ 398 ff. BGB.[534] Gemäß § 407 BGB bedarf die Abtretung nicht der Zustimmung des Kreditnehmers.[535] Der ursprüngliche Vertrag zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer wird nicht berührt und bleibt als solcher bestehen; Neben- und Vorzugsrechte gehen gemäß § 401 BGB im Wege einer *cessio legis* ebenfalls auf den Erwerber über.[536] Im Zusammenhang mit den Rechtsfolgen der Abtretung nach §§ 398 ff. BGB stellen sich einige Folgefragen, welche in diesem Abschnitt erörtert werden.

B. Banklizenz

Von enormer praktischer Bedeutung für *Loan-to-own*-Investoren ist die Frage, ob für den Erwerb von Krediten eine Banklizenz gemäß § 32 KWG erforderlich ist. Die aufsichtsrechtlichen Hürden für den Erwerb der Lizenz sind hoch und der Prozess ist zeitaufwendig. Ferner hat ein *Loan-to-own*-Investor als schlank aufgestelltes, international tätiges Investmentvehikel in der Regel kein Interesse daran, der (deutschen) Bankaufsicht zu unterliegen.

---

[533] *Neuhaus/Lotz/Struffert/Opher*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 98–99.

[534] *Schalast*, in: BKR 2006, S. 193 (197); *Wulfken*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 175; *Bergjan*, in: ZIP 2012, S. 1997 (1997, 2000); *Froitzheim*, Non Performing Loans (NPL) in Deutschland, S. 104; *Kramme*, Der Konflikt zwischen dem Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen, S. 7, 51 ff.; *Palenker*, Loan-to-own, S. 214 ff.

[535] *Paetzmann*, in: ZfdK 2003, S. 968 (970); *Nobbe*, in: ZIP 2008, S. 97 (99); *Palenker*, Loan-to-own, S. 311.

[536] *Wulfken*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 175; *Bergjan*, in: ZIP 2012, S. 1997 (2000).

In der Vergangenheit wurde teilweise vertreten, dass bei der Übertragung eines von einem lizensierten Kreditinstituts ausgereichten Kredites auf einen Investor ohne Banklizenz eine Inhaltsänderung im Sinne des § 399 Alt. 1 BGB darstellen würde.[537] Nach dieser Ansicht bestünde ein gesetzliches Abtretungshindernis für die Übertragung von Bank Sinne des § 32 KWG zur Nichtbank. Als Begründung hierfür wurde vorgebracht, dass der Schuldner ein schutzwürdiges Vertrauen darauf habe, einen unter staatlicher Aufsicht stehenden Gläubiger zu haben, der einen „vertrauensvollen Umgang" innerhalb der Vertragsbeziehung pflegt.[538]

Dieser Ansicht ist mit Blick auf die hier betrachtete *Loan-to-own*-Strategie dahingehend zu widersprechen, dass sie vor allem den bis zum Inkraftreten des Risikobegrenzungsgesetz zu beobachtenden Aufkauf von immobilienbesicherten Verbraucherkrediten (‚Häuslebauer') in den Fokus nimmt, und nicht *Corporate Loans*. Außerdem ist festzuhalten, dass auch der (Originär-)Gläubiger ein schutzwürdiges Vertrauen darauf hat, dass der von ihm ausgereichte Kredit vertragsgemäß bedient wird. Schließlich ist mit Blick auf die von § 399 Alt. 1 BGB geforderte Inhaltsänderung zu konstatieren, dass sich die Vertragspflichten des Darlehensnehmers durch eine Abtretung an eine Nichtbank gerade nicht ändern: Geschuldet bleibt nach wie vor die Rückführung der Darlehensvaluta nebst Zinsen in Geld.[539]

Der BGH entschied 2007[540] und 2011[541], dass einer Abtretung von Darlehensforderungen weder das Bankgeheimnis, noch der Datenschutz[542] oder eben das Fehlen einer Banklizenz entgegenstehen. Diese Sichtweise wurde im Hinblick auf die höchstrichterlichen Entscheidungen auch im überwiegenden Schrifttum[543] bevorzugt und wird inzwischen nicht mehr bestritten.[544]

Aus regulatorischer Sicht stimmen BaFin liegt jedenfalls dann kein Kreditgeschäft vor, wenn das Kreditengagement zunächst von einem dem KWG unterliegenden Kreditinstitut ausgereicht wird und das Kreditengagement durch den *Loan-to-own*-

---

[537] *Schwintowski/Schantz*, in: NJW 2008, S. 472 ff.; *Palenker*, Loan-to-own, S. 320 f.

[538] *Schwintowski/Schantz*, in: NJW 2008, S. 472 (473).

[539] *Reuter/Buschmann*, in: ZIP 2008, S. 1003 (1005); *Aleth/Böhle*, in: DStR 2010, S. 1186 (1187); *Palenker*, Loan-to-own, S. 321.

[540] *BGH,* Urteil vom 27.02.2007 - XI ZR 195/05 = BGHZ 171, 180 = NJW 2007, 2106.

[541] *BGH,* Urteil vom 19. 4. 2011 - XI ZR 256/10 = NJW 2011, 3024.

[542] Zu Bankgeheimnis und Datenschutz siehe sogleich.

[543] *Heer*, in: BKR 2012, S. 45 (51); *Reuter/Buschmann*, in: ZIP 2008, S. 1003 (1005).

[544] Vgl. zuletzt *Palenker*, Loan-to-own, S. 320 ff.

Investor schlicht erworben wird.[545] Etwas anderes würde allenfalls dann gelten, wenn ein *Loan-to-own*-Investor nach dem Erwerb die Kreditbedingungen ändern und sich somit in die Position eines „Geldverleihers" begegeben würde, was ein lizenzpflichtiges Kreditgeschäft darstellen würde.[546] Dies gehört indes nicht zum Kerngeschäft von *Loan-to-own*-Investoren, sodass festgehalten werden kann, dass *Loan-to-own*-Investoren für den idealtypischen Krediterwerb keiner Banklizenz bedürfen. Die Wirksamkeit des dinglichen Forderungserwerbs durch einen Finanzinvestor wird durch das Fehlen einer Banklizenz nicht beeinträchtigt.

C. Bankgeheimnis

Spätestens nach der Abtretung der Forderung an den Erwerber muss das Kreditinstitut dem Zessionar gemäß § 402 BGB die zur Geltendmachung der Forderung nötigen Auskünfte erteilen und diesem die zum Beweis des Bestehens der Forderung dienenden Urkunden – etwa die Vertragsdokumentation – übergeben.[547]

I. Kein gesetzliches Verbot oder konkludent vereinbartes Abtretungsverbot

Lange Zeit war umstritten, ob das Bankgeheimnis – als gewohnheitsrechtlich anerkannte Verpflichtung von Kreditinstituten, Stillschweigen über sämtliche den Kunden betreffende Angelegenheiten zu bewahren[548] – der Wirksamkeit der Abtretung von Kreditengagements als gesetzliches Verbot im Sinne von § 134 BGB bzw. als stillschweigend vereinbartes Abtretungsverbot entgegensteht.[549] Auftrieb gab der

---

[545] *Palenker*, Loan-to-own, S. 322 ff. m.w.N.; *Freis-Janik*, in: Kümpel/Mülbert u.a., Bank- und KapitalmarktR, Rn. 2.89; *Brockhaus/Thiessen*, in: RdF 2017, S. 31 (32 ff.).

[546] *Palenker*, Loan-to-own, S. 323.

[547] *Kuder/Unverdorben*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.434; *Hoeren*, in: ZBB 2010, S. 64 (66).

[548] Vgl. die Herleitung bei *Vollborth*, Forderungsabtretung durch Banken im Lichte von Bankgeheimnis und Datenschutz, S. 33 ff.; sowie bei *Kramme*, Der Konflikt zwischen dem Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen, S. 94 ff. m. zahlr. w.N.

[549] *Kramme*, Der Konflikt zwischen dem Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen, S. 179 ff.; *Gehrlein*, Die Veräußerung und Übertragung eines Kreditportfolios unter der Berücksichtigung der Übertragungsstrukturen, des Bankgeheimnisses und des Datenschutzes, S. 119 ff.; *Vollborth*, Forderungsabtretung durch Banken im Lichte von Bankgeheimnis und Datenschutz, S. 89 ff.; *Kuder*, in: ZInsO 2004, S. 903–904; *Heer*, in: BKR 2012, S. 45–51; *Kuder/Unverdorben*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.435; *Nobbe*, in: WM 2005, S. 1537 (1540 ff.); *Bütter/Aigner*, in: BB 2005, S. 119–123; *Bütter/Tonner*,

Diskussion ein Urteil des Oberlandesgerichts Frankfurt aus dem Jahr 2004, welches ein stillschweigend vereinbartes Abtretungsverbot als Ausprägung des Bankgeheimnisses annahm und die Forderungsübertragung folglich für unwirksam erklärte.[550] Dieses Urteil ist jedoch vereinzelt geblieben, und der Bundesgerichtshof hat im Jahre 2007 – in Fortsetzung seiner früheren Rechtsprechung[551] – festgestellt, dass die Vertraulichkeitspflichten aus dem Bankgeheimnis einer wirksamen Abtretung von Darlehensforderungen nicht entgegenstehen.[552] Die auf dieses Urteil hin erhobene Verfassungsbeschwerde wurde vom Bundesverfassungsgericht nicht zur Entscheidung angenommen mit dem Hinweis, dass das angegriffene Urteil des Bundesgerichtshofs die Beschwerdeführer nicht in ihrem Recht auf informationelle Selbstbestimmung verletze.[553] Spätestens seit Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes[554] sind die Stimmen, die eine Abtretbarkeit wegen des Bankgeheimnisses anzweifeln, überholt. Es ist heute allgemein anerkannt, dass das Bankgeheimnis eine wirksame Übertragung von Darlehensforderungen nicht verhindert.[555]

II. Schuldrechtliche Schadenersatzansprüche

Allerdings können sich aus Vertragsdokumentationen älteren Typs – bei denen häufig weder das „Ob" noch das „Wie" einer Forderungsübertragung ausdrücklich geregelt sind – schuldrechtliche Verschwiegenheitspflichten des Kreditinstituts aus dem

in: ZBB 2005, S. 165–173; *Rinze/Heda*, in: WM 2004, S. 1557 (1561); *Hofmann/Walter*, in: WM 2004, S. 1566 (1573); *Schilmar/Breiteneicher/Wiedenhofer*, in: DB 2005, S. 1367–1373; *Toth-Feher/Schick*, in: ZIP 2004, S. 491–497; *Bitter*, in: ZHR 2009, S. 379 (405 ff.); *Brenner*, Non-performing Loans, S. 96 ff.; *Bergjan*, in: ZIP 2012, S. 1997 (2000); *Dick*, Der Verkauf von Non Performing Loans, S. 114 f.; *Richter*, Möglichkeiten und Grenzen des Distressed Debt Investing in Deutschland, S. 133 ff.; *Keller*, Non-Performing Loans aus Investorensicht, S. 17 ff.; *Stumpf/Günnel*, in: FLF 2017, S. 26 (27); *Prüver*, Der Verkauf notleidender Kredite, S. 21 ff.; *Cranshaw*, in: Ahlers/Ambrozic u.a., Problematische Firmenkundenkredite, 1870–1893; *Merkel*, in: Schimansky/Bunte u.a., BankR-HdB, 37.

[550] *OLG Frankfurt am Main,* Urteil vom 25.05.2004 - 8 U 84/04 = WM 2004, S. 1386 ff.

[551] *BGH,* Beschluss vom 27.01.1998 - XI ZR 208/97 = BeckRS 2009, 11074.

[552] *BGH,* Urteil vom 27.02.2007 - XI ZR 195/05 = BGHZ 171, 180 = NJW 2007, 2106.

[553] *BVerfG,* Beschluss vom 11.07.2007 - 1 BvR 1025/07 = BVerfGK 11, 404 = NJW 2007, 3707.

[554] Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken vom 12.08.2008 – BGBl. I S. 1666 (Nr. 36).

[555] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 302; *Kuder/Unverdorben*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.438; *Nobbe*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 2304–2305; *Palenker*, Loan-to-own, S. 313 ff.

Bankgeheimnis ergeben, deren Verstoß einen Schadenersatzanspruch des Kreditnehmers gegen das Kreditinstitut wegen positiver Vertragsverletzung gemäß §§ 280 Abs. 1 i.V.m. 241 Abs. 2 BGB begründen kann.[556] Fraglich ist jedoch, worin in der vertragswidrigen Weitergabe der Daten an den Erwerber ein nachweisbarer, bezifferbarer und im Sinne der §§ 249 ff. BGB ersatzfähiger Schaden liegen soll.[557] Dies betrifft jedoch von vorne herein nur die Beziehung zwischen Kreditinstitut und Kreditnehmer, nicht jedoch den erwerbenden *Loan-to-own*-Investor. Im Zweifel sind potentielle Schadenersatzansprüche bzw. Kosten eines Rechtsstreits zu deren Abwehr bei der Bestimmung des Kaufpreises für das Kreditengagement zu berücksichtigen.[558]

Ferner ist zu beachten, dass schuldrechtliche Geheimhaltungsverpflichtungen für das Kreditinstitut aus dem Bankgeheimnis nur solange bestehen, wie sich der Kreditnehmer selbst vertragstreu verhält – also Zins- und Tilgungszahlungen leistet. Wird ein Kredit notleidend im Sinne der in § 3 erarbeiteten Definition, ist das Kreditinstitut ohne Weiteres berechtigt, den kündbaren oder gekündigten notleidenden Kredit an einen Dritten zu verkaufen und abzutreten. Entgegen einiger Ansichten in der Literatur kann es dabei nicht auf den Ausspruch der Kündigung als Gestaltungsrecht ankommen.[559] Ein vertragswidriges Verhalten des Kreditnehmers ist bereits dann gegeben, wenn die Voraussetzungen einer außerordentlichen Kündigung vorliegen. Nach dem Grundsatz von Treu und Glauben kann sich der Kreditnehmer unter dem Gesichtspunkt des Rechtsmissbrauchs nicht auf ein Abtretungsverbot wegen des Bankgeheimnisses berufen, wenn er sich selbst nicht vertragstreu verhalten hat.[560]

III. Das Bankgeheimnis als Amtsgeheimnis bei Sparkassen

In Bezug auf öffentlich-rechtliche Kreditinstitute ist neben dem Bankgeheimnis noch das strafbewehrte Amtsgeheimnis im Sinne von § 203 Abs. 2 Nr. 1 StGB zu

---

[556] *Kuder/Unverdorben*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.438 ff.; *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 302–304; *Früh*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 1833–1836; *Nobbe*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 2305.

[557] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 303; *Früh*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 1833–1836; *Nobbe*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 2305; *Bredow/Vogel*, in: BKR 2008, S. 271 (275) m.w.N.

[558] *Kramme*, Der Konflikt zwischen dem Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen, S. 12; *Bredow/Vogel*, in: BKR 2008, S. 271 (275).

[559] So aber *Domke/Sperlich*, in: BB 2008, S. 342 (343); *Reifner*, in: BKR 2008, S. 142 (151 f.); *Schilmar/Breiteneicher/Wiedenhofer*, in: DB 2005, S. 1367 (1371).

[560] *Lang*, in: ZBB 2006, S. 115 (122) m.w.N. in Fn. 101; *Windhöfel*, in: Lützenrath/Schuppener u.a., Distressed Debt und NPLs, S. 106; *Hoeren*, in: ZBB 2010, S. 64 (66 ff.).

berücksichtigen.[561] Der Bundesgerichtshof hat im Jahre 2009 entschieden, dass auch Sparkassen Darlehensforderungen rechtmäßig an Dritte abtreten können, das Bankgeheimnis ist insoweit kein „fremdes Geheimnis" im Sinne von § 203 StGB.[562] Daher steht das Bankgeheimnis einer Abtretung grundsätzlich nicht im Wege.

D. Datenschutz

Die Veräußerung von Forderungen macht – unter anderem wegen § 402 BGB – die Weitergabe von Daten des Kreditnehmers an den Erwerber erforderlich.[563] Auch wird sich bereits im Anbahnungsstadium der Transaktion der potentielle Erwerber im Rahmen einer *Due Diligence* der Existenz und (Rest-)werthaltigkeit der Forderung versichern wollen.[564] Ein solches Bereitstellen von Daten des Kreditnehmers erfüllt den – denkbar weit zu verstehenden[565] – Begriff der Datenverarbeitung gemäß Art. 4 Nr. 2 der Datenschutzgrundverordnung (DS-GVO).

Die DS-GVO entfaltet ihre Schutzwirkung nach Erwägungsgrund 14 sowie Art. 4 Nr. 1 DS-GVO jedoch nur für personenbezogene Daten von natürlichen Personen. Juristische Personen werden von der DS-GVO nicht erfasst, und in Deutschland besteht – anders als in einigen anderen EU-Staaten – kein nationalrechtlicher Datenschutz für juristische Personen.[566] Ebenfalls nicht vom Schutzbereich erfasst sind

---

[561] *Wulfken*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 176; *Schulz/Schröder*, in: DZWIR 2008, S. 177; *Lendermann*, Darlehensveräußerungen durch Banken, S. 167 ff.; *Jaeger/Heinz*, in: BKR 2009, S. 273.

[562] *BGH* vom 27.10.2009 - XI ZR 225/08 = BGHZ 183, 60 = NJW 2010, 361; *Schulz/Schröder*, in: DZWIR 2008, S. 177–179; *Haas/Fischera*, in: NZG 2010, S. 457–459; *Früh*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 1831–1833; kritisch *Lendermann*, Darlehensveräußerungen durch Banken, S. 452 f.

[563] *Frisse/Glaßl/Duwald*, in: BKR 2018, S. 177 (183); *Guthier/Baranowski*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 257; *Heinson*, in: Specht/Mantz, Datenschutzrecht, § 14, Rn. 21 ff., 25.

[564] *Keibel*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 158–161; *Ashkar/Zieger*, in: ZD 2016, S. 58 (59); *Abel/Djagani*, in: ZD 2017, S. 114 (115).

[565] *Ernst*, in: Paal/Pauly, DSGVO-Kommentar, Art. 4 DS-GVO, Rn. 20.

[566] *von Lewinski*, in: Auernhammer/Eßer u.a., DSGVO/BDSG-Kommentar, Art. 2 DS-GVO, Rn. 10; *Eßer*, in: Auernhammer/Eßer u.a., DSGVO/BDSG-Kommentar, Art. 4 DS-GVO, Rn. 12; *Klabunde*, in: Ehmann/Selmayr u.a., DS-GVO-Kommentar, Art. 4 DS-GVO, Rn. 11; *Klar/Kühling*, in: Kühling/Buchner, Kommentar DS-GVO|BDSG, Art. 4 Nr. 1 DS-GVO, Rn. 4; *Schreiber*, in: Plath, DSGVO|BDSG-Kommentar, Art. 4 DS-GVO, Rn. 5; *Ziebarth*, in: Sydow/Bienemann, DS-GVO-Kommentar, Art. 4 DS-GVO, Rn. 13; *Ashkar/Zieger*, in: ZD 2016, S. 58 (59); *Mantz/Marosi*, in: Specht/Mantz, Datenschutzrecht, § 3, Rn. 10.

Personen(handels)gesellschaften.[567] Für die in dieser Arbeit gegenständlichen *Single-Name*-Kredite mit Unternehmen als Kreditnehmer spielt das Datenschutzrecht daher nur eine untergeordnete Rolle.[568]

Ein personenbezogenes Datum läge allenfalls dann vor, wenn Daten über natürliche Personen, die eine Organfunktion bei einer juristischen Person ausüben, verarbeitet werden. Das Gleiche gilt für Fälle, in denen Daten ausgetauscht werden, die formal auf eine juristische Person bezogen sind, aber dennoch als personenbezogene Daten einer natürlichen Person anzusehen sind. Dies wäre insbesondere bei Ein-Personen-Unternehmen wie etwa einer Ein-Mann-GmbH oder einer GmbH & Co. KG, deren einziger Kommanditist zugleich der Geschäftsführer der Komplementär-GmbH ist, anzunehmen.[569] Auch können Informationen über eine Personengruppe auf ein identifiziertes oder identifizierbares Mitglied „durchschlagen", was ebenfalls zum Vorliegen von personenbezogenen Daten führt.[570]

Selbst in solchen Fällen konstituiert das Datenschutzrecht indes kein Abtretungsverbot. Vielmehr hat – im Einklang mit der Rechtsprechung des BGH zum BDSG a.F. – eine Interessenabwägung zwischen Weitergabeinteresse und Schutz personenbezogener Daten zu erfolgen.[571] Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Fungibilität von Forderungen eine vom Gesetzgeber ausdrücklich gewollt ist, was in den §§ 399 ff. BGB zum Ausdruck kommt: Es wäre widersprüchlich, wenn eine zivilrechtlich wirksame Forderungsübertragung eine datenschutzrechtliche Sanktion nach sich zöge.[572]

Bei Kreditübertragung mit den soeben beschriebenen Berührungspunkten zu personenbezogenen Daten ist das veräußernde Kreditinstitut gehalten, sich eine Einwilligung des Betroffenen zur Datenverarbeitung im Sinne des Art. 6 Abs. 1 lit. a, Art. 7 DS-GVO einzuholen.[573] Altfälle sind – jedenfalls in Bezug auf notleidende Kredite – über § 28 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 2 BDSG-alt auch ohne Einwilligung des Betroffenen

---

[567] *Eßer*, in: Auernhammer/Eßer u.a., DSGVO/BDSG-Kommentar, Art. 4 DS-GVO, Rn. 12.

[568] *Palenker*, Loan-to-own, S. 313.

[569] *Ziebarth*, in: Sydow/Bienemann, DS-GVO-Kommentar, Art. 4 DS-GVO, Rn. 13; *Klabunde*, in: Ehmann/Selmayr u.a., DS-GVO-Kommentar, Art. 4 DS-GVO, Rn. 11; *Ashkar/Zieger*, in: ZD 2016, S. 58 (59) m.w.N. aus der Rechtsprechung zum BDSG-alt; *Zöllner*, in: ZHR 1985, S. 179 (182 f.).

[570] *Klar/Kühling*, in: Kühling/Buchner, Kommentar DS-GVO|BDSG, Art. 4 Nr. 1 DS-GVO, Rn. 4.

[571] *BGH,* Urteil vom 27.02.2007 - XI ZR 195/05 = BGHZ 171, 180 = NJW 2007, 2106; *Heinson*, in: Specht/Mantz, Datenschutzrecht, § 14, Rn. 24.

[572] *Heinson*, in: Specht/Mantz, Datenschutzrecht, § 14, Rn. 26.

[573] *Heinson*, in: Specht/Mantz, Datenschutzrecht, § 14, Rn. 26.

lösbar.[574] In den meisten Fällen der Übertragung von notleidenden Unternehmenskrediten wird Datenschutz auch unter der DS-GVO indes keine Rolle spielen.[575]

E. Sonstige Abtretungshindernisse

Einer Abtretung der Kreditforderung könnten – abgesehen von Bankgeheimnis und Datenschutz – noch andere Hindernisse entgegenstehen.

I. Gesetzliche Abtretungsverbote

Ein gesetzliches Abtretungsverbot aus § 399 Var. 1 BGB ist bei notleidenden Unternehmenskrediten regelmäßig nicht anwendbar, denn diese sind weder rechts- noch personengebunden.[576]

II. Allgemeine Geschäftsbedingungen

Die §§ 305 ff. BGB könnten für *Loan-to-own*-Transaktionen insoweit Bedeutung entfalten, als Forderungsabtretungsklauseln in Kreditverträgen (sogenannte *Asset Trading Clauses*) mittlerweile im Geschäftsverkehr zwischen Unternehmen und Banken zum Standard gehören.[577] Abtretungsklauseln erleichtern der Bank den Forderungsverkauf, ihnen könnte aber bei Kreditverträgen, die nach dem 19.08.2008 geschlossen wurden, § 309 Nr. 10 BGB entgegenstehen.[578]

Nach dieser Vorschrift sind Bestimmungen, aufgrund derer unter anderem bei Darlehensverträgen ein Dritter anstelle des Verwenders in die sich aus dem Vertrag ergebenden Rechte und Pflichten eintritt oder eintreten kann, in Allgemeinen Geschäftsbedingungen unwirksam. Die Vorschrift soll davor schützen, dass dem anderen Vertragsteil durch den Verwender der AGB ein neuer, unbekannter Vertragspartner aufgenötigt wird.[579] Nach § 309 Nr. 10 BGB sind *Asset Trading Clauses*

---

[574] *Guthier/Baranowski*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 259.

[575] *Palenker*, Loan-to-own, S. 313.

[576] *Wulfken*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 175; *Kramme*, Der Konflikt zwischen dem Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen, S. 71 f., 201 f.; *Bergjan*, in: ZIP 2012, S. 1997 (2000).

[577] *Fandrich*, in: Westphalen/Thüsing, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, Darlehensvertrag, Rn. 44; *Palenker*, Loan-to-own, S. 328.

[578] Durch das Risikobegrenzungsgesetz wurde der Anwendungsbereich des § 309 Nr. 10 BGB auf Darlehensverträge ausgeweitet.

[579] *Wurmnest*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 309 Nr. 10 BGB, Rn. 1.

unwirksam, wenn der zukünftige Zessionar nicht namentlich bezeichnet oder kein Loslösungsrecht im Falle einer Abtretung eingeräumt wird.[580]

Im Geschäftsverkehr zwischen Unternehmen – Gegenstand der Betrachtung sind gewerbliche Unternehmenskredite – findet § 309 BGB wegen § 310 Abs. 1 BGB jedoch keine direkte Anwendung. Er entfaltet jedoch Indizwirkung für die allgemeine Inhaltskontrolle gemäß § 307 BGB, sofern die jeweilige Klausel bei einer Parallelwertung in der Unternehmenssphäre auch im unternehmerischen Bereich als unwirksam anzusehen wäre.[581]

In der Unternehmenssphäre nimmt die Fungibilität von Krediten eine weitaus größere Rolle ein als in der Verbrauchersphäre. Die Verschärfungen, die § 309 Nr. 10 BGB im Zuge des Risikobegrenzungsgesetzes erfuhr, wurden unter dem Eindruck des teilweise in der öffentlich-medialen Wahrnehmung recht forschen Vorgehens gegen Verbraucher insbesondere bei Hausbaukrediten eingeführt.[582] Im geschäftlichen Verkehr zwischen Unternehmen bzw. zwischen Banken und Unternehmen sind Vorbehalte des Verbraucherschutzes nicht von Belang. Vielmehr gewinnt wegen der EU-Regulierung zur Bekämpfung notleidender Kredite die Möglichkeit für Banken an Bedeutung, sich von riskanten Kreditpositionen trennen zu können.[583] Ferner ist zu berücksichtigen, dass § 309 Nr. 10 BGB dem Wortlaut nach nur die schuldrechtliche Vertragsübernahme im Sinne des § 414 BGB und nicht auch die – hier einzig interessierende – Abtretung erfasst.[584]

Im Ergebnis verstoßen die marktüblichen *Asset Trading Clauses* nicht gegen AGB, die zwischen Unternehmen und Banken verwendet werden.

III. Vertraglich vereinbarte Abtretungsverbote

Ein zwischen einem Unternehmen und einer Bank vereinbartes vertragliches Abtretungsverbot ist wegen § 354a Abs. 1 HGB grundsätzlich unwirksam.[585] Durch das

---

[580] *Fandrich*, in: Westphalen/Thüsing, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, Darlehensvertrag, Rn. 46.

[581] *Basedow*, in: Säcker/Rixecker u.a., MüKo-BGB, § 310 BGB, Rn. 7 f.; *Knops*, in: VuR 2009, S. 286 (287).

[582] *Schalast*, in: BB 2008, S. 2190; *Knops*, in: VuR 2009, S. 286 (287 ff.).

[583] *Fandrich*, in: Westphalen/Thüsing, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, Darlehensvertrag, Rn. 44.

[584] *Kilgus*, in: BKR 2009, S. 181 (188); *Langenbucher*, in: NJW 2008, S. 3169 (3170); *Knops*, in: VuR 2009, S. 286 (287); *Bitter*, in: ZHR 2009, S. 379 (427).

[585] *Diem/Jahn*, Akquisitionsfinanzierungen, § 33, Rn. 50.

Risikobegrenzungsgesetz wurde ein Absatz 2 in § 354a HGB eingefügt, wonach § 354a Abs. 1 HGB nicht für Forderungen aus einem Kreditvertrag gilt, deren Gläubiger ein Kreditinstitut im Sinne des KWG ist. Hierdurch wird es auch Unternehmen (alle Kaufleute im Sinne der §§ 1 ff., 6 HGB) ermöglicht, ein absolut wirkendes Abtretungsverbot im Sinne von § 399 Alt. 2 BGB zu vereinbaren.[586] Ohne Zustimmung des Darlehensnehmers kann gemäß § 399 Alt. 2 BGB eine Abtretung an nicht zugelassene Erwerber nicht mehr erfolgen.[587]

In aktuellen Bankdarlehensdokumentationen ist die Abtretung des Darlehens an einen Dritten regelmäßig ausdrücklich erlaubt, die Vereinbarung eines Abtretungsverbotes hingegen unüblich.[588] In Anbetracht der gestiegenen Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung der Kreditinstitute aufgrund von Basel III final/CRD V/CRR II/MaRisk ist Flexibilität im Umgang mit notleidenden Krediten wichtig. Daher ist nicht damit zu rechnen, dass Abtretungsverbote in der Vertragspraxis der Kreditinstitute zukünftig eine große Rolle spielen werden.

F. Zwischenergebnis

Die Untersuchung der rechtlichen Voraussetzungen des Kredithandels hat gezeigt, dass dem Handel von Forderungen bzw. deren Erwerb durch *Loan-to-own*-Investoren in Form der Zession eines *Single-Name*-Kredites keine nennenswerten rechtlichen Restriktionen in den Weg gestellt werden.[589] Im Lichte der Bekämpfung von notleidenden Krediten in der Europäischen Union ergibt diese Feststellung auch in einem größeren Kontext Sinn: Banken muss im Umgang mit notleidenden Krediten die Möglichkeit zur Portfoliobereinigung durch Abstoßung eines notleidenden Kreditengagements gegeben werden. Eine interne Problemkreditbearbeitung ist für die meisten Banken gerade im „over-banked" Deutschland[590] wirtschaftlich nicht mehr darstellbar. *De lege lata* sind die rechtlichen Voraussetzungen für den Kredithandel daher als gut zu bezeichnen.

---

[586] *Kramme*, Der Konflikt zwischen dem Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen, S. 17; *Langenbucher*, in: NJW 2008, S. 3169 (3173).

[587] *Kilgus*, in: BKR 2009, S. 181 (189); *Schalast*, in: BB 2008, S. 2190 (2194 f.).

[588] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 302.

[589] *Palenker*, Loan-to-own, S. 310 ff.

[590] *Prüver*, Der Verkauf notleidender Kredite, S. 59; *Brenner*, Non-performing Loans, S. 57; *Froitzheim*, Non Performing Loans (NPL) in Deutschland, S. 56.

§ 6 Das dritte Transaktionsstadium: Die Umwandlung des Kredits in Eigenkapital

Nach dem Erwerb der notleidenden Forderung erfolgt die Kontrollerlangung über das Zielunternehmen mittels einer Umwandlung von Forderungen gegen das Zielunternehmen in Eigenkapital am Zielunternehmen.[591] Ein solcher *Debt-Equity-Swap* kann – in Abhängigkeit davon, ob ein Eröffnungsantrag für das Insolvenzverfahren gestellt wurde – auf gesellschaftsrechtlichem Wege oder im Rahmen eines Insolvenzplanes erfolgen. Im Folgenden werden für beide Varianten die rechtlichen Grundlagen eines kontrollorientierten *Debt-Equity-Swap*s *de lege lata* erörtert, das Obstruktions- bzw. Blockadepotential für betroffene Stakeholder beleuchtet und die Vor- und Nachteile beider Varianten für *Loan-to-own*-Investoren gegenübergestellt. Ausgangspunkt der Darstellung sind dabei jeweils die Vorschriften zu Kapitalgesellschaften (AG und GmbH), während Erwägungen zu Personengesellschaften punktuell ergänzt werden.

A. Der gesellschaftsrechtliche *Debt-Equity-Swap*

I. Vorüberlegungen und Alternativen zur Sanierung mittels *Debt-Equity-Swap*

Außerhalb einer Insolvenz liegt die Zuständigkeit und Verantwortung für Sanierungsmaßnahmen bei der Geschäftsführung bzw. den Gesellschaftern des Krisenunternehmens. Grundvoraussetzung von Sanierungsbemühungen ist, dass objektiv überhaupt eine Krisen- bzw. Sanierungssituation vorliegt und das Krisenunternehmen sanierungsfähig ist. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn bereits durch eine Entschuldung der Bilanz ein wesentlicher Sanierungseffekt erreicht werden kann *(„Good companies with bad balance sheets")*[592].

Einem Krisenunternehmen stehen eine Reihe von Möglichkeiten zur (bilanziellen) Sanierung außerhalb einer Insolvenz zur Verfügung. Hierzu zählen die Auflösung stiller Reserven, die Verrechnung mit Gewinnvorträgen, oder die Auflösung von Gewinn- oder Kapitalrücklagen.[593] In Betracht kommen bei der GmbH ferner Nachschusspflichten der Gesellschafter gemäß §§ 26–28 GmbHG, welche allerdings unter Zustimmung aller von der Nachschusspflicht betroffenen Gesellschafter in der Satzung geregelt sein

---

[591] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 7.

[592] *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 100; *Paetzmann*, in: ZfdK 2003, S. 968 (969); *Palenker*, in: ZIP 2020, S. 1109 (1110).

[593] *Baums*, Recht der Unternehmensfinanzierung, § 23 Rn. 20, 60.

müssen.[594] Diese Buchsanierungsmöglichkeiten setzen allerdings voraus, dass die Altgesellschafter die Sanierungsmaßnahmen selbst durchführen und im Zuge der Sanierung keine Änderung der Gesellschafterstruktur eintritt.

Dem gegenüber steht der kontrollorientierte *Debt-Equity-Swap* durch einen *Loan-to-own*-Investor, welcher auf die Kontrollerlangung im Zielunternehmen abzielt und folglich die Anteile der Altgesellschafter entweder signifikant verwässert oder die Altgesellschafter gänzlich aus ihrer Gesellschafterstellung entfernt sehen möchte. Beträgt der Wert der Gesellschaft bzw. der Gesellschaftsanteile nahezu Null, wird ein *Loan-to-own*-Investor regelmäßig eine 100 %-ige Beteiligung unter vollständiger Verdrängung der Altgesellschafter verlangen.[595] Dies wird durch einen sogenannten Kapitalschnitt bewerkstelligt. Hierbei wird zunächst das Nennkapital der Zielgesellschaft im Wege einer vereinfachten Kapitalherabsetzung auf Null herabgesetzt und anschließend – unter Einbringung der notleidenden Forderung als Sacheinlage – eine Nennkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechtes für die Altgesellschafter durchgeführt.[596] Die Forderung selbst erlischt schließlich durch einen Verzicht seitens des Gläubigers oder infolge einer Konfusion nach Abtretung an die Zielgesellschaft.[597]

Eine Kontrollerlangung kann auch mittels einer übertragenden Sanierung erfolgen, also mittels Übertragung eines Krisenunternehmens auf einen gesunden Rechtsträger unter Trennung des Unternehmens vom Unternehmensträger und dessen Verbindlichkeiten.[598] Die übertragende Sanierung ist jedoch dann unpraktibel, wenn bestimmte privatrechtliche Berechtigungen mit dem Unternehmensträger verknüpft sind, welche für die Fortführung des Unternehmens unabdingbar sind.[599]

---

[594] *Schütz*, in: Fleischer/Goette, MüKo-GmbHG, § 26 GmbHG, Rn. 45; *Döge*, in: ZIP 2018, S. 1220; *Priester*, in: ZIP 2010, S. 497 (499).

[595] *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1861); *Palenker*, Loan-to-own, S. 255.

[596] *Ekkenga*, in: ZGR 2009, S. 583 (593); *Reger/Stenzel*, in: NZG 2009, S. 1210.

[597] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 15 f.; *Redeker*, in: BB 2007, S. 673 (674 ff.); *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.380.

[598] *Paulus*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 105; *Soudry/Schwenkel*, in: GWR 2010, S. 366; *Döge*, in: ZIP 2018, S. 1220 (1226).

[599] *Brinkmann*, in: WM 2011, S. 97 (98); *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1863); *Palenker*, Loan-to-own, S. 301 ff.

II. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen eines kontrollorientierten *Debt-Equity-Swap*

1. Vereinfachte, nominelle Kapitalherabsetzung

Bei Vorliegen einer Unternehmenskrise hat die Zielgesellschaft häufig Verluste erlitten, die das Eigenkapital aufzehren und so eine Unterbilanz oder sogar eine bilanzielle Überschuldung entstanden ist.[600] Eine nominelle Kapitalherabsetzung mindert den Betrag des im Gesellschaftsvertrag festgelegten Nennbetrags des Grund- bzw. Stammkapitals.[601]

Resultat der Kapitalherabsetzung ist eine Buchsanierung, welche die bis zum Zeitpunkt der Kapitalherabsetzung aufgelaufenen Verluste auf die Altgesellschafter verteilt und in das Nennkapital einpreist.[602] Die Nennkapitalziffer entspricht dann wieder dem bilanziell ausgewiesenen Reinvermögen, und die Nennbeträge der bisher ausgegebenen Gesellschaftsanteile werden entsprechend – gegebenenfalls bis auf Null[603] – reduziert.[604] Die Verluste werden bilanziell ausgeglichen.[605]

Für einen *Loan-to-own*-Investor erfüllt die vereinfachte Kapitalherabsetzung zwei Funktionen:

a) Keine Beteiligung an Altverlusten

Zum einen wird eine Beteiligung an den zuvor angefallenen Verlusten vermieden, indem der wirtschaftliche Wert der Gesellschaft vor Einbringung der Forderungen des *Loan-to-own*-Investors angepasst wird.[606] Die Anteile an einer Kapitalgesellschaft sind stets Bruchteile des Nennkapitals, die Gesellschaftsanteile aller Gesellschafter ergeben in der Summe immer das satzungsmäßige Nennkapital. In einer Krisensituation entspricht der wirtschaftliche Wert der Gesellschaftsanteile der Altgesellschafter oftmals nicht mehr

---

[600] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 44; *Baums*, Recht der Unternehmensfinanzierung, § 23 Rn. 29.

[601] *Palenker*, Loan-to-own, S. 256.

[602] *Vetter*, in: Fleischer/Goette, MüKo-GmbHG, Vorbemerkungen § 58, Rn. 2, 31 ff.; *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 23; *Palenker*, Loan-to-own, S. 256.

[603] *BGH,* Urteil vom 05.10.1992 - II ZR 172/91 = BGHZ 119, 305 = NJW 1993, 57; *BGH,* Urteil vom 05.07.1999 - II ZR 126/98 = BGHZ 142, 167 = NJW 1999, 3197; *Palenker*, Loan-to-own, S. 255.

[604] *Döge*, in: ZIP 2018, S. 1220 (1221); *Palenker*, Loan-to-own, S. 255 f.

[605] *Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 58a GmbHG, Rn. 56.

[606] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 22 f.; *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 229 AktG, Rn. 2; *Baums*, Recht der Unternehmensfinanzierung, § 23 Rn. 29; *Palenker*, Loan-to-own, S. 256.

dem satzungsmäßig vorgeschriebenen Nennkapital. Würde ein *Loan-to-own*-Investor einfach nur im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage in die Gesellschaft eintreten, würde der wirtschaftliche Wert der eingebrachten Forderungen nicht dem wirtschaftlichen Wert der Anteile der Altgesellschafter entsprechen – die aufgelaufenen Verluste der Gesellschaft würden sozialisiert. Dies verhindert der Kapitalschnitt, indem er den Nennwert der Altanteile an die wirtschaftliche Realität anpasst (nicht selten Null) und damit den Wert der Altanteile in ein angemessenes Verhältnis zu den durch den *Loan-to-own*-Investor einzubringenden Forderungen setzt.[607] Die Altverluste werden somit den Altgesellschaftern in Form einer Anteilsverwässerung zugewiesen.[608]

b) Ausschluss von Altgesellschaftern bei Kapitalherabsetzung auf Null

Zum anderen können durch eine Herabsetzung auf Null Altgesellschafter aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden: Anders als bei Personengesellschaften gibt es bei Kapitalgesellschaften keine Mitgliedschaft ohne Kapitalanteil, jeder Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft muss einen Geschäftsanteil im Wert von mindestens einem Euro halten. Ein Gesellschaftsanteil im Wert von Null beseitigt sämtliche Mitgliedschaftsrechte und führt zum automatischen Ausscheiden aus der Gesellschaft.[609] Die Neuzusammensetzung der Gesellschafterstruktur erfolgt im Rahmen der sich unmittelbar anschließenden Kapitalerhöhung, wobei nur Gesellschafter bleiben kann, wer neue Anteile übernimmt. Für einen kontrollorientierten *Debt-Equity-Swap* unter Ausschluss der Altgesellschafter ist eine Kapitalherabsetzung auf Null daher der einzuschlagende Weg.

c) Durchführung der Kapitalherabsetzung

Die Durchführung einer vereinfachten Kapitalherabsetzung richtet sich nach den §§ 229–236 AktG bzw. den §§ 58a–58f GmbHG. Nominell bedeutet hierbei, dass der Nennbetrag des Grund- bzw. Stammkapitals reduziert wird.[610] Gemäß § 229 Abs. 1 Satz 1 AktG bzw. § 58a Abs. 1 GmbHG ist eine vereinfachte Kapitalherabsetzung, sobald sonstige Eigenkapitalpositionen zur Verlustverrechnung nicht (mehr) zur Verfügung stehen, zu Sanierungszwecken zulässig.[611] Im Zuge einer

---

[607] *Metze/Westpfahl*, in: Baur/Kantowsky u.a., Stakeholder Management, S. 97 (109 f.).

[608] *Palenker*, Loan-to-own, S. 256.

[609] *Döge*, in: ZIP 2018, S. 1220 (1224); *Priester*, in: ZIP 2010, S. 497 (500); *Palenker*, Loan-to-own, S. 256.

[610] *Palenker*, Loan-to-own, S. 256.

[611] *Palenker*, Loan-to-own, S. 257.

vereinfachten Kapitalherabsetzung darf das gesetzlich vorgeschriebene Mindeststammkapital bzw. Mindestgrundkapital unterschritten werden, sofern eine solche Kapitalherabsetzung unterhalb des Mindestkapitals mit einer gleichzeitigen Kapitalerhöhung verbunden wird, §§ 229 Abs. 3, 228 AktG bzw. §§ 58a Abs. 4 GmbHG.[612] Als Satzungsänderung erfordert die vereinfachte Kapitalherabsetzung einen Beschluss der Hauptversammlung bzw. Gesellschafterversammlung. Sofern die Satzung der Gesellschaft keine abweichende Regelung trifft, ist gemäß §§ 229 Abs. 3, 222 Abs. 1 Satz 1 AktG bzw. §§ 58a Abs. 5, 53 Abs. 2 GmbHG eine qualifizierte Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bzw. Stammkapitals erforderlich.

2. Effektive Sachkapitalerhöhung

Für den eigentlichen „Tausch" der Forderungen gegen Gesellschaftsanteile müssen neue Gesellschaftsanteile geschaffen werden, welche die umwandelnden Gläubiger im Gegenzug für die einzubringende Forderung erhalten. Die Schaffung dieser neuen Anteile erfolgt im Wege einer effektiven Kapitalerhöhung.[613] Diese ist in den §§ 182–191 AktG bzw. §§ 55–57o GmbHG geregelt.

a) Forderungen als Sacheinlage

Nach mittlerweile nicht mehr ernsthaft bestrittener Ansicht[614] handelt es sich bei der Einbringung von Forderungen um eine *Sach*einlage und nicht um eine Bareinlage, sodass insbesondere § 183 AktG bzw. § 56 GmbHG Anwendung finden. Eine Sachkapitalerhöhung setzt eine Satzungsänderung voraus, deren Beschluss gemäß § 182 Abs. 1 Satz 1 AktG bzw. § 53 Abs. 2 Satz 1 GmbHG eine qualifizierte Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bzw. Stammkapitals erfordert, sofern die Satzung nichts anderes bestimmt.[615] Im Falle einer Kapitalherabsetzung unterhalb des Mindestnennkapitals ist zu beachten, dass gemäß §§ 229 Abs. 3, 228 Abs. 1 AktG bzw. § 58a Abs. 4 Satz 1 GmbHG bei der *„zugleich"* zu beschließenden Kapitalerhöhung bis zur Wiedererreichung der

---

[612] *Ulmer/Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 55 GmbHG, Rn. 43.

[613] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 37; *Lürken/Egger/Hiemer*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 55 f.; *Palenker*, Loan-to-own, S. 258.

[614] Vgl. *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 32 m.zahlr. w.N.; *Arnold*, in: Krieger, FS Hoffmann-Becking, S. 30–33; *Wiedemann*, in: Krieger, FS Hoffmann-Becking, S. 1390; *Palenker*, Loan-to-own, S. 258.

[615] *Wiedemann*, in: Krieger, FS Hoffmann-Becking, S. 1389.

Mindestnennbetragsgrenze gemäß § 7 AktG bzw. § 5 Abs. 1 GmbHG keine Sacheinlagen festgesetzt werden dürfen, das gesetzlich vorgeschriebene Mindestnennkapital also in Form einer Bareinlage zu erbringen ist.[616] In diesen Fällen erfolgt dann regelmäßig eine Mischeinlage aus Barmitteln bis zum Erreichen des Mindestnennbetrages und einer Sacheinlage durch Umwandlung der Forderung.[617] Bei einer vorangegangenen Kapitalherabsetzung auf Null in einer AG gebietet die Treuepflicht dem Neugesellschafter zudem, die neuen Aktien in Höhe des Mindestbetrages zu stückeln, um möglichst allen Aktionären den Verbleib in der Gesellschaft zu ermöglichen.[618] Dies gilt unabhängig von einem Bezugsrechtsausschluss für Altaktionäre.

b) Umfang der Bareinlagepflicht bei Inanspruchnahme der bilanziellen Rückwirkung nach § 235 AktG bzw. § 58f GmbHG

§§ 229 i.V.m. 235, 234 AktG bzw. §§ 58a i.V.m. 58f GmbHG eröffnen im Rahmen der effektiven Kapitalerhöhung die Möglichkeit, unter Durchbrechung des Stichtagsprinzips (§ 252 Abs. 1 Nr. 3 HGB) den Kapitalschnitt im letzten Jahresabschluss vor Fassung der Beschlüsse über die Kapitalherabsetzung und die gleichzeitige Kapitalerhöhung vorgezogen auszuweisen. Zweck der §§ 234, 235 AktG bzw. §§ 58e, 58f GmbHG ist die Erleichterung einer Sanierung, indem die Ausweisung eines Verlustes – gegebenenfalls sogar einer Unterbilanz oder einer Überschuldung – auch für die Vergangenheit vermieden wird. Dies soll einer negativen Beeinflussung der Kreditwürdigkeit dem Ansehen im Rechtsverkehr entgegenwirken.[619]

Rückwirkend abgeändert werden können die Bilanzpositionen *gezeichnetes Kapital* (§ 266 Abs. 3 A I HGB) sowie die *Kapital- und Gewinnrücklagen* (§ 266 Abs. 3 A II und III HGB).[620] Aus dem Jahresabschluss werden die unterjährige Unterbilanz bzw. Überschuldung sowie der Kapitalschnitt dann nicht mehr ersichtlich,

---

[616] *Burkert*, Der Debt-to-Equity Swap im Spannungsverhältnis von Gesellschafts- und Insolvenzrecht, S. 37.

[617] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 49; *Maier-Reimer,* Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 134–135; *Burkert*, Der Debt-to-Equity Swap im Spannungsverhältnis von Gesellschafts- und Insolvenzrecht, S. 37 m.w.N.; *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 23; examplarisch zum Fall Pfleiderer *Schmidt*, in: ZIP 2012, S. 2085.

[618] *Galla*, in: Henssler/Strohn, GesR-Kommentar, § 228 AktG, Rn. 2.

[619] *Haberstock/Greitemann*, in: Hölters, AktG-Kommentar, § 234 AktG, Rn. 2; *Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 58e GmbHG, Rn. 1.

[620] *Galla*, in: Henssler/Strohn, GesR-Kommentar, § 234 AktG, Rn. 2.

wohl aber aus der Gewinn- und Verlustrechnung.[621] Es handelt sich hierbei um eine Gestaltungsmöglichkeit der Gesellschaft, welche in Sanierungssituationen sinnvoll ist, um die Krisensituation nicht im Jahresabschluss gegenüber dem Rechtsverkehr offenzulegen und eine geräuschlose außerinsolvenzliche Sanierung zu ermöglichen.[622]

Zum Schutze des Rechtsverkehrs ordnen § 235 Abs. 1 Satz 2 AktG bzw. § 58f Abs. 1 Satz 2 GmbHG an, dass die bilanzielle Rückwirkung des Kapitalschnitts nur dann zulässig ist, wenn keine Sacheinlage für die Kapitalerhöhung festgesetzt ist. Die bislang nahezu einhellige Auffassung in der Literatur[623] versteht dies dahingehend, dass die gesamte Kapitalerhöhung im Form von Bareinlagen im Sinne der §§ 182 ff AktG zu erfolgen hat und Forderungen insoweit nicht eingebracht werden können. Insoweit besteht ein Unterschied zu den Bestimmungen in §§ 229 Abs. 3, 228 Abs. 1 AktG bzw. § 58a Abs. 4 Satz 1 GmbHG, wonach nach allgemeiner Ansicht eine Bareinlagepflicht nur bis zur Erreichung des Mindestnennkapital besteht, sofern dieses im Zuge der vorangehenden vereinfachten Kapitalherabsetzung unterschritten wurde.[624] Beim kontrollorientierten *Debt-Equity-Swap* durch *Loan-to-own*-Investoren ist sowohl ein Kapitalschnitt unter das Mindestnennkapital zum Ausschluss der Altgesellschafter als auch die Inanspruchnahme der bilanziellen Rückwirkung zur Vermeidung einer negativen Außenwirkung erforderlich. Insoweit ist klärungsbedürftig, welche

---

[621] *Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 58f GmbHG, Rn. 1; *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 235 AktG, Rn. 2.

[622] *Rieder*, in: Grigoleit/Ehmann, AktG-Kommentar, § 235 AktG, Rn. 1 ff.; *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 235 AktG, Rn. 3.

[623] *Oechsler*, in: Goette/Habersack, MüKo-AktG Bd. 4, § 235 AktG, Rn. 9; *Haberstock/Greitemann*, in: Hölters, AktG-Kommentar, § 235 AktG, Rn. 9; *Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 58f GmbHG, Rn. 6; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG-Kommentar, § 235 AktG, Rn. 5; *Rieder*, in: Grigoleit/Ehmann, AktG-Kommentar, § 235 AktG, Rn. 8; *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 235 AktG, Rn. 5; *Priester/Tebben*, in: Scholz, GmbHG-Kommentar, § 58f GmbHG, Rn. 8; *Lutter/Kleindiek*, in: Lutter/Hommelhoff, GmbHG-Kommentar, § 58f GmbHG, Rn. 5; , einzig *Galla*, in: Henssler/Strohn, GesR-Kommentar, § 235 AktG, Rn. 4 lässt offen, ob nur die Mindesteinlage gemeint ist oder auch der Restbetrag .

[624] *Rieder*, in: Grigoleit/Ehmann, AktG-Kommentar, § 228 AktG, Rn. 5; *Oechsler*, in: Goette/Habersack, MüKo-AktG Bd. 4, § 228 AktG, Rn. 7; *Haberstock/Greitemann*, in: Hölters, AktG-Kommentar, § 228 AktG, Rn. 6; *Galla*, in: Henssler/Strohn, GesR-Kommentar, § 228 AktG, Rn. 2; *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 228 AktG, Rn. 2; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG-Kommentar, § 228 AktG, Rn. 3; *Lutter/Kleindiek*, in: Lutter/Hommelhoff, GmbHG-Kommentar, § 58a GmbHG, Rn. 24; *Priester/Tebben*, in: Scholz, GmbHG-Kommentar, § 58a GmbHG, Rn. 40; *Vetter*, in: Fleischer/Goette, MüKo-GmbHG, § 58a GmbHG, Rn. 97.

Anforderungen in diesen Fällen an die Einlage zu stellen sind, in denen sowohl §§ 229 Abs. 3, 228 Abs. 1 AktG bzw. § 58a Abs. 4 Satz 1 GmbHG als auch § 235 Abs. 1 Satz 2 AktG bzw. § 58f Abs. 1 Satz 2 GmbHG einschlägig sind.

Nach hier vertretener Ansicht gehen die §§ 229 Abs. 3 , 228 Abs. 1 AktG bzw. § 58a Abs. 4 Satz 1 GmbHG den § 235 AktG bzw. § 58f GmbHG vor, sodass eine Bareinlage nur in Höhe des Mindestnennkapitals erforderlich ist, selbst wenn im Rahmen des Kapitalschnitts zu Sanierungszwecken die bilanzielle Rückwirkung nach § 235 AktG bzw. § 58f GmbHG in Anspruch genommen wird. Der Wortlaut der relevanten Normen steht dieser Ansicht nicht entgegen: Dieser ist bei § 228 Abs. 1 AktG bzw. § 58a Abs. 4 Satz 1 GmbHG (*„…und bei der Sacheinlagen nicht festgesetzt sind"*) und bei § 235 Abs. 1 Satz 2 AktG bzw. § 58f Abs. 1 Satz 2 GmbHG (*„…, keine Sacheinlagen festgesetzt sind"*) beinahe identisch. Ferner ist zu bedenken, dass vereinfachte Kapitalherabsetzungen, welche das Mindestnennkapital unterschreiten oder gar auf Null herabsetzen, einschneidendere Kapitalmaßnahmen sind als solche vereinfachten Kapitalherabsetzungen, welche das Mindestnennkapital unberührt lassen.

Denn sobald das Mindestnennkapital unterschritten wird, werden die Mitgliedschaftsrechte der Altgesellschafter beschnitten bzw. im Falle einer Herabsetzung auf Null sogar aufgehoben. Die § 235 AktG bzw. § 58f GmbHG setzen für sich genommen nicht voraus, dass die vereinfachte Kapitalherabsetzung das Mindestnennkapital unterschreitet, sondern knüpfen die vollständige Bareinlagepflicht nur an die Inanspruchnahme der bilanziellen Rückwirkung. Es erscheint daher nicht stringent, dass die herrschende Meinung für den drastischeren, auf Sanierungszwecke beschränkten Kapitalschnitt laxere Anforderungen stellt als an einen Kapitalschnitt, in dessen Rahmen das Mindestnennkapital nicht notwendig unterschritten wird.

Auch bleibt die zuvor zitierte Literatur eine substantiierte Erläuterung ihrer Sichtweise schuldig: Als Beleg für die durchweg behauptete Unzulässigkeit der Einbringung von Darlehensforderungen[625] werden stets dieselben zwei Urteile zitiert, nämlich die zur *Beton- und Monierbau AG* ergangenen Urteile des OLG Düsseldorf aus den Jahren 1981[626] und 1990[627]. Diese Urteile – die beide in Revision gingen und nie in Rechtskraft erwuchsen – stellen ein solches Postulat des generellen Verbots der Sacheinlage aber gar nicht auf. Vielmehr wird konkret an dem den Urteilen zugrunde liegenden Sachverhalt argumentiert und insbesondere auf das Verbot einer verdeckten Sacheinlage eingegangen. Der Sachverhalt – Vorfinanzierung einer Kapitalerhöhung

[625] Siehe soeben Fußnote 523.

[626] *OLG Düsseldorf,* Urteil vom 25.06.1981 - 6 U 79/80 = ZIP 1981, 847.

[627] *OLG Düsseldorf,* Urteil vom 15.11.1990 - 6 U 175/89 = ZIP 1991, 161.

durch Kontoüberziehung bei den Hausbanken und anschließende Gewährung eines Barkredites durch dritte „Strohbanken", anschließend Rückzahlung der Vorfinanzierungsdarlehen an die „Strohbanken" nach vollzogenem Kapitalschnitt[628] – gab dazu auch Anlass.

Bei der typischen Sachverhalts- und Interessenlage bei einem *Loan-to-own*-Investment jedoch kann von einer verdeckten Einlageleistung keine Rede sein, die Einlage der Forderung bleibt durch die Registerpublizität und die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) weiterhin sichtbar und für geübte Bilanzenleser offenkundig.[629]

Folgt man der herrschenden Ansicht, so müssten *Loan-to-own*-Investoren, sofern sie im Zuge des Kapitalschnitts von der bilanziellen Rückwirkung gemäß § 235 AktG bzw. § 58f GmbHG Gebrauch machen möchten, für die Sanierung weiteres Barkapital aufbringen und erst in einem zusätzlichen Schritt im Rahmen einer formalen Sachkapitalerhöhung die erworbenen Forderungen einbringen.[630] Zu einer weiteren Austattung der Zielgesellschaft mit Bareinlagen wird ein *Loan-to-own*-Investor in der Regel aber nicht bereit sein.[631] Wie bereits zuvor erläutert, erfordert die *Loan-to-own*-Strategie ein mittel- bis langfristiges Engagement des Investors für das Zielunternehmen. Insofern sich die betroffenen Stakeholder zu einer außerinsolvenzlichen Sanierung durch Kontrollübernahme mittels *Debt-Equity-Swap* entschlossen haben, sollten die Barmittel eines *Loan-to-own*-Investors nicht durch Kapitalmaßnahmen gebunden, sondern für anschließende, auch operative Sanierungmaßnahmen nach Kontrollerlangung zur Verfügung stehen.[632] Denn dem Rechtsverkehr wäre wenig geholfen, wenn eine außerinsolvenzliche Sanierung an der mangelnden Bereitschaft oder Fähigkeit eines *Loan-to-own*-Investors scheitert, die gesamte Kapitalerhöhung in bar zu leisten und das Unternehmen stattdessen in die Insolvenz schlittert. Denn fast immer ist die schuldenbasierte Übernahme durch den *Loan-to-own*-Investor die letzte Möglichkeit des Krisenunternehmens, sich außerhalb eines Insolvenzverfahrens unter Mitwirkung eines spezialisierten Investors zu sanieren.

---

[628] Der komplexe und umfangreiche Sachverhalt kann hier allenfalls kursorisch und zur Hervorhebung der Unterschiede zu einem *Loan-to-own*-Investment dargestellt werden.

[629] *Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 58e GmbHG, Rn. 1; *Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 58f GmbHG, Rn. 1.

[630] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 311.

[631] *Thies/Lieder*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 8 Rn. 124.

[632] Vgl. insoweit auch die Argumentation zum Schutz von Alt- und Neugläubigern bei *Hölzle*, in: Kübler, HRI, § 31 Rn. 71 ff., welche sich allerdings auf den Debt-Equity-Swap im Insolvenzplan bezieht.

Dies gilt insbesondere bei einer Kapitalherabsetzung auf Null, bei der bereits eine bilanzielle Überschuldung oder eine Unterbilanz eingetreten ist und im Verwertungsfall ohnehin nur nach Insolvenzquote bedient wird.

Die *„Gefahr einer Überbewertung von Sacheinlagen in Verbindung mit der bilanziellen Rückwirkung"*[633] bleibt durch die gesellschaftsrechtliche Differenzhaftung, die Beweislast für Werthaltigkeit der eingebrachten Forderung sowie der Strafbarkeit einer unrichtigen Versicherung der Werthaltigkeit beherrschbar.

Nach hier vertretener Ansicht kann der Umstand der bilanziellen Rückwirkung jedenfalls bei kontrollorientierten *Loan-to-own*-Investments keine vollumfängliche Bareinlagepflicht rechtfertigen. Das Informationsbedürfnis des Rechtsverkehrs muss in diesen Fällen hinter dem Sanierunginteresse zurückstehen. Somit ist die Einlage einer Forderung als Sacheinlage auch bei einer Kapitalerhöhung gemäß § 235 AktG bzw. § 58f GmbHG zulässig.

3. Ausschluss des Bezugsrechts der Altgesellschafter

Ein kontrollorientierter *Debt-Equity-Swap* erfordert einen Bezugsrechtsausschluss zulasten der Altgesellschafter, denn die vorangegangenen Kapitalmaßnahmen führen noch zu keinem Wechsel der Gläubiger in die Position von Anteilsinhabern.[634] Dieser erfolgt mittels eines Bezugsrechtssausschlusses, über den zeitgleich mit der Kapitalerhöhung abzustimmen ist.[635] Das Bezugsrecht ist eines der wichtigsten Mitgliedschaftsrechte in einer Kapitalgesellschaft[636], sodass an seinen Ausschluss erhöhte Anforderungen bei der Beschlussmehrheit gestellt werden. Bei der GmbH besteht eine zusätzliche Problemstellung darin, dass das Bezugsrecht gesetzlich nicht geregelt und es umstritten ist, ob die Bestimmungen des AktG analog anzuwenden sind.

a) Gesetzlich geregelter Bezugsrechtsausschluss bei der Aktiengesellschaft

Bei der Aktiengesellschaft sind die Voraussetzungen eines Bezugsrechtsausschlusses in § 186 Abs. 3 und 4 AktG geregelt. Als unselbstständiger Bestandteil des Kapitelerhöhungsbeschlusses ist der Beschluss über den Bezugsrechtsausschluss

---

[633] *Oechsler*, in: Goette/Habersack, MüKo-AktG Bd. 4, § 235 AktG, Rn. 9.

[634] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 37; *Burkert*, Der Debt-to-Equity Swap im Spannungsverhältnis von Gesellschafts- und Insolvenzrecht, S. 38; *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1861); *Palenker*, Loan-to-own, S. 260 ff.

[635] *Palenker*, Loan-to-own, S. 261.

[636] *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 186 AktG, Rn. 13.

zusammen mit dem Kapitalerhöhungsbeschluss zu fassen.[637] Aufgrund des intensiven Eingriffs in die Mitgliedschaftsrechte der Bestandsaktionäre sind die formalen Legitimationsanforderungen an die Willensbildung in der Hauptversammlung erhöht: Beide Beschlüsse benötigen eine Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals.[638] Aufgrund des Eingriffs in den Schutzbereich von Art. 9 und 14 GG hinsichtlich der Altaktionäre bestehen auch materielle Anforderungen an einen Bezugsrechtsausschluss in Form einer sachlichen Rechtfertigung.[639] Die Verwässerung der Altaktionäre sowie deren möglicher Verlust von Aktionärsrechten, welche an bestimmte Beteiligungsquoten gebunden sind, müssen gegen den Zweck des Bezugsrechtsausschlusses abgewogen werden und sich als Ergebnis dieser Abwägung als vertretbarer Eingriff darstellen.[640]

Die Kriterien für eine sachliche Rechtfertigung wurden durch die Rechtsprechung konkretisiert, insbesondere durch die *Kali + Salz*–Entscheidung des BGH.[641] Demnach ist eine Erhöhung des Grundkapitals stets auf den Zweck und die Interessen der Gesellschaft bezogen, weswegen ein mit einer Kapitalerhöhung verbundener Bezugsrechtsausschluss seine Rechtfertigung stets im Gesellschaftsinteresse finden muss.[642] Für Sachkapitalerhöhungen ist Prüfungsmaßstab, *„ob die Gesellschaft nach vernünftigen kaufmännischen Überlegungen ein dringendes Interesse [am Erlass/Erlöschen der Forderung] hat und zu erwarten ist, der damit angestrebte Nutzen werde den verhältnismäßigen Beteiligungs- und Stimmrechtsverlust der vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionäre aufwiegen"*.[643] In Sanierungsszenarien, in denen ein Investor gegen Einbringung von Forderungen bedeutende Teile an dem zu sanierenden Unternehmen erhält, ist die sachliche Rechtfertigung jedenfalls dann gegeben, wenn die notwendigen Mittel nicht (mehr) durch eine Barkapitalerhöhung ohne Bezugsrechtsausschluss beschafft werden können.[644]

---

[637] *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 186 AktG, Rn. 21.

[638] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 39 ff.

[639] *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 186 AktG, Rn. 30; *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1861) m.w.N.

[640] *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 186 AktG, Rn. 24.

[641] *BGH,* Urteil vom 13.03.1978 - II ZR 142/76 = BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316.

[642] *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 186 AktG, Rn. 27.

[643] *BGH,* Urteil vom 13.03.1978 - II ZR 142/76 = BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316.

[644] *Lürken/Egger/Hiemer*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 55; *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1861 f.); *Palenker*, Loan-to-own, S. 260; *Halász/Kloster*, in: WM 2006, S. 2152 (2160), jeweils m.w.N. in den Fußnoten.

b) Fehlende ausdrückliche Regelung bei der GmbH

Für die GmbH existiert keine dem § 186 AktG vergleichbare Norm – geregelt ist in § 55 Abs. 2 Satz 1 GmbHG lediglich der Zulassungsbeschluss, welcher über die Frage entscheidet, ob nur die bisherigen Gesellschafter oder (auch) Dritte zur Übernahme der neuen Geschäftsanteile zugelassen werden sollen. Dieser Zulassungsbeschluss kann gemäß § 47 GmbHG grundsätzlich formlos und mit einfacher Mehrheit erfolgen, sofern die Satzung nichts Abweichendes vorsieht. Nach einer Ansicht kann in einem auf diese Weise gefassten Zulassungsbeschluss im Sinne von § 55 Abs. 2 Satz 1 GmbHG auch der Ausschluss von Bezugsrechten für die Altgesellschafter geregelt werden.[645] Ein solcher Beschluss unterliegt dann allerdings einem Willkürverbot: Er muss im Einklang mit dem gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz, der Treuepflichtbindung stehen und verhältnismäßig sein.[646]

Nach anderer Ansicht ist bei Bezugsrechtsaussschlüssen § 186 Abs. 3 und 4 AktG analog anzuwenden, wonach es einer qualifizierten Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Stammkapitals sowie einer sachlichen Rechtfertigung bedarf.[647]

Die Bedeutung dieses Meinungsstreites wirkt sich im Ergebnis nicht auf die Durchführbarkeit eines Bezugsrechtsausschlusses in der GmbH aus:[648] Selbst wenn man von der analogen Anwendbarkeit des § 186 Abs. 3 und 4 AktG auf einen Bezugsrechtsausschluss bei der GmbH ausgeht, sind in Sanierungsszenarien die sich daraus ergebenden Anforderungen regelmäßig erfüllt: Es genügt, wenn sich der Bezugsrechtsausschluss zur Durchführung eines *Debt-Equity-Swap* aus objektiver Sicht *ex ante* und unter Abwesenheit geschäftsfremder Erwägungen als im besten Interesse der Gesellschaft und der Gesellschafter liegend erweist.[649] Ferner werden im Rahmen eines *Debt-Equity-Swap* für die vorangehende vereinfachte Kapitalherabsetzung ebenfalls qualifizierte Mehrheiten von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals benötigt, sodass für die Folgeschritte eines *Debt-Equity-Swap* die qualifizierte Mehrheit gegeben sein wird. Wenn sich die Altgesellschafter zur

---

[645] *Ulmer/Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 55 GmbHG, Rn. 48, 54.

[646] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 42; *Ulmer/Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 55 GmbHG, Rn. 58 ff.

[647] *Lieder*, in: Fleischer/Goette, MüKo-GmbHG, § 55 GmbHG, Rn. 70 ff.; *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 42.

[648] So auch *Ulmer/Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 55 GmbHG, Rn. 51 f.; *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.240.

[649] *Lieder*, in: Fleischer/Goette, MüKo-GmbHG, § 55 GmbHG, Rn. 95a.

Durchführung eines *Debt-Equity-Swap* entschieden haben, werden sie ihre Zustimmung zu allen gesellschaftsrechtlichen Einzelmaßnahmen geben.[650] Sofern einzelne, sanierungsunwillige Altgesellschafter sich dem Kapitalschnitt verweigern, können nach neuerer Ansicht auch bei Kapitalgesellschaften die Grundsätze der Rechtssprechung zum „Sanieren oder Ausscheiden" zur Anwendung kommen. Ein Bezugsrechtsausschluss geht wegen des Eingriffs in die Eigentumsrechte der Altgesellschafter regelmäßig mit einem Abfindungsanspruch einher.

4. Übernahme der Anteile durch die Sacheinleger

Die Übernahme der neuen Gesellschaftsanteile erfolgt bei der AG gemäß § 185 AktG durch Zeichnungsschein, bei der GmbH muss die Übernahmeerklärung des Neugesellschafters gemäß § 55 Abs. 1 GmbHG notariell beglaubigt sein. Der Sacheinlagegegenstand sowie der Nennbetrag der im Gegenzug zu gewährenden Aktien bzw. Geschäftsanteile sind gemäß §§ 185 Abs. 1 Satz 3 Nr. 3, 183 Abs. 1 Satz 1, 27 Abs. 1 Satz 1 AktG bzw. §§ 56, 55 GmbHG in bestimmbarer Weise festzusetzen, ebenso die einlegende Person.[651]

5. Einbringung der Forderung in die Zielgesellschaft

Zur Erfüllung der Sacheinlageverpflichtung muss die Forderung in das Gesellschaftsvermögen übertragen werden. Dies kann durch Verzicht seitens des Gläubigers oder durch Abtretung der Forderung an die Zielgesellschaft erfolgen, wobei die Forderung durch Konfusion erlischt.[652]

Eine von Manchen[653] vertretene dritte Möglichkeit der Einbringung durch Aufrechnung mit der Forderung gegen einen zuvor begründeten (Bar)-Einlageanspruch der Zielgesellschaft setzt neben dem Erfordernis der realen Kapitalaufbringung noch den Abschluss einer Einbringungsvereinbarung voraus, welche den Anforderungen der

---

[650] Zum Blockadepotential sanierungsunwilliger Altgesellschafter siehe sogleich.

[651] Auch bei der GmbH, vgl. *Priester/Tebben*, in: Scholz, GmbHG-Kommentar, § 56 GmbHG, Rn. 24.

[652] *BGH,* Urteil vom 15.01.1990 - II ZR 164/88 = BGHZ 110, 47 = NJW 1990, 982; *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 15 f.; *Redeker*, in: BB 2007, S. 673 (674 ff.); *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.380; *Lürken/Egger/Hiemer*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 87; *Palenker*, Loan-to-own, S. 258.

[653] *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.380; *Dähnert*, Die Umsetzung des Debt-Equity-Swaps bei einer Kapitalgesellschaft nach der Einführung des ESUG, S. 26; *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 33.

§§ 19 Abs. 2 Satz 2; 5 Abs. 4 Satz 1 GmbHG entsprechen muss.[654] In der AG hingegen ist die Aufrechnung mit Einlagepflichten wegen § 66 Abs. 1 Satz 2 AktG gänzlich unzulässig.[655] Die Variante der Einbringung durch Verrechnung mit der Einlagepflicht erscheint daher theoretisch möglich, aber aufgrund der gegenüber Verzicht oder Konfusion erhöhten rechtlichen Anforderungen als nur schwierig durchführbar. Sie wird daher nicht näher behandelt.

Ein Verzicht auf die Forderung erfolgt im Wege eines Erlassvertrages im Sinne von § 397 BGB zwischen Gläubiger/Neugesellschafter und Zielgesellschaft. Buchhalterisch wird die Forderung als Fremdkapital ausgebucht und der entsprechende Betrag der Kapitalrücklage zugeführt.[656] Eine Abtretung der Forderung richtet sich nach den § 398 ff. BGB. Zedent ist der Gläubiger/Neugesellschafter, Zessionar ist die Zielgesellschaft. Nach Vollzug der Abtretung vereinigen sich Gläubiger und Schuldner in Person der Zielgesellschaft, wodurch die Forderung durch Konfusion erlischt.[657]

Bilanziell wird der Wert der notleidenden Forderung in diesen Fällen in Höhe des Betrages der Erhöhung des haftenden Kapitals in das gezeichnete Kapital (§ 272 Abs. 1 HGB) gebucht, während der darüber hinausgehende Teilbetrag in die gebundene Kapitalrücklage (§ 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB) gebucht wird.[658] Ebenfalls denkbar ist eine Gestaltung, in deren Rahmen der Gläubiger zunächst bestehende Anteile der Altgesellschafter an der Zielgesellschaft erwirbt und sodann in seiner Funktion als Neugesellschafter seine Forderungen als Einlage in die Kapitalrücklage (§ 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB) leistet.[659] Bilanziell handelt es sich bei einem *Debt-Equity-Swap* somit um einen reinen Passivtausch ohne tatsächliche Zufuhr frischen Kapitals. Die Zielgesellschaft wird von Verbindlichkeiten frei, das Rating des Unternehmens an den Kapitalmärkten und dessen Bonität steigt, wodurch die Liquiditätskrise zunächst beseitigt wird.[660]

---

[654] *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.380.

[655] *Baums*, Recht der Unternehmensfinanzierung, § 6 Rn. 13; *Bayer*, in: Goette/Habersack, MüKo-AktG Bd. 1, § 66 AktG, Rn. 46.

[656] *Groß/Kautenburger-Behr*, in: CF 2016, S. 307 (308).

[657] *Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 58a GmbHG, Rn. 13; *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 32 f.

[658] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 310.

[659] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 310.

[660] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 8.

6. Eintragung ins Handelsregister

Der Beschluss über die vereinfachte Kapitalherabsetzung ist gemäß §§ 229 Abs. 3, 223, 179, 181, 189 AktG bzw. §§ 58a Abs. 5, 54 Abs. 1 GmbHG in notarieller Form zur Eintragung im Handelsregister anzumelden und wird gemäß §§ 229, 224, 181 AktG bzw. §§ 58a Abs. 5, 54 Abs. 3 GmbHG mit Eintragung vollzogen. Gleichermaßen muss die Sachkapitalerhöhung gemäß § 184 Abs. 1 AktG bzw. § 57 GmbHG zur Eintragung in das Handelsregister angemeldet werden, bei der GmbH ist ferner der Beschluss gemäß § 53 Abs. 2 Satz 1 GmbHG notariell zu beurkunden. Die registergerichtliche Kontrolle des Beschlusses ist eingeschränkt: Er erstreckt sich vor allem auf die Frage, ob ein Verlust in Höhe des Herabsetzungsbetrages besteht oder zu erwarten ist, wobei Prüfungsmaßstab eine nach kaufmännischen Grundsätzen getroffene Prognose ist, welche sich *ex ante* als vertretbar erweisen muss.[661]

III. *Debt-Equity-Swap*s in Personengesellschaften

*Debt-Equity-Swap*s können auch bei Personengesellschaften – insbesondere auch bei GmbH & Co. KGen – als Zielgesellschaften durchgeführt werden. Hierfür werden die Festkapitalkonten (Kapitalkonten I)[662] aller Altgesellschafter anteilig gekürzt, neue Kapitalanteile geschaffen und die vormaligen Gläubiger zur Zeichnung junger Kapitalanteile zugelassen, was einer Erweiterung des Gesellschafterkreises und damit eine Änderung des Gesellschaftsvertrages bedeutet.[663] Insoweit gilt bei Personengesellschaften grundsätzlich ein Einstimmigkeitserfordernis, wobei der Gesellschaftsvertrag abweichendes vorsehen kann.[664] Einstimmigkeitserfordernisse können unter den durch den BGH in der Entscheidung „Sanieren oder Ausscheiden" entwickelten Voraussetzungen außer Kraft gesetzt werden. Die Pflichteinlage kann ebenfalls durch Sacheinlage einer Forderung erfolgen, wobei sich diesselben Bewertungsfragen stellen wie bei der Kapitalgesellschaft. Relevant ist die Frage der Werthaltigkeit der eingebrachten Forderung insbesondere dann, wenn ein Gläubiger die

---

[661] *Veil*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 229 AktG, Rn. 15.

[662] Zum praxisüblichen Mehrkontensystem vgl. *Priester*, in: Schmidt/Ebke, MüKo-HGB, § 120 HGB, Rn. 101 ff.; *Klimke*, in: Häublein/Hoffmann-Theinert u.a., NomosKommentar HGB, § 120 HGB, Rn. 29 ff.

[663] *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.397 ff.; *Schmidt*, in: ZGR 2012, S. 566 (571).

[664] *Madaus*, in: ZIP 2014, S. 500 (504); *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.398; *Schmidt*, in: ZGR 2012, S. 566 (572 ff.).

Stellung eines Kommanditisten übernimmt, sodass er bei vollständiger Leistung der Pflichteinlage gemäß § 171 HGB nach außen nicht mehr haftet.[665]

IV. Vor- und Nachteile für die *Loan-to-own*-Strategie

Der gesellschaftsrechtliche *Debt-Equity-Swap* hat aus der Sicht eines *Loan-to-own*-Investors sowohl Vor- als auch Nachteile:

1. Vorteile

Von Vorteil ist, dass ein außerinsolvenzlicher *Debt-Equity-Swap* ohne formelles, gerichtliches Verfahren und damit ohne Publizität, insbesondere ohne den „Makel der Insolvenz" durchgeführt werden kann.[666] Sofern der *Loan-to-own*-Investor mit einer durchdachten Kommunikationsstrategie an die Geschäftsführung und die Altgesellschafter herantritt und die erforderliche Dokumentation der zuvor geschilderten gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen weitestmöglich vorbereitet, kann ein außerinsolvenzlicher *Debt-Equity-Swap* wesentlich zügiger, geräuschloser und kostengünstiger vollzogen werden, als dies im Insolvenzverfahren möglich wäre.[667]

2. Nachteile

a) Schmales Zeitfenster für die Antragsstellung

Nachteilig ist, dass der Zeitrahmen für eine außerinsolvenzliche Sanierung in den meisten Fällen sehr knapp bemessen ist: Die Insolvenzantragspflicht gemäß § 15a InsO greift spätestens drei Wochen nach Eintritt der Insolvenzgründe, und häufig werden wirkungsvolle bilanzielle Sanierungsmaßnahmen durch Geschäftsführung bzw. Altgesellschafter nicht frühzeitig in Betracht gezogen bzw. entsprechende Initiativen seitens *Distressed Debt*-Investoren nicht aufgegriffen.[668] Insbesondere bei

---

[665] *Haas*, in: Kayser/Thole, HeidKo-InsO, § 225a InsO, Rn. 36; *Schmidt*, in: ZGR 2012, S. 566 (575); *Eidenmüller*, in: Stürner/Eidenmüller u.a., MüKo-InsO, Bd. 3, § 225a InsO, Rn. 71.

[666] *Kreplin*, in: Nerlich/Kreplin, MAH Insolvenz und Sanierung, § 1 Rn. 9.

[667] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 306; *Uhlenbruck*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.2; *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 25; *Undritz*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 10 Rn. 4; *Palenker*, Loan-to-own, S. 232.

[668] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 26; *Undritz*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 10 Rn. 13; *Göb*, in: NZG 2012, S. 371; *Brinkmann*, in: WM 2011, S. 97; *Seagon*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung,

Aktiengesellschaften ist eine außerinsolvenzliche Sanierung in der gegebenen Zeit kaum zu bewältigen, da die für den Kapitalschnitt erforderlichen Beschlüsse die Einberufung einer (außerordentlichen) Hauptversammlung erfordern.

b) Blockadepotential für sanierungsunwillige Stakeholder

Vertragliche Grundlage einer außerinsolvenzlichen Sanierung ist regelmäßig kein einzelnes, mehrseitiges Rechtsgeschäft, sondern eine Vielzahl einzelner Rechtsgeschäfte zwischen den beteiligten Stakeholdern (Schuldner und Gläubiger, ggf. Arbeitnehmer, Sozialversicherungsträger und Fiskus), darunter häufig Vergleichs- und Teilverzichtsvereinbarungen.[669] Außerhalb einer Insolvenz kann kein Beteiligter zu einem Sanierungsbeitrag gezwungen werden, sodass sich alle Stakeholder freiwillig beteiligen müssen.[670]

Bei einem gesellschaftsrechtlichen, außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* besteht daher Blockade- bzw. Obstruktionspotential auf Seiten der Altgesellschafter und auf Seiten weiterer Gläubiger neben dem *Loan-to-own*-Investor.

aa) Blockadepotential sanierungsunwilliger Altgesellschafter

Außerhalb der Insolvenz sind nur die Gesellschafter Subjekte der Beschlussfassung, gegen den Willen der Mehrheit der Gesellschafter ist ein *Debt-Equity-Swap* nicht möglich.[671] Die im Rahmen eines kontrollorientierten *Debt-Equity-Swap*s erforderlichen gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen – vereinfachte Kapitalherabsetzung, (Sach-)kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss – erfordern jeweils qualifizierte Beschlussmehrheiten. Die in § 222 Abs. 1 AktG bzw. § 53 Abs. 2 GmbHG geforderte Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals ist dabei als eine Mindestbeschlussmehrheit zu verstehen, die im Rahmen der Satzungsautonomie nur verschärft, nicht aber abgemildert werden kann.[672]

Sanierung, Insolvenz, § 26 Rn. 1; *Paul/Rudow*, in: NZI 2016, S. 385 (387); *Ehlers*, in: BB 2013, S. 1539.

669 *Uhlenbruck*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.6; *Undritz*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 10 Rn. 7.

670 *Korch*, in: ZHR 2018, S. 440 (461 f.); *Palenker*, Loan-to-own, S. 231.

671 *Schmidt*, in: ZGR 2012, S. 566 (572).

672 Vgl. den Wortlaut bei § 222 Abs. 1 AktG sowie *Bayer*, in: Lutter/Hommelhoff, GmbHG-Kommentar, § 53 GmbHG, Rn. 13.

Sollen im Zuge der Kapitalherabsetzung auf Null und durch vollständigen Bezugsrechtsausschluss die Altgesellschafter komplett ausgeschlossen werden, befinden sich diese in einer Situation, in der sie nur noch ihr strategisches Blockadepotential nutzen können, weil sie nichts mehr zu verlieren haben.[673] Auch können Gesellschafter aufgrund von Sondervereinbarungen oder der Treuepflicht gegenüber Mitgesellschaftern in ihrer Stimmabgabe gebunden sein.[674] Haben Gesellschafter ihre Geschäftsanteile verpfändet, sind diese aufgrund der Sicherungsverträge regelmäßig daran gehindert, einer Kapitalherabsetzung auf Null – und damit der Vernichtung der Pfandrechte – zuzustimmen.[675]

In jüngerer Zeit wird jedoch vertreten, dass Altgesellschafter aufgrund ihrer gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden können, wenn diese nicht bereit sind, sich an Sanierungsmaßnahmen zu beteiligen.[676] Die vom BGH im Girmes-Urteil[677] entwickelten Blockadeverbote für Aktionäre aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht sind insoweit auf die GmbH übertragbar.[678] Im Girmes-Urteil wurde entschieden, dass selbst auch Minderheitsaktionäre unter bestimmten Umständen Treupflichten unterliegen können, falls diese in eine Blockadeposition gelangt sind.[679]

Auch für das „Sanieren oder Ausscheiden"-Urteil des BGH[680], das für GbR und OHG erging, wird vertreten, dass die dort entwickelten Grundsätze trotz der Strukturunterschiede auch auf Kommanditgesellschaften[681] und auf Kapitalgesellschaften[682] anwendbar sind. Kern des Urteils ist, dass aus der Treuepflicht der Gesellschafter in bestimmten Fällen die Pflicht zur Zustimmung zu Sanierungsmaßnahmen abgeleitet werden kann.[683] Demnach bestehen in

---

673 *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 24 f.

674 *Madaus*, in: ZIP 2014, S. 500 (504).

675 *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1862).

676 *Döge*, in: ZIP 2018, S. 1220–1227; *Priester*, in: ZIP 2010, S. 497–503; grundsätzlich zur Treuepflicht bei Sanierungsbeteiligten *Bitter*, in: ZGR 2010, S. 147 (163); *Seibt/von Treuenfeld*, in: DB 2019, S. 1190 (1198).

677 *BGH,* Urteil vom 20.03.1995 - II ZR 205/94 = BGHZ 129, 136 = NJW 1995, 1739.

678 *Döge*, in: ZIP 2018, S. 1220 (1222).

679 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG-Kommentar, § 53a AktG, Rn. 14.

680 *BGH,* Urteil vom 19.10.2009 - II ZR 240/08 = BGHZ 183, 1 = NJW 2010, 65.

681 *von Rummel/Enge*, in: NZG 2017, S. 256 ff.

682 *Döge*, in: ZIP 2018, S. 1220 (1224 ff.); *Priester*, in: ZIP 2010, S. 497–503.

683 *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 43.

Kapitalgesellschaften zwar weder eine Nachschusspflicht noch die Verpflichtung, sich an einer Sanierung zu beteiligen. Aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht der Gesellschafter untereinander kann es sanierungsunwilligen Gesellschaftern allerdings zugemutet werden, eine notwendige Sanierung nicht zu blockieren und aus der Gesellschaft auszuscheiden. Nach zutreffender Ansicht kommt es dabei nicht darauf an, ob eine Mehrheit der Gesellschafter die Sanierung befürwortet.[684] Die Treuepflicht trifft insoweit jeden Gesellschafter individuell.

Bei einem *Debt-Equity-Swap* finden diese Treuepflichten in der Gestalt Anwendung, dass sanierungsunwillige Altgesellschafter nach einer vereinfachten Kapitalherabsetzung auf Null durch einen Bezugsrechtsausschluss nicht an der darauffolgenden Kapitalerhöhung beteiligt werden (sofern nicht von vorne herein alle Altgesellschafter ausgeschlossen werden sollen). Die Anforderungen an einen vollständigen Bezugsrechtsausschluss sind hoch: Ein vollständiger Ausschluss von der Kapitalerhöhung kann grundsätzlich nur dann gerechtfertigt sein, wenn der einzige investitionsbereite *Loan-to-own*-Investor dies zur Bedingung seines Engagements macht.[685] Die notwendige sachliche Rechtfertigung ergibt sich aus den Grundsätzen der „Girmes"- und „Sanieren oder Ausscheiden"-Rechtsprechung.

Jedoch ist der Bezugsrechtsausschluss im Wege einer Anfechtungsklage gerichtlich überprüfbar. Deren Blockadepotential wurde durch die Einführung des Freigabeverfahrens zwar erheblich reduziert,[686] trotzdem bleibt den Altgesellschaftern ein beträchtliches Blockadepotential, weil die Geltendmachung der Treuepflichten auf dem Rechtswege Zeit und Ressourcen kostet, die in einer Sanierungssituation im Zweifel nicht vorhanden sind.[687] Die Blockadehaltung einzelner Altgesellschafter kann daher faktisch eine außerinsolvenzliche Sanierung immer noch verhindern, denn die Erzwingung einer Zustimmung auf dem Rechtsweg ist bis zum Zeitpunkt der Insolvenzantragspflicht regelmäßig zeitlich nicht zu schaffen.[688]

---

[684] *Reichert*, in: NZG 2018, S. 134 (142).

[685] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 24.

[686] *Tautorus/Janner*, in: Nerlich/Kreplin, MAH Insolvenz und Sanierung, § 20 Rn. 31.

[687] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 25; *Lürken/Egger/Hiemer*, in: Jesch/Striegel u.a., Rechtshandbuch PE, Rn. 59.

[688] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 44.

bb) Blockadepotential sanierungsunwilliger, weiterer Gläubiger

Wie bereits gezeigt, besteht eine außerinsolvenzliche Sanierung aus einer Vielzahl von Rechtsgeschäften zwischen den einzelnen Stakeholdern. Sind neben dem *Loan-to-own*-Investor noch weitere Gläubiger des Zielunternehmens an den Sanierungsverhandlungen beteiligt, gelingt im Idealfall ein Vertragsschluss zwischen allen betroffenen Gläubigern, welcher die Modalitäten der Restrukturierung sowie die jeweiligen Verzichtsbeträge und ggf. Ausgleichsleistungen für alle Gläubiger regelt, sogenanntes *Inter-Creditor-Agreement*.

Gelingt dies nicht, so ist zu beachten, dass *„Im Zweifel [...] die Zustimmung jedes einzelnen Gläubigers zu dem außergerichtlichen Sanierungskonzept unter der aufschiebenden Bedingung erfolgt, dass mindestens diejenigen Gläubiger das Sanierungsvorhaben ebenfalls durch den Abschluss eines Vergleichs unterstützen, deren Beteiligung zur Durchführung der vereinbarten Sanierungsmaßnahmen erforderlich ist."*[689]

Außerhalb eines Insolvenzverfahrens kann somit die Umwandlung einer Forderung in Eigenkapital nicht erzwungen werden, ein *Debt-Equity-Swap* erfordert daher die Kooperation sämtlicher Gläubiger.[690] Der *Loan-to-own*-Investor ist in Bezug auf sanierungsunwillige Gläubiger daher darauf angewiesen, diese entweder von den Vorteilen der Sanierung zu überzeugen oder ihre Forderungen abzukaufen. Weil die weiteren Gläubiger sich dieser Tatsache in der Regel bewusst sind, werden sie bestrebt sein, sich durch eine Blockadehaltung Sondervorteile in den Sanierungsverhandlungen zu sichern.[691] Die Gewährung von Sondervorteilen birgt wiederum das Risiko, dass der Sanierungsvergleich aufgrund von Sittenwidrigkeit im Sinne von § 138 BGB nichtig ist.[692] Sollte ferner die außerinsolvenzliche Sanierung scheitern und ein Insolvenzverfahren eröffnet werden, können Sondervorteile ferner der Insolvenzanfechtung unterliegen, §§ 129–147 InsO.[693]

---

[689] *Undritz*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 10 Rn. 7; *Uhlenbruck*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.6.

[690] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 308; *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 26.

[691] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 26; *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 100 ff.

[692] *Uhlenbruck*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.6.

[693] *Uhlenbruck*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.8 f.

cc) Abhilfe durch konsequente Wahrnehmung der Gläubigerrechte

Die Ausgangslage, zur Umsetzung eines außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* die Zustimmung aller Beteiligten zu benötigen, ist aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors unbefriedigend, stellt diesen aber nicht vor unüberwindbare Herausforderungen: Rein juristisch mag der *Loan-to-own*-Investor nicht in der Lage sein, die Stakeholder zu einer Zustimmung zu zwingen. Erfolgreiche *Loan-to-own*-Investoren verstehen es jedoch, das Instrumentarium der ihnen zur Verfügung stehenden Gläubigerrechte so zu bedienen, dass blockadewillige Stakeholder ihren Widerstand aufgeben.[694]

Hierzu gehört das – für aktive Investoren ingesamt typische – Beharren auf Vertragserfüllung (*pacta sunt servanda*) sowie die konsequente und engmaschige Wahrnehmung von Kontroll- und Auskunftsrechten wie etwa Covenants in Kreditverträgen.[695] Zur Optimierung der eigenen Verhandlungsposition können *Loan-to-own*-Investoren bei Bedarf auf spezialisierte Dienstleister zurückgreifen, die die Gesamtsituation und insbesondere die Covenants auf wirtschaftliche, tatsächliche und rechtliche Aspekte hin untersuchen und aufgrund ihrer Analysen Verhandlungs- und Durchsetzungsstrategien bei Gläubigermehrheiten, aber auch gegenüber den Altgesellschaftern, entwickeln.[696]

Dieses „Nudging" der Stakeholder zur Zustimmung zu einem außergerichtlichen *Debt-Equity-Swap* birgt wiederum Reputationsrisiken: So wird die für aktive Investoren typische, konsequente Wahrnehmung von vertraglich eingeräumten Rechten in Deutschland mehrheitlich noch immer als *„extensiv"*, *„missbräuchlich"* oder gar *„unmoralisch"* gebrandmarkt.[697]

Die juristische Untermauerung solcher Vorbehalte – sofern sich die Ankläger überhaupt die Mühe dazu machen – fällt erwartungsgemäß dünn aus: Es werden zivilrechtliche Generalklauseln angeprüft, nur um als Ergebnis lapidar festzustellen, man befände sich in einer *„Grauzone, […] die […] grau bleiben wird"*.[698] Was nicht verboten ist, ist indes in einer auf Freiheitsrechten bauenden Rechtsordnung immer noch erlaubt.

---

[694] *Palenker*, Loan-to-own, S. 234 ff.

[695] Vgl. zu Covenants *Palenker*, Loan-to-own, S. 235 ff.

[696] Vgl. zum Tätigkeitsspektrum solcher Restrukturierungsberater beispielhaft *One Square Advisors GmbH*, Über uns, URL: https://www.onesquareadvisors.com/deutsch/wir_ueber_uns.php, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[697] *Palenker*, Loan-to-own, S. 234 f., 472; *Palenker*, in: ZIP 2020, S. 1109; *Paulus*, in: ZRP 2020, S. 108 (110 f.); *Brinkmann*, in: NZI-Beilage 2019, S. 27; *Paulus*, in: ZRP 2018, S. 151 (152).

[698] *Palenker*, Loan-to-own, S. 353.

Dennoch kann eine verzerrte öffentliche Wahrnehmung des Geschäftsmodells für einen *Loan-to-own*-Investor durchaus schädlich wirken – gerade im Hinblick darauf, dass der Vorteil außerinsolvenzlicher *Debt-Equity-Swap*s gerade in deren schneller und geräuschloser Durchführung besteht.

c) Abfindungsansprüche

Anteilseigner müssen für Eingriffe in ihre Anteilsrechte, sofern diese noch einen Restwert haben sollten, in der Regel wirtschaftlich voll entschädigt werden.[699] Dies gilt auch dann, wenn der Eingriff durch Gläubiger erfolgt.[700] Die Angemessenheit der Höhe einer Abfindung ist rechtlich überprüfbar, sodass für dissentierende Altgesellschafter auch hier Störpotential besteht.

d) Differenzhaftung

Bei der GmbH besteht gemäß §§ 9, 56 Abs. 2 GmbHG eine verschuldensunabhängige Differenzhaftung bezogen auf die Deckung des Nennbetrags der Anteile.[701] Diese Differenzhaftung wird analog § 9 GmbHG auch auf die AG erstreckt.[702] Aufgrund der wirtschaftlichen (Teil-)Wertlosigkeit der umzuwandelnden/einzulegenden Forderung besteht das Risiko einer Differenzhaftung (Unterbilanzhaftung), sofern man auch bei kontrollorientierten *Debt-Equity-Swaps* auf eine Vollwertigkeit des Einlagegegenstands besteht.[703]

Für diese Szenarien ist seit langem umstritten, ob die Einlage der Forderung als Sacheinlage eine Bewertung der Forderung erforderlich macht, oder ob eine Forderung zu ihrem Nennwert eingebracht werden kann.[704] Hintergrund ist, dass wegen des Grundsatzes der realen Kapitalaufbringung grundsätzlich sichergestellt sein muss, dass

---

[699] *BVerfG,* Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 = BVerfGE 100, 289 = NJW 1999, 3769; *BVerfG,* Beschluss vom 23.08.2000 - 1 BvR 68/95 und 147/97 = NJW 2001, 279; *BVerfG,* Beschluss vom 29.11.2006 - 1 BvR 704/03 = BVerfGK 9, 453 = NJW 2007, 828; *BVerfG,* Beschluss vom 30.05.2007 - 1 BvR 1267/06 und 1280/06 = NJW 2007, 3266; *BVerfG,* Beschluss vom 30.05.2007 - 1 BvR 390/04 = BVerfGK 11, 253 = NJW 2007, 3268; *Luxem*, in: Gosch/Schwedhelm u.a., GmbH-Beratung, Abfindung für Gesellschafter, Ziff. 1; *Mohr*, in: GmbH-StB 2010, S. 73–75.

[700] *Verse*, in: ZGR 2010, S. 299 (310).

[701] *Servatius*, in: Henssler/Spindler u.a., BeckOGK-AktG, § 183 AktG, Rn. 65.

[702] *Servatius*, in: Henssler/Spindler u.a., BeckOGK-AktG, § 183 AktG, Rn. 66 ff.; *Bayer*, in: Schmidt/Lutter, AktG-Kommentar, § 27 AktG, Rn. 24 m.w.N.; *Solveen*, in: Hölters, AktG-Kommentar, § 9 AktG, Rn. 8; *Pentz*, in: Goette/Habersack, MüKo-AktG Bd. 1, § 27 AktG, Rn. 44.

[703] *Braun/Frank*, in: Braun, InsO-Kommentar, § 225a InsO, Rn. 11.

[704] Vgl. ausführlich zu diesem Meinungstreit *Mölls/Diderrich*, in: ZHR 2019, S. 617 (621 ff.).

einzubringende Forderungen fällig, liquide und vollwertig sind. Genau das ist bei notleidenden Krediten häufig aber gerade nicht der Fall.[705]

Im Hinblick auf die Vorschriften zur Kapitalerhaltung, insbesondere dem Gebot der Vollwertigkeit des Sacheinlagegegenstands, vertritt die (noch) herrschende Meinung, dass eine Forderung nur bis zur Höhe des realisierbaren Erlöses einbringbar ist.[706] Dies sei zum Schutze der Gläubiger der Gesellschaft und der Gesellschafter im Hinblick auf die Haftungsmasse der Gesellschaft im Falle einer Insolvenz erforderlich.[707] Die Höhe der Einbringbarkeit könne demnach entweder durch einen Abschlag auf den Nominalwert oder durch ein Wertgutachten bestimmt werden.[708]

Eine sich seit Einführung des ESUG wieder im Aufwind befindliche Mindermeinung will die Einbringung notleidender Forderungen zum Nennwert mit dem Argument zulassen, dass in der Sondersituation des *Debt-Equity-Swap* eine Forderungsbewertung unter dem Gesichtspunkt des Kapitalschutzes nicht notwendig sei und vielmehr eine Offenlegung des Sacheinlagegegenstandes gegenüber dem Rechtsverkehr ausreiche. Es finde schließlich gar keine echte Einlage oder ein sonstiger Vermögenstransfer statt, sondern lediglich ein bilanzieller Passivtausch.[709]

Besonders virulent wird die Diskussion im Falle einer bilanziellen Überschuldung der Zielgesellschaft, für welchen unter anderem eine Einbringung der Forderung zum Nennwert mit Abschlag vertreten wird.[710]

Einen *Loan-to-own*-Investor stellt die Frage der Forderungsbewertung in der Regel nicht vor unlösbare Schwierigkeiten, weil er sich aufgrund seines in der Regel erheblichen Anteils an den Gesamtforderungen den Aufwand einer umfassenden

---

[705] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 22.

[706] Darstellung des Meinungsstandes bei *Arnold*, in: Krieger, FS Hoffmann-Becking, S. 33–34; *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 51 ff.; *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 311–312.

[707] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 78 ff.; *Wiedemann*, in: Krieger, FS Hoffmann-Becking, S. 1387.

[708] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 22.

[709] *Cahn/Simon/Theiselmann*, in: CFL 2010, S. 238–250; *Cahn/Simon/Theiselmann*, in: DB 2010, S. 1629–1632; *Cahn/Simon/Theiselmann*, in: DB 2012, S. 501–504; *Spliedt*, in: GmbHR 2012, S. 462 (464); , dagegen *Priester*, in: DB 2010, S. 1445–1450; *Ekkenga*, in: DB 2012, S. 331–337.

[710] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 199 f.

Unternehmensbewertung leisten kann.[711] Allerdings ist seine Einflussmöglichkeit bei Ansatz des Nominalwertes weitaus höher als bei Ansatz des oft nur noch geringen Verkehrswertes. [712]

Nach hier vertretener Ansicht ist bei *Loan-to-own*-Szenarien auch bei einer Einbringung zum Nennwert der Gläubigerschutz hinreichend gewährleistet: Der *Loan-to-own*-Investor beabsichtigt, durch die Umwandlung seiner Forderung in Eigenkapital und die nachfolgende Kontrollübernahme über die Gesellschaft die Gefahr einer Insolvenz gerade abzuwenden.Weil er die Forderung in der Regel ohnehin mit einem Abschlag vom ursprünglichen Nennwert erworben hat, ist die spezifische Höhe des Wertansatzes für ihn nicht ausschlaggebend – die Bewertung muss lediglich der Höhe nach dafür ausreichen, um das Zielunternehmen durch die Einlage bilanziell zu sanieren und die Insolvenzgründe zu beseitigen. Im Hinblick auf eine Schlechterstellung als Neugesellschafter in der Insolvenz im Vergleich zur vorherigen Gläubigerstellung ist ein *Loan-to-own*-Investor ebenfalls nicht schutzwürdig: Der *Loan-to-own*-Investor trifft seine Investitionsentscheidung *ex ante* in Kenntnis der konkreten Krisensituation des Zielunternehmens sowie nach Durchführung einer *Due Diligence* über geeignete Forderungen zur Durchführung des *Debt-Equity-Swap*. Sollte im Anschluss an eine Kontrollerlangung die Sanierung misslingen und über die Zielgesellschaft dennoch das Insolvenzverfahren eröffnet werden, liegt die Schlechterstellung des *Loan-to-own*-Investors als Neugesellschafter im Insolvenzverfahren innerhalb des unternehmerischen Risikos des Geschäftsmodells *Loan-to-own*.[713] Aus Sicht des Gläubigerschutzes wäre es auch widersprüchlich, würde man das Schutzniveau einerseits mit dem zurzeit geltenden liquiditätsorientierten Überschuldungsbegriff reduzieren, aber andererseits durch strenge Anforderungen an die Aufbringung des Publizitätskapitals wieder erhöhen.[714]

In Anbetracht der seit Einführung des ESUG wieder entflammten Diskussion[715] ist es allerdings aus praktischer Sicht empfehlenswert, zur Vermeidung von Zeitverlusten

---

[711] *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 10.

[712] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 225a InsO, Rn. 26.

[713] Vgl. auch die teilweise übertragbare Argumentation bei *Hölzle*, in: Kübler, HRI, § 31 Rn. 77 ff., welche sich allerdings auf den Debt-Equity-Swap im Insolvenzplan bezieht.

[714] *Spliedt*, in: GmbHR 2012, S. 462 (464).

[715] *Arnold*, in: Krieger, FS Hoffmann-Becking, S. 29–44; *Müller*, in: Krieger, FS Hoffmann-Becking, S. 843–844; *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 51 ff.; *Schulz*, Der Debt Equity Swap in der Insolvenz, S. 85 ff.; *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im

durch Beschwerdeverfahren und Obstruktionsstrategien einen Abschlag vom Nominalwert oder eine gutachterliche Forderungsbewertung vornehmen zu lassen.[716]

e) Loslösungsrechte Dritter bei Kontrollwechsel

Nachteilig können sich unter Umständen auch *Change-of-Control*-Klauseln in Vertragsbeziehungen der Zielgesellschaft auswirken. *Change-of-Control*-Klauseln sind vertragliche Vereinbarungen in Dauerschuldverhältnissen der Gesellschaft, die im Falle eines Kontrollwechsels Gestaltungsrechte des Vertragspartners begründen oder bestimmte Rechtsfolgen auslösen können.[717]

Nach allgemeiner Ansicht stellt ein erfolgreich durchgeführter *Debt-Equity-Swap* einen Kontrollwechsel dar.[718] Vertragspartner der Zielgesellschaft sind bei Vorhandensein einer *Change-of-Control*-Klausel zur außerordentlichen Kündigung berechtigt. Die Kündigung von für das operative Geschäft wesentlichen Verträgen kann die Erfolgsaussichten einer Sanierung gefährden, weshalb im Vorfeld einer *Loan-to-own*-Transaktion bei Vorliegen einer *Change-of-Control*-Klausel mit der Vertragspartei ein Ausübungsverzicht vereinbart werden muss.[719] Damit wird die Gruppe der Stakeholder, deren Konsens für die Durchführung eines außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* erforderlich ist, um Vertragspartner mit *Change-of-Control*-Klauseln im Vertragswerk erweitert.

f) Publizitätspflichten

De lege lata bestehen beim Erwerb von Fremdkapitalpositionen keine Offenlegungspflichten im Sinne einer Beteiligungstransparenz. Allenfalls können bei börsennotierten Zielgesellschaften wertpapierrechtliche Anzeigepflichten nach Art. 17 MAR entstehen sowie die Abgabe eines Pflichtangebotes gemäß

---

eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 79 ff.; *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 97 ff.; *Schwarz*, Der Debt-Equity-Swap als Instrument der Unternehmenssanierung nach deutschem und englischem Recht, S. 108 ff.; *Burkert*, Der Debt-to-Equity Swap im Spannungsverhältnis von Gesellschafts- und Insolvenzrecht, S. 107 ff.; *Maier-Reimer,* Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 118–137; *Hölzle*, in: Kübler, HRI, § 31 Rn. 77 ff.

[716] *Hölzle*, in: Kübler, HRI, § 31 Rn. 85 f.

[717] *Paschos*, in: Paschos/Fleischer, HdB ÜbernahmeR, § 24 Rn. 68; *Maidl*, in: NZG 2018, S. 726 (727 ff.).

[718] *Richter*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 31, Rn. 125; *Brinkmann*, in: WM 2011, S. 97 (101).

[719] *Richter*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, § 31, Rn. 125.

§§ 29 Abs. 2, 35 Abs. 1, 2 WpÜG notwendig werden, wenn nach vollzogenem *Debt-Equity-Swap* eine Beteiligungsschwelle von mehr als 30 % erreicht wird.[720] Weil beim außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* jedoch für den Kapitalschnitt ohnehin ein 75 %-Quorum in der Hauptversammlung erforderlich ist, liegen in diesem Offenlegungserfordernis keine wirklich „neuen" Informationen. Von der Abgabe eines Pflichtangebots kann unter den Voraussetzungen des § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung auf Antrag eine Befreiung erfolgen.[721] Nach § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung kann die BaFin im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft eine Befreiung von der Abgabe eines Pflichtangebots nach § 35 WpÜG erteilen.

Ein isolierter *Debt-Equity-Swap* als Kontrollerlangungsmittel dürfte bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft indes eher selten anzutreffen sein: Ein entsprechend interessierter aktiver Investor wird bei Interesse an einer Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft auch im Eigenkapital – also in Aktien – investiert sein, sodass sich die Frage wertpapierrechtlicher Publizitätspflichten vorrangig auf der Ebene des Equity stellt. Es bleibt bei dem Grundsatz, dass der Erwerb von Fremdkapitalpositionen bislang keine Publizitätspflichten auslöst.

V. Zwischenergebnis

Es ist daher festzuhalten, dass der außerinsolvenzliche *Debt-Equity-Swap* aus Sicht von *Loan-to-own*-Investoren im Vergleich zum insolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* die bevorzugte Vorgehensweise ist, allerdings auch *„mit Haftungs- und Anfechtungsrisiken sowie Blockademöglichkeiten der Altgesellschafter verbunden und […] nur in wenigen Einzelfällen mit der erforderlichen Rechts- und Verfahrenssicherheit umsetzbar"*[722] ist.

---

[720] *Undritz*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 10, Rn. 13; *Rothenfußer*, in: Paschos/Fleischer, HdB ÜbernahmeR, § 11 Rn. 98, 404 ff.; *Heckschen*, in: Reul/Heckschen u.a., Insolvenzrecht in der Gestaltungspraxis, § 4 Rn. 432.

[721] *Diekmann*, in: Paschos/Fleischer, HdB ÜbernahmeR, § 12 Rn. 108 ff.; *Huber*, in: NZI 2015, S. 489–494; *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 317.

[722] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 31.

B. Der insolvenzliche *Debt-Equity-Swap*

Innerhalb des Rechtsrahmens der Insolvenzordnung besteht ebenfalls die Möglichkeit, mittels *Debt-Equity-Swap* die Kontrolle über das Zielunternehmen zu erlangen. Die Insolvenzsituation kann im Rahmen einer sogenannten „Strategischen Insolvenz“[723] gezielt herbeigeführt werden oder wegen Eintretens der Insolvenzantragspflicht nach § 15a InsO notwendig werden. Der *Debt-Equity-Swap* ist kein Bestandteil eines Regelinsolvenzverfahrens, er kann aber in einem Insolvenzplan im Sinne der §§ 217 ff. InsO vorgesehen werden. Verbunden werden kann ein Insolvenzplan mit der Eigenverwaltung gemäß § 270 InsO. Sofern ein Insolvenzplan zum Zeitpunkt der Antragsstellung noch nicht vorliegt bzw. noch nicht hinreichend ausgearbeitet ist, stehen zur Erstellung bzw. endgültigen Ausarbeitung eines Insolvenzplanes die vorgelagerte Eigenverwaltung nach § 270 a InsO sowie das Schutzschirmverfahren nach § 270b InsO zur Verfügung.[724]

I. Hintergrund: Liberalisierung des Insolvenzrechts durch das ESUG

Im Regelinsolvenzverfahren nach deutschem Recht werden sämtliche Assets der Schuldnergesellschaft veräußert und die Gläubiger nach Quote befriedigt. Liquidationserlöse liegen im Regelfall jedoch deutlich unterhalb der Verkehrswerte oder gar der Fortführungswerte, weshalb der Schaden für sämtliche Beteiligten bei einer Regelinsolvenz in der Regel größer ist als der Gewinn einzelner Gläubiger.[725] Auch der Gesetzgeber hat erkannt, dass das *„antiquierte[s] […], zerstörerische Konkursdenken“*[726] aus Zeiten der Konkursordnung oft nicht die bestmöglichen Ergebnisse liefert. Die mit der Insolvenzordnung eingeführten Möglichkeiten des Insolvenzplanverfahrens und der Eigenverwaltung kamen jedoch in der Praxis nur selten zur Anwendung.[727] Im Zuge der Reform des Insolvenzrechts durch das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)[728] wurden daher der Einfluss der Gläubiger auf die Auswahl des Insolvenzverwalters gestärkt, das Insolvenzplanverfahren optimiert und der Zugang zur Eigenverwaltung erleichtert.[729] Ziel des ESUG ist, durch eine Ausweitung der

---

[723] *Seibt/Bulgrin*, in: ZIP 2017, S. 353 (355); *Bulgrin*, Die strategische Insolvenz, S. 1 ff.

[724] *Palenker*, Loan-to-own, S. 273.

[725] *Kleine*, Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, S. 21 f.

[726] *Schmidt*, in: ZIP 1980, S. 321 (330).

[727] *Römermann*, in: NJW 2012, S. 645.

[728] Gesetz vom 7. Dezember 2011 (BGBl. I S. 2582, ber. S. 2800).

[729] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 29; *Kübler*, in: Kübler, HRI, § 1 Rn. 3.

Gläubigerrechte das auf Zerschlagung und Liquidation ausgerichtete Insolvenzrecht einer schuldnererhaltenden Sanierungskultur zu unterwerfen.[730] Ein zentrales Element der Reform war unter anderem die Einbeziehung der Rechte der Anteilsinhaber in das Insolvenzplanverfahren.[731]

II. Überblick über das Insolvenzplanverfahren

Im Folgenden soll in gebotener Kürze ein Überblick über den Aufbau eines Insolvenzplanes sowie den Ablauf eines Insolvenzplanverfahrens seit der Reform durch das ESUG gegeben werden. Für vertiefende Ausführungen sei auf die umfangreiche Literatur hierzu verwiesen.[732]

Das Insolvenzplanverfahren nach §§ 217 ff. InsO soll einen Rechtsrahmen für die einvernehmliche Bewältigung der Insolvenz im Wege von Verhandlungen und privatautonomen Austauschprozessen ermöglichen. Ziel ist es, möglichst viele Elemente der freien Sanierung in das formalisierte Verfahren zu integrieren.[733]

1. Verhältnis der Regelinsolvenz zum Insolvenzplanverfahren

Ihrer Systematik zufolge kennt die Insolvenzordnung nur ein Insolvenzverfahren. Abweichungen vom Regelinsolvenzverfahren – wie etwa das Insolvenzplanverfahren und die Eigenverwaltung – werden als Gestaltungsrechte innerhalb des Insolvenzverfahrens betrachtet und sind jeweils gesondert zu beantragen.[734] § 217 Satz 1 InsO legt allgemein fest, was in einem Insolvenzplan abweichend von der Regelabwicklung bestimmt werden kann, sogenannte plandispositive Vorschriften.[735] Konkretisiert wird § 217 InsO durch die §§ 218–230, 249, 260–266 InsO, welche den Aufbau und die möglichen Anordnungen in einem Insolvenzplan erörtern. Sofern keine Sondervorschriften dies zulassen, ist eine Abweichung vom Regelverfahren nicht

---

730 *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 1.

731 *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 2.

732 *Kübler* (2019), 3. Teil, § 23 – § 52; *Thies/Lieder*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 8, Rn. 1 ff.; *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, Vorbemerkung zu §§ 217 ff. InsO, Rn. 24 ff.

733 *Undritz*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 10 Rn. 3; *Palenker*, Loan-to-own, S. 274 ff.

734 *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 33; *Decker/Schäfer*, in: BB 2015, S. 198.

735 *BGH,* Beschluss vom 26.04.2018 - IX ZB 49/17 = NJW-RR 2018, 817.

möglich.[736] Die §§ 217–230, 249, 260 – 266 InsO sind insoweit als abschließende Regelung anzusehen.[737]

2. Aufbau eines Insolvenzplans

Ausweislich der Gesetzesbegründung dient ein Insolvenzplan der Information der Beteiligten und des Gerichts über Grundlagen, Gegenstand und Auswirkungen des Insolvenzplans.[738] Der Aufbau eines Insolvenzplans ist nach § 219 InsO sowie IDW S-2 standardisiert geregelt.[739] Ein Insolvenzplan besteht zunächst aus einem darstellenden Teil gemäß §§ 219 Satz 1, 220 InsO, welcher das Ziel des Insolvenzplans, den Weg, auf dem dieses Ziel erreicht werden soll, und dessen Grundlagen beschreibt. Der darstellende Teil dient ausschließlich der Information und soll den Beteiligten sowie dem Gericht die Möglichkeit bieten, das Planverfahren nachzuvollziehen, um umfassend informiert entscheiden zu können.[740] Die Erläuterung der Gruppenbildung im Sinne von § 222 InsO gehört zwar nicht zu den zwingenden Bestandteilen des darstellenden Teils gemäß § 220 Abs. 1 InsO, sollte aber bereits dort erfolgen.[741]

Als Kernstück des Insolvenzplans legt der gestaltende Teil gemäß §§ 219 Satz 1, 221 InsO die plandispositiven Änderungen der Rechtsstellung der Beteiligten durch den Insolvenzplan dar und legt damit den vollstreckbaren Inhalt des Plans fest.[742] Weil in Beteiligtenrechte grundsätzlich auch gegen deren Willen und auch bei fehlender Teilnahme eingegriffen werden kann, ist die vollständige Aufzählung aller Beteiligten und eine hinreichend konkrete Beschreibung der jeweiligen Änderung der Rechtsstellung von großer Bedeutung für die gerichtliche Planüberprüfung nach §§ 248 ff. InsO.[743] Als Beteiligte kommen in erster Linie die Insolvenzgläubiger, die nachrangigen Gläubiger, die Absonderungsberechtigten und die Massegläubiger, seit

---

[736] *BGH,* Beschluss vom 26.04.2018 - IX ZB 49/17 = NJW-RR 2018, 817.

[737] Für plandispositive Regelungen außerhalb des Sechsten Teils siehe *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 221 InsO, Rn. 10.

[738] BT-Drs. 12/2443, S. 197

[739] *Geiwitz/Schneider*, in: Kübler, HRI, § 25 Rn. 4.

[740] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 220 InsO, Rn. 2 f.

[741] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 220 InsO, Rn. 4; *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 35.

[742] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 219 InsO, Rn. 2; *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 221 InsO, Rn. 7 ff.

[743] *Palenker*, Loan-to-own, S. 291 ff.

dem ESUG auch die Anteilsinhaber des Schuldners sowie – als zwangsweise Planunterworfener – der Schuldner selbst in Betracht.[744]

3. Ablauf eines Insolvenzplanverfahrens

Voraussetzung für das Einreichen eines Insolvenzplanes ist die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens. Gemeinsam haben Regelinsolvenzverfahren und Insolvenzplanverfahren daher das einleitende Insolvenzeröffnungsverfahren, welches sich unmittelbar an die erfolgreiche Antragsstellung anschließt.

a) Eröffnungsantrag

Gemäß § 15a InsO besteht eine strafbewehrte Insolvenzantragspflicht für die Mitglieder des Vertretungsorgans, wenn der Insolvenzgrund der Zahlungsunfähigkeit nach § 17 InsO oder Überschuldung nach § 19 InsO eintritt.[745] Der Antrag ist ohne schuldhaftes Zögern, spätestens aber innerhalb von drei Wochen nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit oder der Überschuldung zu stellen.[746] Betroffen hiervon sind die AG, Genossenschaften, die GmbH, die KGaA sowie OHG und KG, bei der keiner der persönlich haftenden Gesellschafter eine natürliche Person ist (z.B. GmbH & Co KG).[747] In den Fällen des §§ 17, 19 InsO haben auch die Gläubiger nach Maßgabe der §§ 14, 15 InsO ein Recht auf Stellung eines Insolvenzantrags. Der Schuldner selbst ist auch bei drohender Zahlungsunfähigkeit nach § 18 InsO antragsberechtigt.[748] Drohende Zahlungsunfähigkeit liegt vor, wenn der Schuldner voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungsverpflichtungen im Zeitpunkt der Fälligkeit zu leisten, § 18 Abs. 2 InsO.[749] Das Tatbestandsmerkmal der drohenden Zahlungsunfähigkeit § 18 InsO enthält damit ein Prognoseelement. Die Wahrscheinlichkeit der Nichterfüllbarkeit der Zahlungsverpflichtungen muss dabei bei mindestens 50 % liegen.[750] Die zeitraumbezogene Beurteilung der drohenden Zahlungsunfähigkeit ist insoweit das Bindeglied zur Überschuldung, mit der sie die Prognose der zukünftigen

[744] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 221 InsO, Rn. 3 ff.

[745] *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 18.

[746] *Linker*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 15a InsO, Rn. 15.

[747] *Linker*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 15a InsO, Rn. 3.

[748] Nur auf § 18 gestützte Anträge sind aber die Ausnahme, vgl. *Henkel*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 4 Rn. 91.

[749] *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 20.

[750] *Henkel*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 4 Rn. 93.

Finanzkraft teilt.[751] Der genaue Prognosezeitraum ist umstritten[752], die Praxis bezieht überwiegend das laufende und das nächste Geschäftsjahr des Schuldners ein.[753] In die Prognose muss die gesamte Finanzlage des Schuldners bis zur Fälligkeit aller bestehenden Verbindlichkeiten einbezogen werden.[754] Die drohende Zahlungsunfähigkeit lässt die Frist noch nicht beginnen und führt somit zu keiner Antragspflicht, sie ermöglicht jedoch die Stellung eines Insolvenzantrags, wenn dieser geboten erscheint, um auf diesem Weg eine Sanierungschance zu finden oder zu erhöhen.[755]

Ein Insolvenzantrag eröffnet kreditgebenden Kreditinstituten nach § 490 BGB bzw. Nr. 19 Abs. 3 AGB-Banken bzw. Nr. 26 Abs. 2 AGB-Sparkassen die Möglichkeit einer außerordentlichen Kündigung, wodurch Kredite – im Sinne des zuvor entwickelten rechtsgebietsübergreifenden Verständnisses[756] – notleidend werden.[757] In Anbetracht der strukturellen Überschneidungen zwischen den prognostischen Tatbestandsmerkmalen der drohenden Zahlungsunfähigkeit bei § 18 InsO und dem *Unlikely-to-pay*-Kriterium bei notleidenden Krediten ergibt dies Sinn.

Folge eines Insolvenzantrages – auch (nur) eines solchen nach § 18 InsO[758] – ist somit, dass alle laufenden Kredite des Schuldners seitens der kreditgebenden Kreditinstitute notleidend und somit ohne Kenntnis oder Einwilligung des Kreditnehmers handelbar werden.[759] Aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors bietet sich der Zeitpunkt der Antragsstellung daher an, um proaktiv auf weitere Kreditgeber des Schuldners zuzugehen und – im Hinblick auf die Sicherung notwendiger Mehrheiten im Erörterungs-

---

[751] *Bußhardt*, in: Braun, InsO-Kommentar, § 18 InsO, Rn. 6.

[752] *Leithaus*, in: Andres/Leithaus, InsO-Kommentar, § 18 InsO, Rn. 5; *Schröder*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 18 InsO, Rn. 12; *Mönning*, in: Nerlich/Römermann, InsO-Kommentar, § 18 InsO, Rn. 25; *Bußhardt*, in: Braun, InsO-Kommentar, § 18 InsO, Rn. 8.

[753] *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 20; *Henkel*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 4 Rn. 93.

[754] *Henkel*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 4 Rn. 93; *Bußhardt*, in: Braun, InsO-Kommentar, § 18 InsO, Rn. 11 ff.

[755] *Linker*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 15a InsO, Rn. 15; *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 21.

[756] Siehe oben unter § 4 E.

[757] *Warneke/Braun*, in: Kübler, HRI, § 4 Rn. 3.

[758] *Warneke/Braun*, in: Kübler, HRI, § 4 Rn. 3 [Fn. 6].

[759] Siehe oben unter § 5 A.

und Abstimmungstermin – neben den bereits erworbenen Kreditengagements weitere hinzuzuerwerben.

b) Insolvenzeröffnungsverfahren

Im Zeitraum zwischen Stellung des Eröffnungsantrages und der Entscheidung des Insolvenzgerichts über den Antrag findet das vorläufige Insolvenzverfahren oder auch Insolvenzeröffnungsverfahren nach Maßgabe der §§ 21–25 InsO statt. Im Eröffnungsverfahren prüft das Insolvenzgericht die Zulässigkeit des Antrags, das Vorliegen eines Eröffnungsgrundes und, ob das Vermögen des Schuldners die Kosten des Insolvenzverfahrens deckt.[760] In diesem Stadium gilt es, für die Gläubiger nachteilige Veränderungen in der Vermögenslage des Schuldners zu verhindern bis über die Verfahrenseröffnung entschieden werden kann.[761] Zu diesem Zweck können Sicherungsmaßnahmen angeordnet werden, wie etwa die Bestellung eines vorläufigen Insolvenzverwalters nach §§ 21 Abs. 2 Nr. 1, 22 InsO oder die Einsetzung eines vorläufigen Gläubigerausschusses nach § 21 Abs. 2 Nr. 2, 22a InsO.

c) Eröffnungsbeschluss und Gläubigeraufruf

Liegen die Voraussetzungen für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens vor, wird das Insolvenzverfahren per Eröffnungsbeschluss gemäß § 27 InsO eingeleitet, der Insolvenzverwalter bestellt und die Termine für Berichts- und Prüfungstermin festgelegt, § 29 InsO. Die Gläubiger werden aufgefordert, unter Beachtung der §§ 28, 174 InsO ihre Forderungen fristgemäß beim Insolvenzverwalter anzumelden. Die Eröffnung des Insolvenzverfahrens wird sofort durch die Geschäftsstelle öffentlich bekannt gemacht, § 30 InsO.

d) Berichts- und Prüfungstermin

Der Berichtstermin gemäß §§ 156 ff. InsO ist die erste Gläubigerversammlung, in welchem über den Fortgang des Insolvenzverfahrens abgestimmt wird. Im Prüfungstermin, welcher ebenfalls eine Gläubigerversammlung erfordert, werden die von den Gläubigern zuvor gemäß §§ 28, 174 InsO angemeldeten Forderungen ihrem Betrag und ihrem Rang nach geprüft, § 176 InsO. Berichts- und Prüfungstermin können gemäß § 29 Abs. 2 InsO verbunden werden.

---

[760] *Seagon*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 24 Rn. 15.

[761] *Schröder*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 21 InsO, Rn. 1, 3 ff.

e) Vorlage des Insolvenzplans

Das eigentliche Insolvenzplanverfahren beginnt mit der Vorlage des Insolvenzplans vor dem Insolvenzgericht.[762] Ein Insolvenzplan kann beginnend mit der drohenden Zahlungsunfähigkeit bis zur Beendigung des Insolvenzverfahrens eingereicht werden.[763] Vorlageberechtigt sind der Schuldner und der Insolvenzverwalter, § 218 Abs. 1 Satz 1 InsO. Die Gläubiger selbst sind nicht vorlageberechtigt, die Gläubigerversammlung kann aber gemäß §§ 157 Satz 2Ins O den Insolvenzverwalter und bei Eigenverwaltung gemäß § 284 Abs. 1 InsO den Schuldner oder Sachwalter mit der Ausarbeitung und Vorlage des Insolvenzplans beauftragen.[764]

Der Schuldner kann gemäß § 218 Abs. 1 Satz 2InsO einen sogenannten *pre-packed* Insolvenzplan zusammen mit dem Eröffnungsantrag einreichen.[765] Ein gegebenenfalls eingesetzter vorläufiger Insolvenzverwalter kann im Eröffnungsverfahren einen Plan vorbereiten und diesen unmittelbar nach seiner Amtseinsetzung vorlegen.[766]

Das Insolvenzgericht prüft den Plan nach Maßgabe des § 231 InsO[767], holt Stellungnahmen der in § 232 InsO genannten Beteiligten ein[768] und legt den Insolvenzplan zur Einsicht für die Beteiligten in der Geschäftsstelle nieder, § 234 InsO.

f) Erörterungs- und Abstimmungstermin

Im Erörterungs- und Abstimmungstermin wird über den Plan abgestimmt. Er darf grundsätzlich nicht vor dem Prüfungstermin stattfinden, wobei beide Termine gemäß § 236 Satz 2 InsO miteinander und gemäß § 29 Abs. 2 InsO auch mit dem Berichtstermin verbunden werden können.[769] Dies ist insoweit sinnvoll, als eine Gruppeneinteilung im gestaltenden Teil des Insolvenzplans erst Sinn macht, sobald die angemeldeten Forderungen durch den Insolvenzverwalter festgestellt sind und deren Rang feststeht.

---

[762] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 36; *Abel*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 507.

[763] *Hermann/Zistler*, in: ZInsO 2018, S. 10 (12).

[764] *Hermann/Zistler*, in: ZInsO 2018, S. 10 (12).

[765] *Rendels*, in: Kübler, HRI, § 24 Rn. 6.

[766] *Thies/Lieder*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 8 Rn. 40; *Rendels*, in: Kübler, HRI, § 24 Rn. 13; *Rühle*, in: Nerlich/Römermann, InsO-Kommentar, § 218 InsO, Rn. 9 f.

[767] Zum Prüfungsmaßstab siehe im Einzelnen *Schmidt/Stahlschmidt*, in: Kübler, HRI, § 35 Rn. 7 ff.

[768] Die Stellungnahmen können bereits vorab eingeholt und mit dem Plan eingereicht werden, *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 232 InsO, Rn. 2.

[769] *Denkhaus*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 29 InsO, Rn. 6.

Gemäß § 243 InsO hat jede Gruppe, die durch den Insolvenzplan gebildet wurde, über diesen gesondert abzustimmen. Erforderlich ist innerhalb der jeweiligen Gläubigergruppen sowohl eine einfache Kopf- als auch eine einfache Summenmehrheit, § 244 Abs. 1 InsO. Grundsätzlich müssen alle Gruppen dem Plan zustimmen, unter den Voraussetzungen der §§ 245–247 InsO kann jedoch die Zustimmung der Mehrheit der Gruppen genügen. Für die Zustimmung der Anteilseigner genügt die Kapitalmehrheit.[770]

g) Bestätigung des Insolvenzplans und Aufhebung der Insolvenzverwaltung

Nach erfolgreicher Abstimmung bedarf der Insolvenzplan zu seiner Wirksamkeit der Bestätigung durch das Insolvenzgericht nach Maßgabe der §§ 248 ff. InsO. Mit Rechtskraft des Plans treten alle im gestaltenden Teil getroffenen Maßnahmen ein, Beschlüsse und Willenserklärungen gelten als in der erforderlichen Form abgegeben, § 254a Abs. 2 InsO. Mit Rechtskraft der Planbestätigung beschließt das Insolvenzgericht die Aufhebung des Insolvenzverfahrens.[771]

III. Eigenverwaltung als Sonderform des Insolvenzverfahrens

Die im achten Teil der Insolvenzordnung geregelte Eigenverwaltung ist keine eigene Art des Insolvenzverfahrens, sondern stellt im Falle ihrer Anordnung eine vom Regelfall abweichende Zuordnung der Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis über die Insolvenzmasse dar.[772]

Die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis verbleibt beim Schuldner, dem gemäß § 270c InsO ein Sachwalter zur Seite gestellt wird. Der Sachwalter überwacht den Schuldner im Interesse der Gläubiger. Die Kompetenzen des Insolvenzverwalters werden effektiv zwischen Schuldner und Sachwalter aufgeteilt, wobei die Kontrolle über das laufende Geschäft beim Schuldner verbleibt.[773] Der Sachwalter hat eine im Vergleich zum Insolvenzverwalter schwache Stellung inne, da die Eigenverwaltung stark von Gläubigerautonomie und Kooperation zwischen Schuldner und Gläubigern geprägt

---

[770] *Abel*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 514–515; *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 36 f.; *Kolmann*, in: Kübler, HRI, § 40 Rn. 88 ff.

[771] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 36 f.

[772] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 270 InsO, Rn. 1; *Abel*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 486.

[773] *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (326); *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, Vorbemerkung zu §§ 270 ff. InsO, Rn. 1.

ist.[774] Die Befugnisse des Sachwalters können mit *„Überwachung, […] Rechenschaft, [das] Einvernehmen, [die] Zustimmung und [die] Verlagerung der Kassenführung“*[775] zusammengefasst werden.

Die Eigenverwaltung bietet sich für *Loan-to-own*-Investoren an, da sich das Planziel der Sanierung bei Kontinuität der Geschäftsführung häufig besser umsetzen lässt.[776]

Die Eigenverwaltung muss gemäß § 270 Abs. 2 Nr. 1 InsO vom Schuldner beantragt werden. Die (vorhergehende oder gleichzeitige) Stellung eines Insolvenzantrages ist zwingend[777], in der Regel werden die Anträge gemeinsam gestellt.[778] Die Eigenverwaltung ist gemäß § 270 Abs. 2 Nr. 2 InsO im Zweifel anzuordnen, wenn keine Umstände bekannt sind, die erwarten lassen, dass die Anordnung zu Nachteilen für die Gläubiger führen wird.[779]

IV. Vorläufige Eigenverwaltung und Schutzschirmverfahren als Sonderformen des Insolvenzeröffnungsverfahrens

Der Zeitraum zwischen dem Stellen des Eröffungsantrags gemäß § 13 InsO und dem Eröffnungsbeschluss gemäß § 27 InsO wird als vorläufiges Insolvenzverfahren oder Eröffnungsverfahren bezeichnet. §§ 21–25 InsO regeln bestimmte Maßnahmen zur Sicherung der Vermögenslage des Schuldner, welche das Insolvenzgericht anordnen kann. Wird mit dem Insolvenzeröffnungsantrag ein Antrag auf Eigenverwaltung gemäß § 270 InsO gestellt, wird auch das Insolvenzeröffnungsverfahren modifiziert. Hierbei kommen zwei Alternativen in Betracht: Die vorläufige Eigenverwaltung nach § 270a InsO oder das Schutzschirmverfahren nach § 270b InsO.

1. Vorläufige Eigenverwaltung

Ist der Antrag auf Eigenverwaltung nach § 270 InsO nicht offensichtlich aussichtslos – sind also zum Zeitpunkt der Entscheidung über die Anordnung von Sicherungsmaßnahmen keine Umstände bekannt, die gemäß § 270 Abs. 2 Nr. 2 InsO die Anordnung der Eigenverwaltung ausschließen – wird die Eigenverwaltung in das

[774] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, Vorbemerkung zu §§ 270 ff. InsO, Rn. 2.

[775] *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (328).

[776] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 319; *Palenker*, Loan-to-own, S. 297.

[777] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (121).

[778] *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (314).

[779] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 270 InsO, Rn. 2.

Insolvenzeröffnungsverfahren vorgelagert.[780] § 270a Abs. 1 InsO ordnet insoweit den Verzicht auf bestimmte Sicherungsmaßnahmen sowie die Bestellung eines vorläufigen Sachwalters anstelle eines vorläufigen Insolvenzverwalters an.

2. Schutzschirmverfahren

Wird ein Insolvenzeröffnungsantrag aufgrund drohender Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) oder Überschuldung (§ 19 InsO) sowie ein Antrag auf Eigenverwaltung (§ 270 InsO) gestellt, kann der Schuldner gemäß § 270b Abs. 1 Satz 1 InsO diese Anträge mit einem weiteren Antrag auf eine Frist zur Vorlage eines Insolvenzplanes kombinieren.[781] Diese Vorlagefrist von maximal drei Monaten wird als „Schutzschirmverfahren" oder auch nur „Schutzschirm" bezeichnet. Das Schutzschirmverfahren will den auf die Krisensituation nicht hinreichend vorbereiteten oder zu spät tätig gewordenen Schuldner die Chance geben, erst im Eröffnungsverfahren einen Planvorschlag zu erarbeiten.[782] Das Insolvenzeröffnungsverfahren wird insoweit modifiziert, als das Insolvenzgericht nur eingeschränkt Sicherungsmaßnahmen zulasten des Schuldners erlassen kann, aber Sicherungsmaßnahmen zugunsten des Schuldners – wie etwa die Untersagung der Zwangsvollstreckung gegen den Schuldner – auf dessen Antrag hin sogar anordnen muss.[783] Für die Dauer der Frist ist der Schuldner daher dem unmittelbaren Zugriff seiner Gläubiger entzogen und behält die Kontrolle über den fortlaufenden Geschäftsbetrieb.[784] Ferner kann der Schuldner die Person des vorläufigen Sachwalters gemäß § 270b Abs. 2 Satz 2 InsO selbst bestimmen. Sofern die ausgewählte Person nicht offensichtlich ungeeignet ist, muss das Insolvenzgericht dem Vorschlag des Schuldners folgen.[785] Der Antrag im Sinne von § 270b Abs. 1 Satz 1 InsO ist aus zeitlicher Sicht zulässig im Zeitraum von dem Eintreten drohender Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung bis zum Eintreten der Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO).

---

[780] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 37; *Lau*, in: DB 2014, S. 1417.

[781] *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (314).

[782] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (140).

[783] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, Vorbemerkung zu §§ 270 ff. InsO, Rn. 9; *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 270 InsO, Rn. 34 f.; *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (319 f.).

[784] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 270 InsO, Rn. 34 f.; *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (319 f.).

[785] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, Vorbemerkung zu §§ 270 ff. InsO, Rn. 9.

Gemäß § 270b Abs. 1 Satz 3 InsO ist dem Antrag eine Bescheinigung der Sanierungsfähigkeit vorzulegen.[786] Die Bescheinigung stellt die Praxis vor Schwierigkeiten, da weder die Anforderungen an die Person des Ausstellers noch die inhaltlichen Anforderungen abschließend geklärt sind.[787] Eine bloße Bescheinigung der Sanierungschancen des Schuldners unter Zugrundelegung eines Grobkonzepts, wie sie in § 270b InsO zu finden ist, hat sich demgegenüber in Deutschland als zu wenig belastbar gezeigt, um echtes Vertrauen in den Schuldner unter dem Schutzschirm zu schaffen.[788] Nicht zuletzt deshalb hat das Schutzschirmverfahren in der Praxis ausweislich der ESUG-Evaluation kaum Akzeptanz und Anwendung gefunden.[789]

V. Vor- und Nachteile für die *Loan-to-own*-Strategie

Die soeben dargestellten Grundstrukturen des Insolvenzplanverfahrens und der Eigenverwaltung bieten für *Loan-to-own*-Investoren wiederum Chancen und Risiken.

1. Vorteile

a) Frühzeitige Steuerung der Sanierung im eigenverwalteten Eröffnungsverfahren und Insolvenzplanverfahren

„Mit Einführung des ESUG sind die rechtlichen Voraussetzungen geschaffen worden, ein durchgeplantes, und sorgfältig vorbereitetes Insolvenzverfahren sowohl in Bezug auf die Verfahrensart durchzuführen und auch die wichtigsten Personalfragen nach den Vorstellungen des Antragsstellers zu regeln."[790] Je früher ein Insolvenzantrag gestellt wird, desto höher sind die Erfolgschancen einer Sanierung.[791] Der vielzitierte „Wettbewerb um die beste Verwertungsart"[792] setzt beim *Loan-to-own*-Investor anders als bei anderen Gläubigern nicht erst mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens, sondern bereits mit dem Eintritt der Krise ein. Der *Loan-to-own*-Investor „gewinnt" nur dann, wenn der einen

[786] *Abel*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 497.

[787] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 108 ff.; weiterführend *Mönning/Schäfer/Schiller*, in: BB-Beilage 2017, S. 6 ff., 23 f.; *Meschede/Albrecht*, in: ZInsO 2018, S. 1645 (1646); *Schröder/Schulz*, in: ZIP 2017, S. 1096–1103.

[788] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (138).

[789] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 100 ff., 107 ff.

[790] *Mönning*, in: Göb/Schnieders, PraxisHdB Gläubigerausschuss, Teil A Rn. 168.

[791] *Ehlers*, in: BB 2013, S. 1539 (1542).

[792] m.w.N.*Uhlenbruck*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 4.15.

Debt-Equity-Swap vorsehende Insolvenzplan angenommen und bestätigt wird.[793] Das reformierte Insolvenzrecht bietet insoweit die Möglichkeit, den Einfluss des Insolvenzgerichtes auf die Gestaltung des Planverfahrens zu minimieren, wenn Gläubiger und Schuldner sich im Vorfeld der Insolvenzantragsstellung bereits auf ein grobes Sanierungskonzept geeinigt haben. Durch planvolles Zusammenwirken von vorläufigem Gläubigerausschuss, Sachwalter und Sanierungsgeschäftsführer kann dieses umgesetzt werden.[794]

aa) Vorläufiger Gläubigerausschuss

Seit der Reform durch das ESUG räumt §§ 21 Abs. 2 Nr. 1a, 22a InsO den Gläubigern die Möglichkeit ein, bereits von Beginn des Eröffnungsverfahrens an den Verfahrensverlauf zu beeinflussen.[795] Abhängig vom Stadium des Insolvenzverfahrens regelt die InsO drei Ausprägungen des Gläubigerausschusses: Zunächst den Ausschuss des Eröffnungsverfahrens nach §§ 22a, 56a InsO, welcher im Folgenden als *vorläufiger Gläubigerausschuss* bezeichnet wird.[796] Weiterhin gibt es den Gläubigerausschuss, der gemäß § 67 InsO vor der ersten Gläubigerversammlung – in der Regel aber bereits mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens – eingesetzt wird und welcher im Folgenden als *Interimsausschuss* bezeichnet wird.[797] Schließlich regelt § 68 Abs. 1 InsO den Gläubigerausschuss, der endgültig von der ersten Gläubigerversammlung bestätigt wird und welcher im Folgenden als *endgültiger Gläubigerausschuss* bezeichnet wird.[798] Alle drei Varianten der Gläubigerausschüsse sind rechtlich eigenständig, unterliegen nicht der

[793] *Palenker*, Loan-to-own, S. 296.

[794] Zum gesteuerten Verfahrensablauf und der professionellen Verfahrensvorbereitung ausführlich *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 35 ff.; , kritisch *Palenker*, Loan-to-own, S. 288 ff.

[795] *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 31; *Paul/Rudow*, in: NZI 2016, S. 385 (392); *Haarmeyer*, in: ZInsO 2012, S. 2109; *Palenker*, Loan-to-own, S. 281 ff.

[796] *Frind*, in: ZIP 2019, S. 61 (62); *Frind*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 67 InsO, Rn. 2; *Frind*, in: ZInsO 2011, S. 2249 (2250); *Ehlers*, in: BB 2013, S. 259.

[797] *Frind*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 67 InsO, Rn. 2; *Bogumil/Pollmächer*, in: Göb/Schnieders, PraxisHdB Gläubigerausschuss, Teil B Rn. 124; a.A. *Laroche*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 2 Rn. 200 (*„vorläufiger Gläubigerausschuss“*); *Ehlers*, in: BB 2013, S. 259 (260)*(„zwischenzeitlicher Gläubigerausschuss“)*.

[798] *Frind*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 67 InsO, Rn. 2; *Frind*, in: ZInsO 2011, S. 2249 (2250); *Ehlers*, in: BB 2013, S. 259.

Aufsicht des Insolvenzgerichts und müssen nicht, können aber durchgehend gleich besetzt bleiben.[799]

(i) Zentrales Steuerungselement des Eröffnungsverfahrens

Der vorläufige Gläubigerausschuss kann unmittelbar nach Insolvenzantragstellung installiert werden, er bildet im Eröffnungsverfahren das einzige Repräsentationsorgan der Gläubigerschaft.[800] Bei der Bestellung des Insolvenzverwalters gemäß § 56a InsO, der Überwachung der Geschäftsführung gemäß §§ 21 Abs. 2 Nr. 1a, 69 InsO, der Anordnung der Eigenverwaltung und der Vorbereitung der Sanierung mithilfe des Schutzschirmverfahrens fungiert er quasi als „Konterpart des Gerichts"[801] und wird so zum zentralen Steuerungselement des Eröffnungsverfahrens bei beabsichtigter Betriebsfortführung.[802]

(ii) Zusammensetzung und Abstimmungsverhalten

Aufgrund der Verweisung in § 21 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1a InsO auf § 67 Abs. 2 InsO sollen überschneidungsfrei und eindeutig die absonderungsberechtigten Gläubiger, die Insolvenzgläubiger mit den höchsten Forderungen, die Kleingläubiger sowie ein Vertreter der Arbeitnehmer im Gläubigerausschuss vertreten sein. Eine ungerade Zahl an Mitgliedern bietet sich an.[803] Mangels Verweisung auf § 67 Abs. 3 InsO können Personen, die keine Gläubigerstellung haben, nicht in den vorläufigen Gläubigerausschuss berufen werden.[804]

Teilweise wird vertreten, dass ein im Hinblick auf die geplante Sanierung strategisch günstig besetzter Gläubigerausschuss, den die Gläubiger dem Gericht zeitgleich mit einem Eröffnungsantrag des Schuldners vorschlagen, durch das Gericht ohne Ermessenspielraum eingesetzt werden muss (sogenannter *präsumtiver vorläufiger Gläubigerausschuss*).[805] Dies würde aus der Intention des ESUG folgen, den Gläubigern eine frühestmögliche Beteiligung am Verfahren zu ermöglichen. Dies erscheint aus Sicht

---

[799] *Ehlers*, in: BB 2013, S. 259 (260).

[800] *Eckert/Gerdes*, in: Paulus/Knecht, Gerichtliche Sanierung, 151.

[801] *Busch*, in: ZInsO 2012, S. 1389.

[802] *Frind*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 22a InsO, Rn. 1; *Ampferl*, in: Kübler, HRI, § 9 Rn. 156 ff., 201 ff.; *Paul/Rudow*, in: NZI 2016, S. 385 (386 f.); *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 31; *Jenal*, in: KSI 2014, S. 112 (117).

[803] *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 32.

[804] *Bogumil/Pollmächer*, in: Göb/Schnieders, PraxisHdB Gläubigerausschuss, Teil B Rn. 64.

[805] *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 32; *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 40.

von *Loan-to-own*-Investoren sinnvoll und wird in der Praxis teilweise auch so gehandhabt. Diese Praxis hat aber keine Grundlage im geltenden Recht.[806]

Beschlussfähig ist der Gläubigerausschuss gemäß § 72 InsO, wenn mehr als die Hälfte seiner Mitglieder an den Beratungen teilgenommen haben.[807] Dies bedeutet, dass selbst ein „einstimmiger" Beschluss, wie er für die Erzwingung der Eigenverwaltung und die Bestimmung der Person des Sachwalters notwendig ist (siehe sogleich), nur die Abstimmung aller anwesenden, nicht aber der gesamten Mitglieder erfordert.[808] Teilweise wird deshalb kritisiert, dass das Organ Gläubigerausschuss im Widerspruch zu seinen Einflussmöglichkeiten nicht die Gesamtheit der Gläubigerschaft repräsentiert und auch nicht durch diese gebunden ist. Die Gläubigerversammlung kann einem Gläubigerausschuss keine Weisungen erteilen.[809]

(iii) Bestimmung der Person des vorläufigen Verwalters

Gemäß §§ 274 Abs. 1, 56 InsO muss ein Sachwalter eine für den Einzelfall geeignete, geschäftskundige und von den Gläubigern und Schuldnern unabhängige natürliche Person sein. Der vorläufige Gläubigerausschuss hat gemäß §§ 274 Abs. 1, 56a Abs. 1 InsO das Recht, sich zu Anforderungsprofil und Person des Sachwalters zu äußern. Einen einstimmig vorgeschlagenen Sachwalter darf das Insolvenzgericht gemäß §§ 274 Abs. 1, 56a Abs. 2 Satz 2 InsO nur ablehnen, wenn die vorgeschlagene Person für die Übernahme des Amtes nicht geeignet ist. Maßstab für die Geeignetheit im Sinne des § 56a Abs. 2 Satz 2 InsO sind sowohl das vom Gläubigerausschuss kommunizierte Anforderungsprofil als auch die Kriterien nach § 56 Abs. 1 InsO, sogenannte Doppelprüfung.[810]

In Bezug auf die Einsetzung eines vorläufigen Verwalters ist umstritten, ob bei einem einstimmigen Votum des Gläubigerausschusses bei der Prüfung der generellen

---

[806] *Hammes*, in: NZI 2017, S. 233 (234); *Frind*, in: ZIP 2017, S. 993 (997); *Hammes*, in: ZIP 2017, S. 1505 (1509); *Frind*, in: ZIP 2019, S. 61–63.

[807] *Ehlers*, in: BB 2013, S. 259 (263).

[808] *Bork*, in: ZIP 2013, S. 145 (149); *Ries*, in: Schmidt, InsO-Kommentar, § 56a InsO, Rn. 18; *Zipperer*, in: Uhlenbruck, InsO-Kommentar, § 56a InsO, Rn. 7; a.A. *Ampferl*, in: Kübler, HRI, § 9 Rn. 183; *Jahntz*, in: Wimmer, FrankfKo-InsO, § 56a InsO, Rn. 29 m.w.N.; *Hammes*, in: ZIP 2017, S. 1505 (1510 ff.).

[809] *Ehlers*, in: BB 2013, S. 259 (263); *Mönning*, in: Göb/Schnieders, PraxisHdB Gläubigerausschuss, Teil A Rn. 86 ff.

[810] *Frind*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 56a InsO, Rn. 24; *Palenker*, Loan-to-own, S. 140 ff.

Geeignetheit der vorgeschlagenen Person der Prüfungspunkt der fachlichen Unabhängigkeit suspendiert ist.[811]

Befürworter einer Unabhängigkeitsprüfung führen als Argument die Missbrauchsrisiken zulasten einer gleichmäßigen Befriedigung der Gesamtgläubigerschaft an. Der vorläufige Insolvenzverwalter habe eine amtsähnliche Stellung inne und die Interessen sämtlicher Gläubiger zu wahren, was auch dem öffentlichen Interesse an einer neutralen Rechtspflege diene.[812] Insolvenzgericht und Verwalter gingen eine verfahrensrechtliche Symbiose ein, innerhalb derer das Insolvenzgericht sich nur dann auf die Rechtsaufsicht beschränken könne, wenn es Vertrauen in eine unabhängige Ausübung des Verwalterermessens durch den Verwalter hat.[813] Problematisch sei dabei, dass der vorläufige Gläubigerausschuss nicht die Gesamtheit der (zukünftigen) Gläubiger repräsentiert, sondern nur die dem Gericht zum Zeitpunkt der Antragsstellung aufgrund von § 13 InsO bekannte Gläubigerschaft.[814] Weil zudem viele Gläubiger an einer Mitwirkung im vorläufigen Gläubigerausschuss kein Interesse hätten, könnten eingespielte Teams aus Sanierungsberatern und Sachwaltern – auf Seiten des Schuldners, aber auch auf Seiten einzelner engagierter Großgläubiger – das Verfahren dominieren und das Verfahren nicht mit dem Ziel einer möglichst gleichmäßigen Befriedigung der „Schicksalsgemeinschaft" der Gläubiger führen.[815]

Die Gegenansicht ordnet das Kriterium der Unabhängigkeit als rein subjektives Kriterium ein, welches berücksichtigt, dass die Akzeptanz des Verwalters bei den Parteien von großer Bedeutung für den Erfolg einer Abwicklung ist.[816] Bei der mancherorts praktizierten strengen Lesart der Unabhängigkeit würde bereits eine unverbindliche Ansprache geeigneter Verwalteraspiranten im Rahmen der vorinsolvenzlichen Beratung oder die Ausarbeitung eines *pre-packed* Insolvenzplans ausreichen, um eine schädliche Vorbefassung hervorzurufen.[817] Dies erschwere die Vorfeldplanung einer Insolvenz erheblich und trüge zu den zahlreichen, materiell

---

[811] Vgl. zur Diskussion zuletzt *Raab*, in: ZInsO 2020, S. 67 ff.

[812] *Wimmer-Amend/Gerloff*, in: Paulus/Knecht, Gerichtliche Sanierung, § 3 Rn. 39; *Frind*, in: ZInsO 2013, S. 59 ff.; *Bork*, in: ZIP 2013, S. 145 (148).

[813] *Vallender/Zipperer*, in: ZIP 2013, S. 149 (151 f.).

[814] *Frind*, in: ZInsO 2013, S. 59 (62); *Bork*, in: ZIP 2013, S. 145 (148).

[815] *Gruber*, in: NJW 2013, S. 584 (585); *Frind*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 56a InsO, Rn. 24; *Frind*, in: WM 2014, S. 590 (594).

[816] *Schmidt/Hölzle*, in: ZIP 2012, S. 2238 (2240).

[817] *Hölzle*, in: ZIP 2013, S. 447 (448); *Landfermann*, in: WM 2012, S. 821 (826).

verspäteten Insolvenzanträgen in Deutschland bei.[818] Im Interesse der Verfahrenskontinuität, der Kostensenkung und der Zeitersparnis sollten daher die an einer Sanierung Beteiligten die Möglichkeit haben, den im Vorfeld abgestimmten und erstellten Insolvenzplan im Insolvenzverfahren auch vom Planersteller umsetzen zu lassen.[819] Auch ein vorbefasster Verwalter, der das Vertrauen der Beteiligten genießt, könne der für die Abwicklung des konkreten Verfahrens objektiv am besten geeignete Kandidat sein.[820] Wenn insoweit die Befürchtung der Gewährung von Sondervorteilen an Einzelne nicht besteht, bestehe keine gesetzgeberische Veranlassung, die Gläubiger vor sich selbst zu schützen. Der Gefahr der Gewährung von Sondervorteilen werde durch die Haftungsregel in § 60 InsO bereits auf der Rechtsfolgenseite in ausreichendem Maße begegnet.[821] *„Da es um die Interessen der Verfahrensbeteiligten, deren Vertrauen in die Person des Verwalters und deren Einschätzung von dessen Objektivität geht, gebieten weder das Vertrauen in die staatliche Rechtspflege noch andere Schutzgesichtspunkte eine vorrangige gerichtliche Entscheidung gegen das Votum der Gläubiger."*[822] Eine gerichtliche Letztentscheidung über die Personalie des Verwalters würde wegen der fehlenden Vorhersehbarkeit für die Beteiligten die Ziele des ESUG konterkarieren.[823]

Nach hier vertretener Ansicht ist bei einer einstimmigen Empfehlung des vorläufigen Gläubigerausschusses der Prüfungspunkt der Unabhängigkeit des Verwalters im Interesse der Sanierung vollumfänglich suspendiert. Für die Durchführung einer *Loan-to-own*-Strategie ist die Planbarkeit des Verfahrens und der Einsatz eines sachkundigen Verwalters wichtiger als eine allzu formal verstandene Unabhängigkeit. Wenn einigen Autoren bereits bei unverbindlichen vorgreiflichen Strukturgesprächen zwischen Sanierungsberatern und potentiellen Verwaltern Bedenken anmelden, so scheint gerade jenes antiquierte Konkursdenken durch, welches das ESUG durch die Etablierung einer Sanierungskultur in Deutschland gerade einzudämmen gedachte.[824] Es zeugt von mangelnder Sensibilität für besagte Sanierungskultur und die Verkennung wirtschaftlicher Realitäten, wenn proaktives Handeln von professionellen Gläubigern wie *Loan-to-own*-Investoren – welche über die Krisensituation hinaus ein längerfristiges

[818] *Schmidt/Hölzle*, in: ZIP 2012, S. 2238 (2243); *Hölzle*, in: ZIP 2013, S. 447 (448).

[819] *Wimmer-Amend/Gerloff*, in: Paulus/Knecht, Gerichtliche Sanierung, § 3 Rn. 33; *Schmidt/Hölzle*, in: ZIP 2012, S. 2238 (2242).

[820] *Schmidt/Hölzle*, in: ZIP 2012, S. 2238 (2242); *Hölzle*, in: ZIP 2013, S. 447 (448).

[821] *Schmidt/Hölzle*, in: ZIP 2012, S. 2238 (2240).

[822] *Hölzle*, in: ZIP 2013, S. 448 (451).

[823] *Schmidt/Hölzle*, in: ZIP 2012, S. 2238 (2239).

[824] In diese Richtung auch *Frege/Nicht*, in: Kübler, HRI, § 5 Rn. 124.

Interesse an einer Genesung des Schuldners haben – von vorne herein als Missbrauch wahrgenommen wird. *Frind* sieht insoweit die ‚Gefahr' *„unvermeidlicher Loyalitätsbindungen von Verwaltern zu einzelnen Beratern und/oder Gläubigern, die auch über einzelne Verfahren hinausreichen können"* und zu *„Teambildung aus vorschlagendem Schuldnerberater und [Sach-][Ver-]walter"* führen können"[825]. Andere gehen noch weiter und erachten einen Verwalterkanditaten bereits als nicht unabhängig, wenn dieser regelmäßig an der Seite von Großgläubigern in insolvenznahen Situationen berät.[826] Indes sind gewachsene berufliche Netzwerke und Kooperationen zwischen erfahrenen Marktakteuren kein Indiz für Klüngelei, sondern lediglich Zeichen eines funktionierenden Berater- und Verwaltermarktes, innerhalb dessen sich Erfahrung und Sachkunde herumsprechen, was wiederum häufigere Mandatierungen zur Folge hat.

Der Aufruf von *Vallender* zu besonderer Skepsis gegenüber einem beim örtlichen Gericht nicht gelisteten Verwalter[827] begründet hingegen schon eher die Gefahr von Klüngelei: Wird dem gerichtsbekannten Verwalter aus der Provinz der Vorzug gegenüber dem bundesweit tätigen Spezialisten gegeben, ist weder dem Schuldner noch den Gläubigern geholfen. *Vallender* selbst gibt zu, dass die richtige Verwalterauswahl einen berufserfahrenen Insolvenzrichter erfordert, der ebenso wie der von ihm Bestellte über fundierte Kenntnisse auf den Gebieten des Insolvenzrechts, des Handels- und Gesellschaftsrechts sowie über Grundkenntnisse der für das Insolvenzverfahren notwendigen Teile des Arbeits-, Sozial- und Steuerrechts und des Rechnungswesens und über ein wirtschaftliches Verständnis verfügt.[828] Bei 181 Insolvenzgerichten in Deutschland werden kaum alle Insolvenzrichter dieses Anforderungsprofil erfüllen können, und die lang geforderte Verfahrenskonzentration wurde bislang nicht angegangen. Den Gegnern einer gerichtlichen Unabhängigkeitsprüfung ist auch darin Recht zu geben, dass das Haftungsregime des § 60 InsO die am Verfahren Beteiligten auf Rechtsfolgenseite ausreichend schützt.[829]

Auch verfängt das Argument der amtsähnlichen Stellung nur bei der Bestellung eines vorläufigen *Insolvenz*verwalters. Bei der im Zuge einer *Loan-to-own*-Strategie angestrebten Eigenverwaltung wird ohnehin nur ein vorläufiger Sachwalter eingesetzt,

---

[825] *Frind*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 56a InsO, Rn. 24; ähnlich *Hammes*, in: NZI 2017, S. 233 (234).

[826] *Wimmer-Amend/Gerloff*, in: Paulus/Knecht, Gerichtliche Sanierung, § 3 Rn. 34, 111.

[827] *Vallender*, in: DB 2012, S. 1609 (1612).

[828] *Vallender*, in: DB 2012, S. 1609 (1612).

[829] Anschaulich *Mönning*, in: Bork/Kayser u.a., FS Kübler, S. 441: „Haftungsvermeidung durch Erfolg".

welcher eine im Vergleich zum vorläufigen Insolvenzverwalter schwächere Stellung hat (siehe sogleich).

Eine dominierende, verfahrensbeeinflussende Stellung mag isoliert betrachtet wie ein Sondervorteil für den *Loan-to-own*-Investor aussehen. Löst man die Perspektive vom reinen Insolvenzplanverfahren und bezieht den möglichen nachhaltigen Sanierungserfolg mit ein, stellt man fest, dass aus wirtschaftlicher Sicht am Ende alle Beteiligten profitieren: Nicht trotz, sondern gerade weil ein professioneller, sanierungserfahrener Gläubiger die Zügel im Verfahren weitgehend in der Hand hielt.[830] Dass die Ziele des Insolvenzverfahrens im Sinne des § 1 InsO diese Sichtweise bislang unzureichend reflektieren, ist ein Gestaltungsauftrag an den Gesetzgeber.[831]

(iv) Erzwingung der Eigenverwaltung

Die Eigenverwaltung ist für die Umsetzung eines *Debt-Equity-Swap* geeigneter als das durch einen Insolvenzverwalter fremdgesteuerte Verfahren.

Wie zuvor gezeigt, sind die Kriterien für die Anordnung der Eigenverwaltung zu unbestimmt und nicht an den Interessen von Schuldnern und Gläubigern orientiert. In Anbetracht der heterogenen Gerichtspraxis bei der Anordnung von Eigenverwaltung[832] und der fehlenden Ausrichtung der Kriterien des § 270 Abs. 2 InsO auf den Eigenverwaltungszweck[833] besteht aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors ein Interesse daran, die Eigenverwaltung planungssicher angeordnet zu bekommen.[834] Diese Möglichkeit besteht in Gestalt des § 270 Abs. 3 Satz 2 InsO: Neben dem Anhörungsrecht im Rahmen der Entscheidung des Insolvenzgerichts über den Eigenverwaltungsantrag gemäß § 270 Abs. 3 InsO entzieht ein einstimmiges Votum des vorläufigen Gläubigerausschusses gemäß § 270 Abs. 3 Satz 2 InsO dem Insolvenzgericht das Ermessen bei der Nachteilsprognose des § 270 Abs. 2 Nr. 2 InsO, wodurch die Anordnung von Eigenverwaltung gegenüber dem Gericht erzwungen werden kann.[835]

Eine Mindermeinung will dem Gericht auch hier trotz des einstimmigen Gläubigervotums ein Recht bzw. eine Pflicht zur Amtsermittlung zusprechen.[836]

---

[830] Ähnlich *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 85 m.w.N. in den Fußnoten.

[831] So im Ergebnis auch *Bork*, in: ZIP 2013, S. 145 (149).

[832] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 57 ff.

[833] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (120 f.).

[834] *Palenker*, Loan-to-own, S. 297.

[835] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 270 InsO, Rn. 32; *Abel*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 456; *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (120).

[836] *Hammes*, in: ZIP 2017, S. 1505 (1506).

Hiergegen sprechen die gleichen Argumente, die auch gegen eine Prüfung der Unabhängigkeit des Verwalters bei einstimmigem Votum sprechen: Haben sich die Gläubiger untereinander auf die Durchführung eines eigenverwalteten Verfahrens verständigt, besteht seitens des Insolvenzgerichts kein Anlass zum Schutze der Gläubiger vor sich selbst. Gerichtliche Bevormundung widerspricht der durch das ESUG zu etablierenden Sanierungskultur in Deutschland. Dies gilt umso mehr, wenn im Gläubigerauschuss ein professioneller Großgläubiger wie ein *Loan-to-own*-Investor vertreten ist, der im Zweifel über die größte Sachkenntnis verfügt.

(v) Zwischenergebnis

Die Mitwirkung in einem vorläufigen Gläubigerausschuss oder die Einflussnahme auf dessen Zusammensetzung ist für einen *Loan-to-own*-Investor von herausragendem Interesse.[837] Gerade in Fällen, in denen bereits im Vorfeld ein Insolvenzplan ausgearbeitet wurde, wird die Kontinuität im Sanierungsprozess am zuverlässigsten dadurch gewährleistet, dass der Ersteller des Insolvenzplans auch als Sachwalter eingesetzt wird.[838]

bb) Der (vorläufige) Sachwalter

Der Sachwalter im Eigenverwaltungsverfahren führt die Aufsicht über den Schuldner, begleitet die Eigenverwaltung beratend und erfüllt gemäß §§ 274 ff. InsO prozessuale und rechtliche Aufgaben, darunter die Entgegennahme der Insolvenzforderungen, § 270c Satz 2 InsO.[839] Wie soeben gezeigt, gelten für die Auswahl des vorläufigen Sachwalters im Insolvenzeröffnungsverfahren über § 274 Abs. 1 InsO die Vorschriften über die Bestellung des vorläufigen Insolvenzverwalters entsprechend, sodass nach hier vertretener Auffassung gemäß § 56a InsO der vorläufige Gläubigerausschuss mit einem einstimmigen Votum die Bestellung einer bestimmten Person als vorläufigen Sachwalter erzwingen kann.

Bereits der vorläufige Sachwalter hat gemäß § 270a Abs. 1 Satz 2, 274, 275 InsO die Pflichten zur Überwachung und Kontrolle der Unternehmensführung, wodurch er regelmäßig umfassende Kenntnis über das Schuldnerunternehmen erlangt und als

---

[837] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 40; *Abel*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 456–457; *Palenker*, Loan-to-own, S. 281 ff., 300 f.; *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 140 ff.

[838] *Ringelspacher*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 337–338.

[839] *Hofmann*, in: Kübler, HRI, § 7 Rn. 42 ff.; *Korch*, in: ZIP 2018, S. 109 (110).

zentraler Ansprechpartner aller Beteiligten dienen kann.[840] Im Regelfall wird der vorläufige Sachwalter mit der Erstellung des Eröffnungsgutachtens beauftragt, was ihm erheblichen Einfluss auf den weiteren Verfahrensverlauf und die durchzuführende Verwertungsoption einräumt.[841] Im Eröffnungsverfahren hat der vorläufige Sachwalter kein originäres Planvorlagerecht, kann aber analog § 284 Satz 2 InsO durch den vorläufigen Gläubigerausschuss mit Zustimmung des Schuldners mit der Ausarbeitung eines Insolvenzplanes beauftragt werden.[842] Im eigenverwaltenen Planverfahren kommt dem Sachwalter die wichtige Aufgabe der Überprüfung des ausgearbeiteten Insolvenzplanes zu.[843]

cc) Der Sanierungsgeschäftsführer / Chief Restructuring Officer

In allen Fällen der Eigenverwaltung ist die Einsetzung eines Sanierungsgeschäftsführers oder Chief Restructuring Officer (CRO) im Schuldnerunternehmen zwar nicht gesetzlich vorgeschrieben[844], aber angezeigt. Denn die „alte" Geschäftsführung des Zielunternehmens ist mit den besonderen Voraussetzungen, die sich für eine Geschäftsführung unter Eigenverwaltung aus der InsO ergeben, regelmäßig überfordert.[845] Die häufig als Nachteil angeführten Beraterhonorare[846] oder der Vorwurf fehlender Unabhängigkeit[847] wirken sich auf *Loan-to-own*-Strategien nur bedingt negativ aus: Gelingt es dem *Loan-to-own*-Investor, „seine" Personalie als Sanierungsgeschäftsführer zu installieren, kann dieser schon während des laufenden Eigenverwaltungsverfahrens operative Maßnahmen einleiten, die aus Sicht des *Loan-to-own*-Investors für den Turnaround der Zielgesellschaft notwendig sind. Die Honorare sind daher dem langfristigen Sanierungserfolg unter Beteiligung des *Loan-to-own*-Investors gegenüberzustellen.

---

[840] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (128).

[841] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (128).

[842] *Hofmann*, in: Kübler, HRI, § 7 Rn. 85; *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (128).

[843] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 42.

[844] *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (316).

[845] *Kübler*, in: Kübler, HRI, § 1 Rn. 8; zum Sanierungsgeschäftsführer siehe *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 113 ff.; *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 42 f.; *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 319; *Thiele*, in: ZInsO 2015, S. 877 ff., 977 ff., 1083 ff.; *Siemon*, in: ZInsO 2014, S. 172 (179); *Weyand*, in: ZInsO 2016, S. 1969–1973.

[846] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (135); *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (316) m.w.N.

[847] *Hammes*, in: NZI 2017, S. 233 ff.

dd) Vorläufiges Eröffnungsverfahren oder Schutzschirmverfahren?

Die Anforderungen an die Anordnung des Schutzschirmverfahrens sind aufgrund der Bescheinigung nach § 270b Abs. 1 Satz 3 InsO wesentlich umfangreicher als jene der vorläufigen Eigenverwaltung. Das Schutzschirmverfahren bietet sich daher vor allem in Fällen an, in denen das Unternehmen von einer Zahlungsunfähigkeit noch weit entfernt ist. Die öffentliche Bekanntmachung einer Verfahrenseröffnung unter dem Schutzschirm steht im Ermessen des Gerichts, was die Gefahr des Makels der Insolvenz nicht gänzlich ausschließt.

Weil nicht zuletzt deshalb Krisenunternehmen in Deutschland nach wie vor die Anträge zu spät stellen und weil sich im Ergebnis die mit dem Schutzschirmverfahren einhergehenden Vorteile auch mittels des vorläufigen Eröffnungsverfahrens realisieren lassen,[848] hat das Schutzschirmverfahren in seiner derzeitigen Ausgestaltung einen praktisch geringen Anwendungsbereich, was die ESUG-Evaluation auch bestätigt.[849]

Nach derzeitiger Rechtslage ist das Anstreben von vorläufiger Eigenverwaltung im Sinne des § 270a InsO aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors daher ausreichend.

ee) Zwischenergebnis

Die vorangegangenen Ausführungen haben gezeigt, dass bei professioneller Verfahrensvorbereitung ein Verfahren weitgehend in Eigenregie durchgeführt werden kann:[850] Der *Loan-to-own*-Investor bzw. dessen Sanierungsberater konzipiert im Vorfeld der Insolvenzantragsstellung eine sinnvolle Zusammensetzung des vorläufigen Gläubigerausschusses, welcher im Eröffnungsverfahren einen mit den Herausforderungen eines *Debt-Equity-Swaps* vertrauten Sachwalter einstimmig vorschlagen kann.[851]

Diese Möglichkeit der frühzeitigen Einflussnahme auf den weiteren Verfahrensverlauf ist Gegenstand vielfältiger Kritik, insbesondere aus dem Lager der Insolvenzrichter und jenen Insolvenzverwaltern mit einem am klassischen Konkursdenken orientierten Berufsbild. Indes darf nicht außer Acht gelassen werden, dass von einem erfolgreichen *Loan-to-own*-Investment im Ergebnis alle Gläubiger sowie das Schuldnerunternehmen profitieren können: Die Krisensituation insgesamt wird abgewendet, inkompetente

---

[848] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 39 f.

[849] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 21 ff., 31 ff.

[850] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 38; *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 35 ff.

[851] Kritisch insoweit *Hammes*, in: NZI 2017, S. 233 (234).

Geschäftsführer und/oder Gesellschafter werden ausgewechselt und bei Gesundung des Unternehmens können *idealiter* alle Forderungen vollständig bedient werden.[852] In Anbetracht der komplexen rechtlichen, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Anforderungen an einen *Debt-Equity-Swap* ist es aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors ratsam, bereits in einem frühen Verfahrensstadium das Risiko opponierender Gläubiger, im Konkursdenken verhafteter Insolvenzverwalter und allzu kontrollfreudiger Insolvenzrichter als „Störfaktoren" so weit wie möglich auszuschalten. Mangelnde Weitsicht oder unzureichendes wirtschaftliches Verständnis einzelner Stakeholder sollten den Versuch einer Sanierung mittels *Debt-Equity-Swap* nicht behindern oder gar verhindern können. Selbst wenn – trotz umfassender *Due Diligence* und strategischer Planung – ein *Loan-to-own*-Investment einmal scheitern sollte, steht der Gläubigergemeinschaft immer noch die Regelinsolvenz mitsamt ihrer Verwertungsoptionen zur Verfügung.

b) Überlagerung des Gesellschaftsrechts durch das Insolvenzrecht

Gemäß § 225a Abs. 3 InsO kann im gestaltenden Teil des Insolvenzplans jede gesellschaftsrechtlich zulässige Regelung getroffen werden. § 225a InsO überlagert das Gesellschaftsrecht vollständig,[853] der Insolvenzplan wird gleichsam zum „gesellschaftsrechtlichen Universalwerkzeug".[854] Während es bislang für Änderungen der Rechtsstellung der Altgesellschafter des Zielunternehmens deren Zustimmung nach den einschlägigen Vorschriften des Gesellschaftsrechts bedurfte, können deren Rechte nun in den gestaltenden Teil eines Insolvenzplanes gemäß § 225a Abs. 2 und 3 InsO einbezogen werden.[855] Diese Interdependenz zwischen Gesellschaftsrecht und Insolvenzrecht war dem alten „Zerschlagungs- und Abwicklungsgesetz"[856] gänzlich fremd.[857] Eine gesellschaftsrechtliche Beschlusskontrolle, etwa wegen Stimmbindungen, Treuepflichten oder Gleichbehandlung der Gesellschafter wird durch die

[852] *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 280 ff.

[853] *Schmidt*, in: ZIP 2018, S. 853 (854); *Döge*, in: ZIP 2018, S. 1220 (1227).

[854] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 167 m.w.N.; *Eidenmüller*, in: NJW 2014, S. 17.

[855] *Kleindiek*, in: Erle/Goette u.a., FS Hommelhoff, S. 543; *Maier-Reimer,* Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 107, 110.

[856] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 29.

[857] *Bauer/Dimmling*, in: NZI 2011, S. 517 (518).

insolvenzrechtlichen Vorschriften der §§ 241, 251, 253 InsO ersetzt.[858] § 225a Abs. 2 InsO bezieht *„eine Kapitalherabsetzung oder -erhöhung, die Leistung von Sacheinlagen, den Ausschluss von Bezugsrechten oder die Zahlung von Abfindungen an ausscheidende Anteilsinhaber*" explizit als gesellschaftsrechtlich zulässige Regelung für einen Insolvenzplan ein. Dabei handelt es sich um die unter § 6A.II. untersuchten Maßnahmen zur Durchführung eines *Debt-Equity-Swap*, welcher nun explizit im Gesetz geregelt ist.[859] Durch die Neufassung der §§ 225a Abs. 2, 254 Abs. 4 InsO wurde somit den Stimmen in der Literatur, welche einen *Debt-Equity-Swap* nach deutschem Recht bis zum Inkrafttreten des ESUG für unzulässig erachteten, die Grundlage entzogen.[860]

c) Einfache anstelle qualifizierter Mehrheitserfordernisse

Die Wirksamkeit von im gestaltenden Teil des Insolvenzplans vorgesehenen gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen hängt ab vom Ergebnis der Gruppenabstimmung im Abstimmungstermin gemäß §§ 235 ff. InsO.[861] Gemäß § 222 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 InsO sind auch die Anteilseigner bei der Gruppenbildung im Insolvenzplan einzubeziehen, sofern deren Rechte in den Plan einbezogen werden.[862] Dies ist beim *Debt-Equity-Swap* stets der Fall. Die Anteilseigner bilden gemäß § 222 Abs. 1 Nr. 4 InsO neben den verschiedenen Gruppen von Gläubigern im Sinne von § 222 Abs. 1 InsO eine eigene Gruppe von Beteiligten am Insolvenzplanverfahren. Die Annahme eines Insolvenzplans durch die Gläubiger hat gemäß § 244 Abs. 1 InsO zwei Voraussetzungen: Innerhalb der jeweils zu bildenden Gläubigergruppe im Sinne des § 222 InsO hat die einfache Kopfmehrheit dem Plan zuzustimmen (§ 244 Abs. 1 Nr. 1 InsO) und in der Gläubigergesamtheit müssen alle gebildeten Gruppen dem Insolvenzplan zustimmen („in *jeder* Gruppe").[863] Gezählt werden allerdings nur abstimmende Gruppen, passives Verhalten bleibt folgenlos.[864] Gemäß § 244 Abs. 1 Nr. 2 InsO müssen die zustimmenden

---

[858] *„umfassend verdrängt*", so *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 168; *Hölzle*, in: Kübler, HRI, § 31 Rn. 31.

[859] *Thies/Lieder*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 8 Rn. 123.

[860] *Bauer/Dimmling*, in: NZI 2011, S. 517.

[861] *Groß/Kautenburger-Behr*, in: CF 2016, S. 307 (309); *Bous*, in: Eckhardt/Hermanns, Kölner HdB GesR, Kapitel 11 Rn. 234.

[862] *Wenzel,* Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 143.

[863] *Thöne*, in: KTS 2018, S. 151 (157); *Abel*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 515.

[864] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 244 InsO, Rn. 3 f.

Gläubiger auch die einfache Summenmehrheit aller Forderungen repräsentieren.[865] Das Erfordernis einer „doppelten" Kopf- und Summenmehrheit[866] stellt eine Privilegierung der Gläubigergruppen gegenüber der Gruppe der Anteilseigner dar, bei welchen gemäß § 244 Abs. 1 Nr. 2 InsO i.V.m. § 244 Abs. 3 InsO eine einfache Mehrheit nach Beteiligungen ausreicht – eine Mehrheit nach Köpfen ist keine Voraussetzung. Die Anteilseigner haben ferner gemäß § 238a InsO nur ein Stimmrecht nach Maßgabe des wirtschaftlichen Wertes ihrer Anteile an der insolventen Schuldnergesellschaft in einem Liquidationsszenario.[867] Die qualifizierten Mehrheitserfordernisse bei Satzungs- oder Vertragsänderungen wie sie das Gesellschaftsrecht vorsieht sowie Stimmbindungsvereinbarungen (siehe zuvor § 6A), sind daher im Insolvenzplanverfahren außer Kraft gesetzt[868], die Bedeutung der Mitwirkung der Anteilseigner auf ein fast nur formales Maß reduziert.[869]

d) Überstimmung dissentierender Anteilseigner („Cram-down")

Die Zustimmungserfordernisse für die Annahme eines Insolvenzplanes sehen vor, dass der Insolvenzplan unter bestimmten Voraussetzungen auch gegen den Willen der Anteilseigner oder deren Mehrheit angenommen werden kann, um die für die Mehrheit der Gläubiger sinnvollste Verwertungsmöglichkeit nicht durch unzulässiges Abstimmungsverhalten zu blockieren.[870] Die Voraussetzungen hierfür regelt das Obstruktionsverbot in § 245 InsO.[871] Die Zustimmung der Gruppe der Anteilseigner kann gemäß § 245 Abs. 1 und 3 InsO fingiert werden, wenn sie durch den Insolvenzplan nicht schlechter gestellt werden, als sie ohne Plan stünden und der Plan ihre angemessene Beteiligung am Fortführungsmehrwert vorsieht.[872] Ferner müssen gemäß

---

[865] *Metze/Westpfahl*, in: Baur/Kantowsky u.a., Stakeholder Management, S. 114; *Paulus*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 108.

[866] *Lüer/Streit*, in: Uhlenbruck, InsO-Kommentar, Vorbemerkung zu §§ 217–269, Rn. 1.

[867] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 164.

[868] *Hölzle*, in: NZI 2011, S. 124 (128); *Groß/Kautenburger-Behr*, in: CF 2016, S. 307 (309); *Madaus*, in: ZIP 2014, S. 500 (504).

[869] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 164.

[870] *Bous*, in: Eckhardt/Hermanns, Kölner HdB GesR, Kapitel 11, Rn. 234; *Abel*, in: Crone/Werner, Modernes Sanierungsmanagement, S. 515; *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.395; *Arnold*, in: Krieger, FS Hoffmann-Becking, S. 29; *Ulmer/Casper*, in: Ulmer/Habersack u.a., GK-GmbHG, § 55 GmbHG, Rn. 37.

[871] *Palenker*, Loan-to-own, S. 207.

[872] *Knecht/Hommel/Wohlenberg*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 41.

§ 245 Abs. 1 Nr. 3 InsO die Mehrheit der insgesamt abstimmenden Gruppen dem Plan jeweils mit der erforderlichen Mehrheit zustimmen.[873] Die Voraussetzungen des § 245 Abs. 1 InsO, wonach eine Schlechterstellung der Anteilsinhaber durch den Insolvenzplan nicht eintreten darf, dürfte bei *Debt-Equity-Swaps* stets erfüllt sein, da die Beteiligung in der Alternative der sanierenden Übertragung oder der Zerschlagung wirtschaftlich unterginge, was sogar einen Totalverlust im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens rechtfertigen würde.[874]

e) Faktisch keine Abfindungsansprüche bei freiwilligem Ausscheiden der Altanteilseigner

§ 225a Abs. 5 InsO regelt Fälle, in denen die Altanteilseigner nicht schon im Zuge der Kapitalherabsetzung auf Null aus der Gesellschaft gedrängt werden und im Anschluss an den Kontrollwechsel Sonderkündigungsrechte zum Austritt aus der Zielgesellschaft wahrnehmen.[875] Sofern in solchen Fällen den ausscheidenden Altanteilseignern eine Abfindung zusteht, bestimmt sich die Höhe eines etwaigen Abfindungsanspruchs nach der Vermögenslage, die sich bei einer Liquidation des Schuldners ergeben hätte, § 225a Abs. 5 Satz 1 a.E. InsO. Weil es regelmäßig undenkbar ist, dass bei Liquidation des Zielunternehmens im Regelverfahren noch Restwerte für eine Abfindung der Altgesellschafter bleiben, schließt § 225a Abs. 5 InsO Abfindungsansprüche faktisch aus.[876] Die Regelungen zur Anspruchsstundung und zur Verzinsung in § 225a Abs. 5 Sätze 2 und 3 InsO laufen daher faktisch ins Leere.[877]

Bei einem Ausscheiden der Gesellschafter im Rahmen der Kapitalherabsetzung auf Null richtet sich eine Abfindung jedoch nach den allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen. Für die Höhe der Abfindung sind in diesen Fällen Fortführungswerte heranzuziehen.[878]

---

[873] Vgl. *Maier-Reimer,* Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 110–111.

[874] *Hölzle*, in: NZI 2011, S. 124 (128); *Andrianesis*, in: WM 2017, S. 362 (365 f.); *Spliedt*, in: GmbHR 2012, S. 462 (469); *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1859).

[875] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 225a InsO, Rn. 62 ff.; *Brünkmans*, in: ZInsO 2017, S. 1401 (1402).

[876] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 225a InsO, Rn. 64.

[877] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 225a InsO, Rn. 65.

[878] *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1859).

f) Keine Vertragsbeendigungen durch Dritte

Zur Sicherung der Effektivität des Planverfahrens erklärt § 225a Abs. 4 InsO, dass Verträge nicht aufgrund der Maßnahmen nach § 225a Abs. 2 oder 3 InsO beendet werden können.[879] § 225a Abs. 4 Satz 1 InsO schließt allgemeine gesetzliche Beendigungstatbestände aus, Satz 2 dient als Auffangtatbestand für spezialgesetzliche Beendigungsgründe.[880] Satz 3 schließt vertragliche Loslösungsklauseln aus, worunter vor allem *Change-of-Control*-Klauseln fallen.[881] § 225a Abs. 4 InsO verhindert so, dass bei einem Kontrollwechsel im Rahmen eines *Debt-Equity-Swap* die für die Sanierung elementaren Vertragspartner verloren gehen, die Liquiditätssituation verschärft und die Sanierung der Zielgesellschaft gefährdet wird.[882]

g) Ausschluss der gesellschaftsrechtlichen Differenzhaftung

Nach Rechtskraft der Planbestätigung im Sinne von § 248 InsO, also nach Ablauf der zweiwöchigen Beschwerdefrist, können keine Ansprüche aus Differenzhaftung wegen einer Überbewertung der eingebrachten Forderungen im Plan gegen den einbringenden Gläubiger geltend gemacht werden, § 254 Abs. 4 InsO.[883] Dies dient der Planungssicherheit des *Loan-to-own*-Investors, welcher sich gegebenenfalls nur im Rahmen des Planverfahrens und dessen Rechtsmitteln mit Unstimmigkeiten über die Forderungsbewertung auseinander setzen muss.[884] Als Ausfluss der Rechtsformneutralität des Insolvenzrechts ist bei Personengesellschaften

[879] *Thole*, in: ZHR 2017, S. 548 (572 ff.).

[880] *Längsfeld*, in: NZI 2014, S. 734 (735 ff.).

[881] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 225a InsO, Rn. 55 ff.

[882] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 30; *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 106; *Thole*, in: ZHR 2017, S. 548 (572 ff.); *Längsfeld*, in: NZI 2014, S. 734 (735 ff.); *Simon/Merkelbach*, in: NZG 2012, S .121 (128); *Brinkmann*, in: WM 2011, S. 97 (101 f.); *Brinkmann/Steinhauser*, in: Bork/Kayser u.a., FS Kübler, S. 98.

[883] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 31; *Blech*, in: Meyer-Sparenberg/Jäckle u.a., M&A-HdB, § 62 Rn. 83, 95; *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.389, 2.395; *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 323.

[884] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 254 InsO, Rn. 15; *Bous*, in: Eckhardt/Hermanns, Kölner HdB GesR, Kapitel 11, Rn. 233.

§ 254 Abs. 4 InsO auf solche Haftungstatbestände wie etwa § 171 HGB, die funktional einer Differenzhaftung im weiteren Sinne entsprechen, analog anzuwenden.[885]

h) Fiktion gesellschaftsrechtlicher Formerfordernisse

Gemäß § 254a Abs. 2 InsO werden die für den Kapitalschnitt erforderlichen Formerfordernisse – insbesondere Gesellschafterbeschlüsse – mit Bestätigung des Insolvenzplans fingiert. Demnach entfällt das Erfordernis der Abhaltung einer Gesellschafter- oder Hauptversammlung.[886] Handelsregisteranmeldungen werden durch § 254a InsO nicht ersetzt, hierzu ist – ergänzend zum Schuldner selbst – der Insolvenzverwalter befugt, § 254a Abs. 2 Satz 3 InsO. In eigenverwalteten Verfahren verbleiben die Publizitätspflichten beim Schuldner.[887]

2. Nachteile

a) Stigma der Insolvenz

Entgegen ursprünglicher Bestrebungen wurde mit Einführung des ESUG das Schutzschirmverfahren nicht auf den vorinsolvenzlichen Bereich ausgedehnt: Das Vorliegen von drohender Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung ist Voraussetzung für den Antrag nach § 270b Abs. 1 Satz 1 InsO. Eine weitergehende Vorverlagerung, mithin einen Verzicht auf das Vorliegen eines Insolvenzgrundes, sieht das Gesetz nicht vor.[888]

Die Assoziationen und Reaktionen des Marktes auf Insolvenzbekanntmachungen sind nach wie vor negativ. Die Stellung eines Insolvenzantrages ist aller Bemühungen des ESUG zum Trotz nach wie vor Makel und Stigma.[889] So genügte bei dem Modeunternehmen *Gerry Weber* bereits der am 25.01.2019 eingereichte Antrag auf Anordnung des vorläufigen Eigenverwaltungsverfahrens trotz Ankündigung einer

---

[885] *Spahlinger*, in: Kübler/Prütting u.a., InsO-Kommentar, § 225a InsO, Rn. 42 m.w.N.; *Heckschen*, in: Reul/Heckschen u.a., Insolvenzrecht in der Gestaltungspraxis, § 4 Rn. 430; *Schmidt*, in: ZGR 2012, S. 566 (581); *Eidenmüller*, in: Stürner/Eidenmüller u.a., MüKo-InsO, Bd. 3, § 225a InsO, Rn. 71; *Haas*, in: Kayser/Thole, HeidKo-InsO, § 225a InsO, Rn. 36.

[886] *Spliedt*, in: GmbHR 2012, S. 462 (465).

[887] *Tschauner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 774; *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 254a InsO, Rn. 10.

[888] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 270b InsO, Rn. 4; *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, Vorbemerkung zu §§ 270 ff. InsO, Rn. 9.

[889] *Pape*, in: ZInsO 2019, S. 57 (62).

Sanierung, um einen weiteren Kurseinbruch der Aktie herbeizuführen.[890] Gemäß §§ 30, 273 InsO ist spätestens die Eröffnung des Verfahrens öffentlich bekannt zu machen.[891] Literatur und Rechtsprechung sprechen sich überwiegend – trotz fehlender Rechtsgrundlage – für eine öffentliche Bekanntmachung der Bestellung des vorläufigen Sachwalters aus.[892] Ferner ist auch bei Eigenverwaltung das Stigma der Insolvenz nicht abwendbar: Selbst im Schutzschirmverfahren steht die öffentliche Bekanntmachung über die Einleitung des Schutzschirmverfahrens und die Bestellung eines vorläufigen Sachwalters im Ermessen des Insolvenzgerichts.[893] Die nach wie vor negative Marktassoziation veranlasst viele Unternehmen nach wie vor, den Insolvenzantrag so weit wie möglich hinauszuzögern und keine rechtzeitigen oder wirkungsvollen Sanierungsmaßnahmen zu ergreifen. Außerinsolvenzliche, prophylaktische Sanierung werden durch das ESUG nicht erleichtert.[894]

b) Rechtliche Unsicherheiten in Bezug auf die frühzeitige Einflussnahme auf das Verfahren durch Gläubiger

Wie gezeigt, kann ein *Loan-to-own*-Investor durch strategisches Zusammenwirken von Sanierungsberatern, vorläufigem Gläubigerausschuss und vorläufigem Sachwalter in einem frühen Stadium Einfluss auf das weitere Verfahren – insbesondere auf die Anordnung von Eigenverwaltung und ein positives Plangutachten – nehmen. Diese Vorgehensweise wird jedoch – im Hinblick auf das Verfahrensziel der gleichmäßigen Gläubigerbefriedigung gemäß § 1 InsO – noch überwiegend als Missbrauch gesehen.[895] Dies birgt konkrete Rechtsrisiken für eine *Loan-to-own*-Investition, vor allem hinsichtlich der Einstimmigkeitserfordernisse nach § 56a und § 270 Abs. 3 Satz 2 InsO, bei welchen die wohl noch herrschende Meinung den Gerichten erhebliche Prüfungs- und Ermessensspielräume zubilligt. Weil gegen die gerichtlichen Entscheidungen nach § 56a und § 270 Abs. 3 Satz 2 InsO die sofortige Beschwerde nicht vorgesehen ist, steht einem *Loan-to-own*-Investor wegen § 6 Abs. 1 Satz 1 InsO kein Rechtsmittel gegen eine

---

[890] *FINANZEN.NET*, GERRY WEBER-Aktie bricht nach Insolvenzantrag weiter ein, URL: https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/gerry-weber-aktie-bricht-nach-insolvenzantrag-weiter-ein-7064176, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[891] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (121).

[892] Hierzu kritisch *Wimmer-Amend/Gerloff*, in: Paulus/Knecht, Gerichtliche Sanierung, § 3 Rn. 114 m.w.N.

[893] *Uhlenbruck*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 4.17.

[894] *Maier-Reimer,* Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, S. 107–108; *Schmidt*, in: Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.389.

[895] *Palenker*, Loan-to-own, S. 289 ff.

abweichende Entscheidung des Insolvenzgerichts zu.[896] Das bislang fehlende Vertrauen in den Erfolg einer durch professionelle Finanzinvestoren nach marktwirtschaftlichen Grundsätzen durchgeführten Sanierung gegenüber einem staatlich gesteuerten Verfahren muss insoweit als Hindernis für die *Loan-to-own*-Strategie angesehen werden.

c) Keine Möglichkeit einer frühen Insolvenzantragstellung durch Gläubiger

Die Tatsache, dass Insolvenzanträge nach wie vor zu spät gestellt werden, schränkt auch den Anwendungsbereich der Eigenverwaltung stark ein: So wurden in der Vergangenheit Sanierungsversuche in Eigenverwaltung bei Unternehmen versucht, die für dieses Verfahren ungeeignet waren, weil zum Beispiel bereits eine Insolvenzverschleppung gegeben war.[897] Je früher ein Insolvenzantrag gestellt wird, desto höher sind die Erfolgschancen einer Sanierung.[898] Die zuvor beschriebenen Vorteile einer frühen Steuerung des Verfahrens durch die Gläubiger können jedoch nur zur Geltung kommen, wenn Schuldner und Gläubiger bereits im Vorfeld eines Insolvenzantrages kooperieren und sich zusammen mit dem Insolvenzgericht vor der Antragsstellung absprechen.[899] Ist der Schuldner nicht kooperationswillig, kann der Gläubiger erst bei Eintreten der antragspflichtigen Insolvenzgründe die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens bewirken. Oftmals reicht – selbst wenn der Schuldner dem Gläubigerantrag noch die Anträge auf Eigenverwaltung und Schutzschirmverfahren „hinterherschiebt" – die Zeit für die Erstellung eines tragfähigen Sanierungskonzepts nicht mehr aus.

d) Bislang keine Regelung des „präsumtiven" Gläubigerausschusses

Trotz der verbesserten Stellung des vorläufigen Gläubigerausschusses ist zu konstatieren, dass aus Gläubigersicht der Einfluss des vorläufigen Gläubigerausschusses auf den Verfahrensverlauf zu gering und punktuell ausgestaltet ist.[900]

Zur effizienten Verfahrenssteuerung ist es daher ratsam, mit den dezidierten Mitgliedern des vorläufigen Gläubigerausschusses im Rahmen einer Sitzung oder in Einzelgesprächen vor Insolvenzantragstellung die verfahrensleitenden Entscheidungen,

---

[896] *Hammes*, in: ZIP 2017, S. 1505 (1512); *Frind*, in: DB 2014, S. 165; *Graeber*, in: Stürner/Eidenmüller u.a., MüKo-InsO, Bd. 1, § 56a InsO, Rn. 79 f.; *Ries*, in: Schmidt, InsO-Kommentar, § 56a InsO, Rn. 31; *Bogumil/Pollmächer*, in: Göb/Schnieders, PraxisHdB Gläubigerausschuss, Teil E, Rn. 41.

[897] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, Vorbemerkung zu §§ 270 ff. InsO, Rn. 10.

[898] *Ehlers*, in: BB 2013, S. 1539 (1542).

[899] *Haarmeyer*, in: ZInsO 2012, S. 2109 f.; *Henkel*, in: ZIP 2015, S. 562 (567) m.w.N.

[900] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (134 f.).

wie die Auswahl des vorläufigen Sachwalters, den Antrag auf vorläufige Eigenverwaltung oder die Einleitung eines Schutzschirmverfahrens vorzubereiten und die notwendige Rückendeckung zu erhalten.[901] Weil die Zusammensetzung des vorläufigen Gläubigerausschusses in diesem Fall bereits vor der Stellung des Insolvenzantrages – im Idealfall in Abstimmung mit dem Insolvenzgericht[902] - feststeht, spricht man von einem präsumtiven Gläubigerausschuss[903] oder vor-vorläufigen Gläubigerausschuss[904]. Dieser hat im geltenden Recht keine Grundlage, sein strategisches Wirken im Vorfeld der Insolvenzantragstellung wird teilweise kritisch gesehen.[905] Die ESUG-Evaluation hat das Bedürfnis, einen vorläufigen Gläubigerausschuss früher als bisher mit gesetzlicher Grundlage einsetzen zu können, erkannt und entsprechende Empfehlungen für eine Gesetzesänderung ausgesprochen.[906]

e) Unbestimmter Begriff des Nachteils bei § 270 Abs. 2 Nr. 2 InsO

Der Nachteilsbegriff bzw. die Nachteilsprognose stellt nach gegenwärtiger Rechtslage das entscheidende Kriterium für den Zugang zur Eigenverwaltung dar.[907] Die Durchführung der Nachteilsprognose obliegt – abgesehen von den Fällen des § 270 Abs. 3 Satz 2 InsO – dem Insolvenzrichter. Jedoch ist der Nachteilsbegriff bei §§ 270 Abs. 2 Nr. 2 InsO zu unbestimmt gefasst und führt daher zu erheblichen Unterschieden in der Rechtsanwendung je nach Insolvenzgericht, weshalb eine Eigenverwaltung für die Beteiligten nur schwer planbar ist.[908] Das Bestehen von Sanierungsaussichten ist – obwohl § 270 InsO der Förderung einer Sanierungskultur dienen soll – keine Voraussetzung für die Anordnung von Eigenverwaltung.[909] Gegenwärtig fehlt somit jede Kontinuitätsgarantie oder Anordnungsplanbarkeit, wenn

---

[901] *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 70.

[902] *Buchalik*, Sanieren statt Liquidieren, S. 70.

[903] *Frind*, in: ZIP 2019, S. 61–65.

[904] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 220 f.

[905] *Hammes*, in: NZI 2017, S. 233 (234) [Fn. 6]; *Frind*, in: ZIP 2017, S. 993 (997); *Hammes*, in: ZIP 2017, S. 1505 (1509).

[906] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 225; , kritisch *Frind*, in: ZIP 2019, S. 61 ff.

[907] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (136).

[908] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 60 ff., 70 ff. mit Konkretisierungsempfehlungen; *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (120); *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (315, 318 f.).

[909] *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 270 InsO, Rn. 6; *Fiebig*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 270a InsO, Rn. 3.

man von der Möglichkeit des einstimmigen Beschlusses des vorläufigen Gläubigerausschusses absieht (dessen Bindungswirkung für das Gericht wiederum umstritten ist).[910]

f) Keine Überstimmung dissentierender Gläubiger

Gemäß § 225a Abs. 2 Satz 2 InsO ist eine Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital gegen den Willen der betroffenen Gläubiger ausgeschlossen. Dies bedeutet insbesondere, dass das Obstruktionsverbot gemäß § 245 InsO – anders als bei betroffenen Anteilseignern – keine Anwendung findet. Diese Einschränkung hat verfassungsrechtliche Hintergründe, da bei einer Forderungsumwandlung gegen oder ohne den ausdrücklichen Willen ein Eingriff in den Schutzbereich des Grundrechts auf negative Vereinigungsfreiheit im Raum gestanden hätte, Art. 9 GG.[911]

Der *Loan-to-own*-Investor ist daher auch beim insolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* darauf angewiesen, durch Investorenvereinbarungen oder *inter-creditor-agreements* im Vorfeld des Insolvenzantrags das Abstimmungsverhalten aller Gläubigergruppen im Insolvenzplanverfahren schuldrechtlich zu vereinbaren, was wiederum voraussetzt, dass bereits ein „pre-packed" Insolvenzplan ausgearbeitet wurde.[912]

g) Unklare Rechtslage hinsichtlich der Bekanntmachung der Bestellung eines vorläufigen Sachwalters

In Ermangelung einer gesetzlichen Regelung ist bislang umstritten, ob die Bestellung eines vorläufigen Sachwalters gemäß § 270a Abs. 1 Satz 2 InsO öffentlich bekannt zu machen ist im Sinne von § 9 InsO. Unter Hinweis auf die informationelle Selbstbestimmung des Schuldnerunternehmens bis zur Eröffnung des Insolvenzverfahrens wird eine öffentliche Bekanntmachung einerseits abgelehnt[913], während sie andererseits zur Vermeidung von Informationsassymetrien innerhalb der Gläubigerschaft befürwortet wird[914]. Nach der gegenwärtigen Rechtslage liegt die Bekanntmachung der vorläufigen Sachwalterbestellung faktisch im Ermessen des

---

[910] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (121).

[911] *Thies*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 225a InsO, InsO § 225a Rn. 35; *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 179 ff.; *Eidenmüller/Engert*, in: ZIP 2009, S. 541 (547).

[912] Ausführlich zur Investorenvereinbarung *Brünkmans*, in: ZIP 2014, S. 1857 (1863 ff.).

[913] *Horstkotte*, in: ZInsO 2012, S. 1161 (1164).

[914] *Frind*, in: DB 2014, S. 165 (166); *Desch*, in: BB 2011, S. 841 (842); *Buchalik*, in: ZInsO 2012, S. 349 (354).

Insolvenzgerichts.[915] Aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors ist eine frühe Einbindung der anderen Gläubiger zur Organisation von Abstimmungsmehrheiten einerseits sinnvoll, andererseits sendet die öffentliche Bekanntmachung bereits den Makel der Insolvenz (wenngleich in Eigenverwaltung) in den Markt. Die Bestellung eines vorläufigen Sachwalter ist jedoch im Sinne der zuvor entwickelten Definition des notleidenen Kredits ein Indikator für einen wahrscheinlichen Zahlungsausfall (*Unlikely-to-pay*-Kriterium). Es liegt daher im Interesse von kreditgebenden Banken, möglichst frühzeitig von Tatsachen zu erfahren, die gegebenenfalls eine Abstufung eines Kreditengagements als notleidend rechtfertigen. Erst mit der Einstufung als notleidend wird der Anreiz und die rechtliche Möglichkeit geschaffen, ohne Beteiligung des Schuldners das Kreditengagement am Sekundärmarkt zu veräußern. Dies wiederum liegt auch im Interesse von *Loan-to-own*-Investoren: Selbst wenn diese bereits eine oder mehrere Fremdkapitalpositionen erworben haben, können sie im Zuge der Bekanntgabe der Bestellung eines vorläufigen Sachwalters gezielt auf weitere betroffene Gläubigerbanken zugehen und den Abkauf der – infolge der Bekanntmachung als notleidend eingestuften und damit abtretbaren – Krediten mit Abschlag anbieten. Im Interesse der Einhaltung der für Banken geltenden Eigenkapitalerhaltungsvorschriften ist eine öffentliche Bekanntmachung der Bestellung des vorläufigen Sachwalters im Sinne des § 9 InsO zu befürworten.

h) Skepsis der Insolvenzgerichte

Für die Insolvenzgerichtsbarkeit exisitiert nach wie vor keine Kompetenzkonzentration. So bestehen in Deutschland zur Jahresmitte 2019 181 Insolvenzgerichte bei den Amtsgerichten[916], wobei die Richterdeputate in den jeweiligen Geschäftsverteilungsplänen meistens noch aufgeteilt werden, sodass Richter am Amtsgericht nur bei einem Bruchteil der ihnen zugewiesenen Fälle als Insolvenzrichter tätig werden.[917] Sanierungserfahrung – insbesondere mittels der durch das ESUG eingeführten Instrumentarien – ist daher die Ausnahme.[918] Greifbar wird dies angesichts der uneinheitlichen Anwendung der Nachteilsprognose des § 270 Abs. Nr. 2 InsO.[919]

---

[915] *Leithaus*, in: Andres/Leithaus, InsO-Kommentar, § 270a InsO, Rn. 8; a.A. *Lau*, in: DB 2014, S. 1417 (1419).

[916] Eigene Berechnung aufgrund der Daten bei *Herbold & Partner Insolvenzverwalter KG*, Liste der Insolvenzgerichte in Deutschland, URL: http://www.insolvenzgerichte.de/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[917] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (133).

[918] *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (133).

[919] *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (315).

Beim Auftritt von *Loan-to-own*-Investoren können gegebenenfalls Vorbehalte gegen (anglo-amerikanische) Finanzinvestoren hinzukommen. Die Erfolgsaussichten einer *Loan-to-own*-Strategie im Insolvenzverfahren sind nach hier vertretener Ansicht am größten, wenn das Insolvenzgericht und ein von diesem benannter Insolvenzverwalter so weit wie möglich aus dem Verfahren herausgehalten werden kann – das Insolvenzeröffnungsverfahren also nach Maßgabe der § 270a InsO oder § 270b InsO und das Insolvenzplanverfahren in Eigenverwaltung durchgeführt wird.[920]

i) Kapitalmarktrechtliche Transparenzpflichten

Nachteilig ist ebenfalls, dass bei börsennotierten Zielgesellschaften auch in insolvenzlichen Sanierungsverfahren *de lege lata* bei Kontrollerlangung ein Pflichtangebot abzugeben ist, §§ 29 Abs. 2, 35 Abs. 1, 2 WpÜG. Dem wird in der Litatur mit guten Gründen entgegengetreten[921], wobei nur eine gesetzgeberische Klarstellung des Anwendungsbereichs des § 35 WpÜG Rechtssicherheit geben würde.[922]

VI. Renaissance des Schutzschirms im Zuge der Coronakrise?

Der Gesetzgeber der InsO und des ESUG hat richtig erkannt, dass zu den gesetzlich regelbaren Voraussetzungen einer erfolgreichen Unternehmenssanierung die möglichst frühzeitige Insolvenzantragsstellung sowie Sicherungsmaßnahmen gegen sanierungsfeindliche Aktivitäten gehören. Dennoch wurde zum Teil konstatiert, das ESUG habe sein Ziel, ein sanierungsfreundliches Umfeld zu schaffen, weitgehend verfehlt.[923] Diese Wahrnehmung hat sich im Zuge der Coronakrise indes geändert: Wurde etwa das Schutzschirmverfahren nach § 270b InsO noch in der ESUG-Evaluation als *„nicht taugliche Verfahrensgrundlage“*[924] bezeichnet, so zeichnen die zuletzt wie Pilze aus dem Boden schießenden Schutzschirmverfahren im ersten Halbjahr 2020 – genannt seien nur Vossloh-Schwabe, Esprit, Galeria Karstadt-Kaufhof, Sinn, Hallhuber, Nanogate, Tom Tailor und Bonita – ein anderes Bild.

---

[920] Im Ergebnis ähnlich, wenngleich nicht ganz so prononciert *Madaus*, in: KTS 2015, S. 115 (134).

[921] Hierzu umfassend *Schulz*, Der Debt Equity Swap in der Insolvenz, S. 315 ff., 367 ff.

[922] Einen entsprechenden Fornulierungsvorschlag unterbreitet *Schulz*, Der Debt Equity Swap in der Insolvenz, S. 367.

[923] *Eidenmüller*, in: KTS 2014, S. 401 (403, 422).

[924] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 31.

C. Zwischenergebnis

Aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors ist festzuhalten, dass weder der außergerichtliche noch der insolvenzliche *Debt-Equity-Swap* optimale Ausgangsbedingungen setzen. Vorzugswürdig für die *Loan-to-own*-Strategie ist ein außergerichtliches, außerinsolvenzliches Verfahren.[925] Dessen Achillesferse im deutschen Recht *de lege lata* ist jedoch, dass eine Mehrheitsentscheidung gegen einzelne Gläubiger gar nicht und gegen den Schuldner nur unter Berufung auf gesellschaftsrechtliche Treuepflichten möglich ist.[926]

Der Vorhalt, dass *Loan-to-own*-Investoren zumindest teilweise Insolvenzverfahren bewusst provozieren, um dort die Übernahme zu vollziehen[927], geht daher an der Praxis vorbei.

[925] *Palenker*, Loan-to-own, S. 232, 274.

[926] *Morgen*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Einleitung, Rn. 43.

[927] *Palenker*, Loan-to-own, S. 273.

Teil 3: Loan to own de lege ferenda – Reformvorhaben und Normsetzungsvorschläge

Im der vorangegangenen *de lege lata*-Betrachung von *Loan-to-own* wurden in Bezug auf alle drei Stadien einer typischen *Loan-to-own*-Transaktion – Identifikation, Erwerb und Umwandlung – Problemfelder ausgemacht, welche die Durchführung einer *Loan-to-own*-Transaktion erschweren. In Bezug auf jedes Transaktionsstadium sind Reformprozesse im Gange, die – allesamt europäisch geprägt – sich in naher Zukunft auf die rechtlichen Grundlagen von *Loan-to-own* auswirken werden. Das wichtigste und umfangreichste Reformanliegen ist insoweit die Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie in deutsches Recht.

Im folgenden Teil werden unter Beibehaltung der Aufgliederung in drei Transaktionsstadien die normativen Parameter untersucht, innerhalb derer sich die Umsetzung der europäischen Normgebungsvorhaben ins deutsche Recht bewegen wird. An geeigneten Stellen werden Umsetzungs- und Reformvorschläge unterbreitet, welche die Nachteile für *Loan-to-own*-Strategien nach geltendem Recht auszugleichen versuchen.

§ 7 Das erste Transaktionsstadium: Eine Definition des notleidenden Kredites

Im zweiten Teil wurden bankrechtliche und zivilrechtliche Ansätze für eine Definition von notleidenden Krediten gegenübergestellt und mit der Feststellung abgeschlossen, dass zwischen den Definitionsansätzen keine unüberbrückbaren Differenzen bestehen. Diese Feststellung soll im Folgenden Abschnitt zum Vorschlag für eine Legaldefinition des notleidenden Kredites verdichtet werden. Diese soll zum einen die bankrechtlichen Vorgaben (*90 days past-due* sowie *Unlikeliness-to-pay*) hinreichend berücksichtigen und zivilrechtlich die Kündbarkeit des Kreditvertrages für die Bank – und damit indirekt auch für den *Loan-to-own*-Investor – rechtssicher festlegen.[928]

A. „Kurze“ Definition

Die Kriterien, welche die bankrechtlichen Ansätze gemeinsam haben – *90 days past-due* sowie *Unlikeliness-to-pay* – sind ihrer praktischen Relevanz im Geschäftsbetrieb der Banken als Grundlage einer Definition heranzuziehen. Diese beiden quantativ-faktischen und gerade nicht normativen Kriterien haben den Vorteil, dass die

[928] Ansatzweise auch *Cranshaw*, in: ZIP 2020, S. 1269 ff.

Einordnung als notleidender Kredit innerhalb der EU unabhängig von den jeweiligen nationalen Rechtsordnungen erfolgen kann. Vor dem Hintergrund, dass der geplante vorinsolvenzliche Restrukturierungsrahmen ebenfalls in Form einer EU-Richtlinie umgesetzt werden soll, erscheint es vorzugswürdig, auf eine europaweit einheitliche und kohärente Definition des NPL hinzuarbeiten, die nationalrechtliche Besonderheiten weitestmöglich unberücksichtigt lässt.[929]

Diese Arbeit unterbreitet daher folgenden Definitionsvorschlag:

Notleidender Kredit

Ein Kredit ist als notleidend einzustufen (Notleidender Kredit), wenn

1. *der Kreditnehmer sich mit Zins- oder Tilgungsleistungen mit mehr als 90 Tagen in Verzug befindet, sofern der Rückstand 100 € oder 1 % der Gesamtkreditvaluta des Kreditnehmers übersteigt, oder*
2. *aufgrund der Unwahrscheinlichkeit der Erfüllung der Verbindlichkeiten des Kreditnehmers ein außerordentlicher Kündigungsgrund des Kreditinstituts im Sinne des § 490 BGB gegeben ist.*

Diese Definition erhebt den Anspruch, ohne Verweisungen auf die diversen, zuvor untersuchten Regelwerke auszukommen, gleichzeitig aber deren Voraussetzungen zu erfüllen.

Ziffer 1 der Definition enthält das *90 days past-due*-Kriterium unter Berücksichtigung der Bestimmungen zur Wesentlichkeitsschwelle aus dem Technischen Regulierungsstandard EBA/RTS/2016/06 sowie § 16 SolvV. Der Verzug mit mehr als zwei Raten, welchen *Prüver* in seinem Definitionsvorschlag als Tatbestandsalternative zum 90-Tage-Verzug formuliert[930], entspricht nicht dem „harten" 90-Tage-Kriterium, welches die bankrechtlichen Ansätze einheitlich aufstellen. Ein Verzug von mehr als zwei Raten (sofern zwei Raten nach weniger als 90 Tagen fällig sind) löst jedoch ein außerordentliches Kündigungsrecht nach § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB aus, sodass diese Tatbestandsvariante in dieser Definition ebenfalls unter Ziffer 2 enthalten ist.

Ziffer 2 der Definition kombiniert das *Unlikely-to-pay*-Kriterium mit dem außerordentlichen Kündigungsrecht nach § 490 Abs. 1 BGB und § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB, was der großen Schnittmenge zwischen den Fallgruppen Rechnung trägt.

Im Hinblick auf die Gepflogenheiten im Kredithandel und auf das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren ist der bei den zivilrechtlichen Ansätzen herrschenden Meinung

[929] Ähnlich *Bales*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 12; vgl. auch *Cranshaw*, in: ZIP 2020, S. 1269 ff.

[930] *Prüver*, Der Verkauf notleidender Kredite, S. 11.

dahingehend zu folgen, dass bereits die Kündbarkeit eines Kreditengagements für die Einordnung als notleidend ausreicht. Denn eine Fälligstellung des Darlehens würde in vielen Fällen zu einer Insolvenzantragspflicht gemäß § 15a InsO wegen Zahlungsunfähigkeit des Darlehensnehmers nach § 17 InsO führen, was den Gestaltungs- und Verhandlungsspielraum eines *Loan-to-own*-Investors – welcher in der Regel einen außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* anstrebt – zu stark einschränken würde.[931]

B. „Lange" Definition unter Einbeziehung des Begriffes des Mengengeschäfts

Die Definition kann noch um eine Differenzierung hinsichtlich der Wesentlichkeitsschwelle beim Mengenschäft im Sinne des Art. 123 CRR II bereichert werden. Der Begriff des Mengengeschäfts umfasst eine große Zahl homogener und ähnlicher Risikopositionen von geringerer Höhe, gemeint sind in erster Linie Verbraucherkredite, allerdings auch Kredite an kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) im Sinne der EU-Empfehlung 2003/361[932].[933] Letztere sind für den Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit von Bedeutung, da einer der Vorteile von schuldenbasierten feindlichen Übernahmen ja gerade darin liegt, dass auch rein kreditfinanzierte Unternehmen ohne Kapitalmarkexposition zu Übernahmezielen werden können. Kreditengagements des Mengengeschäfts werden allerdings in der Regel nicht einzeln veräußert.[934]

Eine derartige Erweiterung der Definition von notleidenden Krediten erfordert allerdings die Integration des Begriffes „Mengengeschäft" im Sinne des Art. 123 CRR II, sofern er sich auf Unternehmenskredite bezieht. Dies wiederum erfordert die Integration des Begriffs „kleine und mittelständische Unternehmen (KMU)" im Sinne der EU-Empfehlung 2003/361, will man nicht – wie bislang – auf Verweisungen und gegenseitige Inbezugnahmen angewiesen sein.

Anders als im Technischen Regulierungsstandard EBA/RTS/2016/06 wird das Mengengeschäft als Ausnahme und nicht als Regelfall betrachtet.

Zum Begriff des Mengengeschäfts gehört das Merkmal der Homogenität, womit gemeint ist, dass es sich bei Risikopositionen aus dem Mengengeschäft um eine von vielen mit ähnlichen Merkmalen handeln muss. Die geringere Risikogewichtung ergibt sich daraus,

---

[931] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 300.

[932] Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen.

[933] *Affeld*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 123 CRR, Rn. 3.

[934] Vgl. *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 353.

dass durch Korrelationseffekte das Risiko dieser Geschäfte erheblich reduziert ist.[935] Die Homogenität ergibt sich in der Regel aus nicht individuell ausverhandelten, sondern durch AGB vorgegebenen Kreditvertragsbedingungen. Für die Zwecke der Einstufung als notleidend ist jedoch stets der individuelle Kredit heranzuziehen. Auch wird ein externer Betrachter regelmäßig keine Kenntnis über die Ausgestaltung von Kreditverträten eines Kreditinstituts haben. Als ein lediglich im Rahmen der internen Risikogewichtung relevantes Merkmal muss das Merkmal der Homogenität in der Definition keine Berücksichtigung finden.

Die erweiterte Definition lautet daher:

Notleidender Kredit

(1) Ein Kredit ist als notleidend einzustufen (Notleidender Kredit), wenn

1. *der Kreditnehmer sich mit Zins- oder Tilgungsleistungen mit mehr als 90 Tagen in Verzug befindet, sofern der Rückstand 500 € oder 2,5 % der Kreditvaluta übersteigt, oder*
2. *aufgrund der Unwahrscheinlichkeit der Erfüllung der Verbindlichkeiten des Kreditnehmers ein außerordentlicher Kündigungsgrund des Kreditinstituts im Sinne des § 490 BGB gegeben ist.*

(2) Sofern der Kreditnehmer ein Unternehmen mit höchstens 249 Beschäftigten ist, einen Jahresumsatz von höchstens 50.000.000 € erwirtschaftet und der geschuldete Betrag des Kreditnehmers oder der insgesamt geschuldete Betrag aller dem Kreditnehmer verbundenen Unternehmen 1.000.000 € nicht übersteigt, ist Absatz 1 Nr. 1 mit der Maßgabe anzuwenden, dass der Rückstand 100 € nicht überschreiten darf.

C. Bedeutung des nationalen Rechts für die Definition

Zur Konkretisierung der in dieser Definition enthaltenen Begriffe ist allerdings wiederum das nationale Recht heranzuziehen. Ein originär europäisches Verständnis von Verzug, welches von der nationalen Definition abweicht, überschreitet die Regelungskompetenzen der europäischen Union und würde zu schwer auflösbaren rechtssystematischen Verwerfungen führen.

[935] *Affeld*, in: Boos/Fischer u.a., KWG/CRR-Kommentar, Art. 123 CRR, Rn. 3.

§ 8 Das zweite Transaktionsstadium: Erleichterungen des Kredithandels durch die NPL-Sekundärmarktrichtlinie?

Wie im zweiten Teil bereits festgestellt, unterliegt der Kredithandel – jedenfalls nach deutschem Recht – *de lege lata* wenigen rechtlichen Restriktionen. Eine ergänzende Erleichterung gerade im Hinblick auf einen grenzüberschreitenden Handel mit notleidenden Krediten innerhalb Europas könnte ein Richtlinienentwurf der Europäischen Union über Kreditdienstleister, Kreditkäufer und die Verwertung von Sicherheiten vom März 2018 darstellen.[936] Die Richtlinie ist ebenfalls ein Baustein des Aktionsplans zum Abbau notleidender Kredite in Europa und zielt auf die Schaffung eines unionsweiten Rechtsraumes für Kreditkäufer und Kreditdienstleister ab – mithin auf eine Harmonisierung des Sekundärmarktes für notleidende Kredite.[937] Daneben soll ein beschleunigtes außergerichtliches Verfahren zur Sicherheitenverwertung eingeführt werden.[938] Ein Problem insbesondere für den Markteinstieg von *Loan-to-own*-Investoren in Europa ist, dass der Markt für notleidende Kredite bislang kein organisierter oder institutionalisierter Markt ist, sondern over the counter zwischen Banken und Brokerhäusern stattfindet.[939]

A. Wesentliche Bestimmungen des Kommissionsentwurfes für Kreditkäufer

Der harmonisierte Sekundärmarkt für notleidende Kredite soll nach den Vorstellungen der Kommission und des Rates bankenunabhängig sein und einheitliche aufsichtliche Anforderungen an Kreditdienstleister und Kreditkäufer stellen.[940] Kreditkäufer sollen nach dem Stand Ende Juli 2020 im Unterschied zu Kreditdienstleistern keine Zulassungspflicht aufgebürdet bekommen.[941] Nach Art. 3 Nr. 7 des Richtlinienentwurfes ist ein Kreditkäufer eine natürliche oder juristische Person, die weder Kreditinstitut noch Tochterunternehmen eines Kreditinstituts ist und in Ausübung ihrer gewerblichen oder beruflichen Tätigkeit einen Kreditvertrag *„kauft"*. Dem Telos des Richtlinienentwurfes nach ist unter „Kaufen" wohl auch die dingliche Abtretung zu verstehen.[942] Dies muss

---

[936] Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über Kreditdienstleister, Kreditkäufer und die Verwertung von Sicherheiten – COM(2018) 135 final – 2018/0063 (COD).

[937] *Confortini*, in: RIW 2019, 785; *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (152).

[938] *Confortini*, in: RIW 2019, 785.

[939] *Englert*, Die Integration der Marktperspektive in der Steuerung von Problemkrediten, S. 392; *EOS Solutions*, in: EOS Explore 2019, S. 30.

[940] *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57 (62); *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (152).

[941] *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (152, 157).

[942] *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (158); *Confortini*, in: RIW 2019, S. 785 (787).

allein schon vor dem Hintergrund gelten, dass die Mehrheit der Europäischen Mitgliedsstaaten kein Abstraktionsprinzip im Zivilrecht verankert hat.[943] Ein einheitlicher Zulassungsrahmen soll die für den Kredithandel in einigen EU-Ländern bestehende Erfordernis einer Banklizenz ersetzen und verbietet den Mitgliedsstaaten in Art. 15 Abs. 2 des Entwurfes sogar ergänzende nationale Regelungen.[944] Eine Sitznahme in der EU soll keine Voraussetzung für einen Kreditkäufer sein, sodass insbesondere in den USA und Großbritannien ansässige *Loan-to-own*-Investoren weiterhin Zugang zum Europäischen NPL-Markt hätten. Mit Stand Juli 2020 befindet sich der Richtlinienentwurf noch immer im Gesetzgebungsverfahren, insbesondere weil sich das Europäische Parlament bislang auf keine Verhandlungsposition zu einigen vermochte.[945]

B. Keine Meldepflicht für die Durchführung eines *Debt-Equity-Swap*

Im Unterschied zu Kreditdienstleistern sollen Kreditkäufer keiner Erlaubnispflicht unterliegen, sondern lediglich bestimmte Aspekte ihres Geschäftsgebarens an die national zuständigen Aufsichtsbehörde melden müssen. Spiegelbildlich sollten kreditgebende Banken verpflichtet werden, gegenüber dem Kreditnehmer bestimmte Aspekte des Kredithandels informativ mitzuteilen.[946] Zu den Meldepflichten der Kreditkäufer zählt insbesondere gemäß Art. 18 des Richtlinienentwurfes die *„Absicht, einen Kreditvertrag unmittelbar durchzusetzen“*. Der Begriff der „Durchsetzung“ (englisch *Enforcement*) wird in dem Richtlinienentwurf nicht definiert. Dem Wortlaut nach erscheint es naheliegend, nur die Betreibung der Zwangsvollstreckung und ggf. die Anmeldung einer Forderung zur Tabelle im Rahmen einer Regelinsolvenz unter den Begriff der Durchsetzung zu fassen: Ziel einer *Loan-to-own*-Investition ist es gerade nicht, nur den Wert der Forderung, sondern einen wirtschaftlichen Mehrwert durch die finanzielle und operative Restrukturierung des Zielunternehmens zu realisieren. Solche konstruktiven und mittel- bis langfristig angelegten Zielsetzungen sollten daher weder von Bankenseite noch von Investorenseite Meldepflichten unterliegen. Dieses Konzept würde zwar eine Offenlegung der Absichten des *Loan-to-own*-Investors gegenüber der Bank erfordern. Diese könnte jedoch mittels einer vertragsstrafenbewährten Vertraulichkeitsvereinbarung abgesichert werden, welche – abgesehen vom regulatorischen Druck, notleidende Kredite abzustoßen – Verschwiegenheit der Bank gegenüber dem Kreditnehmer sicherstellen würde.

---

[943] Vgl. *Harke*, in: GPR 2012, S. 292.

[944] *Glos/Nemeczek*, in: ZBB 2019, S. 142 (158).

[945] *Wojcik*, in: ZBB 2019, S. 272 (277); *Gurlit*, in: WM 2020, S. 57 (63).

[946] *Confortini*, in: RIW 2019, S. 785 (788).

§ 9 Das dritte Transaktionsstadium: Erleichterte *Debt-Equity-Swap*s durch die EU-Restrukturierungsrichtlinie?

A. Hintergrund der Richtlinie

Die *Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU* (Restrukturierungsrichtlinie – RRiL)[947] wurde in Umsetzung des Aktionsplanes der EU-Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion[948] konzipiert.[949] Richtschnur für ihre inhaltliche Ausgestaltung war die unverbindliche Empfehlung der EU-Kommission[950] für einen neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen sowie die Beseitigung von Ineffizienzen und Divergenzen der einzelstaatlichen Insolvenzgesetze.[951] Ziel der Richtlinie ist die Förderung einer Sanierungskultur, wodurch frühzeitige Restrukturierungen für wirtschaftlich bestandsfähige Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten ermöglicht werden sollen.[952] Nicht zuletzt sollen die geplanten Wirksamkeitssteigerungen für Restrukturierung und Insolvenz die Anhäufung notleidender Kredite in den Bilanzen der Banken verringern.[953] Am 23.11.2016 legte die EU-Kommission ihren Entwurf der Richtlinie vor, welchen sie als „europäisches Maßnahmenpaket zu Unternehmensinsolvenz" bezeichnete.[954] Der aufwändige Gesetzgebungsprozess[955] unter Beteiligung des Europäischen Parlaments, des Rates der Europäischen Union und der EU-Kommission (sogenannter Trilog) fand am 28.03.2019 mit der Annahme des finalen Richtlinientextes im Europäischen Parlament seinen Abschluss.[956] Seitdem arbeiten die EU-Mitgliedsstaaten an der Umsetzung des

---

[947] So die Terminologie bei *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541.

[948] COM (2015) 468 final, siehe auch *Graf-Schlicker*, in: ZIP-Beilage 22/2016, S. 21–22.

[949] COM (2016) 723 final, Begründung S. 14.

[950] C (2014) 1500 final.

[951] *Kübler*, in: Kübler, HRI, § 1 Rn .15 ff.; *Ganter*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 204–205; *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (322 f.); *Eidenmüller*, in: KTS 2014, S. 401 (421).

[952] *Meller-Hannich*, in: KTS 2017, S. 309 (323); *Vallender*, in: IWRZ 2017, S. 51.

[953] COM (2016) 723 final, Begründung S. 6, 10, 14 f.; *Kern*, in: NZI-Beilage 2019, S. 18.

[954] *Ganter*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 204.

[955] Verfahren 2016/0359/COD.

[956] 2016/0359/COD Dokument-Nr. 15556/18, *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514; *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541.

Richtlinienentwurfs in nationales Recht, wobei diese Bemühungen unterschiedlich weit vorangeschritten sind: Während beispielsweise das Gesetzgebungsverfahren in den Niederlanden bereits weit vorangeschritten ist, wird in Deutschland für August 2020 der Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz erwartet.

B. Systematik der Richtlinie

Angestrebt wird die Einrichtung eines harmonisierten rechtlichen Mindestrahmens im Bereich Restrukturierung und zweite Chance für Unternehmer als europaweit harmonisiertes Insolvenzverhinderungsverfahren.[957] Der finale Richtlinientext besteht aus 101 Erwägungsgründen und 36 Artikeln, welche in sechs Titel untergliedert sind. Die Erwägungsgründe sind bei der Auslegung der Artikel zwingend zu beachten.[958] Die Restruktrurierungsrichtlinie regelt indes kein „Restrukturierungsverfahren": Anders als die Verfahren nach der Insolvenzordnung sieht die RRiL keinen zwingenden, schematischen Verfahrensablauf vor, sondern stellt einen „Werkzeugkasten"[959] zur Verfügung, innerhalb dessen die einzelnen Instrumente frei gewählt und kombiniert werden können.[960] Diese Instrumente können dann je nach Bedarf eingesetzt werden, um eine außergerichtliche, außerinsolvenzliche Sanierung zu unterstützen.[961]

C. Mögliche Auswirkungen der Richtlinie auf das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren

Loan-to-own-Investoren sind als Gläubiger *Stakeholder* in einer Sanierung nach der RRiL und haben das Interesse, sowohl die Unternehmensleitung als auch andere, an den Sanierungsbemühungen beteiligte Gläubiger und sonstige Stakeholder von der Durchführung eines *Debt-Equity-Swap* zu überzeugen. Sie haben dabei das dringende Interesse, wegen der ungewollten Öffentlichkeit und des Stigmas der Insolvenz einen *Debt-Equity-Swap* außergerichtlich durchführen zu können und andererseits nicht auf das Einstimmigkeitsprinzip des (reinen) Gesellschaftsrechts angewiesen zu sein, sondern sich mit einer Mehrheit der Abstimmungsberechtigten durchsetzen zu können.

---

[957] COM (2016) 723 final, Begründung S. 19, 21; *Paulus*, in: NZI-Beilage 2017, S. 5 (6); *Dammann*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 163; *Madaus*, in: DB 2019, S. 592.

[958] *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514.

[959] *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595; *Hoegen/Kranz*, in: NZI-Beilage 2019, S. 53 (54).

[960] *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 612.

[961] *Hoegen/Kranz*, in: NZI-Beilage 2019, S. 53 (54).

Im Falle dissentierender Gesellschafter oder Gläubiger müssen daher hinreichend geschärfte Werkzeuge vorliegen, die den Interessen des *Loan-to-own*-Investors – sofern dieser die Mehrheit der Abstimmungsberechtigten hinter sich weiß – zur Durchsetzung verhelfen.

Dort, wo in die Rechte anderer Gläubiger oder jene der (Alt-)Gesellschafter eingegriffen werden muss, kann eine Sanierung auch nach dem Restrukturierungsrahmen freilich nicht vollständig ohne gerichtliche Kontrolle und Bestätigung durchgeführt werden.[962] Solche Bestätigungs- und Kontrollerfordernisse sind aber – ganz im Geiste der Restrukturierungsrichtlinie, „frühzeitig, still und schnell" zu restrukturieren[963] – minimalinvasiv auszugestalten[964] und *idealiter* als nachgelagerte Missbrauchskontrolle zu implementieren.

Eine umfängliche Darstellung bzw. Kommentierung der RRiL als solcher soll zwecks Eingrenzung des Betrachtungsgegenstandes hier nicht geleistet werden.[965] Im folgenden Abschnitt werden daher einzelne Regelungsgegenstände der RRiL betrachtet, welche geeignet sind, sich auf das in den vorhergehenden Abschnitten beschriebene Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren auszuwirken. Berücksichtigt wird, dass die RRiL an vielen Stellen Umsetzungsspielräume für die nationalen Gesetzgeber der EU-Staaten lässt. An solchen Stellen konzentriert sich die Untersuchung auf die für *Loan-to-own*-Investoren bestmögliche Umsetzung der Vorgaben und gibt im anschließenden Abschnitt, wo möglich und sinnvoll, entsprechende Empfehlungen ab.

I. Einfacher Zugang zum präventiven Restrukturierungsrahmen

Zunächst ist zu klären, unter welchen Voraussetzungen überhaupt Zugang zu den Mechanismen des präventiven Restrukturierungsrahmens gewährt wird. Auskunft hierzu gibt Art. 4 Abs. (1) RRiL, wo es heißt: *„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Schuldner bei einer wahrscheinlichen Insolvenz Zugang zu einem präventiven Restrukturierungsrahmen haben, der es ihnen ermöglicht, sich zu restrukturieren, um eine Insolvenz abzuwenden und ihre Bestandsfähigkeit sicherzustellen, unbeschadet anderer*

---

[962] Vgl. zur verfassungsrechtlichen Perspektive ausführlich *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 126 ff., 343 ff.

[963] *Flöther/Wilke*, in: NZI-Beilage 2019, S. 80.

[964] *Brömmekamp*, in: KSI 2019, S. 149 (154); *Flöther/Wilke*, in: NZI-Beilage 2019, S. 80 (82); *Flöther*, in: ZInsO 2019, S. 1582 (1583); *Hoegen/Kranz*, in: NZI-Beilage 2019, S. 53 (54).

[965] Insoweit sei auf die Kommentierungen bei *Flöther*, Lucas und ; *Morgen* (2019) sowie auf die monografischen Abhandlungen von ; *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts und ; *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung verwiesen.

Lösungen zur Abwendung einer Insolvenz, wodurch Arbeitsplätze geschützt werden und die Geschäftstätigkeit weitergeführt wird." Ferner heißt es in Art. 1 Abs. 1 lit. (a) RRiL: *„Diese Richtlinie enthält Vorschriften über präventive Restrukturierungsrahmen, die Schuldnern in finanziellen Schwierigkeiten bei einer wahrscheinlichen Insolvenz zur Verfügung stehen, um die Insolvenz abzuwenden und die Bestandsfähigkeit des Schuldners sicherzustellen…*"

Unter dem präventiven Restrukturierungsrahmen ist die Gesamtheit der im Einklang mit der RRiL zur Verfügung gestellten gerichtlichen und außergerichtlichen Verfahren, Maßnahmen und Bestimmungen zu verstehen.[966]

Einstiegskriterium für den präventiven Restrukturierungsrahmen ist die *wahrscheinliche Insolvenz* eines Schuldners, was die Frage aufwirft, was darunter zu verstehen ist.

Für die *Insolvenz* oder die *Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz* bietet die RRiL keine eigenständen Definitionen oder Auslegungskriterien.[967] Sie überlässt diese Definitionen gemäß Art. 2 Abs. (2) RRiL den nationalen Gesetzgebern der EU-Mitgliedsstaaten.[968] Dies bedeutet, dass keine Harmonisierung der Insolvenzeröffnungsgründe erfolgt und somit Unterschiede in der Abgrenzung von vorinsolvenzlichen Restrukturierungsverfahren und Insolvenzverfahren im mitgliedsstaatlichen Recht bestehen bleiben werden.[969]

Nach deutschem Recht ist unter *Insolvenz* im Sinne von Art. 2 Abs. (2) lit. a) RRiL die Insolvenzreife, also die Zahlungsunfähigkeit im Sinne von § 17 InsO sowie die Überschuldung im Sinne von § 19 InsO zu verstehen.[970] Der Begriff der *wahrscheinlichen Insolvenz* im Sinne des Art. 2 Abs. (2) lit. b) RRiL hat im deutschen Recht bislang keine Entsprechung, die Konkretisierung der Eintrittsvoraussetzungen für den präventiven Restrukturierungsrahmen steht daher im Ermessen der Mitgliedstaaten.[971] Dieses Ermessen ist im Lichte des Zwecks der RRiL allerdings so auszuüben, dass ein niedrigschwelliger Zugang zu einem Verfahren geschaffen wird, in denen Schuldner sich in erster Linie finanziell restrukturieren können.[972]

---

[966] *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 1.

[967] *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 11.

[968] *Goetker*, in: Flöther, SanR, Kapitel E. III., Rn. 34; *Cranshaw*, in: ZIP 2020, S. 1269 (1278).

[969] *Gruber*, in: EuZW 2019, S. 181 (184).

[970] *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514 (515); *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595 (598); *Lau/Schwartz*, in: NZG 2020, S. 450 (451); *Grell/Klockenbrink*, in: DB 2019, S. 1489 (1490); *Cranshaw/Portisch*, in: ZInsO 2020, S. 226 (231).

[971] *Klupsch/Schulz*, in: EuZW 2017, S. 85 (87); *Seppelt*, in: BB 2020, S. 1392 (1393); *Walter/Brandhoff*, in: BKR 2020, S. 125 (127).

[972] *Grell/Klockenbrink*, in: DB 2019, S. 1489 (1490); *Kern*, in: NZI-Beilage 2019, S. 18.

Zu berücksichtigen sind ferner die Erwägungsgründe 2, 22, 24 und 28 der RRiL, wonach die Eintrittschwelle für den präventiven Restrukturierungsrahmen an Umstände anknüpfen, die auf eine wahrscheinliche Insolvenz hinweisen, zugleich aber zeitlich deutlich vor einer Insolvenzreife liegen soll.[973] Materielle Grenze der Anwendbarkeit des Restrukturierungsrahmens ist das Vorliegen von Insolvenzantragspflichten nach nationalem Recht, in Deutschland also nach § 15 a InsO.[974]

Insoweit ist ein Abstandsgebot der präventiven Restrukturierung zur Insolvenz zu beachten.[975] Wo jedoch genau diese Eintrittsschwelle liegen soll bzw. ob überhaupt eine solche vorgesehen werden soll, ist in der deutschen Rezeption der Restrukturierungsrichtlinie bislang umstritten:

1. Eintrittsschwelle der drohenden Zahlungsunfähigkeit im Sinne von § 18 InsO

Die Herausbildung eines Begriffsverständnisses für die *wahrscheinliche Insolvenz* wurde zunächst dadurch erschwert, dass in der *„völlig misslungenen"*[976] deutschen Fassung des Kommissionsentwurfs die englische *"likelihood of insolvency"* mit *„drohender Insolvenz"* übersetzt wurde.[977] Diese sprachliche und inhaltliche Fehlübersetzung – in der finalen Version dann zutreffend korrigiert zu *„wahrscheinliche Insolvenz"*[978] – suggerierte für einige Autoren einen zeitlichen und sachlichen Zusammenhang mit der drohenden

---

[973] *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B. Art. 4, Rn. 17; *Schönfelder*, in: WM 2018, S. 1630 (1637); *Thole*, in: ZIP 2017, S. 101 (103); *Cranshaw*, in: DZWIR 2018, S. 1 (2); *Walker/Mielke/Bombe*, in: ZIP 2018, S. 815 (816); *Philipp/Andersch/Henn*, in: INDat-Report 2019, S. 30.

[974] *Brömmekamp*, in: KSI 2019, S. 149 (152).

[975] *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 32; *Hölzle*, in: ZIP 2020, S. 585 (586); *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595 (598); *Westpfahl*, in: ZRI 2020, S. 157 (164 ff.); *Pannen*, in: Pape/Gehrlein u.a., FS Pape, S. 309 (320); *Goetker*, in: Flöther, SanR, Kapitel E. III., Rn. 73; *Pannen/Weitzmann*, in: Schmidt, HambKo-InsO, Anhang zu § 1 InsO, Rn. 16; *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 1041.

[976] *Paulus*, in: NZI-Beilage 2017, S. 5 (6).

[977] *Goetker*, in: Flöther, SanR, Kapitel E. III., Rn. 54.

[978] *Klupsch/Schulz*, in: EuZW 2017, S. 85 (87); *Schluck-Amend*, in: KSI 2017, S. 21 (23); *Schnabl/Siemon*, in: NZI 2018, S. 913 (918); *Schmidt*, in: WM 2017, S. 1735 (1736); *Jacobi*, in: ZInsO 2017, S. 1 (5); *Paulus*, in: NZI-Beilage 2017, S. 5 (6); *Ganter*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 205; *Dammann*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 168–169; *Neuberger*, in: ZInsO 2018, S. 2053 (2063); *Bork*, in: ZIP 2017, S. 1441 (1445); *Berger*, in: ZInsO 2016, S. 2413 (2414); *Frind*, in: NZI 2018, S. 431; , a.A. *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 10.

Zahlungsunfähigkeit im Sinne des § 18 InsO, weshalb vertreten wurde, das Vorliegen einer *wahrscheinlichen Insolvenz* anhand der für § 18 InsO entwickelten zeitraumbezogenen Liquiditätsprognose zu prüfen.[979]

In Bezug auf das in der Richtlinie enthaltene Abstandsgebot zur Insolvenz erscheint eine drohende Zahlungsunfähigkeit im Sinne des § 18 InsO indes als Eingangshürde für den Restrukturierungsrahmen als zu insolvenznah.[980] Vorausschauende Restrukturierungen – etwa infolge eines prognostizierten Markteinbruches – würden unmöglich gemacht.[981]

Ferner übergeht eine Gleichsetzung der *wahrscheinlichen Insolvenz* mit der *drohenden Zahlungsunfähigkeit* ein sematisches und zugleich systematisches Problem: Das deutsche Recht kennt – anders als manch andere europäischen Rechtsordnung – zwei Insolvenzgründe: Neben der Zahlungsunfähigkeit nach § 17 InsO existiert die Überschuldung nach § 19 InsO.[982]

Der Begriff der Insolvenz meint im deutschen Recht sowohl die Zahlungsunfähigkeit als auch die Überschuldung. Die Wortschöpfung der *wahrscheinlichen Insolvenz* in Art. 4 Abs. 1 RRiL führt aufgrund der zwei Insolvenzgründe im deutschen Recht zu zwei neuen Wortschöpfungen: Die *‚wahrscheinliche Zahlungsunfähigkeit‘* und die *‚wahrscheinliche Überschuldung‘*.

Während eine Gleichsetzung einer *‚wahrscheinliche Zahlungsunfähigkeit‘* mit der drohenden Insolvenz nach § 18 InsO zumindest logisch möglich erscheint, stellt der Begriff der *‚wahrscheinlichen Überschuldung‘* eine Tautologie dar: Der Überschuldungstatbestand des § 19 InsO enthält bereits eine Fortführungsprognose[983],

---

[979] *Kayser*, in: ZIP-Beilage 22/2016, S. 40 (43); *Brömmekamp*, in: ZInsO 2016, S. 500 (502); *Zipperer*, in: ZInsO 2016, S. 831 (834); *Beissenhirtz*, in: ZInsO 2011, S. 57 (67); *Blankenburg*, in: ZInsO 2017, S. 241 (242); *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, 263 ff.; *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541 (550).

[980] *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514 (516); *Stohrer*, in: ZInsO 2018, S. 660 (661); *Walker/Mielke/Bombe*, in: ZIP 2018, S. 815 (816); *Thole*, in: ZIP 2017, S. 101 (102); *Rauscher/Leichtle/Mucha/Schäffler/Wagner*, in: ZInsO 2016, S. 2420 (2421); *Müller*, in: ZGR 2018, S. 58 (61 f.); *Hölzle*, in: ZIP 2017, S. 1307 (1310); *Frind/Pollmächer*, in: ZInsO 2016, S. 1290 (1292 ff.); *Braegelmann/Bernsau*, in: ZInsO 2019, S. 374; *Gleißner/Haarmeyer*, in: ZInsO 2019, S. 2293; *Cranshaw/Portisch*, in: ZInsO 2020, S. 226 (232); *Sack/Solmecke*, in: KSI 2020, S. 17 (22).

[981] *Jacobi*, in: ZInsO 2017, S. 1 (5).

[982] Vgl. zum Überschuldungstatbestand im Kontext der RRiL *Brinkmann*, in: NZI 2019, S. 921 ff.; *Thole*, in: ZInsO 2019, S. 1622 ff.; *Neuberger*, in: ZIP 2019, S. 1549 ff.; *Piekenbrock*, in: NZI-Beilage 2019, S. 47 f.

[983] *Schröder*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 19 InsO, 16.

und die ‚*Wahrscheinlichkeit*' enthält dem Wortsinne nach ebenfalls ein prognostisches Element.[984]

Mit dem vorhandenen Instrumentarium der InsO lassen sich die Vorgaben in Art. 4 Abs.1 InsO daher nicht hinlänglich umsetzen: Zur Bestimmung eines Prognosemaßstabes für eine ‚*wahrscheinliche Überschuldung*' müsste der deutsche Gesetzgeber ebenso Neuland betreten, wie er es für eine eigenständige Definition der *wahrscheinlichen Insolvenz* für Zwecke der außerinsolvenzlichen Sanierung tun müsste.[985]

Darüber hinaus ist die drohende Zahlungsunfähigkeit bereits Voraussetzung für die Einleitung eines Schutzschirmverfahrens gemäß § 270b Abs. 1 Satz 1 InsO. Soll dem präventiven Restrukturierungsrahmen nicht von vorne herein als *Aliud* zum Schutzschirmverfahren eine Position im Abseits zugewiesen werden[986], so ist eine Eintrittschwelle – wenn überhaupt – deutlich früher anzusetzen.

2. Unternehmenskrise als Eintrittsschwelle

In Anlehnung an die Rechtslage in Frankreich befürworten einige Autoren analog zur *procédure de conciliation* bzw. *procédure de sauvegarde* ein Abstellen auf sich abzeichnende rechtliche, wirtschaftliche oder finanzielle Schwierigkeiten als Eintrittsschwelle für den Restrukturierungsrahmen.[987]

Krisenunternehmen sind solche Unternehmen, die sich in einer wirtschaftlichen, finanziellen oder organisatorischen Notlage befinden. Der Zeitpunkt der Eintrittsschwelle müsste im Lichte des Erwägungsgrundes 24 zwischen dem gesunden Unternehmen und dem Eintritt der Insolvenzreife liegen.[988]

Die Schwierigkeit einer Anknüpfung an die Unternehmenskrise besteht darin, dass der Begriff konturlos ist; selbst in der Betriebswirtschaftslehre herrscht kein einheitliches

---

[984] *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 13.

[985] *Schönfelder*, in: WM 2018, S. 1630 (1637); *Zipperer*, in: ZInsO 2016, S. 831 (834); *Thole*, in: ZInsO 2019, S. 1622 (1625).

[986] So aber wohl *Brinkmann*, in: Boele-Woelki/Faust u.a., FS K. Schmidt zum 80. Geburtstag, S. 153 (164 f.).

[987] *Beissenhirtz*, in: ZInsO 2011, S. 57 (67); *Gruber*, in: EuZW 2019, S. 181 (183); *Zipperer*, in: ZInsO 2016, S. 831 (834); *Bork*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 1633; *Cranshaw*, in: DZWIR 2018, S. 1 (6).

[988] *Bork*, in: ZIP 2010, S. 397 (402).

Verständnis.[989] Dies spiegelt sich in der Vielzahl der vertretenen Begriffsauffassungen wider: Einige Autoren möchten die Eintrittsschwelle an den Krisenphasen des IDW-S6[990] anknüpfen, wobei die Strategiekrise präferiert wird.[991] Andere bemühen – anknüpfend an das österreichische URG – den Begriff des Reorganisationsbedarfs.[992] Wieder andere verlangen, dass das Unternehmen noch positiven Cash-Flow aus operativer Tätigkeit generieren muss.[993] Die Unschärfe des Begriffs der Unternehmenskrise und der mit dem Nachweis des Vorliegens verbundene Aufwand sprechen gegen die Verwendung einer wirtschaftlich verstandenen Unternehmenskrise als Eingangshürde. Die Darlegung bzw. Ermittlung der Anhaltspunkte für eine Unternehmenskrise sind inbesondere für kleine und mittlere Unternehmen zu aufwendig, ferner ließen sich die prognostischen Elemente bei Antragsstellung ohnehin nicht mit der erforderlichen Rechtssicherheit feststellen – vom Zeitverlust und den dadurch entstehenden Kosten einmal abgesehen.[994]

3. Normative Anknüpfungspunkte

Teilweise wird auch an eine „rechtliche Unternehmenskrise" angeknüpft, deren Kriterien aus der Rechtsprechung des BGH zu den außer Kraft getretenen Regelungen zu eigenkapitalersetzenden Darlehen in §§ 32a Abs. 1 Satz 1 GmbHG a.F. entnommen werden.[995] Wiederum andere wollen an die bilanzrechtliche Bestandsgefährdung nach

[989] Vgl. die Übersicht bei *Blum*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 164–165; sowie bei *Exler/Situm*, in: KSI 2014, S. 53 (54 ff.); *Richter*, in: Langenbucher/Bliesener u.a., BankR-Komm, Kap. 31 Rn. 6 ff.

[990] Der IDW-S6 unterscheidet fünf nacheinanderfolgende Krisenphasen, im Verlauf derer die Sanierungswahrscheinlichkeit eines Unternehmens zunehmend sinkt. Diese sind die Stakeholderkrise, die Strategiekrise, die Produkt- und Absatzkrise, die Erfolgskrise und schließlich die Liquiditätskrise, welche bei fehlender Gegensteuerung in der Insolvenzreife mündet, vgl. auch *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 27 m.w.N.; *Werner*, in: KSI 2018, S. 245 (246); *Hermanns*, in: ZInsO 2018, S. 2273 (2274 ff.); *Harmann*, in: ZInsO 2019, S. 1701 f.

[991] *Jacobi*, in: ZInsO 2017, S. 1 (6); kritisch *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 27.

[992] *Zipperer*, in: ZInsO 2016, S. 831 (834).

[993] *Siemon*, in: NZI 2016, S. 57 (62).

[994] *Eidenmüller*, in: KTS 2014, S. 401 (414); *Sack/Solmecke*, in: KSI 2020, S. 17 (22 ff.).

[995] *Rauscher/Leichtle/Mucha/Schäffler/Wagner*, in: ZInsO 2016, S. 2420 (2021); *Geldmacher*, in: ZInsO 2011, S. 353 (360); *Naumann*, in: NZI-Beilage 2017, S. 35; *Walker/Mielke/Bombe*, in: ZIP 2018,

§§ 321 ff. HGB[996] oder eine bestandsgefährdende Entwicklung nach § 91 AktG[997] anknüpfen. Diese Definitionsansätze haben jedoch den Nachteil der Rechtsformspezifität.

Art. 4 Abs. 3 RRiL i.V.m. Erwägungsgrund 26 bietet – anders als noch der Kommissionsentwurf – den Mitgliedsstaaten die Option, eine Bestandsfähigkeitsprüfung (*viability test*) einzuführen. Der Begriff der Bestandsfähigkeit (*viability*) wird aber ebenfalls nicht definiert, sodass aus ihm auch keine einheitliche und rechtssicher anwendbare Eintrittsschwelle ableitbar ist.[998]

4. Anknüpfung an das „Notleiden" von Krediten des Unternehmens

Der im Rahmen dieser Arbeit beschriebenen Struktur von *Loan-to-own*-Transaktionen folgend, wäre es aus Sicht von *Loan-to-own*-Investoren sinnvoll, die Zugänglichkeit zum präventiven Restrukturierungsrahmen jedenfalls dann anzunehmen, sobald von dem Krisenunternehmen in Anspruch genommene Unternehmenskredite im Sinne der zuvor erarbeiteten Definitionsansätze und Definitionsvorschläge notleidend werden. Das *Unlikely-to-pay*-Kriterium des Bankrechts erfüllt die Voraussetzungen der wahrscheinlichen Insolvenz ebenso wie die Fallgruppen der Kündbarkeit nach § 490 BGB.[999]

Denn spätestens ab diesem Stadium wird für *Loan-to-own*-Investoren der präventive Restrukturierungsrahmen relevant: Nachdem diese nämlich notleidende Kredite – im Regelfall im Wege eines *Single-Name True Sale* – von den kreditgebenden Originärbanken erworben haben und daraufhin einen *Debt-Equity-Swap* – möglichst ohne Obstruktion oder Öffentlichkeit – durchführen möchten.

Mit Blick auf die bereits beschriebene Kasuistik beim bankrechtlichen *Unlikely-to-pay*-Kriterium und bei § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB erscheint die Annahme einer „wahrscheinlichen Insolvenz" im Sinne des Art. 4 RRiL mit Blick auf das Abstandsgebot zum Insolvenzverfahren indes kritisch: Einige *Unlikely-to-pay*-Kriterien bzw. Gründe zur Rechtfertigung einer außerordentlichen Kündigung sind bereits sehr nahe an der Insolvenz; die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens selbst ist ebenfalls UTP-Kriterium

---

S. 815 (816); *Bergner*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 83; *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 28; *Goetker*, in: Flöther, SanR, Kapitel E. III., Rn. 75.

[996] *Müller*, in: ZGR 2018, S. 56 (63); *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 29.

[997] *Gleißner/Haarmeyer*, in: ZInsO 2019, S. 2293.

[998] *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514 (515).

[999] *Cranshaw*, in: ZIP 2020, S. 1269 (1278).

und in der Rechtsprechung anerkannter außerordentlicher Kündigungsgrund.[1000] Wie bereits zuvor erörtert, wenngleich im Rahmen dieser Arbeit nicht vertieft, müssen sich *Loan-to-own*-Investoren dank der marktüblichen *Asset Trading Clauses* in Kreditverträgen[1001] nicht zwingend auf notleidende Kredite beschränken, sondern können auch Kredit in der Vorstufe zum Notleiden, sogenannte *Sub-Performing Loans*[1002] oder unter Umständen sogar (noch) gesunde Kredite erwerben. In solchen Fällen, in denen eine Verschlechterung der Unternehmenslage durch den *Loan-to-own*-Investor antizipiert, aber noch nicht (vollends) eingetreten ist, würde sich der präventive Restrukturierungsrahmen zur Umsetzung des *Debt-Equity-Swap* besonders anbieten. Im besten Interesse eines *Loan-to-own*-Investors wäre es daher, wie nachfolgend ausgeführt, den Eintritt in die präventive Restrukturierung in das Ermessen der beteiligten Parteien ohne staatliche Intervention *ex ante* zu stellen und auf formelle Einstiegshürden vollständig zu verzichten.

5. Vollständiger Verzicht auf eine Eintrittsschwelle

Nimmt man die Zielsetzungen des präventiven Restrukturierungsrahmens ernst – die Schaffung eines eigenständigen Restrukturierungswerkzeugs mit einfachem und frühem Zugang[1003] – so ist in Betracht zu ziehen, den Zugang zum präventiven Restruktierungsrahmen voraussetzungslos zu gewähren und die Prüfung der Voraussetzungen einer wahrscheinlichen Insolvenz auf eine nachgelagerte Missbrauchskontrolle zu begrenzen.[1004] Die Legitimation der präventiven Restrukturierung ergäbe sich insoweit aus der Gläubigerentscheidung, nicht gegen die Nutzung des präventiven Restrukturierungsrahmen vorzugehen[1005] bzw. einen Restrukturierungsplan mit dem notwendigen Quorum (höchtens 75 %,

---

[1000] Vgl. insoweit oben § 4 C. II. 5. b) cc) sowie § 4 D. IV.

[1001] Vgl. oben § 5 E. I.

[1002] Zu SPLs vgl. *Palenker*, Loan-to-own, S. 77 ff., 201.

[1003] *Jung*, in: KSI 2020, S. 23.

[1004] *Eidenmüller*, in: KTS 2014, S. 401 (414); *Sax/Ponseck/Swierczok*, in: BB 2017, S. 323 (325); *Dammann*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 169; *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 257; *Paulus/Zenker*, in: Stanghellini/Mokal u.a., Best practices in European restructuring, S. 4: Restructuring proceedings started by the debtor should be accessible without any threshold, such as crisis or likelihood of insolvency.; *Madaus*, in: DB 2019, S. 592 (594); *Madaus*, in: Ebke/Seagon u.a., Unternehmensrestrukturierung im Umbruch, S. 46; *Brinkmann*, in: Boele-Woelki/Faust u.a., FS K. Schmidt zum 80. Geburtstag, S. 153 (160 f.).

[1005] *Flöther/Wilke*, in: NZI-Beilage 2019, S. 80 (82).

Art. 9 Abs. 6 Satz 4 RRiL) annehmen.[1006] Diese Vorgehensweise wäre aus deutscher Perspektive zwar Neuland, lehnt aber an die Rechtslage beim englischen *Scheme of Arrangement* und beim *US Chapter 11* an.[1007] Auch die niederländische Umsetzung des Restrukturierungsrahmens orientiert sich insoweit an angloamerikanischen Vorbildern (sogenanntes *Dutch Scheme of Arrangement*), sodass nicht zuletzt aus Sicht des Wettbewerbs zwischen den Rechtsordnungen zur Vermeidung von *Forum Shopping* ein Ansatz des unbürokratischen, einfachen Zugangs gewählt werden sollte.[1008] Der Entfall von Eintrittsschwellen wäre auch im Interesse von *Loan-to-own*-Investoren, welche dann jedenfalls im Stadium der Erstellung eines Restrukturierungsplanes keine öffentlichen Stellen einschalten oder informieren müssten.

6. Zwingendes Antragsrecht nur für Schuldner

Art. 4 Abs. 4 des Kommissionsentwurfs der Restrukturierungsrichtlinie sah vor, dass der Restrukturierungsrahmen auf Antrag der Schuldner oder auf Antrag der Gläubiger mit Zustimmung der Schuldner zur Verfügung stehen solle. In der finalen Version der Restrukturierungsrichtlinie ist nun gemäß Art. 4 Abs. 7 RRiL zur zwingenden Umsetzung nur ein Antragsrecht des Schuldners vorgesehen.

Gemäß Art. 4 Abs. 8 Satz 1 RRiL steht es im Ermessen der Mitgliedsstaaten, ein Antragrecht der Gläubiger und/oder der Arbeitnehmer einzuführen.[1009] Grundsätzlich erfordert ein Gläubigerantrag oder Arbeitnehmerantrag gemäß Art. 4 Abs. 8 Satz 1 RRiL die Zustimmung des Schuldners. Gemäß Art. 4 Abs. 8 Satz 2 RRiL kann dieses Erfordernis der Zustimmung des Schuldners allerdings auf solche Unternehmen beschränkt werden, die kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) im Sinne der EU-Empfehlung 2003/361 sind.

Aus Gläubigersicht ist es zwar als nachteilig zu bewerten, dass ein Äquivalent zum Gläubigerantrag nach § 14 InsO zumindest nicht zwingend vorgesehen ist. Allerdings

---

[1006] *Exler/Rachner*, in: KSI 2020, S. 31 (32); *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 515.

[1007] *Pannen*, in: Pape/Gehrlein u.a., FS Pape, S. 309 (312 f.).

[1008] *Madaus*, Die Niederlande beginnen mit der Umsetzung – das „Dutch Scheme" ist im Gesetzgebungsverfahren2019, URL: https://stephanmadaus.de/2019/07/12/die-niederlande-beginnen-mit-der-umsetzung-das-dutch-scheme-ist-im-gesetzgebungsverfahren/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Cranshaw/Portisch*, in: ZInsO 2020, S. 226 (227); *Frind*, in: Pape/Gehrlein u.a., FS Pape, S. 59 (61); *Westpfahl*, in: ZRI 2020, S. 157 (162 f.); *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595; *Flöther/Wilke*, in: NZI-Beilage 2019, S. 80 (82).

[1009] *Paulus*, in: NZI 2020, S. 659 (660).

besteht für die Mitgliedsstaaten die Möglichkeit zur Einführung eines Gläubigerantrags ohne Zustimmung des Schuldners für Nicht-KMU.

II. Frühwarnsysteme als Unterstützung zur Identifizierung geeigneter Investitionsziele

Gemäß Art. 3 Abs. (1) RRiL haben die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass Schuldner Zugang zu Frühwarnsystemen haben, welche Umstände erkennen, die zu einer wahrscheinlichen Insolvenz führen können. Dem Schuldner sollen durch die Frühwarnsysteme eine Verschlechterung der geschäftlichen Entwicklung und Handlungsbedarf für eine Restrukturierung anzeigen und einem zu späten Erkennen der Krisensituation vorbeugen.[1010]

Ausweislich des neu hinzugefügten Art. 3 Abs. 2 RRiL können solche Frühwarnsysteme ausgestaltet sein als unternehmensinterne Frühwarninstrumente, als öffentliche oder privatwirtschaftliche Beratungsdienste oder als Anreize für Dritte wie Wirtschaftsprüfer, Finanzbehörden oder Sozialversicherungsträger, einem Schuldner negative Entwicklungen anzuzuzeigen.[1011] Die Frühwarnsysteme, deren Ausgestaltung den nationalen Gesetzgebern obliegt, sollen eine frühzeitige Krisenerkennung gewährleisten, sodass die Schuldner rechtzeitig bzw. noch weit vor einer Insolvenz geeignete Gegenmaßnahmen einleiten können.[1012] Von der noch in Erwägungsgrund 16 des Kommissionsentwurfs vorgeschlagenen Einführung von Berichtspflichten im Rahmen von Kreditverträgen sowie eigenen Buchführungs- und Überwachungspflichten wurde in der Endfassung der RRiL wieder abgerückt. Art. 3 RRiL ist sehr offen formuliert, weil zwischen den Mitgliedsstaaten in Bezug auf die Ausgestaltung der Frühwarnsysteme kein Konsens hergestellt werden konnte.[1013] Teilweise wird eine Anknüpfung an das für Ratings verwendete Zahlenwerk vertreten oder mittels öffentlicher Quellen, wie etwa Branchenberichten oder Fachzeitschriften.[1014]

[1010] *Gerig*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B, Art. 3, Rn. 1; *Seagon/Naumann*, in: Flöther, SanR, Kapitel F. I., Rn. 1; *Exler/Werner*, in: KSI 2020, S. 53 ff.; *Haghani*, in: NZI-Beilage 2019, S. 20 (21); *Weitzmann*, in: ZInsO 2019, S. 1627 ff.

[1011] *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514 (515); *Gerig*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B, Art. 3, Rn. 2, 18 ff.

[1012] *Haghani*, in: NZI-Beilage 2017, S. 18.

[1013] *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 76 f.

[1014] *Neuberger*, in: ZInsO 2018, S. 2053 (2062); *Haghani*, in: NZI-Beilage 2017, S. 18 (19); *Hermanns*, in: ZInsO 2018, S. 2273 (2274 ff.).

Wenngleich die RRiL in Erwägungsgrund 22 klarstellt, dass die Frühwarnsysteme auch dem Schutz der Gläubiger dienen sollen, sind eine Verwendung von Frühwarnsystemen durch Gläubiger bzw. eine Information durch Frühwarnsysteme an Gläubiger – mithin der Zugang von Gläubigern zu Frühwarnsystemen – nicht explizit in der Richtlinie vorgesehen.[1015]

Fraglich ist aber, ob dies aus Sicht von *Loan-to-own*-Investoren überhaupt notwendig wäre: *Loan-to-own*-Investoren beschäftigen in aller Regel Analysten, welche potentielle Übernahmeziele anhand öffentlich verfügbarer Marktinformationen und eigenen Analysen auf deren Zustand hin überprüfen. Die Tätigkeit solcher Analysten entspricht am ehesten den in Art. 3 Abs. 2 lit. b) RRiL genannten privatwirtschaftlichen Beratungsdiensten, die ihre Analysen nur eben nicht dem Schuldnerunternehmen, sondern dem *Loan-to-own*-Investor mitteilen.[1016]

Das in Art. 3 Abs. 2 lit. c) RRiL umrissene Frühwarninstrument, Anreize für Dritte zu schaffen, die über relevante Informationen verfügen[1017], verfängt nicht für *Loan-to-own*-Investoren: Diese werden ihre Informationen über den Zustand eines Schuldnerunternehmens für sich behalten und dieses erst dann gezielt ansprechen, wenn die Entscheidung zur einer Übernahme mittels *Debt-Equity-Swap* gefallen und geeignete Fremdkapitalpositionen erworben sind.

Die in Art. 3 Abs. 2 lit. c) RRiL genannten Anreize könnten – in Abhängigkeit von deren Ausgestaltung – das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren sogar behindern, wenn solche Anreize nämlich Banken in ihrer Rolle als Originärgläubiger motivieren, mit dem Schuldnerunternehmen in Dialog zu treten, anstatt die als potentiell problematisch eingestuften Forderungen diskret an einen *Debt Broker* oder direkt an einen *Loan-to-own*-Investor weiterzuveräußern.[1018] Hiergegen sprechen allerdings wiederum die in der MaRisk begründeten Erschwernisse der Problemkreditbearbeitung in der Bank selbst.[1019] Es ist daher in Zweifel zu ziehen, dass die in Art. 3 Abs. 2 lit. c) RRiL als Frühwarninstrument skizzierten Anreize zur Informationsweitergabe an Schuldnerunternehmen so ausgestaltet werden können, dass die bankenregulatorisch bedingten Veräußerungsanreize aufgewogen werden.

[1015] *Gerig*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B, Art. 3, Rn. 1.

[1016] Vgl. *Gerig*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B, Art. 3, Rn. 37.

[1017] *Harmann*, in: ZInsO 2019, S. 1701 (1704).

[1018] Vgl. zur Rolle von Banken als "Frühwarner" *Gerig*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B, Art. 3., Rn. 59 ff.; *Paulus*, in: NZI 2020, S. 659 (661); vgl. zu Debt Brokern *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 47 f.

[1019] Siehe oben § 4 C. V. I.

Festzuhalten bleibt, dass die Frühwarnsysteme gemäß Art. 3 RRiL *Loan-to-own*-Investoren voraussichtlich nicht nützen, diesen aber auch nicht schaden werden.

III. Die Pflichten der Unternehmensleitung nach Art. 19 RRiL als Druckmittel für den Eintritt in die Restrukturierung

1. Inhalt und Adressaten der Pflichten

Der Eintritt einer *wahrscheinlichen Insolvenz* im Sinne von Art. 2 Abs. 2 lit. b) RRiL löst gemäß Art. 19 RRiL bestimmte Pflichten der Unternehmensleitung aus: Die Unternehmensleitung hat die Interessen der Gläubiger, Anteilseigner und sonstigen Interessenträger gebührend zu berücksichtigen (lit. a), ferner die Notwendigkeit, Schritte einzuleiten, um eine Insolvenz abzuwenden (lit. b), und die Notwendigkeit, vorsätzliches oder grob fahrlässiges Verhalten zu vermeiden, das die Bestandsfähigkeit des Unternehmens gefährdet (lit. c).

Adressaten des Pflichtenkatalogs sind die Personen, die für Entscheidungen über die Führung des Unternehmens zuständig sind.[1020] Weil Art. 19 RRiL rechtsformübergreifend gelten soll[1021], sind nach deutschem Recht sowohl angestellte Geschäftsführer als auch geschäftsführende Gesellschafter Normadressaten.

An dieser Stelle ist fraglich, wie mit potentiellen Interessenkonflikten bei geschäftsführenden Gesellschaften umzugehen ist. Dem Wortlaut von Art. 19 lit. a) RRiL zufolge sind geschäftsführende Gesellschafter als *Unternehmensleitung* schließlich verpflichtet, ihre eigenen Interessen als *Anteilseigner* gebührend zu berücksichtigen. Die Möglichkeit eines Interessenkonfliktes drängt sich hier förmlich auf.[1022] Die Restrukturierungsrichtlinie hat diese Möglichkeit jedoch erkannt und gibt den Mitgliedsstaaten in Erwägungsgrund 71 die Möglichkeit, eine Rangfolge zwischen den Parteien festzulegen, deren Interessen nach Art. 19 lit. a) RRiL zu berücksichtigen sind.[1023] Die Richtlinie selbst legt jedoch keine solche Stakeholder-Hierarchie fest.[1024]

Befürwortet man einen voraussetzungslosen Zugang zum Restrukturierungsrahmen, so treffen die Pflichten des Art. 19 RRiL die Unternehmensleitung ab Stellung des Antrags.

[1020] *Naumann*, in: NZI-Beilage 2017, S. 35.

[1021] *Demisch*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 19, Rn. 21; *Mock*, in: NZI 2016, S. 977 (981); *Smid*, in: ZInsO 2019, S. 2081 (2082).

[1022] *Smid*, in: ZInsO 2019, S. 2081 (2085).

[1023] *Goetker*, in: Flöther, SanR, Kapitel G., Rn. 27, 32.

[1024] *Demisch*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 19, Rn. 27.

2. Die Pflichten als Druckmittel für *Loan-to-own*-Investoren

Aus Sicht von *Loan-to-own*-Investoren ist insbesondere von Interesse, ob die Unternehmensleitung zur Einleitung des präventiven Restrukturierungsrahmens „genudged" werden kann, sollte die Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht keinen eigenen Gläubigerantrag vorsehen.

Ein Anknüpfungspunkt hierfür könnte die von Art. 19 lit. b RRiL geforderte *gebührende Berücksichtigung der Notwendigkeit, Schritte einzuleiten, um eine Insolvenz abzuwenden*. Dies kann – in Zusammenschau mit den Pflichten aus lit. a) und lit. c) – als eine Sorgfaltspflicht aufgefasst werden, bei Eintritt einer *wahrscheinlichen Insolvenz* ein präventives Restrukturierungsverfahren einzuleiten. Hierfür spricht auch Erwägungsgrund 70, welcher die Einleitung präventiver Restrukturierungsverfahren explizit als eine mögliche Maßnahme zur Insolvenzabwendung im Sinne des Art. 19 lit. b RRiL nennt.

Die in Art. 19 RRiL genannten Maßnahmen sind als Pflichten der Unternehmensleitung formuliert, sodass bei deren Umsetzung ins deutsche Recht eine Orientierung am Verbindlichkeitsgrad von § 93 AktG, §§ 43, 64 GmbHG und § 15a InsO angezeigt sein wird.[1025]

Ab dem Zeitpunkt der Kenntnis einer Krisensituation – im weitestmöglichen Sinne – kann eine Pflicht der Unternehmensleitung angenommen werden, den Eintritt der Insolvenzreife bzw. eine weitere Zuspitzung der Krise zu verhindern. Ob und unter welchen Umständen sich im Einzelfall die Sorgfaltspflicht eines ordentlichen und gewissenhaften Unternehmensleiters zu einer Pflicht zur Beantragung des präventiven Restrukturierungsrahmens verdichtet, wird wohl nur *ex post* durch die Rechtsprechung im Rahmen von Haftungsprozessen festgestellt werden können.

Die Pflichten der Unternehmensleitung nach Art. 19 RRiL geben *Loan-to-own*-Investoren jedenfalls ein potentielles Druckmittel in die Hand, um die Unternehmensleitung des Schuldnerunternehmens zur Einleitung einer präventiven Restrukturierung zu bewegen: Ein dezenter Hinweis auf die zivil- und strafrechtliche Sanktionsbewehrung von Geschäftsführerpflichten, kombiniert mit der Inaussichtstellung, Forderungen fällig zu stellen und im Rahmen eines insolvenzrechtlichen *Debt-Equity-Swap* die Altanteilseigner komplett aus dem Unternehmen zu drängen, wird die Unternehmensleitung häufig zum Einlenken bewegen können – nicht zuletzt um ihre Stellung als externe Geschäftsführer

[1025] *Demisch*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 19, Rn. 32 ff.; *Haas/Göb*, in: NZI 2020, S. 200 f.; *Birnbreier*, in: NZI-Beilage 2019, S. 35 (36).

oder als Gesellschafter-Geschäftsführer doch in einem gewissen Maße erhalten zu können.

Dieses Druckpotential für *Loan-to-own*-Investoren wächst mit steigender Intensität der Krise, Insolvenznähe des Zielunternehmens sowie Höhe und Qualität der vom *Loan-to-own*-Investor aufgekauften Forderungen.[1026] Dass dieser Vorgehensweise – welche lediglich die Bandbreite der rechtlich zulässigen und vorgesehenen Handlungsoptionen aufzeigt – bei nüchterner Betrachtung kein ethisch-moralischer Makel anhaftet, wurde bereits in § 1 begründet.[1027]

IV. Das Moratorium als Mittel zum „Beteiligungsaufbau"

1. Eckpfeiler des Moratoriums[1028]

Zur Unterstützung der Verhandlungen über einen Restrukturierungsplan sehen Art. 6 und 7 RRiL die Aussetzung von Einzelvollstreckungsmaßnahmen vor. Durch die Gewährung der Aussetzung soll der Schuldner vor Gläubigern geschützt werden, die durch schnelle, unkoordinierte Forderungsbeitreibung bestehende Restrukturierungsaussichten gefährden.[1029] Für eine solche zeitlich begrenzte staatliche Anordnung der Aussetzung der Forderungsbetreibung sind auch Begriffe wie Atempause, *Standstill* oder eben Moratorium geläufig.[1030]

[1026] Vgl. *Palenker*, Loan-to-own, S. 242 ff.

[1027] Anders freilich *Palenker*, Loan-to-own, S. 234 ff., 347 ff.; *Brinkmann*, in: NZI-Beilage 2019, S. 27 (28 ff.); *Brinkmann*, in: WM 2017, S. 1033 ff.; *Paulus/Palenker*, in: WM 2020, S. 1181 ff.; *Haas/Göb*, in: NZI 2020, S. 200 (201); *Palenker*, in: ZIP 2020, S. 1109; *Paulus*, in: ZIP 2019, S. 637 (643); *Paulus*, in: ZRP 2018, S. 151 (152).

[1028] Ausführlich zum Moratorium *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 94 ff.; *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 293 ff.; *Bork*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 1639 ff.; *Madaus*, in: Ebke/Seagon u.a., Unternehmensrestrukturierung im Umbruch, S. 48 ff.; *Vallender*, in: Kayser/Smid u.a., FS Pannen, S. 313 ff.; *Heese*, Die Funktion des Insolvenzrechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen, S. 58; *Blankenburg/Boss/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 6, Rn. 1 ff.; *Vallender*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 541; *Madaus*, in: DB 2019, S. 592 (597); *Schönfelder*, in: Flöther, SanR, Kapitel F. II., Rn. 10 ff.; *Geiwitz/Heidenfelder*, in: NZI-Beilage 2017, S. 22 ff.

[1029] *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 96.

[1030] *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 95 f.; *Bork*, in: Grundmann, FS Hopt, S. 1630, 1639 ff.; *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 293.

a) Dauer

Gemäß Art. 6 Abs. 6 RRiL i.V.m. EG 35 sind für die Dauer eines Moratoriums zunächst höchstens vier Monaten zwingend vorzusehen, in bestimmten Fällen ist die maximale Dauer gemäß Art. 6 Abs. 8 RRiL auf zwölf Monate zu verlängern. Die Mitgliedsstaaten können gemäß Art. 6 Abs. 9 UA 3 RRiL eine Mindestdauer für das Moratorium vorsehen, welche vier Monate nicht überschreiten darf.

b) Allgemeine Geltung oder Beschränkung auf bestimmte Gläubiger?

Gemäß Art. 6 Abs. 3 Satz 1 RRiL besteht für den nationalen Gesetzgeber ein Gestaltungsspielraum dahingehend, dass ein Moratorium alle Gläubiger umfassen kann oder auf einen oder mehrere Gläubiger beschränkt werden kann. Im Falle der Anordnung eines allgemeinen Moratorium ist die Bestellung eines Restrukturierungsbeauftragten gemäß Art. 5 Abs. 3 lit. a) RRiL vorgesehen. Ein allgemeines Moratorium ist notwendigerweise mit einer gewissen Publizität verbunden, während eine auf betroffene Gläubiger beschränkte Aussetzung nur denjenigen bekannt zu machen ist, die vom Moratorium betroffen sind.[1031]

c) Antrag oder Automatismus?

Erwägungsgrund 32 stellt in das Ermessen der Mitgliedsstaaten, ob ein Moratorium kraft Anordnung durch eine Justiz- oder Verwaltungsbehörde oder bei Vorliegen der Voraussetzungen automatisch durch Gesetz angeordnet wird (*automatic stay*). Insbesondere die letztgenannte Möglichkeit ist eine erhebliche Abweichung vom Kommissionsentwurf, in dem eine gerichtliche Anordnung noch vorgeschrieben war.[1032]

Zu den Antragsvoraussetzungen im Einzelnen trifft die RRiL keine Regelung, insbesondere enthält sie kein materielles Prüfprogramm.[1033] Umsetzungsspielräume der Mitgliedsstaaten bestehen insbesondere hinsichtlich eines wiederholten Zugangs zum Restrukturierungsrahmen, der Einführung einer Bestandsfähigkeitsprüfung und der Verweigerung in Missbrauchsfällen. Prüfungsmaßstab und Prüfungsumfang eines Antrags auf Gewährung eines Moratoriums bleiben daher weitgehend unklar.[1034] Art. 6 Abs. 9 RRiL ist jedoch zu entnehmen, dass die Aufsicht über ein laufendes

[1031] *Riewe*, in: NZI-Beilage 2019, S. 42 (43).

[1032] *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 103 f.

[1033] *Blankenburg/Boss/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 6, Rn. 99.

[1034] *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595 (599); *Hölzle*, in: ZIP 2020, S. 585 (586 ff.).

Moratorium in erster Linie repressiv zu erfolgen hat und die Zugangshürden nicht zu hoch gehängt werden sollten.[1035]

2. Inhalt und Auswirkung eines Moratoriums

Gemäß Art. 7 RRiL wirkt die Anordnung eines Moratoriums sowohl im Verhältnis zum allgemeinen Rechtsverkehr als auch im Verhältnis zu Vertragspartnern des Schuldners. Das Moratorium kann sich auf alle Gläubiger und alle Arten von Forderungen erstrecken (absolutes Moratorium) oder auch nur bestimmte Gläubiger oder Forderungsarten einbeziehen (relatives Moratorium). Anders als noch im Kommissionsentwurf ist gemäß Erwägungsgrund 25 auch die Einbeziehung von nach Einleitung des Restrukturierungsrahmens entstandenden Neuforderungen möglich.

a) Aussetzung von Einzelvollstreckungsmaßnahmen

Dem Inhalt des Art. 6 RRiL nach bewirkt ein Moratorium die Aussetzung von Einzelvollstreckungsmaßnahmen. Dies bedeutet gemäß Art. 2 Abs. 1 Nr. 4 RRiL das Ruhen des Rechts, eine Forderung durchzusetzen oder das Vermögen des Schuldners zu pfänden oder zu verwerten. Die Anordnung eines Moratoriums entfaltet insoweit eine rein prozessuale Wirkung, den materiellen Eintritt von Verzug verhindert sie hingegen nicht.[1036]

b) Suspendierung von Insolvenzantragspflichten

Art. 7 Abs. 1 bis 3 und 7 RRiL regeln das Verhältnis von Moratorium und nationalem Insolvenzverfahren. Art. 7 Abs 1 RRiL ordnet an, dass eine nach nationalem Recht entstehende Insolvenzantragspflicht des Schuldners für die Dauer des Moratoriums ruht.[1037] Darüber hinaus trifft Art. 7 Abs. (2) RRiL die Anordnung, dass für die Dauer eines Moratoriums auch kein Fremdinsolvenzantrag durch die Gläubiger die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens bewirkt. Art. 7 Abs. (7) RRiL bestimmt schließlich, dass das erfolglose Auslaufen von Restrukturierungsverhandlungen als solches nicht die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens zur Folge haben darf. Bei Vorliegen von

---

[1035] *Blankenburg/Boss/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 6, Rn. 82 ff.

[1036] *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595 (597); *Schröder*, in: Schmidt, SanierungsR, Teil 2 B, Rn. 64; *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 293; *Cranshaw/Portisch*, in: ZInsO 2020, S. 226 (240); *Walter/Brandhoff*, in: BKR 2020, S. 125 (129); *Blankenburg/Boss/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 6, Rn. 16 ff.

[1037] *Boss/Janjuah/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 7, Rn. 2 ff.; *Schröder*, in: Schmidt, SanierungsR, Teil 2 B, Rn. 66 ff.

Zahlungsunfähigkeit kann gemäß Art. 7 Abs. 3 RRiL eine Ausnahme vorgesehen werden, sodass in diesen Fällen ein Insolvenzantrag stets zulässig bleibt. Für die Umsetzung in deutsches Recht bedeutet dies mit Blick auf die bislang absolut geltenden und gemäß § 15a InsO strafbewehrten Insolvenzantragspflichten einen Systembruch[1038], der aber in Gestalt des COVInsAG in jüngster Vergangenheit bereits vollzogen wurde.

c) Auswirkung auf Verträge mit betroffenen Gläubigern

Art. 7 Abs. 4 bis 6 RRiL regeln die Auswirkungen eines Moratoriums auf Vertragsbeziehungen zu Gläubigern. So bestehen bei wesentlichen Verträgen im Sinne des Art. 7 Abs. 4 UA 2 RRiL keine Leistungsverweigerungs- oder Änderungsrechte für den Vertragspartner des Schuldners.[1039] Vertragliche Loslösungsklauseln, welche ausdrücklich auf den Restrukturierungsrahmen und das Moratorium Bezug nehmen, erklärt Art. 7 Abs. 5 RRiL für unwirksam.[1040] Während des Moratoriums ist es Gläubigern von betroffenen Forderungen im Einzelnen nicht möglich, vertraglich geschuldete Leistungen zu verweigern, die Verträge zu kündigen, vorzeitig fällig zu stellen oder in sonstiger Weise zum Nachteil des Schuldners zu ändern, Art. 7 Abs. 4 und 5 RRiL.

Dem nationalen Gesetzgeber sind Umsetzungsspielräume hinsichtlich der Einbeziehung von nichtwesentlichen Verträgen in das Moratorium, sowie des Ausschlusses bestimmter Forderungskategorien eingeräumt.[1041]

d) Auswirkungen des Moratiums auf Unternehmenskredite

Aus Sicht von *Loan-to-own*-Investoren von besonderem Interesse sind die Auswirkungen des Moratoriums auf Unternehmenskredite. Ist ein Unternehmenskredit von einem Moratorium betroffen, so sind gemäß Art. 6 Abs. 1 RRiL Einzelvollstreckungsmaßnahmen und gemäß Art. 7 Abs. 4 RRiL Leistungsstörungsrechte ausgesetzt. Eine kreditgebende Bank kann somit keine vertraglichen oder außerordentlichen Kündigungsrechte, wie jene aus § 490 BGB, Nr. 19 Abs. 3 AGB-Banken oder Nr. 26 Abs. 2 AGB-Sparkassen ausüben.[1042]

[1038] *Madaus*, in: DB 2019, S. 592 (593); *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541 (551); *Müller*, in: ZGR 2018, S. 56 (66 ff.); *Kayser*, in: ZIP 2017, S. 1393 (1397 ff.).

[1039] *Boss/Janjuah/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 7, Rn. 85 ff.

[1040] *Boss/Janjuah/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 7, Rn. 102.

[1041] *Boss/Janjuah/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 7, Rn. 93.

[1042] *Walter/Brandhoff*, in: BKR 2020, S. 125 (130); *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595 (598); *Stohrer*, in: ZInsO 2018, S. 660 (664); *Schmidt*, in: WM 2017, S. 1735 (1739); a.A. *Zuleger*, in: NZI-Beilage 2019, S. 67 (68).

Soweit ersichtlich, wurde bislang noch überhaupt nicht die Frage aufgegriffen, ob die Moratoriumswirkung nach Art. 7 Abs. 4 RRiL auch die Abtretung von Forderungen erfasst. Soweit *Asset Trading Clauses* explizit auf ein Moratorium oder den Antrag auf bzw. die Einleitung des Restrukturierungsrahmens Bezug nehmen, werden diese bereits nach Art. 7 Abs. 5 RRiL im nationalen Recht als unwirksam zu behandeln sein.

Nach hier vertretener Ansicht ist Art. 7 Abs. 4 RRiL dahingehend zu verstehen, dass die Wirkungen eines Moratoriums eine kreditgebende Bank auch daran hindert, ein Kreditengagement im Wege einer Abtretung nach § 398 BGB an den Sekundärmarkt für (notleidende) Kredite zu veräußern. Der unverhoffte Wechsel des Vertragspartners stellt für den Schuldner regelmäßig eine *in sonstiger Weise nachteilige Veränderung* der Vertragsbeziehung im Sinne des Art. 7 Abs. 4 RRiL dar, welche für die Dauer des Moratoriums gerade verhindert werden soll. Ohnehin ist aus zivilrechtlicher Sicht die Abtretbarkeit eines Kreditengagements häufig an dessen (außerordentliche) Kündbarkeit geknüpft[1043]. Die Kündbarkeit eines Kreditengagements ist für die Dauer eines Moratoriums aber gerade suspendiert, sodass nicht ersichtlich wird, warum gerade die Abtretbarkeit ein von der generellen Kündbarkeit abweichendes Schicksal nehmen sollte.

3. Beteiligungsaufbau für *Loan-to-own*-Investoren

In Zusammenschau mit den in Abschnitt § 3 B vorgestellten regulatorischen Bestimmungen zu notleidenden Krediten ergibt sich für von einem Moratorium betroffene Unternehmenskredite folgende Situation:

Für die Dauer des Moratoriums darf die kreditgebende Bank den Kredit nicht kündigen, nicht abtreten und auch keine sonstigen Leistungsstörungsrechte geltend machen.[1044] Ein Insolvenzantrag des Gläubigers entfaltet ebenfalls keine unmittelbare Wirkung. Das Moratorium kann bei der Erstgewährung gemäß Art. 6 Abs. 4 RRiL i.V.m. Erwägungsgrund 35 für einen Zeitraum von bis zu vier Monaten gewährt werden. Weil das Moratorium der Förderung von Restrukturierungsverhandlungen dient, ist es aus Sicht des Schuldners regelmäßig sachdienlich, den durch die RRiL vorgegebenen Maximalzeitraum auszunutzen und nicht ohne Not ein kürzer als mögliches Moratorium in Anspruch zu nehmen.[1045]

Eine Höchstdauer des Moratoriums von vier Monaten hat jedoch eine Inkohärenz mit dem regulatorischen und bankaufsichtlichen Verständnis von notleidenden Krediten

[1043] Siehe oben § 5 A.

[1044] *Stapper/Böhme*, in: KSI 2018, S. 197 (198).

[1045] *Philipp/Andersch/Henn*, in: INDat-Report 2019, S. 30.

zufolge, wonach eine Einstufung als NPL bzw. NPE bereits nach 90 Tagen (*90 days-past-due*-Kriterium) erfolgt.[1046] Gemäß Ziffer 18 der EBA Leitlinien zur Anwendung der Ausfalldefinition gemäß Art. 178 CRR II soll die Zählung von Verzugstagen ausgesetzt werden, wenn die Verpflichtung zur Rückzahlung einer Verbindlichkeit aufgrund gesetzlicher Vorgaben ausgesetzt werden kann oder andere rechtliche Einschränkungen vorliegen. Das Moratorium ist als eine rechtliche Einschränkung der Rückzahlungpflicht in diesem Sinne zu verstehen. Dies allein hindert jedoch nicht die Annahme eines Ausfalls: In Ziffer 18 Satz 2 der EBA Leitlinien heißt es insoweit ausdrücklich, dass die betroffene Bank die Gründe für die Aussetzung der Zahlung analysieren und diese Gründe auf eine Unwahrscheinlichkeit des Begleichens der Verbindlichkeit – also auf das *Unlikely-to-pay*-Kriterium hin – untersuchen soll. Während die Inanspruchnahme eines Moratoriums nach der hier vertretenen Lesart der Ziffer 18 Satz 2 der EBA die Zählung der Verzugstage hemmt und somit das *90 days past-due*-Kriterium quasi außer Kraft setzt, berührt die Inanspruchnahme eines Moratoriums nicht die Bejahung des *Unlikely-to-pay*-Kriteriums, wenn dessen Voraussetzungen vorliegen.

Kredite eines Unternehmens, welcher ein Moratorium in Anspruch nimmt, können daher als notleidend eingestuft werden.

In Bezug auf das *Unlikely-to-pay*-Kriterium der NPL-Definition ist es auch vertretbar, die Inanspruchnahme eines Moratoriums als Anhaltspunkt für einen prognostizierten, teilweisen Zahlungsausfall heranzuziehen. Entgegen der in Erwägungsgrund 2 geäußerten rechtspolitischen Absicht der Restrukturierungsrichtlinie, die Anzahl notleidender Kredite zu reduzieren[1047], wird die Regelung des Moratoriums in Bezug auf Banken als Gläubiger die regulatorische Einstufung von Krediten als notleidend sogar noch befeuern:[1048]

Aufgrund der Höchstdauer der Erstanordnung eines Moratoriums von vier Monaten kann es geschehen, dass vom Moratorium betroffene Kreditengagements aus regulatorischer Sicht als notleidend (NPL/NPE) reklassifiziert werden müssen, den kreditgebenden Banken aber zugleich das vertragsrechtliche Instrumentarium, notleidende Kredite abzustoßen, aber nicht zur Verfügung steht. Der Ausfall bzw. das Notleiden der betreffenden Forderung gilt dann quasi schon bei Anordnung des

[1046] *Walter/Brandhoff*, in: BKR 2020, S. 125 (129); *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 ff.; *Cranshaw*, in: ZIP 2020, S. 1269 (1278); *Brömmekamp*, in: KSI 2019, S. 197 (198); *Stohrer*, in: ZInsO 2018, S. 660 (663).

[1047] *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541 (542).

[1048] *Walter/Brandhoff*, in: BKR 2020, S. 125 (129).

Moratoriums als festgestellt. Weil die Möglichkeit der Abtretung ebenfalls verwehrt wird, verbleibt das vom Moratorium betroffene Kreditengagement auf der Bilanz der kreditgebenden Bank, wodurch die Eigenkapitalausstattungsanforderungen steigen und Kapital der Bank gebunden wird (siehe oben § 4 B.).[1049]

In verstärktem Maße gälte dies, sofern man mit Madaus[1050] annimmt, dass ein Moratorium analog § 88 InsO auch rückwirkend angeordnet werden könne.

Nach hier vertretener Ansicht sind Banken daher gehalten bereits bei ersten, hinreichend konkreten Anzeichen einer Unternehmenskrise das Kreditengagement zu veräußern. Die in modernen Kreditverträgen üblichen Abtretungsklauseln[1051] ermöglichen es der kreditgebenden Bank dabei, auch (noch) gesunde Kreditengagements an den Sekundärmarkt abzugeben.[1052]

Dieser Effekt ist aus Sicht der Väter und Mütter der Richtlinie durchaus intendiert: Wie aus Erwägungsgrund 3 hervorgeht, ist die RRiL – neben den sanierungsbezogenen Zwecken – auch im Kontext der Bemühungen Bekämpfung von notleidenden Krediten auf den Bilanzen der Banken zu sehen. Bestandteil dieser Bemühungen ist unter anderem die Stärkung der Sekundärmärkte für notleidende Kredite, zu welcher die RRiL auch einen indirekten Beitrag leistet.[1053]

Darüber hinaus könnte das präventive Restrukturierungsverfahren als *„mit dem Insolvenzverfahren vergleichbarer Schutz“* im Sinne des Art. 178 Abs 3 lit. f CRR II verstanden werden, was zur Folge hätte, dass Verbindlichkeiten des Schuldners bereits mit der Anordnung eines Moratoriums als notleidend zu reklassifizieren wären.[1054]

Aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors besteht daher die Möglichkeit, proaktiv auf die kreditgebenden Banken eines Investitionsziels zuzugehen und diese dazu zu ermuntern, bereits im Vorfeld der Restrukturierungsbemühungen das Kreditengagement an den

---

[1049] *Riewe*, in: ZRP 2017, S. 179 (181); *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 115 ff.; *Bierbach*, Stellungnahme im Rahmen der Anhörung im Rechtsausschuss des Europäischen Parlaments am 20.06.2017, S. 1; *Schmidt*, in: WM 2017, S. 1735 (1738); *Stohrer*, in: ZInsO 2018, S. 660 (663); *Westpfahl*, in: NZI-Beilage 2017, S. 49 (51); *Walter/Brandhoff*, in: BKR 2020, S. 125 (129); *Schluck-Amend*, in: NZI-Beilage 2019, S. 14 ff.

[1050] *Madaus*, in: DB 2019, S. 592 (594); gegen eine solche "Rückschlagsperre" *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 99.

[1051] *Hartmann*, in: Köchling/Schalast, Grundlagen NPL-Geschäft, S. 302.

[1052] *Bierbach*, in: DB 2018, M28 (M29); *Verband Insolvenzverwalter Deutschlands*, Stellungnahme zum Kommissionsentwurf, S. 62 f.; *Preuß*, in: ZInsO 2017, S. 1202 (1211).

[1053] *Schnabl/Siemon*, in: NZI 2018, S. 913 (918 f.).

[1054] *Die Deutsche Kreditwirtschaft*, Stellungnahme zum Kommissionsentwurf, S. 2.

Loan-to-own-Investor zu veräußern. Auf diese Weise könnte sich ein *Loan-to-own*-Investor im Idealfall die Summenmehrheit der Gläubigerforderungen sichern, bevor er überhaupt in direkte Verhandlungen mit dem Investitionsziel eintritt.

V. Der *Debt-Equity-Swap* als Restrukturierungsplanmaßnahme

Gem. Art. 4 (5) RRiL kann ein präventiver Restrukturierungsrahmen sowohl nicht-gerichtliche als auch gerichtliche Verfahrensschritte oder Verfahren umfassen.[1055] Erwägungsgrund 2 präzisiert dies dahingehend, dass alle nach nationalem Recht zulässigen Maßnahmen im Restrukturierungsrahmen angeordnet werden können. Wie gezeigt, ist ein *Debt-Equity-Swap* nach deutschem Recht *de lege lata* zulässig und kann daher Gegenstand eines Restrukturierungsplans sein.[1056]

1. Anteilseigner als Planbeteiligte

Als eine grundlegende Umsetzungsentscheidung für das nationale Recht überlässt es die Restrukturierungsrichtlinie den nationalen Gesetzgebern, ob Anteilseigner grundsätzlich als Planbeteiligte in einen Restrukturierungsplan einbezogen werden können. Eine Einbeziehung in den Restrukturierungsplan im Sinne des Art. 8 Abs. 1 Satz 1 lit. c) RRiL hat zur Folge, dass Anteilseigner an der Planabstimmung gemäß Art. 9–11 RRIL wie andere Planbeteiligte teilnehmen.

Alternativ ermöglicht Art. 9 Abs. 3 lit. a) i.V.m. Art. 12 Abs. 1 RRiL einen Ausschluss der Anteilseigner von der Abstimmung über den Restrukturierungsplan, sofern auf andere Weise sichergestellt ist, dass Anteilseigner die Annahme und Bestätigung eines Restrukturierungsplans nicht grundlos verhindern oder erschweren.

Aus dem Wortlaut des Art. 12 Abs. 1 RRiL geht hervor, dass mit dem Ausschluss der Anteilseigner von der Abstimmung die Verhinderung von Obstruktionsmöglichkeiten der Anteilseigner bezweckt werden soll.[1057]

[1055] *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541 (545); *Blankenburg/Siepmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 4, Rn. 1.

[1056] *Knapp*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 8, Rn. 44; *Madaus*, in: Flöther, SanR, Kapitel F. IV., Rn. 188; *Hoegen/Wolf*, in: Flöther, SanR, Kapitel F. VI., Rn. 673 ff.; *Morgen*, in: Schmidt, SanierungsR, Teil 2 D., Rn. 139; *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595 (601); *Tresselt*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 12, Rn. 8.

[1057] *Tresselt*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 12, Rn. 15; *Korch*, in: ZIP 2020, S. 446 ff.

Mit Blick auf einen *Debt-Equity-Swap* ist zu beachten, dass ein *Debt-Equity-Swap* die Anteilseigner insbesondere durch den Kapitalschnitt[1058] tatsächlich in ihren Rechten betrifft.[1059]

Bei der Abstimmung über einen Restrukturierungsplan, der einen *Debt-Equity-Swap* enthält, geht es daher nicht nur um die Minimierung von Obstruktionspotential des Schuldners, sondern um die Legitimierung eines Eingriffs in Rechte einer planbetroffenen Gruppe.

Jedenfalls nach deutschem Recht erscheint es daher mit Blick auf Art. 9 und 14 GG bereits verfassungsrechtlich geboten, eine Einbeziehung der Anteilseigner in Restrukturierungspläne im deutschen Umsetzungsgesetz vorzusehen.[1060] Dies hat keine unverhältnismäßige Bevorzugung der Anteilseigner zu Folge, da diese – sollten sie gegen einen Restrukturierungsplan opponieren – immer noch auf den in Art. 9–11 RRiL vorgezeichneten Wegen überstimmt werden können.[1061]

2. Die Bedeutung von im nationalen Recht vorgesehenen Schutzvorkehrungen

Explizit erwähnt werden *Debt-Equity-Swaps* in der englischen Fassung RRiL nur einmal im Erwägungsgrund 2, wo es heißt: *„Any debt-to-equity swaps should also comply with safeguards provided for by national law."* Bei diesen Vorschriften handelt es sich um den in der RRiL vorgesehenen Mindestschutz für Anteilseigner. Offen bleibt, was insoweit unter s*afeguards* – in der deutschen Fassung *Schutzvorkehrungen* – zu verstehen ist. Im Kontext des weiteren Regelungsinhalts von Erwägungsgrund 2 – Befolgung des nationalen Rechts, insbesondere des Zivil- und Arbeitsrechts bei operativen Restrukturierungsmaßnahmen – liegt es nahe, unter *Schutzvorkehrungen* die nationalen Vorschriften zum Schutze jener durch einen *Debt-Equity-Swap* Betroffenen zu verstehen. Betroffen sind regelmäßig die Anteilseigner und (opponierende) Minderheitsgläubiger. Außer Betracht bleiben müssen von vorne herein Vorschriften des Insolvenzrechts, da die RRiL durch die präventive Restrukturierung den Eintritt der Insolvenz gerade zu vermeiden beabsichtigt. Von Erwägungsgrund 2 gemeint sein können daher nur

---

[1058] Siehe oben § 6 A. II.

[1059] *TMA Deutschland e.V.*, in: ZInsO 2020, S. 488 (489 f.); *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595 (601).

[1060] *Tresselt*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 12, Rn. 50 ff.; *Morgen*, in: Schmidt, SanierungsR, Teil 2 D., Rn. 142 ff.; *Westpfahl/Knapp*, in: Flöther, SanR, Kapitel F. IV., Rn. 278; *Smid*, in: ZInsO 2020, S. 266 (274); *Hölzle*, in: ZIP 2020, S. 585 (591); *Spahlinger*, in: NZI-Beilage 2019, S. 69 (70); a.A. *Korch*, in: ZIP 2020, S. 446 (448, 452 f.) [Fn. 15]; *Seibt/von Treuenfeld*, in: DB 2019, S. 1190 (1197).

[1061] *Korch*, in: ZIP 2020, S. 446.

Vorschriften zum Minderheitenschutz beim außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap*. Hervorzuheben sind hierbei die Blockademöglichkeiten durch Altgesellschafter und Minderheitsgläubiger[1062], die Differenzhaftung[1063] sowie die Loslösungsrechte Dritter[1064].

a) Blockademöglichkeiten des Gesellschaftsrechts

Vor der Restrukturierungsrichtlinie galt der Grundsatz, dass außerhalb einer Insolvenz niemand zu einem Sanierungsbeitrag gegen seinen Willen gezwungen werden kann. Art. 9 und 10 RRiL sehen jedoch eine verbindliche Mehrheitsentscheidung vor, in deren Rahmen opponierende Gläubiger dann überstimmt werden können, wenn der vorgeschlagene Restruktierungsplan eine Summenmehrheit von maximal 75 % erhält.[1065] Eine Kopfmehrheit kann optional durch den nationalen Gesetzgeber eingeführt werden.[1066] Im Wege eines klassenübergreifenden Cram-down können unter den Voraussetzungen des Art. 11 RRiL auch ganze Gläubigergruppen überstimmt werden. Das Blockadepotential opponierender Stakeholder wird durch Art. 9 bis 12 RRiL daher in hinreichendem Ausmaß beschränkt.

b) Differenzhaftung

Bei einem *Debt-Equity-Swap* außerhalb der Insolvenz besteht das Risiko einer Differenzhaftung bei Überbewertung der als Sacheinlage eingebrachen Forderungen.[1067] Eine dem § 254 Abs. 4 InsO ensprechende Vorschrift sieht die Restrukturierungsrichtlinie nicht ausdrücklich vor[1068], weshalb in der Literatur für die Umsetzung die Einführung einer entsprechenden Vorschrift empfohlen wird.[1069]

Zu bedenken ist jedoch, dass im Regelungskorsett der Restrukturierungsrichtlinie eine Differenzhaftung allenfalls insoweit in Betracht kommen kann, als Art. 14 RRiL eine Rechtsschutzmöglichkeit für Beanstandung eines Restrukturierungsplans vorsieht. Eine Beanstandung ist gemäß Art. 14 Abs. 1 RRiL im Falle eines mutmaßlichen Verstoßes gegen das Kriterum des Gläubigerinteresses oder gegen die Bedingungen eines

---

[1062] Siehe oben § 6 A. IV. 2. b).

[1063] Siehe oben § 6 A. IV. 2. d).

[1064] Siehe oben § 6 A. IV. 2. e).

[1065] *Kowalewski/Praß*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 9, Rn. 73 ff., 124 ff.

[1066] *Kowalewski/Praß*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 9, Rn. 73.

[1067] Siehe oben § 6 A. IV. 2. d).

[1068] *Hoegen/Wolf*, in: Flöther, SanR, Kapitel F. VI., Rn. 674.

[1069] Vgl. nur *Spahlinger*, in: NZI-Beilage 2019, S. 69 (70); *Balthasar*, in: ZHR 2019, S. 662 (692).

klassenübergreifenden *Cram-down* zulässig. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass ein hinsichtlich der Unternehmensbewertung nicht beanstandeter Restrukturierungsplan außerhalb der in Art. 14 Abs. 1 RRiL enumerativ aufgeführten Fälle alle Planparteien bindet und keine darüber hinaus gehenden Rechtsschutzmöglichkeiten bestehen.

Anteilseigner haben jedoch nur unter bestimmten Umständen das Beanstandungsrecht nach Art. 14: Das Beanstandungsrecht des Art. 14 Abs.1 lit. b) i.V.m Art. 11 Abs. 1 lit. b Ziff. ii) RRiL steht Anteilseignern dem Wortlaut nach bereits nicht zu[1070], und auf das Kriterium des Gläubigerinteresses nach Art. 14 Abs. 1 lit. a) RRiL i.V.m Art. 2 Abs. 1 Nr. 6 RRiL können sie sich nur berufen, wenn die Mitgliedsstaaten gemäß Erwägungsgrund 50 optionale Schutzmechanismen für Anteilseigner einführen.

Ein weiterer Umsetzungsspielraum besteht für die Mitgliedsstaaten für den Zeitpunkt der Überprüfung der Unternehmensbewertung: Gemäß Art. 14 Abs. 3 UA 3 RRiL kann vorgesehen werden, dass eine Beanstandung im Rahmen des Rechtsbehelfs im Sinne des Art. 16 RRiL geltend gemacht werden kann. Die denklogische Alternative hierzu ist eine Überprüfung der Justiz- oder Verwaltungsbehörde im Rahmen der Planbestätigung gemäß Art. 10 Abs. 2 lit. d) i.V.m. UA 2 RRiL. Sofern die Bewertungsprüfung des Art. 14 RRiL in die Planbestätigung nach Art. 10 RRiL integriert wird, sollte der Beanstandungsgrund der fehlerhaften Unternehmensbewertung für den Rechtsbehelf nach Art. 16 RRiL präkludiert werden.

VI. Mehrheitliche Planannahme außerhalb der Insolvenz

Ähnlich den Vorschriften der §§ 243 bis 245 InsO sehen Art. 9 Abs. 4–7, Art.10 und 11 RRiL eine Einteilung der betroffenen Parteien in Klassen vor, wobei im Rahmen der Planannahme die Überstimmung opponierender Parteien und sogar ganzer Gruppen möglich ist.

1. Mehrheitliche Planannahme durch Überstimmung opponierender Parteien innerhalb einer Klasse

Gemäß Art. 9 Abs. 6 RRiL gilt ein Restrukturierungsplan als angenommen, wenn dieser in jeder Klasse die Summenmehrheit der vertretenen Forderungen oder Beteiligungen erhält. Das Quorum darf dabei gemäß Art. 9 Abs. 6 UA 2 RRiL höchstens 75 % betragen.[1071] Die Mitgliedsstaaten können ergänzend das Erfordernis einer Kopfmehrheit einführen.

[1070] „...weder um eine Klasse von Anteilseignern..."

[1071] *Madaus*, in: DB 2019, S. 592 (595).

Ein nicht vollkonsensual angenommener Plan bedarf stets der Überprüfung durch eine Justiz- oder Verwaltungsbehörde, welcher ein eigenständiges Prüfungsrecht eingeräumt wird, Art. 10 RRiL.[1072] Dieser Überstimmungsmöglichkeit einzelner Betroffener innerhalb einer Klasse weist strukturelle Parallelen zu § 245 Abs. 1, 2 InsO auf und ist dem deutschen Recht daher nicht fremd.

2. Klassenübergreifender *Cram-Down*

Neu hingegen ist die Möglichkeit nach Art. 11 RRiL, im Wege eines klassenübergreifenden *Cram-Down* ganze opponierende Abstimmungsklassen zu überstimmen.[1073] Diese Möglichkeit steht jedoch nur bestimmten Abstimmungsklassen offen: Gemäß Art. 11 Abs. 1 lit. b) i) RRiL muss mindestens eine zustimmende Gruppe besicherte oder vorrangige Gläubiger umfassen.[1074]

Noch weiter geht Art. 11 Abs. 1 lit. b) ii) RRiL, welcher sogar die Zustimmung einer einzigen Abstimmungsklasse für die Planannahme genügen lässt, sofern diese Abstimmungsgruppe weder Anteilseigner noch solche Gläubiger enthält, die unter Zugrundelegung von Fortführungswerten nach der nach nationalem Recht geltenden Liquidationsreihenfolge vollständig *aus dem Geld* wären.[1075] Das heißt im Umkehrschluss, dass Inhaber von Forderungen, welche gerade noch im Geld sind – also genau am *fulcrum point* investiert sind, andere Klassen – insbesondere jene der Anteilseigner – überstimmen können.[1076]

3. Absolute priority versus relative priority rule

Neu ist, dass Forderungen, die in ablehnenden Klassen gebündelt sind, anders als etwa in § 245 Abs. 2 Nr. 2 InsO nicht mehr zwingend in vollen Umfang vor solchen Forderungen befriedigt werden müssen, die im Rang nach ihnen stehen. Es steht gemäß Art. 11 Abs. 1 lit. c RRiL bzw. Art. 11 Abs. 2 RRiL im Ermessen der Mitgliedsstaaten, ob sie eine relative Besserstellung vorrangiger Klassen genügen lassen (*relative priority rule*)

[1072] *Backes/Blankenburg*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 10, Rn. 1 ff.; *Cranshaw/Portisch*, in: ZInsO 2020, S. 226 (235 f.).

[1073] *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541 (544); *Stohrer*, in: ZInsO 2018, S. 660 (661 f.); *Heese*, Die Funktion des Insolvenzrechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen, S. 61; *Lau/Schwartz*, in: NZG 2020, S. 450 (455).

[1074] *Kowalewski/Praß*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 11, Rn. 27 ff.

[1075] *Specovius/von Wilcken*, in: NZI-Beilage 2017, S. 25 (27); *Mölls/Diderrich*, in: ZHR 2019, S. 617 (644, 659); *Sax/Swierczok*, in: Flöther, SanR, Kapitel H. I., Rn. 2; *Kowalewski/Praß*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 11, Rn. 28.

[1076] *Kowalewski/Praß*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 11, Rn. 29.

oder ob eine vorrangige Klasse vollständig befriedigt werden muss, bevor eine nachrangige Klasse berücksichtigt werden kann (*absolute priority rule*).[1077]

Ein Restrukturierungsplan, der einen klassenübergreifenden *Cram-Down* vorsieht, bedarf gemäß Art. 11 Abs. 1 RRiL stets der Bestätigung durch eine Justiz- oder Verwaltungsbehörde.[1078] Ferner ist die Einhaltung der Vorgaben gemäß Art. 14 Abs. 1 lit. b) RRiL im Falle einer Beanstandung durch eine Justiz- oder Verwaltungsbehörde vollumfänglich überprüfbar.[1079]

4. Bedeutung für die *Loan-to-own*-Strategie

Aus Sicht von *Loan-to-own*-Investoren erleichtert der klassenübergreifende *Cram-Down* die Durchsetzung eines *Debt-Equity-Swap* gegenüber opponierenden Stakeholdern:

Würde im nationalen Recht keine ergänzende Kopfmehrheit eingeführt werden und bliebe eine einzige besicherte Klasse für einen klassenübergreifenden *Cram-Down* ausreichend, wäre allein die Summenmehrheit der in der Gläubigerversammlung vertretenen Forderungen zur Planannahme ausschlaggebend Art. 9 Abs. 6 RRiL. Das Quorum zur Planannahme darf dabei höchstens 75 % betragen, Art. 9 Abs. 6 Satz 4 RRiL. Bei einer reinen Summenmehrheit kann ein einzelner Investor durch gezielten Forderungserwerb das Quorum in jeder Klasse alleine erreichen, weil es nicht darauf ankommt wie viele Gläubiger – bildlich gesprochen – im Raum sitzen, sondern nur darauf, welcher Gläubiger die Summenmehrheit der Forderungen in jeder Klasse auf sich vereinigt.

[1077] Eine relative priority rule grundsätzlich befürwortend *Stanghellini/Mokal/Paulus/Tirado,* S. 29 ff., 45 ff.; *Madaus*, Die neue European Relative Priority Rule der Restrukturierungsrichtlinie – Das Ende des europäischen Insolvenzrechts?2019, URL: https://stephanmadaus.de/2019/03/12/die-neue-european-relative-priority-rule-der-restrukturierungsrichtlinie-das-ende-des-europaeischen-insolvenzrechts/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595 (602); *Smid*, in: ZInsO 2020, S. 266 (278 f.); kritisch *de Weijs/Jonkers/Malakotipour*, in: Amsterdam Law School Research Paper No. 2019-10; *de Weijs, Jonkers, Malakotipour*, A reply to professor Madaus " The new European Relative Priority from the Preventive Restructuring Directive - The end of European Insolvency Law?"2019, URL: https://corporatefinancelab.org/2019/03/15/a-reply-to-professor-madaus-the-new-european-relative-priority-from-the-preventive-restructuring-directive-the-end-of-european-insolvency-law/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Brinkmann*, in: European Insolvency & Restructuring, TLE-009-2019; *Cranshaw/Portisch*, in: KSI 2020, S. 106 (107); *Cranshaw*, in: ZIP 2020, S. 1269 (1279).

[1078] *Backes/Blankenburg*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 10, Rn. 84 ff.

[1079] *Langer/Wolf*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 14, Rn. 17 ff.

Auf diese Weise könnte ein *Loan-to-own*-Investor durch den strategischen Erwerb von vorrangigen und/oder besicherten Forderungen in vorrangigen Klassen bis zum Erreichen der Klasse, die die *fulcrum class* (also die Forderung, an der das Eigenkapital bricht[1080]) enthält, die Voraussetzungen für einen klassenübergreifenden *Cram-Down* im Sinne des Art. 11 Abs. 1 lit. b) RRiL im Alleingang schaffen:

Mit der Summenmehrheit der *im Geld* liegenden vorrangigen oder besicherten Forderungen könnte bei Bedarf ein klassenübergreifender *Cram-Down* durchgeführt und so im Ergebnis nur mit einer Abstimmungsklasse – nämlich jener (jenen) in welcher (welchen) der *Loan-to-own*-Investor die Summenmehrheit hält – ein Restrukturierungsplan mit *Debt-Equity-Swap* auch gegen die Opposition anderer Gläubiger und des Schuldners durchgesetzt werden.[1081]

Aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors wäre eine *relative priority rule* bei der Planabstimmung vorzuziehen. Beim Insolvenzverfahren mit einem Insolvenzplan gilt die *absolute priority rule*[1082], sodass vorrangige Gläubiger vollständig zu befriedigen sind, bevor nachrangige Gläubiger an der Reihe sind. Im Rahmen von Insolvenzplänen werden daher regelmäßig erstrangige, gegebenenfalls besicherte Verbindlichkeiten die *fulcrum security* darstellen.[1083] Diese sind für einen *Loan-to-own*-Investor teurer in der Anschaffung und – sofern dingliche Besicherungen oder Personalsicherheiten vorliegen – auch aus sachenrechtlicher bzw. datenschutzrechtlicher Sicht komplexer. Würde die Anwendung einer *relative priority rule* im nationalen Recht implementiert, so könnten nachrangige und/oder unbesicherte Verbindlichkeiten leichter die *fulcrum security* darstellen, was einem *Loan-to-own*-Investor den Beteiligungsaufbau erleichtern würde.

VII. Größere Autonomie der Stakeholder bei der Verwalterauswahl

1. Restrukturierungsbeauftragter und Verwalter in Restrukturierungsverfahren

Zum Verständnis der Bedeutung des Restrukturierungsbeauftragten beim präventiven Restrukturierungsrahmen muss zunächst eine begriffliche Abgrenzung erfolgen: Denn

---

[1080] Siehe oben § 3 C.

[1081] Vgl. zu den strategischen Erwägungen *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 849 f.; *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 38 ff.

[1082] *Weniger/Höfer/Oberle*, in: KSI 2020, S. 129 (131).

[1083] *de Chapeaurouge/Hafner*, in: Knecht/Hommel u.a., HdB Unternehmensrestrukturierung, S. 848 ff.; *Heinzmann*, Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds, S. 38 ff.; *Pühl*, Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, S. 282 f.

unzureichend geklärt ist bislang das Verhältnis zwischen dem *Restrukturierungsbeauftragten* im Sinne des Art. 2 Abs. 1 Nr. 12 RRiL und dem V*erwalter in Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren* im Sinne des Art. 26 RRiL i.V.m. Erwägungsgrund 87.[1084] Im Kommissionsentwurf war an beiden Stellen (Art. 2 Nr. 15 bzw. Art. 25) noch von „Verwalter" die Rede, was einige Autoren dazu veranlasst, die beiden Begrifflichkeiten gleich zu verstehen.[1085]

Dem schließt sich diese Arbeit mit der Präzisierung an, dass der *Restrukturierungsbeauftragte* im Sinne des Art 2 Abs. 1 Nr. 12 RRiL als „Teilmenge" der *Verwalter in Restrukturierungsverfahren* im Sinne des Art. 26 RRiL zu verstehen ist. Die Regelung in Art. 26 RRiL – welche Anforderungen an die Qualifikation von Verwaltern aufstellt – geht insoweit weiter, als sie ausweislich des Erwägungsgrundes 87 auch Insolvenzverwalter in den Anwendungsbereich einbezieht.[1086] Insoweit sind die Begriffe *Restrukturierungsbeauftragter* und *Restrukturierungsverwalter* für die Zwecke des präventiven Restrukturierungsrahmens synonym.

2. Die Bedeutung des Restrukturierungsbeauftragten.

In Art. 5 des Kommissionsentwurfs war die Bestellung eines Restrukturierungsbeauftragten vollständig in das Ermessen der Mitgliedsstaaten gestellt, sodass eine präventive Restrukturierung komplett ohne Restrukturierungsbeauftragten denkbar gewesen wäre.[1087]

Hiervon wurde in Art. 5 RRiL abgerückt, welcher in Art. 5 Abs. 3 RRiL die zwingende Bestellung eines Restrukturierungsbeauftragten in den Fällen vorsieht, in denen ein mit Verfahrenseröffnung einsetzendes, kollektives Moratorium gewährt wird oder ein Restrukturierungsplan durch einen klassenübergreifenden *Cram-Down* bestätigt werden muss.[1088] Daneben ist ein Restrukturierungsbeauftragter zu bestellen, wenn der Schuldner oder die Mehrheit der Gläubiger dies beantragt. Außerhalb dieser Fälle ist die Implementierung eines Restrukturierungsverfahrens in Eigenverwaltung ohne Beteiligung eines Restrukturierungsbeauftragten nach wie vor möglich.

Die RRiL enthält keine dem § 56 InsO entsprechende Vorschrift, wonach die Justiz- oder Verwaltungsbehörde eine eigene Vorabprüfung insbesondere der Unabhängigkeit des

---

[1084] *Seagon*, in: NZI-Beilage 2019, S. 73 (74); *Jung/Meißner/Münz*, in: KSI 2020, S. 101 (102).

[1085] *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 1041 (1045); *Brömmekamp*, in: KSI 2019, S. 149 (155).

[1086] *Braun/Frank*, in: NZI 2020, S. 1 (2 ff.); *Seagon*, in: NZI-Beilage 2019, S. 73 (74).

[1087] *Bork*, in: ZIP 2017, S. 1441 (1443); *Heß*, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, S. 87.

[1088] *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514 (516); *Madaus*, in: DB 2019, S. 592 (593); *Schallnus*, in: ZInsO 2019, S. 313.

Verwalters anzustellen hat. Dem Erwägungsgrund 88 lässt sich indes entnehmen, dass ein Zulassungsverfahren optional vorgesehen werden kann, demgemäß die Auswahl eines Verwalters aus einem vorab durch Justiz- oder Verwaltungsbehörden gebilligten Pool oder einer Liste als mit der RRiL in Einklang stehend anzusehen ist. [1089]

Art. 26 Abs. 1 lit.d) RRiL sieht vor, dass Schuldner und Gläubiger zur Vermeidung eines Interessenkonflikts die Möglichkeit haben sollen, die Auswahl oder Bennenung eines Verwalters abzulehnen oder dessen Ersetzung zu verlangen. Insoweit besteht Ähnlichkeit zu den Rechten des vorläufigen Gläubigerausschusses aus § 56a InsO.

Aus der Zusammenschau von Art. 26, 27 RRiL in Verbindung mit den Erwägungsgründen 87 bis 89 wird deutlich, dass die RRiL in Bezug auf die Person des Verwalters auf repressive Überwachungsmaßnahmen setzt und nicht auf präventive Prüfungen durch staatliche Stellen.

Darüber hinaus besteht über die Auswahlkompetenz des Restrukturierungsbeauftragten ein differenziertes Meinungsbild: In Anlehnung an § 270b Abs. 2 Satz 2 InsO möchten einige Stimmen den Schuldner mit dieser Aufgabe betrauen[1090], andere in Anlehnung an § 56a Abs. 2 Satz 1 InsO die Gläubiger[1091] und wiederum andere das Gericht[1092].

Aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors stellen die Art. 5, 26, 27 RRiL eine Erleichterung im Vergleich zum insolvenzlichen Verfahren dar, wenngleich ein kompletter Verzicht auf einen Restrukturierungsverwalter wünschenswert gewesen wäre. Ein Restrukturierungsverwalter, welcher aufgrund spezifischer Erfahrung im *Distressed Investments*-Bereich und daraus resultierender langjähriger Zusammenarbeit mit einem oder mehreren *Loan-to-own*-Investoren im Rahmen der Unabhängigkeitsprüfung nach §§ 274 Abs. 1, 56 InsO auf Skepsis beim Insolvenzgericht stoßen könnte, ist im präventiven Restrukturierungsrahmen leichter durchsetzbar, weil dieser eine Vorabprüfung durch staatliche Stellen nicht vorsieht.

VIII. Keine zwingende Einbeziehung aller Stakeholder in die präventive Restrukturierung

In Bezug auf das Moratorium gemäß Art. 6 RRiL sowie in Bezug auf einen Restrukturierungsplan im Sinne der Art. 8 ff. RRiL ist keine zwingende Einbeziehung aller

[1089] *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 1041 (1045).

[1090] *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 1041 (1047); *Skauradszun*, in: KTS 2019, S. 161 (174).

[1091] *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 1041 (1047); *Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.*, in: ZInsO 2020, S. 46 (50).

[1092] *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 1041 (1047); *Thole*, in: NZI-Beilage 2019, S. 61 (63).

Gläubiger erforderlich. Hinsichtlich des Moratoriums überlässt Art. 6 Abs. 3 Satz 1 RRiL es den Mitgliedsstaaten, ob ein Moratorium mit kollektiver Wirkung oder auf einzelne Gläubiger oder Gläubigergruppen beschränkt sein soll.[1093] Im letzteren Falle würde ein Moratorium gemäß Art. 6 Abs. 3 Satz 2 RRiL nur für solche Gläubiger gelten, die über das Moratorium oder den Restrukturierungsplan in Kenntnis gesetzt wurden.[1094]

Gläubiger, deren vertragliche Gegenleistung für den operativen Betrieb des Unternehmens unerlässlich sind wie etwa Lieferanten, müssen daher nicht in den Restrukturierungsplan einbezogen werden, sodass die entsprechenden Verträge unverändert weiterlaufen und diese Gläubiger die Erbringung eines „Opfers" nicht befürchten müssen.[1095] Bislang nicht geklärt ist die Frage, ob an einer präventiven Restrukturierung nicht beteiligte Stakeholdern im Falle der Durchführung eines *Debt-Equity-Swap* im Rahmen eines Restrukturierungsplans vertragliche Loslösungsrechte – insbesondere in Gestalt von *Change of Control*-Klauseln – geltend machen können. Eine dem § 225a Abs. 4 InsO entsprechende Bestimmung für präventive Restrukturierungen sieht die Richtlinie jedenfalls nicht explizit zur Umsetzung vor. Der Grundsatz, dass eine Vertragsbeendigung durch bedeutende Vertragspartner des operativen Geschäfts den Sanierungserfolg gefährden kann, gilt indes gleichermaßen für eine vorinsolvenzliche Restrukturierung. Der Telos der Richtlinie gebietet es daher, Vertragsbeendigungen durch wesentliche Vertragspartner aufgrund von *Change of Control*-Klauseln infolge der Umsetzung eines Restrukturierungsplans nicht zuzulassen. Der damit verbundene Eingriff in die Vertragsfreiheit von Vertragspartner mit *Change of Control*-Möglichkeit könnte entweder durch eine dem § 225a Abs. 4 InsO ähnliche Bestimmung oder doch durch eine Einbeziehung in den Restrukturierungsplan legitimiert werden.

Die Einbeziehung von Vertragspartnern in einen Restrukturierungsplan nur mit dem Ziel diese an der Wahrnehmung ihrer vertraglichen Loslösungsrechte zu hindern – während ihre Rechtsstellung gegenüber dem Schuldner an sich gar keine Veränderung durch den Restrukturierungsplan erfährt – erscheint indes exzessiv und dem Grundgedanken einer schnellen und schlanken Sanierung zuwiderlaufend.

[1093] *Blankenburg/Boss/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 6, Rn. 62; *Knapp*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 8, Rn. 21; *Madaus*, in: Flöther, SanR, Kapitel F. IV., Rn. 171; *Haarmeyer/Niebler*, in: ZInsO 2020, S. 973.

[1094] *Blankenburg/Boss/Luttmann*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 6, Rn. 62.

[1095] *Madaus*, in: DB 2019, S. 592 (594).

IX. Eingeschränkte Beteiligung der Gerichte

Sah der Kommissionsentwurf in Art. 4 Abs. (3) noch eine verpflichtende Einführung von Bestimmungen vor, die die Beteiligung von Justiz- oder Verwaltungsbehörde möglichst reduzieren sollte, wurde diese in Art. 4 Abs. (5) RRiL zu einer Ermessensvorschrift für die Mitgliedsstaaten abgemildert.[1096]

Gänzlich ohne gerichtliche Bestätigung im Sinne des Art. 10 RRiL kann nur ein Restrukturierungsplan beschlossen werden, der von vornherein nicht in Schuldner- oder Gläubigerrechte eingreift oder der konsensual beschlossen wird.[1097] Eine öffentlich gänzlich unbemerkte, außerhalb der Justiz stattfindende Restrukturierung scheint damit – wenn auch nur in einem begrenzten Anwendungsbereich – möglich.[1098]

In Fällen, in denen in Rechte Dritter eingegriffen wird – etwa durch Moratorien oder mehrheitlich beschlossene Restrukturierungspläne – ist die Mitwirkung von Gerichten vorgesehen.[1099] Ein Restrukturierungsplan, welcher einen *Debt-Equity-Swap* enthält, muss wegen des Eingriffs in Rechte der Anteilseigner daher in der Regel bestätigt werden.[1100]

Aus der Sicht von *Loan-to-own*-Investoren ist diese Entwicklung nicht als Erleichterung des Geschäftsmodells anzusehen, da der in der Originalfassung vorgesehene und für *Loan-to-own*-Investoren vorteilhafte Regelfall einer gerichts- und staatsfernen Ausgestaltung des Restrukturierungsrahmens nun in das Ermessen der Mitgliedsstaaten gestellt wird.

X. Professionalisierung der Insolvenzgerichtsbarkeit und des Verwalterstandes

Art. 25 bis 27 RRiL befassen sich mit flankierenden Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierung und Insolvenzverfahren, namentlich mit Regelungen zur Fortbildung der Gerichte sowie Qualifikations- und Bestellungsanforderungen an Insolvenz- und Restrukturierungsverwalter einschließlich von Vergütungsfragen.[1101] Insbesondere die in Art. 25 lit. a) RRiL geforderte *angemessene Ausbildung* könnte zum Anlass genommen werden, einerseits die Konzentration der Insolvenzgerichtsbarkeit voranzutreiben[1102] und andererseits den Strukturdefiziten bei der Vorauswahl und

---

[1096] Von "*shall* put in place" zu "*may* put in place". , vgl. auch *Korch*, in: ZHR 2018, S. 440 (473).

[1097] *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541 (545).

[1098] *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541 (545).

[1099] *Kayser*, in: Kayser/Smid u.a., FS Pannen, S. 276.

[1100] *Cranshaw/Portisch*, in: KSI 2020, S. 106 (107).

[1101] *Thole*, in: ZIP 2017, S. 101 (102).

[1102] *Holzer*, in: INDat-Report 2019, S. 13 ff.

Bestellung von Insolvenzverwaltern durch die Kodifizierung berufsrechtlicher Mindestanforderungen zu begegnen.[1103]

[1103] *Vallender*, in: ZIP 2018, S. 353; *Vallender*, in: NZI 2017, S. 641–647; *Braun/Frank*, in: NZI 2020, S. 1 ff.; *Plathner*, in: NZI-Beilage 2019, S. 65 f.

D. Umsetzungs- und Reformvorschläge

Im Sommer 2020 werden zwei wichtige Gesetzgebungsprozesse angestoßen werden: Die Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie und die Umsetzung der Schlußfolgerungen aus der ESUG-Evaluation. Für Ende August/Anfang September 2020 wird ein Referentenentwurf des BMJV erwartet, der mindestens die Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie enthält. Für die Ausgestaltung der Umsetzung kommen zwei Varianten in Betracht: Es könnte im Rahmen eines „ESUG 2.0" die Restrukturierungsrichtlinie komplett in die InsO integriert und es könnten vorinsolvenzliche Sanierung und Insolvenz vollständig auf zwei verschiedene Gesetze aufgeteilt werden.[1104]

Im folgenden Abschnitt werden für beide denkbaren Alternativen Umsetzungs- und Reformvorschläge unterbreitet. Grundlage für diese Umsetzungsvorschläge sind die Ergebnisse aus dem vorangegangenen Abschnitt, wo die Umsetzungsspielräume der Richtlinie untersucht wurden.

Grundlage jedes Umsetzungsvorschlages bildet dabei stets der notwendige Interessenausgleich zwischen Schuldner- und Gläubigerinteressen, zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern sowie zwischen Alt- und Neugläubigern.[1105] Am Ende jedes Umsetzungsvorschlages wird berücksichtigt, wie sich dieser potentiell auf *Loan-to-own*-Investoren auswirken könnte.

Hinter jedem Umsetzungsvorschlag wird schließlich kurz vermerkt, ob und inwieweit eine Umsetzung durch das Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetz, welches zum 01. Januar 2021 in Kraft trat, erfolgt ist und die in dieser Arbeit unterbreiteten Vorschläge Eingang in das Gesetz fanden.

I. Umsetzungsvorschläge für die Restrukturierungsrichtlinie

1. Erlass eines eigenständigen Sanierungsgesetzes

Nach Ansicht einiger Autoren besteht in Anbetracht der nach deutschem Recht derzeit vorhandenen Sanierungsmöglichkeiten keine Notwendigkeit zur Einführung eines vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens.[1106]

Diese Auffassung hat sich durch die Verabschiedung der Restrukturierungsrichtlinie überholt: Die Mitgliedsstaaten sind verpflichtet, einen präventiven

[1104] *Morgen*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Einleitung, Rn. 21.

[1105] Vgl. *Morgen*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Einleitung, Rn. 22 ff.

[1106] *Kübler*, in: Kübler, HRI, § 1 Rn. 19; *Vallender*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 553; *Thole*, in: ZIP 2017, S. 101 (112).

Restrukturierungsrahmen mit hinreichendem Abstand zur Insolvenz zu implementieren. Die Einführung eines präventiven Restrukturierungsrahmens bietet für den deutschen Gesetzgeber die Chance, die funktionell verschiedenen Verfahrensziele von Restrukturierung und Insolvenz auf zwei Gesetze aufzuteilen und die aktuell in der InsO bestehende Vermengung von Insolvenzzielen (Aufteilung einer Rest-Vermögensmasse auf Bestandsgläubiger) und Restrukturierungszielen ((teil-)konsensuale Planlösung mit Gläubigern unter Einbeziehung künftiger Vermögenspositionen) aufzulösen.[1107]

Mit dem Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetz (SanInsFoG) wurde ein eigenes Restrukturierungsgesetz geschaffen, welches getrennt von der InsO existiert, jedoch zahlreiche Querbezüge aufweist.

2. Antragsrecht für Gläubiger

Gemäß Art. 4 Abs. 8 Satz 1 RRiL steht es im Ermessen der Mitgliedsstaaten, ein Antragrecht der Gläubiger und/oder der Arbeitnehmer einzuführen. Für Unternehmen, die keine KMU sind, sollte im nationalen Recht ein Antragsrecht von Gläubigern ohne Zustimmung des Schuldners vorgesehen werden. Auf diese Weise würde der Richtlinienzweck einer frühzeitigen Sanierung gerecht werden, selbst wenn sich die Unternehmensleitung noch der Realität verweigert.[1108]

Gemäß § 29 Abs. 3, 49 des Gesetzes über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (StaRUG) besteht ein Antragsrecht ausschließlich für den Schuldner.

3. Keine Eingangshürde für das vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren

Im Rahmen der Rezeption der Restrukturierungsrichtlinie sorgen insbesondere die Zugangsvoraussetzungen zum präventiven Restrukturierungsrahmen für Diskussionsstoff in Wissenschaft und Praxis. Diejenigen Stimmen, die das Tatbestandsmerkmal der *wahrscheinlichen Insolvenz* nach Art. 1 Abs. (1) lit. (a), Art. 4 Abs. (1) RRiL an eine materielle Prüfung knüpfen wollen, verlangen – in verschiedenen Ausprägungen – einen Nachweis der Insolvenzferne. Wie bereits zuvor ausgeführt, erscheint ein solcher Nachweis unpraktikabel und steht einer schnellen und

[1107] Zur Vermengung und zum Common Pool-Problem ausführlich *Madaus*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 446 ff.; wie hier für ein eigenes Sanierungsgesetz *Braegelmann/Bernsau*, in: ZInsO 2019, S. 374 ff.; *Madaus*, in: DB 2019, 592, 594; a.A. *Sämisch*, in: INDat-Report 2019, S. 44; *Goetker/Schulz*, in: ZIP 2016, S. 2095 (2107).

[1108] Vgl. *Jung*, in: KSI 2020, S. 23.

geräuschlosen Einleitung der präventiven Restrukturierung im Wege.[1109] Daher wird aus den nachfolgenden Erwägungen heraus der Verzicht auf eine Eingangshürde für den präventiven Restrukturierungsrahmen vorgeschlagen:

a) Erleichterung der Rechtsanwendung und des Wettbewerbs

Bestünde man auf einer Definition der Eintrittsschwelle, so müsste diese präzise und rechtssicher handhabbar sein.[1110] Wie der zuvor dargelegte „bunte Strauß"[1111] an Definitionsansätzen zeigt, ist eine ebensolche präzise Definition nicht möglich: Wird die Definition zu eng gefasst, wird sanierungsfähigen Unternehmen möglicherweise der Weg zur außergerichtlichen Sanierung abgeschnitten. Begnügt man sich mit einer generalklauselartigen, allgemeinen Definition, so besteht das Risiko ungleichmäßiger Rechtsanwendung durch die Gerichte, wie nicht zuletzt die ESUG-Evaluation für die Nachteilsprognose im Rahmen des § 270 InsO gezeigt hat.[1112]

Nicht außer Acht zu lassen ist der Umstand, dass die RRiL den EU-Mitgliedsstaaten zahlreiche Umsetzungsspielräume lässt und der Verzicht auf eine Zugangshürde zur präventiven Restrukturierung vom Wortlaut der RRiL gedeckt ist. Innerhalb der EU stehen aufgrund der europäischen Grundfreiheiten die Rechtsordnungen der Mitgliedsstaaten miteinander im Wettbewerb.[1113] Mitgliedsstaaten, welche – anders als Deutschland – bereits eine niedrigschwellige außerinsolvenzliche Restrukturierung in ihren jeweiligen Rechtsordnungen kennen, werden diese mit hoher Wahrscheinlichkeit beibehalten und die Umsetzung des präventiven Restrukturierungsrahmen noch dazu nutzen, das jeweilige Sanierungsregime für ausländische Unternehmen (noch) attraktiver zu machen.

Insbesondere die im Juli 2020 bereits weit fortgeschrittene niederländische Umsetzung des Restrukturierungsrahmens sieht voraussichtlich sehr niedrige Einstiegshürden

---

[1109] Siehe oben § 9 C. I.

[1110] *Müller*, in: ZGR 2018, S. 56 (61); *Grell/Holzmann*, in: DB 2018, S. M26 f.; *Ganter*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 212; *Kübler*, in: ZIP-Beilage 22/2016, S. 47 (48); *Mock*, in: NZI 2016, S. 977 (982); *Riggert/Seagon*, in: NZI-Beilage 2017, S. 3; *Vallender*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 539.

[1111] *Müller*, in: ZGR 2018, S. 56 (61).

[1112] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 55 ff.

[1113] Hierzu kritisch *Heese*, Die Funktion des Insolvenzrechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen, S. 80 f.

vor.[1114] Um in Zukunft einem *Forum Shopping* innerhalb der EU im Bereich der vorinsolvenzlichen Restrukturierung vorzubeugen und Deutschland als Restrukturierungsstandort zu etablieren, müssen im deutschen Recht wirtschaftlich attraktive Rahmenbedingungen geschaffen werden.[1115] Hierzu gehört ein voraussetzungsloser Zugang zum präventiven Restrukturierungsrahmen ebenso wie das Absehen von der Option zur Einführung einer Bestandsfähigkeitsprüfung gemäß Art. 4 Abs. 3 RRiL i.V.m. Erwägungsgrund 26.[1116]

b) Keine durchgreifenden Bedenken wegen Missbrauchsgefahr

Gegen einen voraussetzungslosen Zugang zum Restrukturierungsrahmen werden im Hinblick auf das Moratorium und den klassenübergreifenden *Cram-Down* teilweise Bedenken wegen Missbrauchsgefahr zulasten der Gläubiger erhoben.[1117] So würden sich eigentlich gesunde Unternehmen auf Kosten der Gläubiger einen Schuldenschnitt genehmigen können.[1118] Jedoch würde kein rational handelnder Unternehmer den Aufwand eines präventiven Restrukturierungsverfahrens grundlos auf sich nehmen, sodass die freiwillige Einleitung das Bestehen einer Unternehmenskrise indiziert.[1119] Die notwendige Annahme eines Restrukturierungsplans durch die Mehrheit der Gläubiger würde das Vorliegen einer Unternehmenskrise ebenfalls dokumentieren, sodass aufgrund dieser Kontrollfunktion durch die Gläubiger wenig Raum für Missbrauch bestünde.[1120] Art. 10, 11 RRiL sehen ohnehin eine gerichtliche Bestätigung vor, sobald in Rechte der Planbetroffenen eingegriffen wird.[1121]

[1114] *Madaus*, Die Niederlande beginnen mit der Umsetzung – das „Dutch Scheme" ist im Gesetzgebungsverfahren2019, URL: https://stephanmadaus.de/2019/07/12/die-niederlande-beginnen-mit-der-umsetzung-das-dutch-scheme-ist-im-gesetzgebungsverfahren/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Cranshaw/Portisch*, in: ZInsO 2020, S. 226 (227); *Frind*, in: Pape/Gehrlein u.a., FS Pape, S. 59 (61); *Westpfahl*, in: ZRI 2020, S. 157 (162 f.); *Deppenkemper*, in: ZIP 2020, S. 595; *Flöther/Wilke*, in: NZI-Beilage 2019, S. 80 (82).

[1115] Hierzu kritisch *Heese*, Die Funktion des Insolvenzrechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen, S. 80 f.

[1116] a.A. *Philipp/Andersch/Henn*, in: INDat-Report 2019, S. 30 (33) [Fn. 23]; *Freitag*, in: ZIP 2019, S. 541 (548).

[1117] *Geldmacher*, in: ZInsO 2011, S. 353 (360); *Dammann*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 169 ff.; *Schönfelder*, in: WM 2018, S. 1630 (1637).

[1118] *Ganter*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 214.

[1119] *Jacobi*, in: ZInsO 2017, S. 1 (6); *Madaus*, in: DB 2019, S. 592 (594).

[1120] *Fritz*, in: NZI-Beilage 2017, S. 9 (10) [Fn. 18].

[1121] *Backes/Blankenburg*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 10, Rn. 1, 60.

Eine *ex post*-Missbrauchskontrolle könnte – gegebenenfalls mit der Folge von Schadenersatzansprüchen gegen den Schuldner im Missbrauchsfall[1122] – stattfinden, ohne im Vorfeld den niedrigschwelligen, unbürokratischen Zugang zur vorinsolvenzlichen Restrukturierung einzuschränken.[1123] Insoweit ist die Entwicklung einer gerichtlichen Kasuistik einem gesetzgeberischen Übereifer vorzuziehen.[1124]

c) Keine durchgreifenden verfassungsrechtlichen Bedenken

Gegen den Verzicht auf eine Eintrittschwelle werden auch verfassungsrechtliche Bedenken vorgetragen: So sei ein Eingriff in Gläubigerrechte – welchen der Restrukturierungsrahmen ermöglicht – außerhalb eines Insolvenzverfahrens mit Art. 9 und 14 GG nicht zu vereinbaren.[1125]

Dieses Argument verfängt nicht: Die Einbeziehung von Gläubigern in das Restrukturierungsverfahren wird von der Restrukturierungsrichtlinie zwingend vorgeschrieben, sodass die Umsetzung dessen nach den Solange II-Grundsätzen des Bundesverfassungsgerichts nur eingeschränkt an nationalem Verfassungsrecht gemessen werden kann.[1126] Prüfungsmaßstab für die Richtlinie selbst sind Art. 17, 47 EU-GRCh.[1127]

Darüber hinaus ist zum Eigentumsgrundrecht aus Art. 14 GG zweierlei anzumerken:

Einerseits beschränkt sich der verfassungsrechtliche Schutz aus Art. 14 Abs. 1 GG bei nicht mehr vollwertigen Forderungen auf den Restwert.[1128] Andererseits wird das Eigentumsrecht nur innerhalb von Inhalts- und Schrankenbestimmungen im Sinne von Art. 14 Abs. 2 GG gewährleistet.[1129]

[1122] *Backes/Blankenburg*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 10, Rn. 85, 109; *Lau/Schwartz*, in: NZG 2020, S. 450 (456).

[1123] *Madaus*, in: Ebke/Seagon u.a., Unternehmensrestrukturierung im Umbruch, S. 46, 53 ff.

[1124] *Kern*, in: NZI-Beilage 2019, S. 18 (20).

[1125] Vgl. statt Vieler *Ganter*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 200 m.w.N.; ausf. *Madaus*, in: KSzW 2015, S. 183 (186 ff.).

[1126] *Korch*, in: ZIP 2020, S. 446 (448) [Fn. 15].

[1127] *Fritz*, in: NZI-Beilage 2017, S. 9 (10).

[1128] *Madaus*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 446 (450); a.A. offenbar *Vallender*, in: Paulus/Wimmer-Amend, FS Wimmer, S. 549, der im Zusammenhang mit Krisen von vollwertigen Forderungen schreibt.

[1129] *Eidenmüller/Engert*, in: ZIP 2009, S. 541 (546); *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 381 ff.

Im Übrigen verfolgt ein *Loan-to-own*-Investor als wachstumsorientierter *Value Investor* verfassungsrechtlich gebilligte Ziele.

Die Sanierung eines Unternehmens erhält Wirtschaftsstandorte und Arbeitsplätze, während eine Regelinsolvenz die Zerschlagung herbeiführt. Von daher ist der Wert einer Sanierung für das Gemeinwohl höher einzuschätzen als der einer Insolvenz.[1130] Solche gemeinwohlorientierten Ziele stellen – wie § 19 Abs. 4 KreditReorgG zeigt[1131] – einen zulässigen Gegenstand von Inhalts- und Schrankenbestimmungen im Sinne des Art. 14 Abs. 2 GG dar.[1132] Mithin ist der Erhalt eines Unternehmens im Wege einer Sanierung geeignet, um eine Inhalts- und Schrankenbestimmung im Sinne des Art. 14 Abs. 2 GG zu rechtfertigen. Anders als etwa *Henneberg* suggeriert[1133], müssen sich der Zweck der Richtlinie, odnungspolitisch auf den Erhalt von Arbeitsplätzen und Wirtschaftsstandorten einzuwirken und das Interesse einzelner Gläubiger nicht zwingend widersprechen.

Die Argumentation zu Art. 14 GG ist auf Art. 9 GG mit der Maßgabe anwendbar, dass die Gemeinwohlziele der RRiL einen Eingriff in die (negative) Vereinigungsfreiheit der Gläubigergesamtheit rechtfertigen.[1134]

Ermöglichte der deutsche Gesetzgeber in Umsetzung der RRiL nun ein vorinsolvenzliches kollektives Reorganisationsverfahren samt Mehrheitsprinzip, so stellte dies für das deutsche Recht zwar einen Paradigmenwechsel[1135] dar, aus verfassungsrechtlicher Sicht jedoch nur eine Änderung der Inhalts- und Schrankenbestimmungen und somit keinen ungerechtfertigten Grundrechtseingriff.

Im StaRuG hat sich der Gesetzgeber für eine Anknüpfung an die drohenden Zahlungsunfähigkeit im Sinne des § 18 InsO entschieden, §§ 14, 29 StaRuG. Dies erscheint gerade im Vergleich mit den Umsetzung europäischer Nachbarstaaten wie den Niederladen viel zu spät und insolvenznah.

[1130] *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514 (518).

[1131] *Müller*, in: KTS 2012, S. 427.

[1132] *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 399 ff.

[1133] *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, S. 17 schreibt vom "vergessenen Interesse" der Gläubiger.

[1134] *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 391 ff.; Siehe für § 19 Abs. 4 KreditReorgG *Müller*, in: KTS 2012, S. 427.

[1135] *Korch*, in: ZHR 2018, S. 440 (442); *Heese*, in: JZ 2018, S. 179 (180).

4. Niedrigschwelliger Zugang zum Moratorium

Aus den zuvor angestellten Erwägungen ergibt sich auch die Notwendigkeit eines niedrigschwelligen Zugangs zum Moratorium.[1136] Insoweit sollte der Nachweis konkret angebahnter, begonnener oder laufender Restrukturierungsverhandlungen (etwa durch die Vorlage von Korrespondenz), die Glaubhaftmachung des Nichtvorliegens von Verweigerungsgründen und deren kursorische Prüfung durch die zuständige Justiz- oder Verwaltungsbehörde für die Anordnung eines Moratoriums genügen. Eine intensive Vorprüfung der in Erwägungsgrund 33 genannten Regelbeispiele für eine Verweigerung des Moratoriums – etwa Zahlungsrückstände gegenüber Arbeitnehmern, Steuerbehörden oder Sozialversicherungsträgern, Finanzstraftaten der Unternehmensleitung – lassen sich nicht in der Kürze und mit der Diskretion verifizieren, welche für die Anordnung eines Moratoriums während der angebahnten oder laufenden Restrukturierungsverhandlung notwendig sind. Tiefergehendere Überprüfungen sollten erst im Wege repressiver Missbrauchskontrolle auf Antrag erfolgen.

In der deutschen Umsetzung durch das SanInsFoG kann ein Moratorium („Stabilisierungsanordnung") nach §§ 49 ff. StaRuG nur auf Antrag des Schuldners gerichtlich angeordnet werden.

5. Auf betroffene Gläubiger beschränktes Moratorium

Die Gestaltungsoption zur Reichweite des Moratoriums sollte zugunsten eines beschränkten Moratoriums ausgeübt werden. Eine (verfrühte) Publizität der präventiven Restrukturierung kann so vermieden werden, denn gemäß Art. 6 Abs. 3 Satz 2 RRiL sind im Falle eines beschränkten Moratoriums nur solche Gläubiger betroffen, die über die Verhandlung des Restrukturierungsplans in Kenntnis gesetzt werden. Für einen *Loan-to-own*-Investor würde dies kein Hindernis darstellen, weil die Initiative zur Einleitung einer präventiven Restrukturierung oftmals indirekt von diesem selbst ausgehen wird.[1137]

Eine Beschränkung des Moratoriums auf betroffene bzw. einzelne Gläubiger ist in § 49 Abs. 2 StaRuG vorgesehen.

6. Planvorlagerecht für Gläubiger

Gemäß Art. 9 Abs. 1 UA 2 RRiL haben die Mitgliedsstaaten die Möglichkeit, ein Planvorlagerecht für Gläubiger und Restrukturierungsbeauftragte im nationalen Recht

[1136] Siehe oben § 9 C. IV.

[1137] Vgl. zum Druckpotential de lege lata *Palenker*, Loan-to-own, S. 234 ff.

vorzusehen. Die Einführung eines Planvorlagerechts für Gläubiger ist zu befürworten, weil auf diese Weise ein Restrukturierungsplan vorgelegt werden kann, der von vorne herein die Akzeptanz der Mehrheit der planbetroffenen (professionellen) Gläubiger genießt und dem Schuldner nicht ein entsprechender Plan „in die Feder diktiert" werden muss.

In der deutschen Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie besteht gemäß § 17 Abs. 1 StaRuG nur ein Planvorlagerecht des Schuldners („Angebot des Schuldners").

7. Einbeziehung der Anteilseigner in Restrukturierungspläne

Wie zuvor bereits erörtert[1138], sollte von der in Art. 9 Abs. 3 lit. a) i.V.m. Abs. 2 RRiL gegebenen Möglichkeit, Anteilseigner als mögliche Betroffene von Restrukturierungsplänen auszunehmen, kein Gebrauch gemacht werden. Anderenfalls würde das Instrument des *Debt-Equity-Swap*, welches durch das ESUG in der Insolvenzordnung normiert wurde, in der vorinsolvenzlichen Sanierung nicht zur Verfügung stehen. Eine Beschränkung des *Debt-Equity-Swap* auf insolvenzliche Verfahren wäre mit dem Ziel der Etablierung einer Sanierungskultur in Deutschland nicht zu vereinbaren.[1139] Auch sollen Anteilseigner weder die Annahme noch die Bestätigung noch die Umsetzung eines Restrukturierungsplanes „*grundlos verhindern oder erschweren*" dürfen. Diesem Erfordernis kann am besten genügt werden, wenn die Anteilseigner in die Abstimmungsystematik der Art. 9–11 RRiL einbezogen werden.[1140]

In der deutschen Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie können gemäß § 9 Abs. 1 Nr. 4 StaRuG Anteilseigner („Inhaber von Anteils- oder Mitgliedschaftsrechten") Restrukturierungsplan einbezogen werden.

8. Keine Einführung einer ergänzenden Kopfmehrheit als Voraussetzung für die Planbestätigung

Von der in Art. 9 Abs. 6 Satz 2 RRiL vorgesehenen Möglichkeit, für jede Abstimmungsklasse neben der Summenmehrheit ergänzend eine Kopfmehrheit einzuführen, sollte kein Gebrauch gemacht werden. Ein Restrukturierungsplan gilt als

---

[1138] Siehe oben § 9 C. V. I.

[1139] *Specovius/von Wilcken*, in: NZI-Beilage 2017, S. 24 (25).

[1140] *Tresselt*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 12, Rn. 50 ff.; *Morgen*, in: Schmidt, SanierungsR, Teil 2 D., Rn. 142 ff.; *Westpfahl/Knapp*, in: Flöther, SanR, Kapitel F. IV., Rn. 278; *Smid*, in: ZInsO 2020, S. 266 (274); *Hölzle*, in: ZIP 2020, S. 585 (591); *Spahlinger*, in: NZI-Beilage 2019, S. 69 (70); a.A. *Korch*, in: ZIP 2020, S. 446 (448, 452 f.) [Fn. 15]; *Seibt/von Treuenfeld*, in: DB 2019, S. 1190 (1197).

angenommen, wenn bei der Abstimmung in jeder planbetroffenen Gruppe die Mehrheit erreicht wird, Art. 9 Abs. 6 RRiL.

Die reine Summenmehrheit erleichtert den Umgang mit Akkordstörern auf der Gläubigerseite: Würde eine Kopfmehrheit zusätzlich eingeführt, bedürfte es eines Mindestquorums von 25 % bis zu 50 % von Stimmen- und Kopfmehrheit für einen Finanzgläubiger, sofern dieser das Risiko, in seiner eigenen Gläubigergruppe überstimmt zu werden, vermeiden möchte.[1141]

In der deutschen Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie ist gemäß § 25 StaRuG ausschließlich eine Mehrheit nach Stimmen vorgesehen

9. Keine Erhöhung der Mindestzahl der zustimmenden Klassen für den klassenübergreifenden *Cram-Down*

Von der in Art. 11 Abs. 1 UA 3 RRiL i.V.m. Erwägungsgrund 54 vorgesehen Möglichkeit, die Mindestzahl der zustimmenden Klassen für einen klassenübergreifenden *Cram-Down* zu erhöhen, sollte kein Gebrauch gemacht werden.[1142] Das Genügen einer einzigen, starken Gläubigergruppe mit Summenmehrheit genügt zur Sicherstellung des Sanierungserfolges, etwa in Form eines *Debt-Equity-Swap*, und wirkt dem Obstruktionspotential von Minderheitsgläubigern entgegen.[1143]

In der deutschen Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie wurde in der einschlägigen Bestimmung, § 26 Abs. 1 Nr. 3 StaRuG die Mindestzahl der zustimmenden Klassen nicht erhöht: Beim Bestehen von nur einer Gruppe genügt unter den Voraussetzungen des § 26 StaRuG die Zustimmung von nur einer Gruppe.

II. Reformvorschläge für die InsO

1. Sanierung als gleichwertiges Verfahrensziel im Sinne des § 1 InsO

In § 1 InsO werden die Ziele des Insolvenzverfahrens vorgestellt. Demnach dient das Insolvenzverfahren dazu, *die Gläubiger eines Schuldners gemeinschaftlich zu befriedigen, indem das Vermögen des Schuldners verwertet und der Erlös verteilt oder in einem Insolvenzplan eine abweichende Regelung insbesondere zum Erhalt des Unternehmens*

[1141] Vgl. *Lange/Swierczok*, in: BB 2019, S. 514 (518); *Madaus*, in: Ebke/Seagon u.a., Unternehmensrestrukturierung im Umbruch, S. 54 [Fn. 28]; *Walter/Brandhoff*, in: BKR 2020, S. 125 (127).

[1142] *Kowalewski/Praß*, in: Morgen, prävRR-Kommentar, Teil B Art. 11, Rn. 87 ff.

[1143] a.A. *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 516 ff.

getroffen wird, § 1 Satz 1 InsO.[1144] Die zweite Alternative von Satz 1 – der Erhalt des Unternehmens – wird allgemein als Hinweis auf die Sanierung als Verfahrensziel verstanden.[1145] Konsens ist allerdings auch, dass die Sanierung in § 1 InsO nicht als gleichwertiges, alternatives Verfahrensziel vermittelt wird, sondern als sekundäres Ziel[1146] oder bildlich gesprochen als *„Stiefgeschwister der Liquidation"* aufgefasst werden.[1147]

Sollte die Umsetzung der RRiL nicht zum Erlass eines eigenen Sanierungsgesetzes sondern zur Kodifizierung einer einheitlichen Restrukturierungs-, Sanierungs- und Insolvenzordnung[1148], wird § 1 InsO dahingehend zu modifizieren sein, dass die Sanierung unter Erhalt des Rechtsträgers zum gleichwertigen Verfahrensziel neben der gemeinschaftlichen Gläubigerbefriedigung durch Verwertung heraufgestuft wird, anstatt wie bislang nur sekundäres Ziel nach der gleichmäßigen Gläubigerbefriedigung zu sein.[1149] Zur Etablierung einer Sanierungskultur in Deutschland gehört auch die Erkenntnis, dass die gemeinschaftliche Befriedigung der Gläubiger im Sinne des § 1 InsO bei sanierungsfähigen Unternehmen in bestimmten Fällen nicht zum wirtschaftlich besten Ergebnis führt.[1150]

Weil Sanierung und Insolvenz im Zuge der Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie in zwei verschiedenen Gesetzen behandelt werden – StaRuG und InsO – ist dieser Umsetzungsvorschlag hinfällig geworden.

2. Professionalisierung durch Zuständigkeitskonzentration

Der Ruf nach einer Verfahrenskonzentration in der Insolvenzgerichtsbarkeit ist keine v*ox clamantis in deserto*, sondern bewegt sich in bester Gesellschaft.[1151] Die vorliegende Arbeit hat gezeigt, dass eine Sanierung innerhalb und außerhalb eines formalen Restrukturierungs- oder Insolvenzverfahrens eine komplexe Spezialmaterie darstellt,

---

[1144] Die Restschuldbefreiung nach § 1 Satz 2 InsO kann hier außer Betracht bleiben.

[1145] *Ahrens*, in: Boele-Woelki/Faust u.a., FS K. Schmidt zum 80. Geburtstag, S. 1.

[1146] *Spiekermann*, in: ZInsO 2019, S. 429 (431); *Cranshaw*, in: ZIP 2020, S. 1269 (1279).

[1147] *Ahrens*, in: Boele-Woelki/Faust u.a., FS K. Schmidt zum 80. Geburtstag, S. 1.

[1148] *Sämisch*, in: INDat-Report 2019, S. 44.

[1149] *Spiekermann*, in: ZInsO 2019, S. 429 (431).

[1150] *Küpper*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 3 Rn. 22.

[1151] *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ESUG-Evaluation, S. 235 ff.; *Brinkmann/Denkhaus/Horstkotte/Schmidt/Westpfahl/Wierzbinski/Ziegenhagen*, in: ZIP 2017, S. 2430; *Schmerbach*, in: Wimmer, FrankfKo-InsO, § 2 InsO, Rn. 63 ff.; *Holzer*, in: INDat-Report 2019, S. 13 (14 ff.).

die spezialisierte, erfahrene und nicht zuletzt auch betriebswirtschaftlich bewandte Richter erfordert. Unter der derzeitigen Rechtslage und der Handhabung in der Praxis ist dies nicht gewährleistet.[1152] Die Ermächtigung in § 2 Abs. 2 InsO, *„andere oder zusätzliche Amtsgerichte zu Insolvenzgerichten zu bestimmen und die Bezirke der Insolvenzgerichte abweichend festzulegen“* ermöglicht im Sinne des Grundsatzes der Bürgernähe[1153] sogar eine weitere Dekonzentration, was für (masselose) Verbraucherinsolvenzen sinnvoll erscheinen mag, dem Bestreben nach effizienten Sanierungsbedingungen für Krisenunternehmen aber zuwiderläuft.

Auch ohne Antastung des verfassungsrechtlichen Grundsatzes der föderativen Gerichtsorganisation bestünde die Möglichkeit, durch formelle Bundesgesetze eine Verfahrenskonzentration zu bewirken. Ein gelungenes Beispiel hierfür ist die Einrichtung der zentralen Mahngerichte aufgrund der Ermächtigung in § 689 Abs. 3 ZPO. Deutschlandweit gibt es dreizehn Mahngerichte, wobei teilweise aufgrund von Staatsverträgen ein Gericht für mehrere Bundesländer zuständig ist.[1154]

In Bezug auf Verbraucherinsolvenzen ist zuzugeben, dass örtliche Nähe des Insolvenzgerichts für die Betroffenen eine größere Bedeutung hat als Sachkunde in Spezialverfahren, welche auf Verbraucher- und Privatinsolvenzen ohnehin nicht bzw. kaum je Anwendung finden werden. Der im Land Berlin eingeschlagene Sonderweg[1155] zeigt, dass eine normative Trennung von Verbraucherinsolvenzen und „Unternehmensinsolvenzen“ möglich ist. Unter einer „Unternehmensinsolvenz“ wäre insoweit die Insolvenz einer juristischen Person, eine Insolvenz bei einer der in § 11 Abs. 2 Nr. 1 InsO genannten Gesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit sowie die Insolvenz eines Einzelkaufmannes. Der Einzelkaufmann wäre in eine solche Regelung einzubeziehen, weil auch dem einzelkaufmännischen Unternehmen das Insolvenzplanverfahren – regelmäßig mit dem Ziel der Ausgliederung[1156] – offensteht und besondere Sachkunde des Gerichts hierfür erforderlich ist.

Ein im Rahmen des „ESUG 2.0“ zu reformierender § 2 Abs. 2 InsO könnte orientiert an § 689 Abs. 3 ZPO daher folgendermaßen formuliert werden:

§ 2 Abs. 2 InsO-E

[1152] So auch deutlich *Schmerbach*, in: Wimmer, FrankfKo-InsO, Vor §§ 1 ff. InsO, Rn. 100 ff.

[1153] *Rüther*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 2 InsO, Rn. 7.

[1154] *Dörndorfer*, in: Vorwerk/Wolf, BeckOK-ZPO, § 689 ZPO, Rn. 7.

[1155] In Berlin besteht die Besonderheit, dass nur für vom Schuldner beantragte Verbraucherinsolvenzverfahren und sonstige Kleininsolvenzverfahren jedes der 12 Amtsgerichte Insolvenzgericht ist, *Rüther*, in: Schmidt, HambKo-InsO, § 2 InsO, InsO § 2 Rn. 7.

[1156] *Schröder/Berner*, in: NZI 2017, S. 837–842.

[1]Die Landesregierungen werden ermächtigt, zur sachdienlichen Förderung oder schnelleren Erledigung durch Rechtsverordnung Insolvenzverfahren einem Amtsgericht für die Bezirke mehrerer Amtsgerichte zuzuweisen. [2]Die Zuweisung ist auf Insolvenzverfahren zu beschränken, die über das Vermögen einer juristischen Person, über das Vermögen einer Gesellschaft ohne Rechtspersönlichkeit im Sinne des § 11 Abs. 2 Nr. 1 oder über das Vermögen eines sonstigen Kaufmannes im Sinne der §§ 1 bis 7 HGB eröffnet werden. [3]Die Landesregierungen können die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Landesjustizverwaltungen übertragen. [4]Mehrere Länder können die Zuständigkeit eines Amtsgerichts über die Landesgrenzen hinaus vereinbaren.

Eine weitere Möglichkeit bestünde darin, auf eine enumerative Aufzählung der Ausprägungen von „Unternehmensinsolvenzen“ zu verzichten und diese anhand von § 304 InsO negativ abzugrenzen:

§ 2 Abs. 2 InsO-E

[1]Die Landesregierungen werden ermächtigt, zur sachdienlichen Förderung oder schnelleren Erledigung durch Rechtsverordnung Insolvenzverfahren einem Amtsgericht für die Bezirke mehrerer Amtsgerichte zuzuweisen. [2]Die Zuweisung ist auf Insolvenzverfahren zu beschränken, die keine Verbraucherinsolvenzverfahren im Sinne des § 304 sind. [3]Die Landesregierungen können die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Landesjustizverwaltungen übertragen. [4]Mehrere Länder können die Zuständigkeit eines Amtsgerichts über die Landesgrenzen hinaus vereinbaren.

Beide Formulierungen würden eine Zuständigkeitskonzentration analog den zentralen Mahngerichten für Unternehmensinsolvenzen ermöglichen. Gleichzeitig bliebe die Regelung des § 2 Abs. 3 InsO zu Gruppen-Gerichtsständen unberührt und bedürfte insoweit keiner Anpassung.

Für Entscheidungen in Restrukturierungssachen ist gemäß § 34 Abs. 1 StaRuG das Amtsgericht, in dessen Bezirk ein Oberlandesgericht seinen Sitz hat, als Restrukturierungsgericht für den Bezirk des Oberlandesgerichts ausschließlich zuständig. Somit wurde zumindest für außerinsolvenzliche Restrukturierungssachen eine Zuständigkeitskonzentration geschaffen. Restrukturierungen, die im Rahmen eines Insolvenzplans stattfinden sollen, werden indes nach wie vor vom örtlich zuständigen Amtsgericht als Insolvenzgericht entschieden – weiterhin verbunden mit dem Risiko fachlicher und zeitlicher Überforderung des Spruchkörpers.

3. Umgang mit § 18 InsO

Wie bereits gezeigt, besteht über die Abgrenzung zwischen drohender Zahlungsunfähigkeit im Sinne des § 18 InsO und wahrscheinlicher Insolvenz im Sinne

der RRiL bislang keine Einigkeit – nicht einmal über die Frage, ob die beiden Begriffe gleich oder unterschiedlich zu verstehen sind.[1157] Eine trennscharfe Abgrenzung gebietet schon das Abstandsgebot zwischen Restrukturierung im Sinne des RRiL zur Insolvenz. Zur Insolvenz bzw. den insolvenzlichen Verfahren ist auch das Schutzschirmverfahren nach § 270b InsO zu zählen.

a) Erste Alternative: Streichung des § 18 InsO

Eine Umsetzungsmöglichkeit für den RRiL unter Wahrung eines ausreichenden zeitlichen und sachlichen Abstandes zwischen vorinsolvenzlicher Sanierung und Insolvenz wäre, die drohende Zahlungsunfähigkeit als fakultativen Insolvenzeröffnungsgrund zu streichen und dadurch die Anwendbarkeit des Insolvenzverfahrens auf die zwingenden Insolvenzgründe der § 17 InsO und § 19 InsO zu reduzieren.[1158] Infolge einer Streichung des § 18 InsO würde der Anwendungsbereich des Schutzschirmverfahrens nach § 270b InsO stark eingeschränkt, weil dieses gemäß § 270b Abs. 1 Satz 1 Var. 2 InsO nur noch bei rechtzeitigen Schuldneranträgen wegen Überschuldung und zugleich bestehenden Sanierungsaussichten zur Verfügung stünde. Ausweislich der ESUG-Evaluation hat das Schutzschirmverfahren keine große Bedeutung entwickelt, sodass eine weitere Einschränkung seines Anwendungsbereich keine großen Verwerfungen befürchten ließe.[1159]

b) Zweite Alternative: Antragsberechtigung wegen drohender Zahlungsunfähigkeit für qualifizierte Gläubiger

Wie zuvor herausgearbeitet, kann der Gläubiger bei unkooperativen Schuldnern erst bei Eintreten der antragspflichtigen Insolvenzgründe – also Zahlungsunfähigkeit nach § 17 InsO und Überschuldung nach § 19 InsO – die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens bewirken. Der aus Sanierungssicht bestmögliche Antrag ist aber der (freiwillige) Insolvenzantrag wegen drohender Zahlungsunfähigkeit gemäß § 18 InsO. Wird ein Antrag nach § 18 InsO gestellt, hat der Schuldner in jedem Falle alle insolvenzlichen Verfahrensgestaltungsoptionen einschließlich des Schutzschirmverfahrens gemäß § 270b InsO. Demgegenüber ist jedoch zu konstatieren, dass die Verantwortlichen in Unternehmen – häufig zur Vermeidung des „Makels der Insolvenz“ und aus psychologischen Gründen – den Insolvenzantrag so weit wie möglich hinauszögern, bis

[1157] Siehe oben § 9 C. I. 1.

[1158] *Harz/Comtesse/Conrad*, in: ZInsO 2019, S. 2241 ff.; *Brinkmann*, in: Boele-Woelki/Faust u.a., FS K. Schmidt zum 80. Geburtstag, S. 153 (165 f.) m.w.N.

[1159] *Barley/Reuter*, in: INDat-Report 2019, 22-24.

ihnen § 15a InsO keine andere Wahl mehr lässt als einen Antrag wegen eines „harten" Insolvenzgrundes nach § 17 oder § 19InsO zu stellen.[1160] Bei Vorliegen von Zahlungsunfähigkeit ist das Schutzschirmverfahren abgeschnitten, und die Drei-Wochen-Frist des § 15a InsO bietet kaum genug Zeit, um ein tragbares Sanierungskonzept im Rahmen eines Insolvenzplanes zu entwickeln.

In drohenden Insolvenzszenarien wäre daher sinnvoll, wenn auch Gläubiger berechtigt wären, einen Antrag nach § 18 InsO zu stellen. Dies würde freilich ein Anhörungsrecht des Schuldners im Sinne von §§ 10, 14 Abs. 2 InsO bedingen. Das Beweismaß für einen Gläubigerantrag wäre gemäß § 14 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 4 InsO ein Glaubhaftmachen im Sinne des § 294 ZPO.[1161]

Dieses Beweismaß müsste für einen Gläubigerantrag dahingehend präzisiert werden, dass die drohende Zahlungsunfähigkeit nur durch Vorlage fundierter Unternehmensanalysen und -prognosen glaubhaft gemacht werden kann. Für die Krisenerfassung bestehen allgemein anerkannte betriebswirtschaftliche Analysemethoden, auf welche hier zurückzugreifen wäre.[1162] Geeignet hierfür wären zum Beispiel *Due Diligence Reports*, *Performance Analyses* oder auch *Fair Value Opinions*.[1163] Diese können durch das Gericht in Augenschein genommen werden, §§ 371 ff. ZPO, und *Distressed Debt*-Analysten des *Loan-to-own*-Investors können als Zeuge befragt werden, §§ 373 ff. ZPO.

Solche betriebswirtschaftlichen Analysetechniken werden durch *Loan-to-own*-Investoren zur Marktbeobachtung, Marktanalyse und nicht zuletzt zur Auswahl von Zielgesellschaften eingesetzt. Ist aufgrund solcher Analysen eine Investitionsentscheidung gefallen und ein notleidender Kredit erworben, so verfügt ein *Loan-to-own*-Investor zum Zeitpunkt der Antragsstellung über präsente Beweismittel (nämlich die im Vorfeld der Investition erstellten Analysen), sodass eine

---

[1160] *Lau*, Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, S. 26; *Undritz*, in: Vallender/Undritz, Praxis des InsR, § 10 Rn. 13; *Göb*, in: NZG 2012, S. 371; *Brinkmann*, in: WM 2011, S. 97; *Seagon*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 26 Rn. 1; *Paul/Rudow*, in: NZI 2016, S. 385 (387); *Ehlers*, in: BB 2013, S. 1539.

[1161] *Prütting*, in: Krüger/Rauscher, MüKo-ZPO, § 294 ZPO, Rn. 9; *Kayser*, in: ZIP-Beilage 22/2016, S. 40.

[1162] Übersicht bei *Gras*, in: Nerlich/Kreplin, MAH Insolvenz und Sanierung, Rn. 34-58.

[1163] *Schalast, Daynes*, Distressed Debt-Investing in Deutschland, URL: https://d-nb.info/990145441/34, zuletzt geprüft am: 31.07.2020; *Richter*, Möglichkeiten und Grenzen des Distressed Debt Investing in Deutschland, S. 40 ff.

Beweisaufnahme auch „sofort“ im Sinne des § 294 Abs. 2 ZPO erfolgen kann. Freilich setzt ein auf diese Weise glaubhaft zu machender Insolvenzantrag entsprechende Expertise seitens der Insolvenzrichter voraus, was ein weiteres Argument für eine Verfahrenskonzentration darstellt.

Leider hat sich der deutsche Gesetzgeber im SanInsFoG bzw. im StaRuG für die Beibehaltung und sogar für die Anknüpfung des Restrukturierungsrahmens an § 18 InsO entschieden, was Forderungen an seine Abschaffung zumindest auf absehbare Zeit den Boden entziehen dürfte. Die dadurch bestehenden, zuvor beschriebenen Inkonsistenzen und Überschneidungen mit dem vorläufigen Insolvenzverfahren und der Eigenverwaltung bleiben allerdings bestehen, sodass – neben der im Vergleich mit anderen europäischen Rechtsordnungen unattraktiv späten Verfügbarkeit des Restrukturierungsrahmens – § 18 InsO weiterhin Gegenstand der fachlichen Debatte bleiben und hoffentlich auch einer nun verschobenen, aber dennoch überfälligen Reform werden dürfte.

III. Ablehnung von sogenannter „Gläubigertransparenz“

In jüngerer Zeit wurde unter ausdrücklicher Bezugnahme auf *Loan-to-own*-Transaktionen vermehrt die Forderung laut, für den Erwerb von Fremdkapitalpositionen Publizitätspflichen -etwa analog zu § 33 WpHG – einzuführen, wenn hinter dem Erwerb der Fremdkapitalposition die Absicht steht, einen *Debt-Equity-Swap* durchzuführen.[1164] Auf diese Weise soll „Gläubigertransparenz“ hergestellt werden und Stakeholder des Zielunternehmens vor den Absichten des *Loan-to-own*-Investors gewarnt werden.

Von den zahlreichen rechtspolitischen Vorhaltungen gegen das Geschäftsmodell *Loan-to-own* einmal abgesehen, ist diesen Vorschlägen auch in der Sache zu widersprechen:

1. Keine Publizitätspflichten beim Erwerb von Fremdkapitalpositionen

Eine Publizitätspflicht für den Erwerb von Fremdkapitalpositionen würde eine Anknüpfung an einen subjektiven Tatbestand – die geplante Durchführung eines *Debt-Equity-Swap* – voraussetzen. Abgesehen davon, dass sich *Loan-to-own*-Investoren ebenso wie andere aktive Investoren mit öffentlichen Äußerungen über ihre geplanten Transaktionen tendenziell zurückhalten, ist im Zuge eines Beteiligungsaufbaus oft dem *Loan-to-own*-Investor selbst (noch) nicht klar, welche Fremdkapitaltranche in Eigenkapital getauscht werden könnte. Ferner darf nicht außer Acht gelassen werden, dass *Loan-to-own*-Investoren sich in einem volatilen, dynamischen Marktumfeld

[1164] *Palenker*, Loan-to-own, S. 494 ff, 589 ff.; *Brinkmann*, in: WM 2017, S. 1033 (1036).

bewegen. Oftmals entscheidet sich daher – auch in Anbetracht der langen Haltedauer von etwa fünf bis sieben Jahren – erst im Laufe des Aufbaus einer Gläubigerposition, ob das Investitionsziel überhaupt im Wege eines *Debt-Equity-Swap* erreicht werden kann und soll.[1165]

Wie bereits aufgezeigt, zeichnet alternative, aktive Investoren ein hohes Maß an Flexibilität und Opportunismus im positiven Sinne aus: Es besteht regelmäßig keine intrinsische oder extrinsische Verpflichtung auf einen bestimmten Transaktionstyp. Erworbene Fremdkapitalpositionen werden bestmöglich verwertet, was gleichermaßen im Wege eines Hold-Out, einer (weiteren) Weiterveräußerung an einen Debt Broker oder in geeigneten Ausnahmefällen sogar durch die Zerschlagung des Schuldnerunternehmens geschehen kann.

Die normative Anknüpfung einer Publizitätspflicht für Fremdkapitalpositionen an eine subjektive Absicht zur Durchführung einer *Loan-to-own*-Transaktion geht somit an der Realität der Arbeitsweise von *Distressed Debt*-Investoren vorbei und würde mangels Bekanntgabe der strategischen Absichten des Forderungskäufers auch an erheblichen Vollzugsdefiziten leiden.

Die Einführung einer generellen Offenlegungspflicht beim Erwerb von Fremdkapitalpositionen unabhängig vom Motiv würde indes einen Paradigmenwechsel im deutschen Recht bedeuten, dessen Zulässigkeit aus verfassungs- und einfachrechtlicher Sicht zu beleuchten den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde.

Die Idee einer Gläubigertransparenz durch Publizitätspflichten beim Forderungserwerb ist daher – trotz ihres zweifellos hohen akademischen Wertes – zu verwerfen.

2. Einschlägigkeit der eigenkapitalrechtlichen Publizitätspflichten nach Vollzug des Debt- Equity Swap

Indes ist darauf zu verweisen, dass im Zeitpunkt der Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital bei börsennotierten Gesellschaften die wertpapierhandelsrechtlichen und wertpapierübernahmerechtlichen Meldepflichten und ggf. die Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots greifen.[1166] Minderheitsaktionäre können daher auch bei *Debt-Equity-Swap*s auf dasselbe Anlegerschutzinstrumentarium zugreifen wie bei anderweitigen Kapitalmaßnahmen auch.

[1165] So selbst *Palenker*, Loan-to-own, S. 78.

[1166] Siehe oben § 6 A. IV. 2. f).

Teil 4: Blick auf die Corona-Gegenwart und Ausblick in die Zukunft

§ 10 Ausblick auf die Bedeutung der Coronakrise für *Loan-to-own*-Investoren

Die von dem Virus SARS-CoV-2 ausgelöste COVID-19-Pandemie hat die Welt Ende Juli 2020 immer noch fest im Griff. Anders als die Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 ist die Realwirtschaft gleichermaßen betroffen wie der Kapitalmarkt. Die Welt befindet sich in einer Wirtschaftskrise, die laut OECD die schlimmte Rezession seit fast 100 Jahren auslösen könnte.[1167] Der Gesetzgeber hat Ende März mit dem Coronafolgenabmilderungsgesetz[1168] und dem Gesetz zur Errichtung eines Wirtschaftsstabilisierungsfonds[1169] zahlreiche Maßnahmen ergriffen, um die Folgen der Pandemie für die Wirtschaft abzumildern.[1170] Im Folgenden soll ein Ausblick gegeben werden, ob und – falls ja, wie – die deutsche Gesetzgebung zur wirtschaftlichen Abmilderung der Coronakrise das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren beeinflusst.

A. Restrukturierungs- oder Insolvenzwelle durch das COVInsAG?

Zentraler Bestandteil des Coronafolgenabmilderungsgesetz ist das *Gesetz zur vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und zur Begrenzung der Organhaftung bei einer durch die COVID-19-Pandemie bedingten Insolvenz* (COVInsAG), welches rückwirkend zum 01.03.2020 in Kraft trat und – vorbehaltlich einer Verlängerung bis zum 31.03.2021 – bis zum 30.09.2020 gelten soll.[1171]

Neben Regelungen zur Abmilderung der Haftungsrisiken für Unternehmensleiter und Einschränkungen der Haftungs- und Anfechtungsrisiken für Gläubiger enthält das COVInsAG vor allem in § 1 COVInsAG eine Aussetzung der Insolvenzantragspflicht.[1172] Die Bestimmung des § 15a InsO ist damit für die Geltungsdauer des Gesetzes

---

[1167] Vgl. Nachweise bei *von Raven/Stainer*, in: M&A Review 2020, S. 260; *Beissenhirtz*, in: ZInsO 2020, S. 1333 (1335).

[1168] BGBl. 2020 I, S. 569 ff.

[1169] BGBl. 2020 I, S. 543 ff.

[1170] *Lieder*, in: ZIP 2020, S. 837; *von Raven/Stainer*, in: M&A Review 2020, S. 260.

[1171] *Hölzle/Schulenberg*, in: ZIP 2020, S. 633 (634); *Thole*, in: ZIP 2020, S. 650 f.; *Poertzgen*, in: ZInsO 2020, S. 825.

[1172] *Thole*, in: ZIP 2020, S. 650.

suspendiert.[1173] Das Gläubigerantragsrecht gemäß § 13 Abs. 1 Satz 2 Var. 1 InsO war bis zum 28.06.2020 suspendiert.[1174]

Voraussetzung der Aussetzung ist gemäß § 1 Satz 2 COVInsAG, dass die COVID-19-Pandemie ursächlich für die Insolvenzreife ist und eine Aussicht auf die Beseitigung einer Zahlungsunfähigkeit besteht.[1175] Gemäß § 1 Satz 3 COVInsAG streitet eine gesetzliche Vermutung dafür, dass die Insolvenzreife auf den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie beruht und Aussichten darauf bestehen, eine bestehende Zahlungsunfähigkeit zu beseitigen, sofern der Schuldner am 31.12.2019 nicht zahlungsunfähig war.[1176]

An der materiellen Insolvenzreife eines betroffenen Unternehmens ändert das COVInsAG indes nichts.[1177] Eine „weiche" Übergangsregelung nach Auslaufen des COVInsAG ist nicht vorgesehen, sodass zum 01.10.2020 oder zum 01.04.2021 mit einer Bugwelle von Insolvenzanträgen zu rechnen sein wird. Ebenso werden zahlreiche Kredite, die vor oder während der Coronarkrise vergeben wurde, als notleidend einzustufen sein.[1178]

Diese Entwicklung ist für *Loan-to-own*-Investoren unter zweierlei Gesichtspunkten interessant: Einerseits in dem derzeit wieder anwachsenden Pool an notleidenden Unternehmenskrediten, welche die Banken nach dem Fortfall der temporär durch die EBA gewährten aufsichtlichen Erleichterungen[1179] wieder von den Bilanzen werden tilgen und in den Sekundärmarkt verkaufen müssen.

Zum anderen verschafft das COVInsAG eine neuartige Verhandlungssituation: Ein materiell insolvenzreifes Unternehmen ist von der Insolvenzantragspflicht befreit und steht nun vor der Wahl, sich außergerichtlich mit einem *Loan-to-own*-Investor auf einen *Debt-Equity-Swap* zu einigen, oder sich einer solchen Lösung zu verweigern und entweder proaktiv einen Insolvenzantrag zu stellen oder zuzuwarten, bis das COVInsAG ausläuft. Die beiden letztgenannten Alternativen bergen dabei Risiken für die betroffenen

---

[1173] *Hölzle/Schulenberg*, in: ZIP 2020, S. 633 (635); *Thole*, in: ZIP 2020, S. 650 (651); *Gerdes/Schade/Demisch*, in: ZInsO 2020, S. 1422 (1423).

[1174] *Hölzle/Schulenberg*, in: ZIP 2020, S. 633 (649).

[1175] *Jarchow/Hölken*, in: ZInsO 2020, S. 730 (732).

[1176] *Jarchow/Hölken*, in: ZInsO 2020, S. 730 (732).

[1177] *Thole*, in: ZIP 2020, S. 650 (651).

[1178] *Paulus/Undritz/Schulte-Kaubrügger*, in: ZIP 2020, S. 699 (700).

[1179] *EBA*, Our response to Coronavirus (Covid-19)2020, URL: https://eba.europa.eu/coronavirus, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Unternehmen: Die sofortige Insolvenzantragstellung den Makel der Insolvenz und das Zuwarten die Gefahr, dass zum Zeitpunkt des Auslaufens des COVInsAG die finanzielle Situation des Unternehmens nur noch eine Abwicklung im Regelverfahren zulässt. Abhängig vom Einzelfall kann für Unternehmensleitungen die Kooperation mit einem *Loan-to-own*-Investor das Geringste der möglichen „Übel" darstellen.

B. *Debt-Equity-Swap* als Refinanzierungmaßnahmen nach StFG und WStBG?

Zur Unterstützung der Realwirtschaft wurde – unter Anknüpfung an die Struktur des Finanzmarktstabilisierungsfonds aus der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 – ein Wirtschaftsstabilierungsfonds in das Stabilisierungsfondsgesetz (StFG) eingefügt.[1180] Aus Mitteln dieses Fonds können Unternehmen der Realwirtschaft mit den Maßnahmen nach §§ 20 ff. StFG stabilisiert werden, wobei die gesellschaftsrechtliche Umsetzung der Rekapitalisierungsmaßnahmen im Wirtschaftsstabilierungsbeschleunigungsgesetz (WStBG) geregelt ist.[1181] Voraussetzung für eine Stabilisierungsmaßnahme ist gemäß § 16 StFG, dass das Unternehmen im Rahmen seiner wirtschaftlichen Tätigkeit in den letzten beiden vor dem 01.01.2020 abgeschlossenen Geschäftsjahren zwei der folgenden drei Schwellen erreicht hat: (i) eine Bilanzsumme von mehr als 43 Mio. €; (ii) Umsatzerlöse von mehr als 50 Mio. € und/oder (iii) im Jahresdurchschnitt mehr als 249 Arbeitnehmer.[1182]

Ein genauerer Blick lohnt sich auf die Stabilisierungsmaßnahme der Rekapitalisierung nach § 22 StFG: § 22 Abs. 1 StFG besagt, dass zu den Rekapitalisierungsmaßnahmen der Erwerb von nachrangigen Schuldtiteln, Hybridanleihen, Genussrechten, stillen Beteiligungen, Wandelanleihen, den Erwerb von Anteilen an Unternehmen und die Übernahme sonstiger Bestandteile des Eigenkapitals dieser Unternehmen zählen, wenn dies für die Stabilisierung des Unternehmens erforderlich ist. Dem Wortlaut der Vorschrift nach scheint ein *Debt-Equity-Swap* als Rekapitalisierungsmaßnahme jedenfalls insoweit nicht ausgeschlossen, als es sich bei der in Eigenkapital umzuwandelden Fremdkapitaltranche um eine der in § 22 StFG Genannten handeln muss.

Rekapitalisierungsmaßnahmen erfordern gesellschaftsrechtliche Kapitalmaßnahmen, welche aufgrund des WStBG erleichtert möglich sind:[1183] So bedarf es in Umsetzung einer Kapitalmaßnahme nach den §§ 7 gemäß § 7 Abs. 2 WStBG für eine

[1180] *Lieder*, in: ZIP 2020, S. 837.

[1181] *Lieder*, in: ZIP 2020, S. 837.

[1182] *Lieder*, in: ZIP 2020, S. 837 (845).

[1183] *Omlor/Dilek*, in: BB 2020, S. 1026; *Rubner/Leuering*, in: NJW-Spezial 2020, S. 399 f.

Kapitalerhöhung gegen Einlagen nur einer einfachen Stimmenmehrheit.[1184] Bei Aktiengesellschaften genügt eine Kapitalherabsetzung sowie für einen Bezugsrechtsausschluss genügt gemäß § 7 Abs. 4 WStBG eine Mehrheit von zwei Dritteln des auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals. Sofern auf der Anteilseignerversammlung die Hälfte des Grund- bzw. Stammkapitals vertreten ist, genügt ebenfalls die einfache Mehrheit.[1185] In einer GmbH genügt für alle Kapitalmaßnahmen unter dem StFG gemäß § 9a Abs. 1 WStBG eine einfache Mehrheit der anwesenden Stimmen.

Nach § 7c WStBG werden beschlossene Kapitalmaßnahmen bereits mit Veröffentlichung auf der Internetseite der Gesellschaft - nicht erst mit der Handelsregistereintragung – wirksam.[1186]

Diese Erleichterungen stehen *per se* nur für Rekapitalisierungsmaßnahmen durch den Wirtschaftsstabilisierungsfonds zur Verfügung.[1187] Eine Öffnungsklausel für private Akteure ergibt sich jedoch aus § 7e WStBG, wonach Kapitalmaßnahmen durch Dritte im Zusammenhang mit einer Stabilisierungsmaßnahme unter den Erleichterungen der §§ 7 ff. WStBG vorgenommen werden können. Solche Kapitalmaßnahmen durch Dritte umfassen auch Konstellationen, in denen neues Eigenkapital – neue Aktien gemäß § 7e Satz 1 WStBG und neue GmbH-Anteile gemäß § 9a Abs. 4 i.V.m. § 7e Satz 1 WStBG – ausschließlich durch Dritte gezeichnet werden.

In der Gesamtschau erscheinen daher Konstellationen denkbar, bei denen in Absprache mit den zuständigen Stellen – je nach Höhe der Kapitalmaßnahme das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Finanzen oder der interministerielle Wirtschaftstabilisierungsfonds-Ausschuss[1188] – ein privater dritter Akteur zur Stärkung des Eigenkapitals unter den erleichterten Voraussetzungen der §§ 7 ff. WStBG einen außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* durchführt.[1189] Von einer solchen Konstellation könnten auch *Loan-to-own*-Investoren profitieren, sofern sie ihr Ziel einer nachhaltigen

[1184] *Omlor/Dilek*, in: BB 2020, S. 1026.

[1185] *Rubner/Leuering*, in: NJW-Spezial 2020, S. 399 f.; *Lieder*, in: ZIP 2020, S. 837 (846).

[1186] *Rubner/Leuering*, in: NJW-Spezial 2020, S. 399 (400).

[1187] *Apfelbacher/Kuthe/Meyer*, in: AG 2020, S. 501 (504).

[1188] *Bundesministerium für Wirtschaft und Energie*, Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF)2020, URL: https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Coronavirus/WSF/wirtschaftsstabilisierungsfonds.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

[1189] *von Raven/Stainer*, in: M&A Review 2020, S. 260 (265); zurückhaltend hinsichtlich der Erstreckung auf private Dritte *Apfelbacher/Kuthe/Meyer*, in: AG 2020, S. 501 (504).

Wertsteigerung des Zielunternehmens gegenüber den staatlichen Stellen glaubhaft machen und keiner reflexartigen Stigmatisierung unterfallen. Mit Blick auf die voraussichtlich begrenzte Anwendungsdauer des StFG und des WStBG und der zeitnah zu erwartenden Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie ist indes zuzugeben, dass die durch die §§ 7 ff. WStBG ermöglichte Erleichterung eines außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap de lege lata* wohl kaum praktische Anwendung finden wird.

§ 11 Schlussbetrachtung

A. Zusammenfassung der Arbeit in Thesen

1. Das Geschäftsmodell *Loan-to-own* ist eine Strategie zur Kontrollerlangung bei Unternehmen durch vormalige Gläubiger.

2. Die Kontrollerlangung vollzieht sich in der Form, dass spezialisierte Investoren notleidende Kredite von Banken aufkaufen und diese Kredite anschließend in Eigenkapital umwandeln.

3. Eine *Loan-to-own*-Transaktion besteht aus drei Transaktionsstadien: Der Identifikation von geeigneten notleidenden Krediten, den Erwerb von notleidenden Krediten und der Umwandlung von notleidenden Krediten in Eigenkapital mittels eines *Debt-Equity-Swap*.

4. Der Begriff des notleidenden Kredites ist *de lege lata* nicht legaldefiniert, ist für die Identifikation einer geeigneten Fremdkapitalposition für die Kontrollerlangung aber von Bedeutung. Er wird in der bankrechtlichen Regulatorik vielfältig umschrieben; im Zivilrecht indiziert die außerordentliche Kündbarkeit gemäß § 490 BGB einen notleidenden Kredit.

5. Aus der bankrechtlichen Regulatorik lässt sich als gemeinsamer Nenner ableiten, dass als notleidende Kredite solche zu verstehen sind, welche mehr als 90 Tage im Verzug sind (*90 days past-due*) oder deren Rückführung unwahrscheinlich ist (*Unlikely-to-pay*).

6. Diese bankrechtlichen Definitionskriterien lassen sich für ein rechtsgebietsübergreifendes Verständnis des notleidenden Kredites *de lege lata* nutzbar machen, indem man die bankrechtlichen Kriterien als Fallgruppen des § 490 Abs. 3 i.V.m. § 314 BGB versteht.

7. Banken sind aufgrund der Maßnahmen im Rahmen des Europäischen Aktionsplans zur Bekämpfung notleidender Kredite angehalten, notleidende Kredite von ihren Bilanzen zu tilgen, um ihr regulatorisches Eigenkapital zu entlasten. Dies stellt für Banken einen Veräußerungsanreiz unter anderem an *Loan-to-own*-Investoren dar.

8. Im Rahmen von *Loan-to-own*-Transaktionen erfolgt der Erwerb von notleidenden Krediten *idealiter* im Wege von Abtretungen nach § 398 BGB. Bei Unternehmenskrediten stehen solchen Abtretungen rechtliche Gründe wie etwa Datenschutz oder das Bankgeheimnis nicht entgegen.

7. *Debt-Equity-Swap*s sind *de lege lata* außerinsolvenzlich und insolvenzlich möglich.

8. Außerinsolvenzliche *Debt-Equity-Swap*s bieten den Vorteil einer geräuschlosen und schnellen Durchführung, erfordern aber die Zustimmung aller Gläubiger sowie in der Regel auch die des Schuldners und bergen u.a. Haftungsrisiken.

9. Insolvenzliche *Debt-Equity-Swap*s bieten die Möglichkeit, im Rahmen eines Insolvenzplanes dissentierende Gläubiger und Schuldner zu überstimmen und gesellschaftliche Risiken des außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* zu vermeiden. Jedoch erfordert dieser Weg die Insolvenzanmeldung sowie die Abstimmung mit dem Insolvenzgericht und dem Insolvenzverwalter bzw. mit dem Sachwalter in Eigenverwaltung. Der Makel der Insolvenz, die Öffentlichkeit des Verfahrens und die stark standort- und personenabhängige Qualität von Insolvenzgericht und Insolvenzverwalter wiegen dabei so schwer, dass für *Loan-to-own*-Investoren eine *Debt-Equity-Swap* im Insolvenzplanverfahren in der Regel kein gangbarer Weg ist.

10. Die Herausbildung eines einheitlichen Verständnisses des notleidenden Kredits wäre aus Sicht eines *Loan-to-own*-Investors zu begrüßen: Verlässliche Kriterien zur Auswahl geeigneter Fremdkapitalpositionen und zu deren gezieltem Erwerb würde die Einleitung schuldenbasierter Übernahmen in Zukunft erleichtern. *De lege ferenda* bietet sich eine einheitliche rechtsgebietsübergreifende Definition des notleidenden Kredites an, für die zwei Vorschläge unterbreitet werden.[1190]

11. *De lege ferenda* wird durch die sich noch in einem frühen Umsetzungsstadium befindliche NPL-Sekundärmarktrichtlinie der Sekundärmarkt für notleidende Kredite harmonisiert und die Zugangsvoraussetzungen vereinheitlicht werden.

12. *De lege ferenda* hat der durch die Restrukturierungsrichtlinie (EU) 2019/1023 ins nationale Recht umzusetzende präventive Restrukturierungsrahmen das Potential, das Geschäftsmodell von *Loan-to-own*-Investoren zu erleichern: In Abhängigkeit von seiner Umsetzung kann er eine einfach zugängliche, betroffenengesteuerte außerinsolvenzliche Sanierung ermöglichen, bei der dissentierende Gläubiger und der Schuldner per Mehrheitsentscheid überstimmt werden können.

13. Das in der Restrukturierungsrichtlinie vorgesehene Moratorium setzt für Banken einen regulatorischen Anreiz, zur Schonung des regulatorischen Eigenkapitals ihre Forderungen möglichst sogar schon vor der (potentiellen) Anordnung eines Moratoriums von der Bilanz zu tilgen, weil sie während des laufenden Moratoriums weder kündigen noch abtreten können. Dies erweitert den Markt für notleidene Kredite auf Angebotsseite.

[1190] Siehe oben § 7 A. und B.

14. Die Restrukturierungsrichtlinie sollte in einem eigenen Sanierungsgesetz umgesetzt werden.

15. In der Insolvenzordnung sollte als Reaktion auf die ESUG-Evaluation die erhaltende Sanierung als gleichwertiges Verfahrensziel aufgenommen werden

16. In der Insolvenzordnung sollte eine Zuständigkeitskonzentration für Unternehmensinsolvenzen aufgenommen werden, um eine Betreuung dieser komplexen Verfahren durch erfahrene Richter zu gewährleisten. Die Arbeit unterbreitet für eine solche Regelung einen Formulierungsvorschlag.[1191]

16. Die Coronakrise bietet *Loan-to-own*-Investoren interessante Perspektiven: Zum Einen ist aufgrund der temporären Aussetzung von Insolvenzanträgen ohne Übergangsregel eine Bugwelle von Insolvenzen zu erwarten, im Vorfeld derer ein *Loan-to-own*-Investor aktiv werden kann. Zum Anderen bieten die Rekapitalisierungsmaßnahmen aus dem Stabilisierungsfonds bei geschickter Nischenpositionierung die Möglichkeit, unter vereinfachten Bedingungen einen außerinsolvenzlichen *Debt-Equity-Swap* durchzuführen.

B. Frage einer „ethischen“ oder „moralischen“ Dimension

Loan-to-own genießt erst seit kurzer Zeit die Aufmerksamkeit des deutschsprachigen rechtswissenschaftlichen Schrifttums.[1192] Die (rechts-)wissenschaftliche Aufarbeitung neuartiger Phänomene kommt angesichts der dienenden Funktion des Rechts für das Funktionieren von Wirtschaft, Staat und Gesellschaft regelmäßig nicht gänzlich ohne eine rechtspolitische Positionierung aus.

Im vorliegenden Fall gibt die im bisher erschienenen Schrifttum zu *Loan-to-own* festzustellende Einseitigkeit Anlass zur Stellungnahme. Dies ist gerade im Hinblick darauf vonnöten, dass die vorliegende Untersuchung an einigen Stellen die Sichtweise von *Loan-to-own*-Investoren übernimmt und rechtliche Gestaltungsspielräume auf Optimierungsmöglichkeiten zugunsten von *Loan-to-own*-Investoren hin untersucht.

[1191] Siehe oben unter § 9 D. II. 2.

[1192] *Palenker*, Loan-to-own, S. 57 f. [Fn. 3 und 4].

1. Reputation von *Distressed Debt*-Investoren und *Loan-to-own*-Investoren im Besonderen

Distressed Debt-Investoren genießen in der öffentlichen Diskussion in Kontintentaleuropa keinen guten Ruf:[1193] Bezeichnungen als *„(Aas-)Geier"*[1194], *„Heuschrecken"*[1195] oder *„trojanische Pferde"*[1196] waren bereits seit dem ersten Jahrzehnt des neuen Jahrtausends an der Tagesordnung. Dies lässt sich durch den in Deutschland immer noch bis in akademische Kreise hinein weit verbreiteten *„finanziellen Analphabetismus"*[1197] und eine tief verwurzelte Skepsis gegenüber dem Kapitalmarkt und Kapitalanlagen zumindest teilweise erklären.

Zeitweise wurden vermehrt die Chancen des *Value Investing* und die damit verbundenen Möglichkeiten zur Steigerung von Unternehmenswerten und allgemein der Markteffizienz wahrgenommen[1198], sodass zumindest in der Fachliteratur das Terrain öffentlicher Polarisierung vorübergehend verlassen wurde.[1199]

Mit Blick auf *Loan-to-own*-Investoren war dies jedoch keine nachhaltige Entwicklung:

Mit einzelnen Ausnahmen ist zu konstatieren, dass das rechtswissenschaftliche Schrifttum die Geschäftsmodelle von Hedgefonds im Allgemeinen und von *Loan-to-own*-Investoren im Besonderen weit überwiegend kritisch bewertet.[1200] Die Strategie einer schuldenbasierten, unter Umständen feindlichen Übernahme wird mit Blick auf die

---

[1193] *Gleumes*, in: Jobe/Stachuletz, Workout, S. 355.

[1194] *von Heusinger*, Die Geier sind da, in: Die Zeit vom 16.12.2004; *Syre*, Pleitegeier im Anflug, in: Der Spiegel vom 29.10.2006; *Reifner*, in: BKR 2008, S. 142 (153); *Zimmermann*, in: BKR 2008, S. 95; *Nikolaus/Kuschel*, in: Unternehmeredition Private Equity 2010; *Palenker*, Loan-to-own, S. 173 m.w.N.

[1195] *Schalast*, in: BKR 2006, S. 193 m.w.N.; *Palenker*, Loan-to-own, S. 173 m.w.N.

[1196] *Brinkmann*, in: NZI-Beilage 2019, S. 27 (28).

[1197] *Villiger*, Der Antikapitalismus ist die Religion der Intellektuellen, in: Neue Zürcher Zeitung vom 02.07.2020; *Weill*, Wirtschaftsprofessorin warnt: «Die Mehrheit hat nicht einmal ein elementares Finanzwissen», in: NZZ am Sonntag vom 04.01.2020; *Ferber*, Finanzieller Analphabetismus hält sich hartnäckig, in: Neue Zürcher Zeitung vom 04.11.2016.

[1198] Vgl. *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, S. 42; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 64; *Raaijmakers/Maatman*, in: Ondernemingsrecht 2006, S. 5; *Clashinrichs*, Hedge funds, S. 28.

[1199] So *Stumpf/Günnel*, in: FLF 2017, S. 26 (30).

[1200] *Palenker*, Loan-to-own, S. 234 ff., 347 ff.; *Brinkmann*, in: NZI-Beilage 2019, S. 27 (28 ff.); *Brinkmann*, in: WM 2017, S. 1033 ff.; *Paulus/Palenker*, in: WM 2020, S. 1181 ff.; *Haas/Göb*, in: NZI 2020, S. 200 (201); *Palenker*, in: ZIP 2020, S. 1109; *Paulus*, in: ZIP 2019, S. 637 (643); *Paulus*, in: ZRP 2018, S. 151 (152); *Pleister/Palenker*, in: ZRI 2020, S. 245 (250) [Fn. 62].

Interessen der Unternehmensinhaber, der Belegschaft und anderer Gläubiger missbilligt und als unlauter oder missbräuchlich angesehen.[1201] Teilweise wird sogar Kriegsrhetorik bemüht und von einer *„weaponization of financial instruments*" gesprochen.[1202] *Palenker* will nur dann *„Nichts Verwerfliches*" an einer schuldenbasierten Übernahme finden, wenn ein *Loan-to-own*-Investor keinen Druck auf die Anteilseigner oder andere Gläubigerklassen ausüben muss.[1203]

2. Stellungnahme

Skeptiker gegenüber den Anlagestrategien aktiver Investoren wie *Loan-to-own*-Investoren sollten sich stets vergegenwärtigen, dass deren Aktivitäten nicht die Ursache, sondern lediglich eine Folge bzw. ein Symptom von Fehlentwicklungen beim Zielunternehmen ist, für die im Zweifel die Unternehmensleitung verantwortlich ist.

Vorbehalte gegen die *Loan-to-own*-Strategie sind – bildlich gesprochen – ebenso unangebracht wie die Verurteilung des Überbringers einer schlechten Nachricht:[1204] Ein Schuldnerunternehmen ist nur solange schutzwürdig, wie es seine Verbindlichkeiten vertragsgemäß bedient.[1205]

Dieser Grundsatz wirtschaftlicher Eigenverantwortung findet in der aktuellen – öffentlichen wie wissenschaftlichen – Debatte indes nur noch wenige Befürworter, interventionistische und staatskapitalistische Denkansätze dafür umso mehr.[1206]

Ob man diesen Ruf nach dem Staat als Ausdruck der Verzweiflung angesichts der Coronakrise, als einen Auswuchs der in Folge der 1968ger modisch gewordenen Kapitalismus- und Marktskepsis oder aber als nostalgische Sehnsucht nach den Anfangszeiten der Bundesrepublik einordnet, in denen eine solidarische, konsensgeprägte soziale Marktwirtschaft ein Wirtschaftswunder zu vollbringen vermochte und zugleich global wettbewerbsfähig war, ist eine Fragestellung für die Soziologie.

[1201] *Palenker*, Loan-to-own, S. 234, 238; *Brinkmann*, in: NZI-Beilage 2019, S. 27 (28).

[1202] *Paulus/Palenker*, in: WM 2020, S. 1181; *Paulus*, in: ZRP 2020, S. 108 (110); *Paulus*, in: ZIP 2019, S. 637 (642); *Paulus*, in: ZRP 2018, S. 151 (152).

[1203] *Palenker*, Loan-to-own, S. 234.

[1204] Im englischsprachigen Raum ist für diese Form der Schuldzuweisung – wohl in Anlehnung an Sophokles' Antigone – die Redensart „Shooting the messenger" bzw. „Don't shoot the messenger" geläufig.

[1205] *Spliedt*, in: GmbHR 2012, S. 462 (470).

[1206] Vgl. zum Begriff des Staatskapitalismus dms - der moderne Staat - Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management Jg. 6, 1-2013 Schwerpunktheft Staatskapitalismus.

Fest steht, dass seit der von der Chicagoer Schule, den Reaganomics und dem Thatcherismus getragenen Liberalisierung und Globalisierung[1207] sich die Zeiten hin zu einer globalisierten Finanz- und Kapitalwirtschaft geändert haben, in der staatlicher Paternalismus und altbackene Glacéhandschuhe im wirtschaftlichen Geschäftsverkehr keinen Platz mehr haben.

Insoweit verkennt etwa *Paulus*, der nicht ohne Pathos den „Schutz der Schwachen" als Aufgabe des Rechts beschwört[1208], dass im Rechtsverkehr zwischen Unternehmen – anders als etwa im Verbraucherschutzrecht – eine „Schwäche" eines säumigen Schuldners nicht auf dessen struktureller Benachteiligung oder auf Informations- oder Machtassymmetrien beruht, sondern schlichtweg auf schlechten Geschäftsentscheidungen. Einen Unternehmer bzw. die Unternehmensleitung zeichnet – in Anlehnung an das Steuerrecht – Unternehmerrisiko und Unternehmerinitiative aus. Es besteht rechtspolitisch keine Veranlassung, einen Unternehmer vor den Folgen seiner Fehlentscheidungen zu schützen.

Dies kann auch nicht für Arbeitsplätze eines Krisenunternehmens gelten: Arbeitsplätze sind nur schützenswert, wenn diese zur Wertschöpfung des Unternehmens auch beitragen. Werden im Zuge einer Restrukturierung auch Arbeitsplätze abgebaut, so ist dies erst einmal kein Ausweis besonderer Rücksichtslosigkeit des Finanzinvestors, sondern vielmehr ein Symptom verfehlter Personalpolitik der alten Unternehmensleitung, welche das Unternehmen erst in eine Krisensituation manövriert hat. Ein Recht auf Erhalt eines bestimmten Arbeitsplatzes in einem bestimmten Unternehmen an einem bestimmten Standort ist jeder Rechtsordnung, der keine Planwirtschaft zu Grunde liegt, fremd. Davon abgesehen ist es bereits dem Grunde fragwürdig, wenn – wie mit der Restrukturierungsrichtlinie – im Wege von Legislativakten Konjunkturpolitik betrieben werden soll.[1209]

Dies vorausgeschickt, ist allerdings daran zu erinnern, dass *Loan-to-own*-Investoren gerade nicht die Zerschlagung eines Schuldnerunternehmens, sondern dessen Wertsteigerung beabsichtigen. Dies geht nur mit einer hinreichenden Zahl qualifizierter Mitarbeiter im operativen Geschäft.

C. Ausblick

Die zu Beginn der Recherchen zu der vorliegenden Untersuchung Anfang 2018 noch völlig offene Frage, wann sich die Konjunktur überhaupt noch einmal wie 2008/09

[1207] *van Overtveldt*, The Chicago School, S. 90 ff.; *Kannenberg*, Reagan, Thatcher, Friedman., S. 1 ff.

[1208] *Paulus*, in: ZRP 2020, S. 108 (110).

[1209] Ebenfalls kritisch *Henneberg*, Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Rn. 17.

abkühlen würde und ein Betätigungsfeld für Distressed Investoren eröffnen würde, hat sich im ersten Quartal 2020 beantwortet: Die Welt befindet sich in einer Wirtschaftskrise, und in Europa und Deutschland wird ein neuer, zumindest ansatzweise harmonisierter Rechtsrahmen für präventive Restrukturierungen geschaffen. Eine Harmonisierung des Marktzugangs und der Marktgestaltung für Sekundärmärkte für notleidende Kredite wird in den nächsten Jahren dazukommen. Dies – verbunden mit den negativen Konjunkturaussichten für die nähere Zukunft – lässt gute rechtliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen für *Loan-to-own*-Investoren und ihr Geschäftsmodell erwarten.

Einige europäische Mitgliedsstaaten haben die darin liegende Chance, sich in Nachfolge des die EU verlassenden Vereinigten Königreichs als europäischer Standort für unbürokratische, schnelle und von wirtschaftlichen Erwägungen getragene Sanierungen zu etablieren. Besonders hervorzuheben sind insoweit die Niederlande, deren Vorlage für ein Umsetzungsgesetz von der interessierten Bereichsöffentlichkeit bereits den – durchaus positiv gemeinten – Spitznamen *„Dutch Scheme of Arrangement"* verdient hat.

Der deutsche Gesetzgeber hat vor geraumer Zeit das hehre Ziel ausgegeben, Deutschland als Sanierungsstandort zu etablieren. Will er der in Prä-Brexit-Zeiten häufig praktizierten „Flucht" ins englische *Scheme of Arrangement* vorbeugen, so täte er gut daran, sich nicht von alt„bewährtem" Konkursdenken oder gar antikapitalistischen Reflexen leiten zu lassen, sondern ein Sanierungsgesetz zu entwerfen, welches Vertrauen in die Professionalität der beteiligten Gläubiger und in einen freien, möglichst wenig regulierten Interessenausgleich zwischen den betroffenen Parteien zum Ausdruck bringt. Gelingt dies, so wird sich auch in der deutschen Restrukturierungslandschaft zeigen, dass der freie Markt die „Dinge richten" kann – wenn man ihn denn lässt.

Die zwischenzeitlich erfolgte Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie durch das SanInsFoG bzw. das StaRuG, welche größtenteils am 1. Januar 2021 in Kraft getreten ist, bestätigt indes das Misstrauen des deutschen Gesetzgebers in Mechanismen des freien Marktes, verbunden mit der Anmaßung, diesen zu verstehen oder zumindest kontrollieren zu können. In deutlichem Unterschied zur deutschen Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie steht diejenige in den Niederlanden, welche einen frühzeitigen Zugang zum Restrukturierungsrahmen, ein Antragsrecht für Gläubiger und begrenztes Engagement bzw. eine geringere Prüfungsdichte der Gerichte vorsieht. Der Markt wird jedoch auch in Anbetracht dieser aus Sicht von aktiven Gläubigern unbefriedigenden Richtlinienumsetzung „die Dinge regeln", indem sich attraktivere Regelungen anderer EU-Staaten durchsetzen und so genau jenes *Forum Shopping* gefördert wird, welchen der deutsche Gesetzgeber gerade vermeiden wollte.

Für den vermeintlichen „Sanierungsstandort Deutschland“ ist dies bedauerlich. Zu hoffen bleibt, dass Zuge der ersten Anwendungsfälle unter dezidierter Vermeidung des deutschen Restrukturierungsregimes die Einsicht des Gesetzgebers wächst, dass man sich einem Wettbewerb der Jurisdiktionen auch stellen kann, anstatt stets vor ihm die Augen zu verschließen und in etablierten Denkmustern zu verharren.

*****

Literaturverzeichnis

Abel, Paul

14. Die Insolvenz als Sanierungsinstrument, in: Crone, Andreas/Werner, Henning, Modernes Sanierungsmanagement, 5. Aufl., München, 2017.

Abel, Ralf/Djagani, Wida

Weitergabe von Kreditnehmerdaten bei Forderungskauf und Inkasso – Die Rechtslage nach BDSG und DS-GVO, in: ZD 2017, S. 114–120.

Achleitner, Ann-Kristin/Kaserer, Christoph

Private equity funds and hedge funds: a primer, 2005, URL: http://hdl.handle.net/10419/48439, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Affeld, Jürgen

Art. 107 CRR, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Affeld, Jürgen

Art. 112 CRR, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Affeld, Jürgen

Art. 123 CRR, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Ahrens, Martin

Unternehmenssanierung und Restschuldbefreiung - zwei Kinder einer Familie, in: Boele-Woelki, Katharina/Faust, Florian/Jacobs, Matthias u.a., Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, 2019.

Aleth, Franz/Böhle, Jens

Neue Transaktionsformen als Folge der Finanzmarkt-/Wirtschaftskrise – handels-, gesellschafts- und insolvenzrechtliche Aspekte, in: DStR 2010, S. 1186–1193.

Allert, Arnd

17. Mergers & Acquisitions in Krisen- und Insolvenzsituationen, in: Crone, Andreas/Werner, Henning, Modernes Sanierungsmanagement, 5. Aufl., München, 2017.

Ampferl, Hubert

§ 9 Vorläufiger Gläubigerausschuss, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Andrianesis, Anastasios

Zur Dogmatik der Einbeziehung der Gesellschafterrechte in den Insolvenzplan, in: WM 2017, S. 362–370.

Apfelbacher, Gabriele/Kuthe, Thorsten/Meyer, Andreas

Vorschläge zur vereinfachten Eigenkapitalaufnahme aus privater Hand zur Bewältigung der COVID-19-Krise, in: AG 2020, S. 501–512.

Apweiler, Herbert/Berger, Jens/Ploog, Tina

Abgrenzung von notleidenden Krediten (NPL) – Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Aufsichtsrecht und IFRS, in: WPg 2018, S. 1083–1088.

Apweiler, Herbert/Berger, Jens/Ploog, Tina

Abgrenzung von notleidenden Krediten (NPL) – Überblick über die verschiedenen Ausfalldefinitionen nach IFRS und für aufsichtliche Zwecke, in: WPg 2018, S. 1011–1018.

Arnold, Arnd
Nennwertanrechnung beim Debt Equity Swap, in: Krieger, Gerd, Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München, 2013.

Ashkar, Daniel/Zieger, Christoph
Datenschutzrechtliche Aspekte bei Forderungsveräußerungen Inwieweit sind damit einhergehende Übermittlungen von personenbezogenen Daten zulässig?, in: ZD 2016, S. 58–65.

Auerbach, Dirk
Teil A., in: Auerbach, Dirk, Banken- und Wertpapieraufsicht, München, 2015.

Bacher, Urban
Der Baseler Eigenkapitalakkord für Banken - Basel I, II und III – Derzeitiger Stand und erste Folgenabschätzung, in: BBK 2010, S. 1026–1030.

Backé, Ralf/Komarowsky, Irene/Weber, Max
Halbzeit bei Basel III – die endgültigen Regelungen zu CRR II und CRD V, in: WPg 2019, S. 1324–1332.

Backes, Marcus/Blankenburg, Daniel
Teil B Art. 10 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Bales, Klaus
Definition: Was sind NPLs?, in: Köchling, Marcel/Schalast, Christoph, Grundlagen des NPL-Geschäftes, 2. Aufl., Frankfurt am Main, 2017.

Bales, Klaus/Brinkmann, Jochen
Sanierung von Unternehmen durch Kreditinstitute, Management und Berater – Krise - Sanierung - Insolvenz, Heidelberg2005.

Balthasar, Stephan
Unternehmenssanierungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz und der Restrukturierungsrichtlinie: eine kritische Analyse, in: ZHR 2019, S. 662–694.

Barley, Katharina/Reuter, Peter
Umwucht mit Überlappung von §§ 18, 19 InsO – Im Gespräch mit Dr. Katharina Barley, in: INDat-Report 2019, S. 22-24.

Basedow, Jürgen
§ 310 BGB, in: Säcker/Rixecker u.a., Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 8. Aufl., München, 2019.

Basel Committee on Banking Supervision
Guidance on credit risk and accounting for expected credit losses (BCBS 350), 2015, URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d350.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Basel Committee on Banking Supervision
Basel III: Finalising post -crisis reform, 2017, URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Basel Committee on Banking Supervision
Launch of the consolidated Basel Framework, 2019, URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d491.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bauer, Andreas/Dimmling, Andreas
Endlich im Gesetz(entwurf): Der Debt-Equity-Swap, in: NZI 2011, S. 517–521.

Bauerschmidt, Jonathan
Finanzstabilität als Ziel der Bankenunion, in: ZHR 2019, S. 476–502.

Baums, Theodor
Recht der Unternehmensfinanzierung, München2017.

Bayer, Walter
§ 66 AktG, in: Goette/Habersack, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Band 1: §§ 1-75, 2019.

Bayer, Walter
§ 27 AktG, in: Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, 4. Aufl., 2020.

Bayer, Walter
§ 53 GmbHG, in: Lutter/Hommelhoff, GmbH-Gesetz: Kommentar, 20. Aufl., Köln, 2020.

Bayram, Milan/Meier, Dominik
Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken, in: BKR 2018, S. 55–61.

Beissenhirtz, Volker
Plädoyer für ein Gesetz zur vorinsolvenzlichen Sanierung von Unternehmen, in: ZInsO 2011, S. 57–71.

Beissenhirtz, Volker
2020 – Cassandras Update, in: ZInsO 2020, S. 1333–1346.

Berger, Christian
Unternehmenssanierung unter der EU- Restrukturierungs-Richtlinie, in: ZInsO 2016, S. 2413–2415.

Berger, Hanno/Steck, Kai-Uwe
Regulierung von Hedgefonds in Deutschland – Zugleich ein rechtsvergleichender Blick auf die USA, Luxemburg und die Schweiz, in: ZBB 2003, S. 192–202.

Berger, Klaus
§ 490 BGB, in: Säcker/Rixecker u.a., Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 8. Aufl., München, 2019.

Bergjan, Ralf
Zivilrechtliche Probleme bei der Übertragung von Kreditportfolien, in: ZIP 2012, S. 1997–2002.

Bergner, Daniel
Sanierung als rechtliche Kategorie, in: Paulus, Christoph G./Wimmer-Amend, Angelika, Festschrift für Dr. Klaus Wimmer, Baden-Baden, 2017.

Bershadsky, Andriy
Unternehmensrestrukturierung mit Hilfe von Finanzinvestoren, München2008.

Bettelhäuser, Andreas
Analyse und Steuerung des Problemkredites, in: Jobe, Clemens J./Stachuletz, Rainer, Workout, Frankfurt am Main, 2005.

Bieg, Hartmut/Waschbusch, Gerd
B900, in: Böcking, Hans-Joachim/Castan, Edgar, Beck'sches Handbuch der Rechnungslegung, München, 1987.

Bierbach, Axel
Stellungnahme im Rahmen der Anhörung im Rechtsausschuss des Europäischen

Parlaments am 20.06.2017, URL: https://www.vid.de/wp-content/uploads/2017/06/stellungnahme-axel-w-bierbach-sachverstaendigenanhoerung-20-06-2017-bruessel.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bierbach, Axel
Der präventive Restrukturierungsrahmen, in: DB 2018, S. M28-M30.

Birnbreier, Friedrich
Die Organpflichten in Restrukturierungsverfahren – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 35–36.

Bitter, Georg
Kreditverträge in Umwandlung und Restrukturierung, in: ZHR 2009, S. 379–435.

Bitter, Georg
Sanierung in der Insolvenz – Der Beitrag von Treue- und Aufopferungspflichten zum Sanierungserfolg, in: ZGR 2010, S. 147–200.

Bitterling, Ulrich
Non-Performing Loans in Deutschland – Möglichkeiten und Grenzen des Outsourcing, Hamburg2007.

Blankenburg, Daniel
Umsetzungsbedarf aufgrund des Entwurfs zur Restrukturierungsrichtlinie, in: ZInsO 2017, S. 241–255.

Blankenburg, Daniel/Boss, Hendrik/Luttmann, Maik
Teil B Art. 6 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Blankenburg, Daniel/Siepmann, Sebastian
Teil B. Art. 4 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Blech, Ulrich
§ 62 Unternehmenserwerb nach Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, in: Meyer-Sparenberg, Wolfgang/Jäckle, Christof/Aders, Christian u.a., Beck'sches M & A-Handbuch, München, 2017.

Blum, Alexander
Instrumente zur Früherkennung von Unternehmenskrisen, in: Knecht, Thomas C./Hommel, Ulrich/Wohlenberg, Holger, Handbuch Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl., Wiesbaden, 2018.

Bogumil, Dörte/Pollmächer, Frank
Teil B, in: Göb, Marc Alexander/Schnieders, Ferit, Praxishandbuch Gläubigerausschuss, München, 2016.

Bogumil, Dörte/Pollmächer, Frank
Teil E, in: Göb, Marc Alexander/Schnieders, Ferit, Praxishandbuch Gläubigerausschuss, München, 2016.

Bork, Reinhard
Das Moratorium, in: Grundmann, Stefan, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Berlin, 2010.

Bork, Reinhard
Grundfragen des Restrukturierungsrechts – Prolegomena zu einer Reform des deutschen Insolvenzrechts, in: ZIP 2010, S. 397–413.

Bork, Reinhard
Die Unabhängigkeit des Insolvenzverwalters ist nicht disponibel, in: ZIP 2013, S. 145-149.

Bork, Reinhard
Präventive Restrukturierungsrahmen: „Komödie der Irrungen" oder „Ende gut, alles gut"?, in: ZIP 2017, S. 1441-1450.

Bornheimer, Jörg/Westkamp, Mike
§ 7 Beratung bei Beteiligung von Kreditinstituten, in: Nerlich, Jörg/Kreplin, Georg, Münchener Anwalts-Handbuch Insolvenz und Sanierung, 3. Aufl., München, 2019.

Boss, Hendrik/Janjuah, Riaz/Luttmann, Maik
Teil B Art. 7 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Bourbeck, Sandra
Einer für alle in der Bankenaufsicht – Auf dem Weg zu einem harmonisierten aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP) für weniger bedeutende Institute (LSI) im einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM), in: WPg 2017, S. 1461–1466.

Bous, Ulrich
Kapitel 11 Insolvenzrecht, in: Eckhardt, Dirk/Hermanns, Marc, Kölner Handbuch Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., Köln, 2017.

Boxberger, Lutz/M'Bangui, Edgar
§ 3, in: Jesch, Thomas A./Striegel, Andreas/Boxberger, Lutz, Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl., München, 2020.

Braegelmann, Tom/Bernsau, Georg
Restrukturierung als Chance, ohne Stigma der Insolvenz – Neues EU-Restrukturierungsrecht ermöglicht weit vor Insolvenzreife Sanierungen mit 75 % Gläubigermehrheit, in: ZInsO 2019, S. 374–377.

Brass, Stefan
Hedgefonds als aktive Investoren – Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge, Frankfurt am Main2010.

Braun, Eberhard/Frank, Achim
§ 225a InsO, in: Braun, Insolvenzordnung (InsO), 7. Aufl., München, 2017.

Braun, Eberhard/Frank, Matthias
Auslaufmodell anwaltlicher Insolvenzverwalter?, in: NZI 2020, S. 1–10.

Braun, Ulrich
§ 25 KWG, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Bredow, Günther/Vogel, Hans-Gert
Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze, in: BKR 2008, S. 271–281.

Brenner, Petra
Non-performing Loans – Eine Analyse aktueller Rechtsfragen, Berlin2010.

Brinkmann, Moritz
Wege aus der Insolvenz eines Unternehmens - oder: Die Gesellschafter als Sanierungshindernis, in: WM 2011, S. 97–103.

Brinkmann, Moritz
Zum Anschleichen bei schuldenbasierten Übernahmen – Ein Plädoyer für die Einführung von Transparenzregeln im Hinblick auf Loan-to-own-Strategien, in: WM 2017, S. 1033–1041.

Brinkmann, Moritz
Der präventive Restrukturierungsrahmen als trojanisches Pferd für Finanzinvestoren – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 27–29.

Brinkmann, Moritz
Die Antragspflicht bei Überschuldung – ein notwendiges Korrelat der beschränkten Haftung, in: NZI 2019, S. 921–924.

Brinkmann, Moritz
Die relative Vorrangregel aus Art. 11 (1) (c) der Insolvenzrichtlinie: nicht nur untauglich, sondern brandgefährlich!, in: European Insolvency & Restructuring, TLE-009-2019.

Brinkmann, Moritz
Die Rolle der drohenden Zahlungsunfähigkeit im künftigen Restrukturierungsverfahren - oder: erwacht Dornröschen als Emanze?, in: Boele-Woelki, Katharina/Faust, Florian/Jacobs, Matthias u.a., Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, 2019.

Brinkmann, Moritz/Denkhaus, Stefan/Horstkotte, Martin/Schmidt, Andreas/Westpfahl, Lars/Wierzbinski, Tim/Ziegenhagen, Andreas
Evaluierung des ESUG – Sanierungskultur im Jahr 2017 - Zwischenbilanz und Ausblick, in: ZIP 2017, S. 2430–2432.

Brinkmann, Moritz/Steinhauser, Friederike
Change-of-Control-Klauseln in der Insolvenzpraxis, in: Bork, Reinhard/Kayser, Godehard/Kebekus, Frank, Festschrift für Bruno M. Kübler zum 70. Geburtstag, München, 2015.

Brockhaus, Henning/Thiessen, Alexander
Unverbriefte Darlehensforderungen – seit der KAGB-Änderung eine attraktive Anlageklasse?, in: RdF 2017, S. 31–37.

Brogl, Frank
§ 1 KWG, in: Reischauer/Kleinhans u.a., Kreditwesengesetz, Berlin, 1967.

Brömmekamp, Utz
Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren "ante portas", in: ZInsO 2016, S. 500–505.

Brömmekamp, Utz
Der "Präventive Restrukturierungsrahmen" im Überblick – Sanierung außerhalb der Insolvenz (Teil A), in: KSI 2019, S. 149–155.

Brömmekamp, Utz
Sanierung außerhalb der Insolvenz (Teil B), in: KSI 2019, S. 197–205.

Brünkmans, Christian
Die Unternehmensakquisition über einen Kapitalschnitt im Insolvenzplanverfahren, in: ZIP 2014, S. 1857–1866.

Brünkmans, Christian
Abfindungs- und Bewertungsfragen bei gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen im Insolvenzplan, in: ZInsO 2017, S. 1401–1409.

Buchalik, Robert
Das Schutzschirmverfahren nach § 270b InsO – Ein überzeugender Schritt des Gesetzgebers, der Sanierung durch Insolvenz nachhaltig zum Durchbruch zu verhelfen, in: ZInsO 2012, S. 349–357.

Buchalik, Robert
Sanieren statt Liquidieren – Neue Wege zur nachhaltigen Unternehmenssanierung , 2. Aufl., Herne2015.

Buck-Heeb, Petra
Aufsichts- und zivilrechtliche Normen im Bank- und Kapitalmarktrecht: einheitliche oder gespaltene Auslegung?, in: WM 2020, S. 157–164.

Buffet, Warren
Berkshire Hathaway, Inc. 2011 Annual Report, URL: http://www.berkshirehathaway.com/2011ar/2011ar.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bulgrin, Gerrit
Die strategische Insolvenz, Tübingen2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Single Rulebook, 2016, URL: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/EUBankenaufsicht/SingleRulebook/single_rulebook_artikel.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Anlage 1: Erläuterungen zu den MaRisk in der Fassung vom 27.10.2017, 2017, URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rundschreiben/dl_rs0917_marisk_Endfassung_2017_pdf_ba.pdf?__blob=publicationFile&v=5, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Meldepflicht von Finanzinformationen (FINREP) – Version 2.7, 2018, URL: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Anzeige-Meldepflichten/EZB-Meldeverordnung/FINREP_2_7/FINREP_2_7_node.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Nicht übernommene Leitlinien der ESAs, 2018, URL: https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/Leitlinien_und_Q_and_A_der_ESAs/Nicht_uebernommene_Leitlinien/nicht_uebernommene_leitlinien_node.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Rundschreiben 03/2019 (BA) zur Anwendung der Ausfalldefinition gemäß Artikel 178 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und zur PD-Schätzung, LGD-Schätzung und Behandlung von ausgefallenen Risikopositionen, 2019, URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2019/rs_03-2019_anwendung_ausfalldefinition_ba.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Rundschreiben 13/2019 (BA) - Festlegung von mit hohem Risiko verbundenen Risikopositionsarten, 2019, URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2019/rs_13-2019_Risikopositionsarten_BA.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin),

18.02.2019, URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190218_leerverkaufsmassnahme.html?nn=9021442, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF), 2020, URL: https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Coronavirus/WSF/wirtschaftsstabilisierungsfonds.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bundesverband Alternative Investments e.V.
Was sind Alternative Investments?, URL: https://bvai.de/alternative-investments/was-sind-alternative-investments.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Bunte, Hermann-Josef
§ 24, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Bunte, Hermann-Josef
§ 4, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Bunte, Hermann-Josef/Zahrte, Kai
AGB-Banken, AGB-Sparkassen, Sonderbedingungen – Kommentar , 5. Aufl., München2019.

Burgard, Ulrich/Heimann, Carsten
E. IV. Bankrecht, in: Dauses, Manfred A./Ludwigs, Markus, Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 44. Aufl., München, 2018.

Burkert, Michael
Der Debt-to-Equity Swap im Spannungsverhältnis von Gesellschafts- und Insolvenzrecht, Baden-Baden2014.

Busch, Klaus-Peter
Hat das ESUG die Praxis und die Kriterien der Insolvenzgerichte bei der Auswahl von Insolvenzverwaltern geändert?, in: ZInsO 2012, S. 1389–1395.

Bußhardt, Harald
§ 18 InsO, in: Braun, Insolvenzordnung (InsO), 7. Aufl., München, 2017.

Bütter, Michael/Aigner, Kathrin
Sieg der Vernunft: Notleidende Darlehensforderungen sind abtretbar – Zugleich Anmerkung zum Urteil des LG Frankfurt a. M. v. 17. 12. 2004 - 2/21 O 96/02, BB 2005, 125, in: BB 2005, S. 119–123.

Bütter, Michael/Tonner, Martin
Übertragung von Darlehensforderungen und Bankgeheimnis – Anmerkungen zur jüngeren Rechtsprechung, in: ZBB 2005, S. 165–173.

Cahn, Andreas/Simon, Stefan/Theiselmann, Rüdiger
Debt-Equity-Swap zum Nennwert! – Erwiderung auf Prof. Dr. Priester, DB 2010, 1445, in: DB 2010, S. 1629–1632.

Cahn, Andreas/Simon, Stefan/Theiselmann, Rüdiger
Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity-Swap, in: CFL 2010, S. 238–250.

Cahn, Andreas/Simon, Stefan/Theiselmann, Rüdiger
Nennwertanrechnung beim Debt Equity Swap! – Replik zu Prof. Dr. Ekkenga, DB 2012 S. 331, in: DB 2012, S. 501–504.

Canaris, Claus-Wilhelm
Kreditkündigung und -verweigerung gegenüber sanierungsbedürftigen Bankkunden, in: ZHR 1979, S. 113–138.

Capocci, Daniel
The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies, London2013.

Casper, Matthias
§ 58a GmbHG, in: Ulmer/Habersack u.a., Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 2. Aufl., Tübingen, 2016.

Casper, Matthias
§ 58e GmbHG, in: Ulmer/Habersack u.a., Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 2. Aufl., Tübingen, 2016.

Casper, Matthias
§ 58f GmbHG, in: Ulmer/Habersack u.a., Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 2. Aufl., Tübingen, 2016.

Cech, Christian
Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen nach Basel III – eine Übersicht, in: Cech, Christian/Helmreich, Silvia, Meldewesen für Finanzinstitute, Wiesbaden, 2017.

Chadha, Bankim/Jansen, Anne
The Hedge Fund Industry: Structure, Size, and Performance, in: Eichengreen, Barry/Mathieson, Donald J., Hedge funds and financial market dynamics, Washington, D.C, 1998.

Clashinrichs, Ralf
Hedge funds – Grundlagen, Chancen, Risiken, Zukunft, Berlin2005.

Confortini, Valeria
Anmerkungen zum Kommissionsvorschlag über den Sekundärmarkt für notleidende Kredite (NPLs) aus italienischer Sicht, in: RIW 2019, S. 785-793.

Conrad, Isabell/Huppertz, Peter
§ 33, in: Auer-Reinsdorff, Astrid/Conrad, Isabell, Handbuch IT- und Datenschutzrecht, 2. Aufl., München, 2016.

Cramer, Carsten
Die Auswirkung des Kontrollwechsels auf den Darlehensvertrag – Lösungsrechte des Vertragspartners ohne vertragliche Grundlage, in: WM 2011, S. 825–829.

Cranshaw, Friedrich
Rechtliche und wirtschaftliche Fragen des Verkaufs von Darlehensforderungen, in: Ahlers, Horst/Ambrozic, Igor/Cranshaw, Friedrich L. u.a., Problematische Firmenkundenkredite, 5. Aufl., Heidelberg, 2016.

Cranshaw, Friedrich
Tendenzen im Internationalen Insolvenzrecht, in: DZWIR 2018, S. 1+26.

Cranshaw, Friedrich
Schnittstellen zwischen präventivem Restrukturierungsrahmen, Bankenaufsicht und außergerichtlicher Sanierung, in: ZIP 2020, S. 1269–1280.

Cranshaw, Friedrich/Portisch, Wolfgang
Anforderungen an den Restrukturierungsplan im präventiven Restrukturierungsrahmen – Planvorlage und Planinhalte im Vergleich mit vorhandenen Standards, in: KSI 2020, S. 106–111.

Cranshaw, Friedrich/Portisch, Wolfgang
Präventiver Restrukturierungsrahmen in Konkurrenz zu bisherigen "Verfahrensweisen" der Sanierung, in: ZInsO 2020, S. 226–244.

Czech, Michael/Neumann, Alexander
Optionen auf der Bankenseite, in: Lützenrath, Christian/Schuppener, Jörg/Peppmeier, Kai, Distressed Debt und Non-Performing Loans, Wiesbaden, 2006.

Dähnert, Lukas
Die Umsetzung des Debt-Equity-Swaps bei einer Kapitalgesellschaft nach der Einführung des ESUG, München2017.

Daimer, Andreas
Chancen und Risiken von Distressed Debt Investments – Eine empirische Analyse von Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, Hamburg2009.

Dammann, Reinhard
Umsetzung des EU-Richtlinienvorschlags vom 22.11.2016: Vorschläge zur Einführung eines präventiven Restrukturierungsrahmens, in: Paulus, Christoph G./Wimmer-Amend, Angelika, Festschrift für Dr. Klaus Wimmer, Baden-Baden, 2017.

Damnitz, Michael/Rink, Axel
Strategien der Investoren, in: Lützenrath, Christian/Schuppener, Jörg/Peppmeier, Kai, Distressed Debt und Non-Performing Loans, Wiesbaden, 2006.

Daun, Ulrich
Art. 178 CRR, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

de Chapeaurouge, Ami/Hafner, Till
Loan-to-Control als Strukturalternative des Praxisgebietes Distressed Mergers and Acquisitions, in: Knecht, Thomas C./Hommel, Ulrich/Wohlenberg, Holger, Handbuch Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl., Wiesbaden, 2018.

de Weijs, Roelf/Jonkers, Aart/Malakotipour, Maryam
A reply to professor Madaus " The new European Relative Priority from the Preventive Restructuring Directive - The end of European Insolvency Law?", 2019, URL: https://corporatefinancelab.org/2019/03/15/a-reply-to-professor-madaus-the-new-european-relative-priority-from-the-preventive-restructuring-directive-the-end-of-european-insolvency-law/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

de Weijs, Roelf/Jonkers, Aart/Malakotipour, Maryam
The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing 'Relative Priority' (RPR), in: Amsterdam Law School Research Paper No. 2019-10.

Decker, Torsten/Schäfer, Thiemo
Die Unternehmensinsolvenz aus Investorensicht, in: BB 2015, S. 198–205.

Dehio, Andreas/Rinne, Burkhard/Schmitt, Christian
Rechtliche Auswirkungen von COVID-19 im Finanzsektor, in: WM 2020, S. 819–828.

Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
IFRS fokussiert - IFRS 9 - Das neue Wertminderungsmodell im Überblick, 2014, URL: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/IFRS_fokussiert_IFRS%209%20-%20Impairment_extern.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Demisch, Dominik
F. Unternehmenskauf und -verkauf in Krise und Insolvenz, in: Ettinger, Jochen/Jaques, Henning, Beck'sches Handbuch Unternehmenskauf im Mittelstand, 2. Aufl., München, 2017.

Demisch, Dominik
Teil B Art. 19 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Denkhaus, Stefan
§ 29 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Deppenkemper, Gunter
Der präventive Restrukturierungsrahmen: Schweizer Taschenmesser oder zahnloser Tiger?, in: ZIP 2020, S. 595–606.

Deppenkemper, Gunter
Heute an morgen denken - der Restrukturierungsbeauftragte kommt!, in: ZIP 2020, S. 1041–1052.

Desch, Wolfram
Schutzschirmverfahren nach dem RegE-ESUG in der Praxis, in: BB 2011, S. 841–846.

Deutsche Bundesbank
Das europäische Bankenpaket – Die Überarbeitung der EU- Bankenregulierung, 2019, URL: https://www.bundesbank.de/resource/blob/799102/5d6274b2b4d2a561a54f9611cbaaed48/mL/2019-06-bankenpaket-data.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Dick, Markus
Der Verkauf von Non Performing Loans – Eine Analyse von NPL-Transaktionen aus Bankensicht, Wiesbaden2010.

Die Deutsche Kreditwirtschaft
Stellungnahme zum Kommissionsentwurf – Stellungnahme zum Richtlinienentwurf über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU, COM(2016) 723 final vom 22. November 2016, URL: https://die-dk.de/media/files/181106_DK_SN_Restrukturierungsrahmen.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Diekmann, Hans
§ 12 Befreiungstatbestände, in: Paschos, Nikolaos/Fleischer, Holger, Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, München, 2017.

Diem, Andreas/Jahn, Christian
Akquisitionsfinanzierungen – Kredite für Unternehmenskäufe , 4. Aufl.2019.

Döge, Melanie
Sanieren oder Ausscheiden aus der GmbH, in: ZIP 2018, S. 1220–1227.

Domke, Frank/Sperlich, Anika
Verkauf notleidender Kredite – zivilrechtliche und strafrechtliche Fragestellungen, in: BB 2008, S. 342–348.

Dörndorfer, Josef
§ 689 ZPO, in: Vorwerk/Wolf, BeckOK ZPO, 01. Aufl., München, 2020.

DTZ Zadelhoff Tie Leung u.a.
Non-performing loans: Handbuch Deutschland, Frankfurt am Main, Barckhausstr. 102005.

Duden online
Investor, 2018, URL: https://www.duden.de/rechtschreibung/Investor, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Dürselen, Karl
Art. 127 CRR, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Dürselen, Karl
Art. 128 CRR, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Dürselen, Karl/Schulte-Mattler, Hermann
Die 5. MaRisk-Novelle im Überblick - Teil II, in: WM 2018, S. 1289–1294.

EBA
Guidelines compliance table - EBA/GL/2018/06, 2019, URL: https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA%20GL%202018%2006-CT%20GLs%20on%20management%20of%20non-performing%20and%20forborne%20exposures.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

EBA
Our response to Coronavirus (Covid-19), 2020, URL: https://eba.europa.eu/coronavirus, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Ebner Stolz
BaFin übernimmt zwei EBA-Leitlinien zu Eigenkapitalanforderungen für das Kreditrisiko, 2019, URL: https://www.ebnerstolz.de/de/bafin-uebernimmt-eba-leitlinien-eigenkapitalanforderungen-kreditrisiko-295567.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Eckert, Rainer/Gerdes, Katharina
§ 4 Gläubigerrechte im Insolvenzverfahren, in: Paulus, Christoph G./Knecht, Thomas C., Gerichtliche Sanierung, München, 2018.

Ehlers, Harald
„Notwendig" frühzeitige Insolvenzverfahren – Ein Beitrag zur Krisencompliance und zur offensiven Nutzung der InsO, in: BB 2013, S. 1539–1547.

Ehlers, Harald
Teilnahme und Nutzen einer Mitgliedschaft im Gläubigerausschuss, in: BB 2013, S. 259–264.

Eichengreen, Barry/Mathieson, Donald
Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, in: Eichengreen, Barry/Mathieson, Donald J., Hedge funds and financial market dynamics, Washington, D.C, 1998.

Eidenmüller, Horst
Regulierung von Finanzinvestoren, in: DStR 2007, S. 2116–2121.

Eidenmüller, Horst
Der Insolvenzplan als gesellschaftsrechtliches Universalwerkzeug, in: NJW 2014, S. 17–19.

Eidenmüller, Horst
Die Restrukturierungsempfehlung der EU-Kommission und das deutsche Restrukturierungsrecht, in: KTS 2014, S. 401–422.

Eidenmüller, Horst
§ 225a InsO, in: Stürner/Eidenmüller u.a., Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung: InsO, Band 3: §§ 217-359 InsO (mit Art. 103a-110 EGInsO) Insolvenzsteuerrecht, 4. Aufl., 2020.

Eidenmüller, Horst/Engert, Andreas
Reformperspektiven einer Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital (Debt-Equity-Swap) im Insolvenzplanverfahren, in: ZIP 2009, S. 541–554.

Eilers, Stephan
IV. Steuerstrukturierung, in: Eilers, Stephan/Koffka, Nils Matthias/Mackensen, Marcus u.a., Private Equity, 3. Aufl., München, 2018.

Eilers, Stephan/Koffka, Nils
Einführung, in: Eilers, Stephan/Koffka, Nils Matthias/Mackensen, Marcus u.a., Private Equity, 3. Aufl., München, 2018.

Ekkenga, Jens
Sachkapitalerhöhung gegen Schuldbefreiung, in: ZGR 2009, S. 581–622.

Ekkenga, Jens
Neuerliche Vorschläge zur Nennwertanrechnung beim Debt-Equity-Swap – Erkenntnisfortschritt oder Wiederbelebungsversuche am untauglichen Objekt?, in: DB 2012, S. 331–337.

Englert, Jan
Die Integration der Marktperspektive in der Steuerung von Problemkrediten, Hohenheim2015.

EOS Solutions
Raus mit den Schulden - dataflow, in: EOS Explore 2019, S. 30–31.

Ernst, Stefan
Art. 4 DS-GVO, in: Paal/Pauly, Datenschutz-Grundverordnung, München, 2017.

Ernstberger, Philip/Herz, Bernhard
Hedgefonds und Private Equity - Fluch oder Segen?, in: Leible, Stefan, Hedgefonds und private equity - Fluch oder Segen?, Jena, 2009.

Eßer, Martin
Art. 4 DS-GVO, in: Auernhammer/Eßer u.a., DSGVO/BDSG, 6. Aufl., Köln, 2018.

Europäische Kommission
Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion - COM(2017) 291, 2017, URL: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_de.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Europäische Zentralbank
Was sind notleidende Kredite?, 12. September 2016 (aktualisiert am 15. März 2018),

URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.de.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Europäische Zentralbank
Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten, 2017, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Europäische Zentralbank
Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs, 2017, URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.stock_taking2017.en.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Europäische Zentralbank
Europäisches Finanzaufsichtssystem, 2018, URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.de.html, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Exler, Markus/Rachner, Götz
Der Präventive Restrukturierungsrahmen aus der Sicht der OEMs – Ergebnisse einer Expertenbefragung, in: KSI 2020, S. 31–35.

Exler, Markus/Situm, Mario
Indikatoren zur Früherkennung von Unternehmenskrisen in der Beraterpraxis, in: KSI 2014, S. 53–59.

Exler, Markus/Werner, Henning
Frühwarnindikatoren gemäß der EU-Richtlinie zum präventiven Restrukturierungsrahmen, in: KSI 2020, S. 53–60.

Fandrich, Andreas
Banken- und Sparkassen-AGB, in: Westphalen, Friedrich/Thüsing, Gregor, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, 2019. Aufl., München.

Fandrich, Andreas
Darlehensvertrag, in: Westphalen, Friedrich/Thüsing, Gregor, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, 2019. Aufl., München.

Fandrich, Andreas/Hofmann, Thomas
§ 6, in: Fandrich, Andreas/Karper, Ines, Münchener Anwalts-Handbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., München, 2018.

Ferber, Michael
Finanzieller Analphabetismus hält sich hartnäckig, in: Neue Zürcher Zeitung 04.11.2016.

Fiebig, Sylvia
§ 270 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Fiebig, Sylvia
§ 270a InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Fiebig, Sylvia
§ 270b InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Fiebig, Sylvia
Vorbemerkung zu §§ 270 ff. InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

FINANZEN.NET
GERRY WEBER-Aktie bricht nach Insolvenzantrag weiter ein, URL: https://www.finanzen.net/

nachricht/aktien/gerry-weber-aktie-bricht-nach-insolvenzantrag-weiter-ein-7064176, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Fischer, Jutta/Zuleger, Ralf
Rechtliche Rahmenbedingungen beim Verkauf und Erwerb von notleidenden Krediten, in: Jobe, Clemens J./Stachuletz, Rainer, Workout, Frankfurt am Main, 2005.

Fischer, Marion
Das Workout-Management der Bank, in: Jobe, Clemens J./Stachuletz, Rainer, Workout, Frankfurt am Main, 2005.

Fischer, Reinfrid
KWG Einführung, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Fischer, Reinfrid/Boegl, Martin
§ 132, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Flick, Peter/Thelen-Pischke, Hiltrud
Kreditrisiken und Risikofürsorge – Vereinbarkeit von aufsichtsrechtlichen Vorgaben und Rechnungslegung nach IFRS bzw. HGB, in: WPg 2018, S. 421–427.

Florstedt, Tim
Der Aufbau von Fremdkapitalpositionen mit dem Ziel einer schuldenbasierten Unternehmensübernahme – Eine kapitalmarktrechtliche Beurteilung des Distressed-Debt Takeover nach geltendem Recht und de lege ferenda, in: ZIP 2015, S. 2345–2354.

Flöther, Lucas
Anregungen zur Umsetzung der EU-Richtlinie über präventive Restrukturierungsrahmen, in: ZInsO 2019, S. 1582–1586.

Flöther, Lucas/Wilke, Anna
Auswirkungen des präventiven Restrukturierungsrahmens auf die Insolvenzantragsstellung, in: NZI-Beilage 2019, S. 80–82.

Franke, Udo
Bedarf es einer Regulierung von Hedgefonds und Private Equity?, in: Leible, Stefan, Hedgefonds und private equity - Fluch oder Segen?, Jena, 2009.

Frege, Michael/Nicht, Matthias
§ 5 Kommunikation und Verhandlung in der Krise und im Insolvenzverfahren, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Freis-Janik, Isabelle
2. Teil - Bankaufsichtsrecht, in: Kümpel, Siegfried/Mülbert, Peter O./Früh, Andreas u.a., Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., Köln, 2019.

Freitag, Robert
Die Beendigung des Darlehensvertrages nach dem Schuldrechtsmodernisierungsgesetz, in: WM 2001, S. 2370–2377.

Freitag, Robert
§ 488 BGB, in: Staudinger/Freitag u.a., J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch - Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 488-490; 607-610, 2015. Aufl., Saarbrücken, Berlin, 2015.

Freitag, Robert
Grundfragen der Richtlinie über präventive Restrukturierungsrahmen und ihrer Umsetzung in das deutsche Recht, in: ZIP 2019, S. 541–552.

Frind, Frank
Die Praxis fragt, "ESUG" antwortet nicht – Eine Exegese der wichtigsten "ESUG"-Auslegungsfragen mit Handlungsvorschlägen, in: ZInsO 2011, S. 2249–2261.

Frind, Frank
Aktuelle Anwendungsprobleme beim "ESUG" - Teil 1 – Zu den Kompetenzen des Insolvenzgerichtes/Zur Unabhängigkeitsprüfung, in: ZInsO 2013, S. 59–64.

Frind, Frank
Gefahrzone Eigenverwaltung – Eine Zwischenbilanz über das Instrument Eigenverwaltung nach „ESUG“ aus gerichtlicher Sicht, in: WM 2014, S. 590–598.

Frind, Frank
Wann ist (ein Ratschlag zur) Eigenverwaltung gerechtfertigt? – Probleme der Eigenverwaltung nach „ESUG“ aus gerichtlicher Sicht, in: DB 2014, S. 165–170.

Frind, Frank
Eigenverwaltung für "dolos handelnde" Unternehmen?, in: ZIP 2017, S. 993–999.

Frind, Frank
Abschaffung von Kernelementen der deutschen Insolvenzordnung im Zuge der Umsetzung eines präventiven Restrukturierungsrahmens, in: NZI 2018, S. 431–435.

Frind, Frank
§ 22a InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Frind, Frank
§ 56a InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Frind, Frank
§ 67 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Frind, Frank
Plädoyer für eine europarechtskonforme nationale Beschränkung insolvenzbezogener Zuständigkeitsmanipulation, in: Pape, Gerhard/Gehrlein, Markus/Grote, Hugo, Festschrift für Gerhard Pape, 2019.

Frind, Frank
Regelung des "präsumtiven" Gläubigerausschusses de lege ferenda als "Evaluationslösung"?, in: ZIP 2019, S. 61–65.

Frind, Frank/Pollmächer, Frank
Anmerkungen zu den "Thesen des Gravenbrucher Kreises zum vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren in Deutschland" - think twice, before it's all right, in: ZInsO 2016, S. 1290–1295.

Frisse, Florian/Glaßl, Ramón/Duwald, Lisa
Unternehmenssicherheit bei Banken – IT-Sicherheit, Know-how Schutz, Datensicherheit und Datenschutz, in: BKR 2018, S. 177–184.

Fritz, Daniel
Die Ergebnisse von Evaluation und Folgenabschätzung – Grundlegende Überlegungen zum

vorbeugenden Sanierungsverfahren – Zu Nr. 3 des Richtlinienvorschlags der Europäischen Kommission vom 22.11.2016, COM(2016) 723 final, in: NZI-Beilage 2017, S. 9–12.

Froitzheim, Robert
Non Performing Loans (NPL) in Deutschland – Praxisrelevante Aspekte, Instrumente zur Abgabe von notleidenden Krediten und Bedeutung für die Banksteuerung, Köln2006.

Früh, Andreas
Übergang von Kreditrisiken, in: Grundmann, Stefan, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Berlin, 2010.

Früh, Andreas
1. Teil - Einführung, in: Kümpel, Siegfried/Mülbert, Peter O./Früh, Andreas u.a., Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., Köln, 2019.

Funken, Thora
Übertragung von Darlehensforderungen durch Kreditinstitute, Hamburg2011.

Galla, Stefan
§ 228 AktG, in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., München, 2019.

Galla, Stefan
§ 234 AktG, in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., München, 2019.

Galla, Stefan
§ 235 AktG, in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., München, 2019.

Ganchev, Alexander
Hedge funds - evolution and perspectives, 2015, URL: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/70050/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Gann, Philipp/Rudolph, Bernd
3. IV., in: Wohlmannstetter, Gottfried/Hopt, Klaus J./Annoff, Daniel, Handbuch Corporate Governance von Banken, München, 2011.

Ganter, Hans
Von der Beständigkeit rechtspolitischer Richtungsentscheidungen, in: Paulus, Christoph G./Wimmer-Amend, Angelika, Festschrift für Dr. Klaus Wimmer, Baden-Baden, 2017.

GAR Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
BaFin veröffentlicht Rundschreiben zu bestimmten Risikopositionsarten, 2019, URL: https://www.gar-wpg.com/news/pdf?news_id=137, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Gehrer, Judith/Koch, Stefanie/Schüz, Peter
Leitlinien des BCBS 350 – Aufsichtsrechtliche Erwartungen an die praktische Umsetzung der IFRS 9-Impairment-Regelungen, in: IRZ 2016, S. 171–175.

Gehrer, Judith/Krakuhn, Joachim/Meyer, Sven
FinRep für alle – Der Entwurf der EZB zum Supervisory Financial Reporting auch für HGB-Bilanzierer, in: IRZ 2015, S. 67–75.

Gehrer, Judith/Krakuhn, Joachim/Weichert, Sebastian
Möglichkeiten der Umsetzung der Neuregelungen zur Default-Definition der CRR II im Kontext eines einheitlichen Prozesses mit dem IFRS 9-Impairment, in: IRZ 2019, S. 299–305.

Gehrlein, Stefan
Die Veräußerung und Übertragung eines Kreditportfolios unter der Berücksichtigung der Übertragungsstrukturen, des Bankgeheimnisses und des Datenschutzes, Baden-Baden2007.

Geiwitz, Arndt/Heidenfelder, Petra
Aussetzung einzelner Vollstreckungshandlungen – Stand Still und Vollsteckungsschutz – Zu Art. 6 und 7 des Richtlinienvorschlags der Europäischen Kommission vom 22.11.2016, COM(2016) 723 final, in: NZI-Beilage 2017, S. 22–24.

Geiwitz, Arndt/Schneider, Felix
§ 25 Darstellender Teil des Insolvenzplans, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Geldmacher, Christoph
Das präventive Sanierungsverfahren: Ein detaillierter Vorschlag, in: ZInsO 2011, S. 353–372.

Gerdes, Katharina/Schade, Friedemann/Demisch, Dominik
Do's and Don'ts der Geschäftsführung bei ausgesetzter Insolvenzantragspflicht, in: ZInsO 2020, S. 1422–1433.

Gerig, Gunnar
Teil B Art. 3 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Geschwandtner, Marcus
§ 2, in: Fandrich, Andreas/Karper, Ines, Münchener Anwalts-Handbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., München, 2018.

Glaesner, Adrian
Art. 63 AEUV, in: Schwarze/Becker u.a., EU-Kommentar, 4. Aufl., Baden-Baden, Wien, Basel, 2019.

Gleißner, Werner/Haarmeyer, Hans
Die "bestandsgefährdende Entwicklung" (§ 91 AktG) als "Tor" in ein präventives Restrukturierungsverfahren, in: ZInsO 2019, S. 2293–2299.

Gleumes, Günter
Der Verkauf von notleidenden Krediten an Distressed-Debt-Investoren, in: Jobe, Clemens J./Stachuletz, Rainer, Workout, Frankfurt am Main, 2005.

Glos, Alexander/Nemeczek, Heinrich
Die Regulierung notleidender Kredite, in: ZBB 2019, S. 142–160.

Göb, Marc
Das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) – Ein Überblick, in: NZG 2012, S. 371–377.

Goetker, Uwe
Kapitel E. III., in: Flöther, Sanierungsrecht, München, 2019.

Goetker, Uwe
Kapitel G., in: Flöther, Sanierungsrecht, München, 2019.

Goetker, Uwe/Schulz, Benedikt
Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren – Warum braucht die Praxis ein solches und wie könnte es aussehen?, in: ZIP 2016, S. 2095–2107.

Graeber, Thorsten
§ 56a InsO, in: Stürner/Eidenmüller u.a., Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung: InsO, Band 1: §§ 1-79, Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung (InsVV), 4. Aufl., 2019.

Graf-Schlicker, Marie
Der Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, in: ZIP-Beilage 22/2016, S. 21–22.

Gras, Knut
§ 2 Betriebswirtschaftliche Grundlagen und Rahmenbedingungen, in: Nerlich, Jörg/Kreplin, Georg, Münchener Anwalts-Handbuch Insolvenz und Sanierung, 3. Aufl., München, 2019.

Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias
Investor Activism, in: AR 2017, S. 59.

Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias
Shareholder Activism und Investor Activism – Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, in: AG 2017, S. 49–60.

Grell, Frank/Holzmann, Manuel
Der präventive Restrukturierungsrahmen, in: DB 2018, S. M26-M27.

Grell, Frank/Klockenbrink, Ulrich
Auswirkungen der Richtlinie über präventive Restrukturierungsrahmen auf Fremdkapitalgeber – Ausgewählte Themen von Cram Down bis Lender Liability, in: DB 2019, S. 1489–1494.

Groß, Jan/Kautenburger-Behr, Daniel
Debt-Equity-Swap – Die Beteiligung an Unternehmen im Rahmen von „distressed debt investing“, in: CF 2016, S. 307–310.

Gruber, Urs
Die neue Korrumpierungsgefahr bei der Insolvenzverwalterbestellung, in: NJW 2013, S. 584–586.

Gruber, Urs
Drei Schritte zu einer deutsch-französischen Annäherung im Bereich Insolvenz und Restrukturierung, in: EuZW 2019, S. 181–187.

Gurlit, Elke
Die Entwicklung des Banken- und Kapitalmarktaufsichtsrechts seit 2017 - Teil I, in: WM 2020, S. 57–104.

Guthier, Reiner/Baranowski, Anne
Datenschutz beim Kreditverkauf von Performing und Non-performing Loans, in: Köchling, Marcel/Schalast, Christoph, Grundlagen des NPL-Geschäftes, 2. Aufl., Frankfurt am Main, 2017.

Haarmeyer, Hans
Bestellung eines vorläufigen Gläubigerausschusses und die Auswahl seiner Mitglieder, in: ZInsO 2012, S. 2109–2117.

Haarmeyer, Hans/Niebler, Angelika
Forderung nach schneller Umsetzung des neuen Rechts für deutsche Unternehmer als Rettung gegen Corona-Krise, in: ZInsO 2020, S. 973.

Haas, Matthias/Fischera, Anett
Gleichstellung von öffentlich-rechtlichen mit privatrechtlichen Kreditinstituten bei der Abtretung von Darlehensforderungen, in: NZG 2010, S. 457–459.

Haas, Ulrich
§ 225a InsO, in: Kayser/Thole, Heidelberger Kommentar zur Insolvenzordnung, 10. Aufl., Heidelberg, 2020.

Haas, Ulrich/Göb, Marc
Die Unternehmensleiterpflichten nach der Restrukturierungsrichtlinie, in: NZI 2020, S. 200–202.

Haberstock, Otto/Greitemann, Gregor
§ 228 AktG, in: Hölters, Aktiengesetz, 3. Aufl., München, 2017.

Haberstock, Otto/Greitemann, Gregor
§ 234 AktG, in: Hölters, Aktiengesetz, 3. Aufl., München, 2017.

Haberstock, Otto/Greitemann, Gregor
§ 235 AktG, in: Hölters, Aktiengesetz, 3. Aufl., München, 2017.

Häde, Ulrich
Art. 127 AEUV, in: Calliess/Ruffert u.a., EUV/AEUV, 5. Aufl., München, 2016.

Haghani, Sascha
Die Einführung eines Frühwarnsystems im vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren – Zu Art. 3 des Richtlinienvorschlags der Europäischen Kommission vom 22.11.2016, COM(2016) 723 final, in: NZI-Beilage 2017, S. 18–19.

Haghani, Sascha
Die Umsetzung von Frühwarnsystemen im vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 20-22.

Halász, Christian/Kloster, Lars
Abgestimmtes Verhalten im Sinne des § 30 Abs. 2 WpÜG im Zusammenhang mit einem Debt-Equity Swap, in: WM 2006, S. 2152–2160.

Hamberger, Karl/Diehm, Andreas
Veräußerung von Non-Performing Loans: Motive, Auswirkungen, Lösungsansätze, in: Die Bank 2004, S. 182–185.

Hammes, Dirk
Das Votum des vorläufigen Gläubigerausschusses zur Frage der Eigenverwaltung und die Ermittlungspflicht des Insolvenzgerichts, in: ZIP 2017, S. 1505–1513.

Hammes, Dirk
Keine Eigenverwaltung ohne Berater? – Zu Risiken und Nebenwirkungen einer scheinbaren Selbstverständlichkeit, in: NZI 2017, S. 233–241.

Hanenberg, Ludger
FINREP und COREP – Eine Initiative zur EU-weiten Standardisierung des aufsichtlichen Berichtswesens, in: WPg 2009, S. 1175.

Hannemann, Ralf/Steinbrecher, Ira/Weigl, Thomas
Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) – Kommentar , 5. Aufl., Stuttgart2019.

Harke, Jan
Kausalprinzip, Abstraktion und gutgläubiger Erwerb, in: GPR 2012, S. 292–297.

Harmann, Thomas
Der Weg zum präventiven Restrukturierungsrahmen – Frühwarnsysteme und Zugangsbestimmungen, in: ZInsO 2019, S. 1701–1715.

Harner, Michelle
The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing, in: Fordham Law Review Vol. 77 (2008), S. 101–171.

Harner, Michelle
Activist Distressed Debtholders: The New Barbarians at the Gate?, in: Washington University Law Review Vol. 89 (2011), S. 155–206.

Hartmann, Uwe
Corporate NPLs - Vom Gläubiger zum Anteilseigner, in: Köchling, Marcel/Schalast, Christoph, Grundlagen des NPL-Geschäftes, 2. Aufl., Frankfurt am Main, 2017.

Harz, Michael/Comtesse, Sandra/Conrad, Günther
Drohende Zahlungsunfähigkeit, in: ZInsO 2019, S. 2241–2248.

Heckschen, Heribert
§ 4, in: Reul, Adolf/Heckschen, Heribert/Wienberg, Rüdiger u.a., Insolvenzrecht in der Gestaltungspraxis, 2. Aufl., München, 2018.

Heer, Philipp
Die Übertragung von Darlehensforderungen – eine systematische Übersicht – zugleich Anmerkung zum Urteil des BGH vom 19. 4. 2011 – XI ZR 256/10, in: BKR 2012, S. 45–51.

Heese, Michael
Die Funktion des Insolvenzrechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen – Kritische Bemerkungen zur fortschreitenden Rezeption einer Sanierungskultur US-amerikanischer Provenienz, Baden-Baden2018.

Heese, Michael
Die Funktion des Insolvenzrechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen – Vortragsfassung, in: JZ 2018, S. 179–191.

Heinson, Dennis
§ 14 Datenschutz im Finanzwesen, in: Specht, Louisa/Mantz, Reto, Handbuch europäisches und deutsches Datenschutzrecht, München, 2019.

Heinzmann, Jan-Philipp
Restrukturierungsvereinbarungen mit Distressed Hedge Funds – Eine aktienrechtliche Analyse, Berlin2019.

Helmreich, Silvia
Meldung über Eigenmittel und Eigenmittelanforderungen, in: Cech, Christian/Helmreich, Silvia, Meldewesen für Finanzinstitute, Wiesbaden, 2017.

Henkel, Andreas
Die Voraussetzungen für die Anordnung der (vorläufigen) Eigenverwaltung, in: ZIP 2015, S. 562–571.

Henkel, Andreas
§ 4, in: Vallender, Heinz/Undritz, Sven-Holger, Praxis des Insolvenzrechts, 2. Aufl., Köln, 2017.

Henneberg, Fabian
Gläubigerrechte in der Unternehmenssanierung, Köln2019.

Herbold & Partner Insolvenzverwalter KG
Liste der Insolvenzgerichte in Deutschland, URL: http://www.insolvenzgerichte.de/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Hermann, Christof/Zistler, Florian
Der Insolvenzplan - Eine Plage für das Gericht, oder eine elegante Lösung?, in: ZInsO 2018, S. 10–16.

Hermanns, Michael
Frühwarnsysteme nach dem Richtlinienvorschlag der EU-Kommission zur präventiven Restrukturierung, in: ZInsO 2018, S. 2273–2280.

Herz, Benjamin
Die Entwicklung des europäischen Bankaufsichtsrechts in den Jahren 2016/2017, in: EuZW 2018, S. 5–13.

Heß, Henrik
Die Restrukturierung des Insolvenzrechts, Baden-Baden2019.

Hilpold, Claus/Kaiser, Dieter
Alternative Investment-Strategien – Einblick in die Anlagetechniken der Hedgefonds-Manager , 2. Aufl., Weinheim2013.

Hirschinger, Ellen
Gesetz zur Regelung offener Vermögensfragen, in: Kölble, Das deutsche Bundesrecht, Baden-Baden, 1949.

Hoegen, Peter/Kranz, Christopher
Die Auswirkungen des präventiven Restrukturierungsrahmens auf die außergerichtliche Unternehmenssanierung - droht die Bedeutungslosigkeit?, in: NZI-Beilage 2019, S. 53–56.

Hoegen, Peter/Wolf, Antonia
Kapitel F. VI., in: Flöther, Sanierungsrecht, München, 2019.

Hoeren, Thomas
Das neue BDSG und der Handel mit „non-performing loans“, in: ZBB 2010, S. 64–71.

Hofmann, Matthias
§ 7 Vorläufige Eigenverwaltung, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Hofmann, Stefan/Walter, Bernhard
Die Veräußerung Not leidender Kredite – aktives Risikomanagement der Bank im Spannungsverhältnis zwischen Bankgeheimnis und Datenschutz, in: WM 2004, S. 1566–1575.

Hofmann, Thomas
§ 7, in: Fandrich, Andreas/Karper, Ines, Münchener Anwalts-Handbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., München, 2018.

Holzer, Johannes
Gegen Kleinstaaterei und für mehr Internationalität – Vorschläge zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Insolvenzgerichte, in: INDat-Report 2019, S. 13–21.

Hölzle, Gerrit
Die "erleichterte Sanierung von Unternehmen" in der Nomenklatur der InsO – ein hehres Regelungsziel des RefE-ESUG, in: NZI 2011, S. 124–131.

Hölzle, Gerrit
Zur Disponibilität der Unabhängigkeit des Insolvenzverwalters – Replik zu Bork, ZIP 2013,

145, und Vallender/Zipperer, ZIP 2013, 149, im Anschluss an Schmidt/Hölzle, ZIP 2012, 2238, in: ZIP 2013, S. 447–451.

Hölzle, Gerrit
Präventiver Restrukturierungsrahmen – Beitrag zu einer Verbesserung der Restrukturierungskultur in Europa und ergänzende Sanierungsoption oder „Schlachtbank" für die Motive des ESUG?, in: ZIP 2017, S. 1307–1313.

Hölzle, Gerrit
§ 31 Anteilsinhaber, Debt-Equity-Swap, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Hölzle, Gerrit
Zur Umsetzung des präventiven Restrukturierungsrahmens in Deutschland, in: ZIP 2020, S. 585–595.

Hölzle, Gerrit/Schulenberg, Annika
Das „Gesetz zur vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und zur Begrenzung der Organhaftung bei einer durch die COVID-19- Pandemie bedingten Insolvenz (COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetz – COVInsAG)" – Kommentar, in: ZIP 2020, S. 633–650.

Hopt, Klaus
2. Teil V. (7) Bankgeschäfte, in: Baumbach/Hopt u.a., Handelsgesetzbuch, 39. Aufl., München, 2020.

Horstkotte, Martin
Öffentliche Bekanntmachung der vorläufigen Sachwalterschaft nach ESUG durch das Insolvenzgericht?, in: ZInsO 2012, S. 1161–1164.

Huber, Herwart
Die Bedeutung des Sanierungskonzepts für eine Kreditgewährung an den kriselnden Unternehmenskunden, in: NZI 2015, S. 489–494.

Huber, Herwart
Unternehmenskrise und die besonderen Anforderungen der Rechtsprechung für eine Kreditvergabe, in: NZI 2015, S. 447–452.

Ineichen, Alexander
Who's Long? Market-Neutral versus Long/Short Equity, in: The Journal of Alternative Investments 2002, S. 62–69.

Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
Präventiver Restrukturierungsrahmen, in: ZInsO 2020, S. 46–58.

Institut für Finanzdienstleistungen e.V.
Erwerb von Kreditforderungen durch Private Equity-Unternehmen, 2007, URL: https://www.vzbv.de/sites/default/files/mediapics/studie_forderungsverkaeufe_iff_10_2007.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Jacobi, Alexander
Das Präventive Restrukturierungsverfahren – Richtlinienvorschlag der EU-Kommission v. 22. 11. 2016 COM(2016) 723 final, in: ZInsO 2017, S. 1–13.

Jacoby, Florian/Madaus, Stephan/Sack, Detlef/Schmidt, Heinz/Thole, Christoph
ESUG-Evaluation – Evaluierung des Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, URL: https://www.bmjv.de/SharedDocs/

Downloads/DE/News/Artikel/101018_Gesamtbericht_Evaluierung_ESUG.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Jaeger, Gerold/Heinz, Annette
Risikobegrenzungsgesetz untermauert Abtretbarkeit von Sparkassendarlehensforderungen!, in: BKR 2009, S. 273–277.

Jahntz, Katharina
§ 56a InsO, in: Wimmer, FK-InsO Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung, 9. Aufl., Köln, 2018.

Jarchow, Ingmar/Hölken, Helge
Das Gesetz zur vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und zur Begrenzung der Organhaftung bei einer durch die COVID-19-Pandemie bedingten Insolvenz sowie weitere Maßnahmen des Gesetzgebers und der Bundesregierung zur Abmilderung der Folgen der COVID-19-Pandemie, in: ZInsO 2020, S. 730–740.

Jenal, Oliver
Der Debt to Equity Swap als Mittel zur Bewältigung der Krise – Eine Analyse der Sanierungsmöglichkeiten außerhalb und innerhalb des Insolvenzverfahrens, in: KSI 2014, S. 112–118.

Jobe, Clemens
Rechtliche Rahmenbedingungen des Workout-Managements: Die Haftungsrisiken der Kreditinstitute bei der Bearbeitung notleidender Kredite, in: Jobe, Clemens J./Stachuletz, Rainer, Workout, Frankfurt am Main, 2005.

Josten, Ralf
Kreditvertragsrecht , 2. Aufl., München2017.

Jung, Burkhard
Der Weg in den prävRR: Wann und wie sollte der Einstieg zugelassen werden?, in: KSI 2020, S. 23–25.

Jung, Burkhard/Meißner, Fabian/Münz, Ann-Katrin
Die Qualifikationsvoraussetzungen des Restrukturierungsbeauftragten – Anforderungen im Rahmen des präventiven Restrukturierungsrahmens, in: KSI 2020, S. 101–105.

Kaiser, Dieter
Hedgefonds, Wiesbaden2009.

Kämmerer, Jörn
Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem (ESFS) – Modell für eine europäisierte Verwaltungsarchitektur?, in: NVwZ 2011, S. 1281–1287.

Kannenberg, Oliver
Reagan, Thatcher, Friedman. – Eine Analyse des Einflusses der neoliberalen Theorie auf die Wirtschaftspolitik der 80er Jahre in Großbritannien und den USA, München2016.

Kastner, Arno
MaRisk-Anforderungen an die Intensivbetreuung und Problemkreditbearbeitung, in: Ahlers, Horst/Ambrozic, Igor/Cranshaw, Friedrich L. u.a., Problematische Firmenkundenkredite, 5. Aufl., Heidelberg, 2016.

Kayser, Godehard
Rechtzeitige Insolvenzantragsstellung vor dem Hintergrund des Brüsseler Aktionsplans für ein vorinsolvenzliches Restrukturierungsverfahren, in: ZIP-Beilage 22/2016, S. 40–43.

Kayser, Godehard
Eingriffe des Richtlinienvorschlags der Europäischen Union in das deutsche Vertrags-, Insolvenz- und Gesellschaftsrecht, in: ZIP 2017, S. 1393–1401.

Kayser, Godehard
Vorinsolvenzliche Sanierung als Pflichtaufgabe des Gesetzgebers?, in: Kayser, Godehard/Smid, Stefan/Riedemann, Susanne, Nichts ist beständiger als der Wandel, München, 2017.

Keibel, Jörg
Due Diligence beim Kauf von Non-performing Loans (NPLs), in: Köchling, Marcel/Schalast, Christoph, Grundlagen des NPL-Geschäftes, 2. Aufl., Frankfurt am Main, 2017.

Keller, Markus
Non-Performing Loans aus Investorensicht, München2009.

Kern, Christoph
Die Eintrittsvoraussetzungen in das Verfahren – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 18–20.

Kestler, Matthias/Striegel, Andreas/Jesch, Thomas
Distressed Debt Investments – Insolvenzrechtliche Instrumentarien der Unternehmenssanierung über Fremdkapital, in: NZI 2005, S. 417–424.

Khakzad, Farhad/Sundri, Sahil/Seres, David
Risikomodellierung und IFRS 9 (Expected Credit Losses) – Ein Überblick über die wesentlichen Anforderungen und die daraus resultierenden Auswirkungen auf das Aufsichtsrecht sowie Ansätze zur Modellierung der IFRS 9-Risikovorsorge, in: IRZ 2016, S. 27–32.

Kilgus, Stefan
Auswirkungen der Finanzkrise auf das Konsortialkreditgeschäft, in: BKR 2009, S. 181–190.

Klabunde, Achim
Art. 4 DS-GVO, in: Ehmann/Selmayr u.a., DS-GVO, 2. Aufl., München, Wien, 2018.

Klar, Manuel/Kühling, Jürgen
Art. 4 Nr. 1 DS-GVO, in: Kühling/Buchner, Datenschutz-Grundverordnung/BDSG, 2. Aufl., München, 2018.

Kleindiek, Detlef
Debt-Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren, in: Erle, Bernd/Goette, Wulf/Kleindiek, Detlef u.a., Festschrift für Peter Hommelhoff, Berlin, Köln, 2012.

Kleine, Sebastian
Der Umtausch von Forderungen in Nennkapital, Baden-Baden2014.

Klimke, Dominik
§ 120 HGB, in: Häublein/Hoffmann-Theinert u.a., HGB, Baden-Baden, 2018.

Klöckner, Michael
Verkauf notleidender Kredite, in: Jobe, Clemens J./Stachuletz, Rainer, Workout, Frankfurt am Main, 2005.

Klupsch, Tobias/Schulz, Patrick
Der Vorschlag der EU-Kommission für eine Richtlinie zu präventiven Restrukturierungsrahmen, in: EuZW 2017, S. 85–90.

Knapp, Marvin
Teil B Art. 8 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Knecht, Thomas
§ 19, in: Buth, Andrea K./Hermanns, Michael, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, 4. Aufl., München, 2014.

Knecht, Thomas/Hommel, Ulrich/Wohlenberg, Holger
Restrukturierung der betrieblichen Unternehmenskrise, in: Knecht, Thomas C./Hommel, Ulrich/Wohlenberg, Holger, Handbuch Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl., Wiesbaden, 2018.

Knops, Kai-Oliver
Neuregelungen zum Kredithandel durch das Risikobegrenzungsgesetz: Kein großer Wurf, in: VuR 2009, S. 286–295.

Knops, Kai-Oliver
Die Kündigung des vertragsgemäß bedienten Kredits wegen Vermögensverschlechterung, in: WM 2012, S. 1649–1657.

Knops, Kai-Oliver
§ 2 Kreditrecht, in: Schmidt, Hubert, COVID-19, 2020.

Koch, Jens
§ 228 AktG, in: Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 14. Aufl., 2020.

Koch, Jens
§ 235 AktG, in: Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 14. Aufl., 2020.

Koch, Jens
§ 53a AktG, in: Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 14. Aufl., 2020.

Kocher, Dirk
Strategien im Umgang mit aktivistischen Aktionären und Investoren in Deutschland, in: DB 2016, S. 2887–2892.

Köchling, Marcel
Notleidende Kredite im Spannungsverhältnis zwischen Insolvenzverwalter und Finanzinvestor, in: ZInsO 2008, S. 232–242.

Köchling, Marcel/Dzieciol, Jan
Der NPL-Markt in Deutschland: Marktentwicklung, Klassifizierung und Marktbeteiligte, in: Köchling, Marcel/Schalast, Christoph, Grundlagen des NPL-Geschäftes, 2. Aufl., Frankfurt am Main, 2017.

Kodres, Laura
Hedge Fund Investment Strategies, in: Eichengreen, Barry/Mathieson, Donald J., Hedge funds and financial market dynamics, Washington, D.C, 1998.

Kolassa, Doris
§ 137, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Kolmann, Stephan
§ 40 Stimmrechte im Planverfahren, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Korch, Stefan
Insolvenzrecht und Marktgesetze – Eine Standortbestimmung im Angesicht des EU-Kommissionsvorschlags für einen präventiven Restrukturierungsrahmen, in: ZHR 2018, S. 440–481.

Korch, Stefan
Wozu Sachwalter? – Eine funktionale und rechtsvergleichende Betrachtung, in: ZIP 2018, S. 109–115.

Korch, Stefan
Die Rolle der Gesellschafter im künftigen Restrukturierungsverfahren, in: ZIP 2020, S. 446–453.

Kowalewski, Jörn/Praß, Jan-Philipp
Teil B Art. 11 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Kowalewski, Jörn/Praß, Jan-Philipp
Teil B Art. 9 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Kramme, Malte
Der Konflikt zwischen dem Bankgeheimnis und Refinanzierungsabtretungen – Deutschland, Frankreich, Schweiz, Tübingen2014.

Kreplin, Georg
§ 1 Einleitung: Das sanierungsrechtliche Mandat, in: Nerlich, Jörg/Kreplin, Georg, Münchener Anwalts-Handbuch Insolvenz und Sanierung, 3. Aufl., München, 2019.

Krepold, Hans-Michael
14. Kapitel Kündigung des Darlehensvertrags (§§ 489,490 BGB), in: Langenbucher, Katja/Bliesener, Dirk H./Spindler, Gerald, Bankrechts-Kommentar, 2. Aufl., 2016.

Krepold, Hans-Michael
§ 79, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Krimphove, Dieter
Die „neue“ MaRisk (BA) 9/2017, in: BKR 2018, S. 1–5.

Kropf, Christian
6. Teil - Kreditgeschäft mit Unternehmen, in: Kümpel, Siegfried/Mülbert, Peter O./Früh, Andreas u.a., Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., Köln, 2019.

Kübler, Bruno
Neues Restrukturierungsrecht im Werden und seine Auswirkungen auf das Berufsbild des Insolvenzverwalters, in: ZIP-Beilage 22/2016, S. 47–51.

Kübler, Bruno
§ 1 Der Sanierungsgedanke im deutschen Insolvenzrecht, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Kuder, Karen
Bankgeheimnis als Abtretungsverbot – Anmerkung zu OLG Frankfurt, Urt. v. 25. 5. 2004 - 8 U 84/04, ZInsO 2004, 925, in: ZInsO 2004, S. 903–904.

Kuder, Karen/Unverdorben, Martin
Teil 2 C. III. Die Rolle der Kreditinstitute, in: Schmidt, Karsten/Uhlenbruck, Wilhelm, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 5. Aufl., Köln, Saarbrücken, 2016.

Kumpan, Christoph
Börsenmacht Hedge-Fonds – Die Regelungen in den USA und mögliche Implikationen für Deutschland, in: ZHR 2006, S. 39–71.

Küpper, Norbert
§ 3, in: Vallender, Heinz/Undritz, Sven-Holger, Praxis des Insolvenzrechts, 2. Aufl., Köln, 2017.

Landfermann, Hans-Georg
Das neue Unternehmenssanierungsgesetz (ESUG) – Überblick und Schwerpunkt Teil I, in: WM 2012, S. 821–831.

Lang, Volker
Inhalt, Umfang und Reichweite des Bankgeheimnisses, in: ZBB 2006, S. 115–128.

Lange, Christian/Swierczok, Artur
Neues aus Brüssel: Der finale Text der Restrukturierungsrichtlinie lässt grüßen!, in: BB 2019, S. 514–520.

Langenbucher, Katja
Kredithandel nach dem Risikobegrenzungsgesetz, in: NJW 2008, S. 3169–3173.

Langer, Nicole/Wolf, Rüdiger
Teil B Art. 14 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Längsfeld, Alexander
(Un-)Wirksamkeit von Change-of-Control-Klauseln – Zum neuen § 225a IV 3 InsO, in: NZI 2014, S. 734–739.

Laroche, Peter
§ 2 Das Insolvenzverfahren, in: Vallender, Heinz/Undritz, Sven-Holger, Praxis des Insolvenzrechts, 2. Aufl., Köln, 2017.

Lau, Bero-Alexander
Das Eröffnungsverfahren (§ 270a InsO) mit anschließender Eigenverwaltung aus der Sicht eines (vorläufigen) Sachwalters, in: DB 2014, S. 1417–1423.

Lau, Bero-Alexander/Schwartz, Daniel
Richtlinie für ein präventives Restrukturierungsverfahren - Analyse und Umsetzungsempfehlungen, in: NZG 2020, S. 450–457.

Lau, Johannes
Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, Göttingen2016.

Lehmann, Matthias
Einführung, in: Leible, Stefan, Hedgefonds und private equity - Fluch oder Segen?, Jena, 2009.

Lehmann, Matthias/Manger-Nestler, Cornelia
Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht, in: EuZW 2010, S. 87–92.

Leithaus, Rolf
§ 18 InsO, in: Andres/Leithaus, Insolvenzordnung, 4. Aufl., München, 2018.

Leithaus, Rolf
§ 270a InsO, in: Andres/Leithaus, Insolvenzordnung, 4. Aufl., München, 2018.

Lendermann, Urs
Darlehensveräußerungen durch Banken – Ein Beitrag zum Schuldner-, Daten- und Funktionsschutz, Berlin2012.

Liebler, Hans/Seffer, Adi
Fusion als strukturelle Sanierungsoption, in: Knecht, Thomas C./Hommel, Ulrich/Wohlenberg, Holger, Handbuch Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl., Wiesbaden, 2018.

Lieder, Jan
§ 55 GmbHG, in: Fleischer/Goette, Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 3. Aufl., München, 2018.

Lieder, Jan
Unternehmensrechtliche Implikationen der Corona-Gesetzgebung – Präsenzlose Versammlungen und stabilisierende Kapitalmaßnahmen, in: ZIP 2020, S. 837–851.

Linker, Jörg
§ 15a InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Loan Market Association
Secondary Debt Trading, 2018, URL: https://www.lma.eu.com/documents-guidelines/documents/category/secondary-debt-trading, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Loch, Friedemann/Schulte-Mattler, Hermann
Art. 99 CRR, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Lopatta, Kerstin/Kaspereit, Thomas/Böttcher, Katarina/Geils, Christina
Kritischer Vergleich der Wertminderungsmodelle nach IAS 39 und IFRS 9 – eine Fallstudie, in: IRZ 2016, S. 499–505.

Lotz, Ulrich/Flunker, Andrea/Kien, Simone
Aufsichtsrechtliche Herausforderungen beim Umgang mit notleidenden Krediten (Non Performing Loans – NPL), in: RdF 2017, S. 195–202.

Lotz, Ulrich/Flunker, Andrea/Kien, Simone
Zusätzliche aufsichtsrechtliche Herausforderungen beim Umgang mit notleidenden Krediten (Non-Performing Loans – NPL) – Update zu RdF 2017, 195 ff., in: RdF 2018, S. 28–31.

Lüdicke, Jochen/Beutel, David
Unternehmensteuerrecht – Gründung, Finanzierung, Umstrukturierung, Übertragung, Liquidation, München2008.

Lüer, Hans-Jochem/Streit, Georg
Vorbemerkung zu §§ 217–269, in: Uhlenbruck, Insolvenzordnung, 15. Aufl., München, 2019.

Lürken, Sacha/Egger, Sebastian/Hiemer, Daniel
§ 29, in: Jesch, Thomas A./Striegel, Andreas/Boxberger, Lutz, Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl., München, 2020.

Lutter, Marcus/Kleindiek, Detlef
§ 58a GmbHG, in: Lutter/Hommelhoff, GmbH-Gesetz: Kommentar, 20. Aufl., Köln, 2020.

Lutter, Marcus/Kleindiek, Detlef
§ 58f GmbHG, in: Lutter/Hommelhoff, GmbH-Gesetz: Kommentar, 20. Aufl., Köln, 2020.

Luxem, Jörg
Abfindung für Gesellschafter, in: Gosch, Dietmar/Schwedhelm, Rolf/Spiegelberger, Sebastian, GmbH-Beratung, 53. Aufl., Köln, 2005.

Luz, Günther
Art. 114-134 CRR, in: Luz/Neus u.a., KWG und CRR, 6. Aufl., Stuttgart, 2019.

Luz, Günther/Neus, Werner/Schaber, Mathias/Schneider, Peter/Wagner, Claus-Peter/Weber, Max
CRR visuell – Die neuen EU-Vorschriften der Capital Requirements Regulation, Stuttgart2013.

Madaus, Stephan
Schutzschirme für streitende Gesellschafter? Die Lehren aus dem Suhrkamp-Verfahren für die Auslegung des neuen Insolvenzrechts, in: ZIP 2014, S. 500–508.

Madaus, Stephan
Vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren – Perspektiven einer europäisch geprägten Rechtsentwicklung, in: KSzW 2015, S. 183–190.

Madaus, Stephan
Zustand und Perspektiven der Eigenverwaltung in Deutschland, in: KTS 2015, S. 115–142.

Madaus, Stephan
Europäische Ideen für einen präventiven Restrukturierungsrahmen und Handlungsspielräume für das deutsche Recht, in: Ebke, Werner F./Seagon, Christopher/Blatz, Michael, Unternehmensrestrukturierung im Umbruch?!, Baden-Baden, 2017.

Madaus, Stephan
Restrukturierungsverfahren mit Insolvenzprinzipien und Insolvenzverfahren mit Restrukturierungsziel? Eine Betrachtung der Grundannahmen des Insolvenz- und Restrukturierungsrechts, in: Paulus, Christoph G./Wimmer-Amend, Angelika, Festschrift für Dr. Klaus Wimmer, Baden-Baden, 2017.

Madaus, Stephan
Die neue European Relative Priority Rule der Restrukturierungsrichtlinie – Das Ende des europäischen Insolvenzrechts?, 2019, URL: https://stephanmadaus.de/2019/03/12/die-neue-european-relative-priority-rule-der-restrukturierungsrichtlinie-das-ende-des-europaeischen-insolvenzrechts/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Madaus, Stephan
Die Niederlande beginnen mit der Umsetzung – das „Dutch Scheme" ist im Gesetzgebungsverfahren, 2019, URL: https://stephanmadaus.de/2019/07/12/die-niederlande-beginnen-mit-der-umsetzung-das-dutch-scheme-ist-im-gesetzgebungsverfahren/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Madaus, Stephan
Die Vorgaben der EU-Richtlinie über präventive Restrukturierungsrahmen an den deutschen Gesetzgeber – Handlungsspielräume und -grenzen, in: DB 2019, S. 592–598.

Madaus, Stephan
Kapitel F. IV., in: Flöther, Sanierungsrecht, München, 2019.

Maidl, Johannes
Rechtsbeziehungen des Zielunternehmens in der M&A Transaktion - Change of Control-Klausel als neue Spaltungsbremse?, in: NZG 2018, S. 726–729.

Maier-Reimer, Georg
Debt Equity Swap, in: , Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, Köln, 2012.

Mantz, Reto/Marosi, Johannes
§ 3 Vorgaben der Datenschutz-Grundverordnung, in: Specht, Louisa/Mantz, Reto, Handbuch europäisches und deutsches Datenschutzrecht, München, 2019.

Meller-Hannich, Caroline
Ausgewählte Probleme der Eigenverwaltung – Vortrag bei der KTS-Tagung der Insolvenzrechtslehrer am 30.09.2016, in: KTS 2017, S. 309–331.

Menk, Michael/Neitzert, Florian
Basel IV final – ist der Kompromiss von heute auch die Lösung für morgen?, in: RM 2018, S. 38–42.

Merkel, Helmut
§ 93, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Meschede, Robert/Albrecht, Achim
Etablierung einer Sanierungskultur in Deutschland – Quo Vadis?, in: ZInsO 2018, S. 1645–1650.

Metze, Fredrik/Westpfahl, Lars
Hedgefonds und Distressed-Debt-Investoren, in: Baur, Michael/Kantowsky, Jan/Schulte, Axel, Stakeholder Management in der Restrukturierung, Wiesbaden, 2015.

Mock, Sebastian
Das künftige (harmonisierte) Insolvenzrecht – Entwurf einer Richtlinie zum Unternehmensinsolvenzrecht, in: NZI 2016, S. 977–982.

Mohr, Randolf
Abfindung an ausscheidende Gesellschafter, in: GmbH-StB 2010, S. 73–79.

Möllers, Thomas
Marktmanipulationen durch Leerverkaufsattacken und irreführende Finanzanalysen, in: NZG 2018, S. 649–658.

Mölls, Sascha/Diderrich, Hendrik
Bewertung vonDebt-Equity-Swaps in kritischer Betrachtung – Ein integrativer Lösungsansatz: Zukunftsorientierte Gesamtbewertung unter Beachtung gesellschaftsrechtlicher Postulate, in: ZHR 2019, S. 617–661.

Mönning, Rolf-Dieter
Der Schutzschirm: Strategische Insolvenz und Haftung, in: Bork, Reinhard/Kayser, Godehard/Kebekus, Frank, Festschrift für Bruno M. Kübler zum 70. Geburtstag, München, 2015.

Mönning, Rolf-Dieter
Teil A, in: Göb, Marc Alexander/Schnieders, Ferit, Praxishandbuch Gläubigerausschuss, München, 2016.

Mönning, Rolf-Dieter
§ 18 InsO, in: Nerlich/Römermann, Insolvenzordnung, München, 41. EL 2020.

Mönning, Rolf-Dieter/Schäfer, Cornelia/Schiller, Florian
Sanierung unter dem Schutzschirm – strategische Insolvenz im Zeitraffer, in: BB-Beilage 2017, S. 1–24.

Morgen, Christoph
Teil 2 D., in: Schmidt, Andreas, Sanierungsrecht - Kommentar, 2. Aufl., Köln, 2018.

Morgen, Christoph
Teil B Einleitung, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Mülbert, Peter
§ 490 BGB, in: Staudinger/Freitag u.a., J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch - Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 488-490; 607-610, 2015. Aufl., Saarbrücken, Berlin, 2015.

Mülbert, Peter
Rechtsschutzlücken bei Short Seller-Attacken – und wenn ja,welche?, in: ZHR 2018, S. 105–113.

Müller, Hans-Friedrich
Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen im Insolvenzplan, in: KTS 2012, S. 419–452.

Müller, Hans-Friedrich
Sanierung nach der geplanten EU-Restrukturierungs-Richtlinie – Eine Analyse aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive, in: ZGR 2018, S. 56–87.

Müller, Welf
Gibt es einen Grundsatz der nominalen Kapitalaufbringung?, in: Krieger, Gerd, Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München, 2013.

Müller-Lankow, Hendrik
Market-Making – Eine aufsichtsrechtliche Analyse des Market-Makings im Rahmen multilateraler und bilateraler Systeme, Baden-Baden2018.

Naumann, Patric
Pflichten der Unternehmensleitung – Zu Art. 18 des Richtlinienvorschlags der Europäischen Kommission vom 22.11.2016, COM(2016) 723 final, in: NZI-Beilage 2017, S. 35–36.

Neuberger, Jürgen
Antragsgrund und Frühwarnsysteme im Sinne des Richtlinien-Vorschlags der EUKommission über einen präventiven Restrukturierungsrahmen, in: ZInsO 2018, S. 2053–2063.

Neuberger, Jürgen
Überschuldung abschaffen? Überschuldung stärken! – Warum und wie der Überschuldungstatbestand beibehalten werden sollte, in: ZIP 2019, S. 1549–1557.

Neuhaus, Markus/Lotz, Ulrich/Struffert, Ralf/Opher, Gil
Aktuelle bilanzielle und regulatorische Erwägungen zum Verkauf von Non-performing Loans aus Bankensicht, in: Köchling, Marcel/Schalast, Christoph, Grundlagen des NPL-Geschäftes, 2. Aufl., Frankfurt am Main, 2017.

Nikolaus, Frank/Kuschel, Oliver
Nur der frühe Vogel fängt den Wurm – Private Equity in Krisensituationen, in: Unternehmeredition Private Equity 2010, S. 48–49.

Nobbe, Gerd
Bankgeheimnis, Datenschutz und Abtretung von Darlehensforderungen, in: WM 2005, S. 1537–1548.

Nobbe, Gerd
Der Verkauf von Krediten, in: ZIP 2008, S. 97–106.

Nobbe, Gerd
Veräußerung und Vollstreckung Not leidender Grundpfandkredite unter Berücksichtigung des Risikobegrenzungsgesetzes, in: Grundmann, Stefan, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Berlin, 2010.

o.N.
Konsolidiertes Baseler Rahmenwerk veröffentlicht, in: WPg 2020, S. 152.

Obermüller, Manfred
Kreditkündigung durch Banken angesichts einer Insolvenz – unter Berücksichtigung des Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes, in: ZInsO 2002, S. 97–103.

Oechsler, Jürgen
§ 228 AktG, in: Goette/Habersack, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Band 4: §§ 179-277, 4. Aufl., 2016.

Oechsler, Jürgen
§ 235 AktG, in: Goette/Habersack, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Band 4: §§ 179-277, 4. Aufl., 2016.

Olzen, Dirk
§ 366 BGB, in: Staudinger/Freitag u.a., J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch - Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse: §§ 362-396, 2016. Aufl., Saarbrücken, Berlin, 2016.

Omlor, Sebastian/Dilek, Derwis
Corona-Gesellschaftsrecht - Rekapitalisierung von Gesellschaften in Zeiten der Pandemie, in: BB 2020, S. 1026–1032.

One Square Advisors GmbH
Über uns, URL: https://www.onesquareadvisors.com/deutsch/wir_ueber_uns.php, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Ostendorf, Ralf
Art. 92 CRR, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Otte, Wolfgang
Basel III und die Auswirkungen auf die Mittelstandsfinanzierung, in: FIM 2013, S. 4–5.

Paetzmann, Karsten
Zur Übertragung von US-Konzepten eines Distressed Debt Investing auf Deutschland, in: ZfdK 2003, S. 968–973.

Palenker, Nicholas
Loan-to-own – Schuldenbasierte Übernahmen in Zeiten moderner Restrukturierungen und mangelnder Gläubigertransparenz, Baden-Baden2019.

Palenker, Nicholas
Ist das Akteneinsichtsgesuch eines Distressed-Debt-Investors illegitim, rechtsmissbräuchlich,

verfahrensfremd oder schlicht erfolgreich? – Eine Besprechung und Verortung von LG München I v. 9. 9. 2019 – 14 T 10502/19, ZIP 2020, 230, in: ZIP 2020, S. 1109–1114.

Pamp, Rüdiger
§ 75, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Pannen, Klaus
Auf dem Weg zu einem vorinsolvenzlichen Restrukturierungsverfahren in Deutschland, in: Pape, Gerhard/Gehrlein, Markus/Grote, Hugo, Festschrift für Gerhard Pape, 2019.

Pannen, Klaus/Weitzmann, Jörn
Anhang zu § 1 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Pape, Gerhard
20 Jahre Insolvenzordnung – Kein Grund zum Feiern, in: ZInsO 2019, S. 57–63.

Paschos, Nikolaos
§ 24, in: Paschos, Nikolaos/Fleischer, Holger, Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, München, 2017.

Paul, Thomas/Rudow, Sebastian
Eigenverwaltung und Insolvenzplan bei KMUs, in: NZI 2016, S. 385–392.

Paulus, Christoph
Ziele und EU-rechtliche Rahmenbedingungen – Zu Nr. 1 des Richtlinienvorschlags der Europäischen Kommission vom 22.11.2016, COM(2016) 723 final, in: NZI-Beilage 2017, S. 5–7.

Paulus, Christoph
Gerichtliche und außergerichtliche Verfahrensansätze zur Unternehmensrestrukturierung, in: Knecht, Thomas C./Hommel, Ulrich/Wohlenberg, Holger, Handbuch Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl., Wiesbaden, 2018.

Paulus, Christoph
Von zahlungsunfähigen Staaten und tickenden Bomben, in: ZRP 2018, S. 151–152.

Paulus, Christoph
Warum benötigen wir ein Resolvenzverfahren?, in: ZIP 2019, S. 637–645.

Paulus, Christoph
Corona-Krise, Solidarität und Insolvenz – Warum wir wirklich ein Resolvenzverfahren brauchen, in: ZRP 2020, S. 108–111.

Paulus, Christoph
Frühwarnsysteme, in: NZI 2020, S. 659–662.

Paulus, Christoph/Palenker, Nicholas
Mit Krediten bieten - Credit Bidding - Überlegungen zum Selbsteintritt der Gläubiger gem. § 168 Abs. 3 InsO, in: WM 2020, S. 1181–1187.

Paulus, Christoph/Undritz, Sven-Holger/Schulte-Kaubrügger, Christoph
Corona, das Insolvenzrecht, und was man daraus lernen sollte, in: ZIP 2020, S. 699–701.

Paulus, Christoph/Zenker, Wolfgang
Timely identifying and addressing the crisis, in: Stanghellini, Lorenzo/Mokal, Riz/Paulus, Christoph G. u.a., Best practices in European restructuring, Milano, Padova, 2018.

Pentz, Andreas
§ 27 AktG, in: Goette/Habersack, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Band 1: §§ 1-75, 2019.

Philipp, Otmar
Bankrecht: Regulierungspaket für den Bankensektor verabschiedet, in: EuZW 2019, S. 435.

Philipp, Sebastian/Andersch, Tammo/Henn, Ralf-Thorsten
Geeignete Einstiegsvoraussetzungen aus Beratersicht, in: INDat-Report 2019, S. 30–34.

Piekenbrock, Andreas
Die Zukunft der Überschuldung des Insolvenzeröffnungsgrund und beim präventiven Restrukturierungsrahmen – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 47–48.

Plathner, Jan
Wie sich der Markt für Berater und Insolvenzverwalter durch die Richtlinie verändern wird, in: NZI-Beilage 2019, S. 65–66.

Pleister, Christian/Palenker, Nicholas
Gläubigerbeteiligung in Zeiten von COVID-19, in: ZRI 2020, S. 245–255.

Poertzgen, Christoph
Der Zweck heiligt die Mittel – ein Zwischenruf zum COVInsAG, in: ZInsO 2020, S. 825–829.

Poll, Jens
§ 252 HGB, in: Häublein/Hoffmann-Theinert u.a., HGB, Baden-Baden, 2018.

Preuß, Nicola
Präventive Restrukturierung - Autobahn zur Sanierung oder Sackgasse?, in: ZInsO 2017, S. 1202–1220.

Priester, Hans-Joachim
Debt-Equity-Swap zum Nennwert?, in: DB 2010, S. 1445–1450.

Priester, Hans-Joachim
"Sanieren oder Ausscheiden" im Recht der GmbH, in: ZIP 2010, S. 497–503.

Priester, Hans-Joachim
§ 120 HGB, in: Schmidt/Ebke, Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, 4. Aufl., München, 2016.

Priester, Hans-Joachim/Tebben, Joachim
§ 56 GmbHG, in: Scholz, Kommentar zum GmbH-Gesetz, 12. Aufl., Köln, 2018.

Priester, Hans-Joachim/Tebben, Joachim
§ 58a GmbHG, in: Scholz, Kommentar zum GmbH-Gesetz, 12. Aufl., Köln, 2018.

Priester, Hans-Joachim/Tebben, Joachim
§ 58f GmbHG, in: Scholz, Kommentar zum GmbH-Gesetz, 12. Aufl., Köln, 2018.

Prinz, Jochen
Workout eines NPL-Portfolios nach der Übernahme, in: Köchling, Marcel/Schalast, Christoph, Grundlagen des NPL-Geschäftes, 2. Aufl., Frankfurt am Main, 2017.

Prütting, Hanns
§ 294 ZPO, in: Krüger/Rauscher, Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung Gesamtwerk, 6. Aufl., München, 2019.

Prüver, Thomas
Der Verkauf notleidender Kredite – Vom strukturierten Bieterverfahren zu bilateralen Transaktionsprozessen, Wiesbaden2008.

Pühl, Helge
Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren, Köln2016.

Quardt, Gabriele
Zur Abschaffung von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung, in: EuZW 2002, S. 424–428.

Raab, Alexander
Vorschlagsrecht zum Insolvenzverwalter, in: ZInsO 2020, S. 67–69.

Raaijmakers, Geert/Maatman, Rene
Hedge Funds in Company Law: Virus or Vaccine?, in: Ondernemingsrecht 2006.

Rauscher, Markus/Leichtle, Holger/Mucha, Martin/Schäffler, Frank/Wagner, Martin
Das vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren - Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung, in: ZInsO 2016, S. 2420–2424.

Redeker, Rouven
Kontrollerwerb an Krisengesellschaften: Chancen und Risiken des Debt-Equity-Swap, in: BB 2007, S. 673–680.

Regenfus, Thomas
Die Kündigung des Kredits wegen Verschlechterung der Vermögensverhältnisse – Voraussetzungen, Erkenntnisdefizite und Risiken für den Darlehensgeber, in: ZBB 2015, S. 383–395.

Reger, Gerald/Stenzel, Igor
Der Kapitalschnitt auf Null als Mittel zur Sanierung von Unternehmen – Gesellschaftsrechtliche, börsenzulassungsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Konsequenzen, in: NZG 2009, S. 1210–1214.

Reichert, Jochem
Die Treuebindung der Aktionärsmehrheit in Sanierungsfällen, in: NZG 2018, S. 134–142.

Reifner, Udo
Der Verkauf notleidender Verbraucherdarlehen, in: BKR 2008, S. 142–154.

Rendels, Dietmar
§ 24 Planinitiativrecht, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Reuter, Alexander/Buschmann, Marco
Sanierungsverhandlungen mit Krediterwerbern: Strategien „alternativer Investoren" auf dem rechtlichen Prüfstand, in: ZIP 2008, S. 1003–1011.

Richter, Martin
31. Kapitel: Außergerichtliche Unternehmenssanierung, in: Langenbucher, Katja/Bliesener, Dirk H./Spindler, Gerald, Bankrechts-Kommentar, 2. Aufl., 2016.

Richter, Nicholas
Möglichkeiten und Grenzen des Distressed Debt Investing in Deutschland – Am Beispiel von Unternehmensverbindlichkeiten, Wiesbaden2006.

Ricke, Markus
Stichwort: Hedge Fonds, in: BKR 2004, S. 60–65.

Rieder, Markus
§ 228 AktG, in: Grigoleit/Ehmann, Aktiengesetz, 2. Aufl., München, 2020.

Rieder, Markus
§ 235 AktG, in: Grigoleit/Ehmann, Aktiengesetz, 2. Aufl., München, 2020.

Ries, Stephan
§ 56a InsO, in: Schmidt, Insolvenzordnung, 19. Aufl., München, 2016.

Riewe, Anne
Vorinsolvenzliche Sanierung nach EU-Vorgaben, in: ZRP 2017, S. 179–182.

Riewe, Anne
Die Macht des Moratoriums – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 42–44.

Riggert, Rainer/Seagon, Christopher
Sanierungshilfe?, in: NZI-Beilage 2017, S. 3.

Ringelspacher, Eva
10. Krisenmanagement aus Bankensicht, in: Crone, Andreas/Werner, Henning, Modernes Sanierungsmanagement, 5. Aufl., München, 2017.

Rinze, Jens/Heda, Klaudius
Non-Performing Loan und Verbriefungs-Transaktionen: Bankgeheimnis, Datenschutz, § 203 StGB und Abtretung – – zugleich eine Besprechung des Urteils des OLG Frankfurt a.M. vom 25. Mai 2004 = WM 2004, 1386 –, in: WM 2004, S. 1557–1566.

Risse, Jörg/Kästle, Florian
M & A und Corporate Finance von A-Z , 3. Aufl., München2018.

Rohe, Mathias
§ 490 BGB, in: Hau/Poseck, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch/Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch Gesamtwerk, 54. Aufl., München, 2020.

Römermann, Volker
Neues Insolvenz- und Sanierungsrecht durch das ESUG, in: NJW 2012, S. 645–652.

Rosengarten, Joachim
§ 2 Gestaltungsformen, in: Meyer-Sparenberg, Wolfgang/Jäckle, Christof/Aders, Christian u.a., Beck'sches M & A-Handbuch, München, 2017.

Rossmanith, Jonas/Funk, Wilfried/Eha, Carmen
Auswirkungen von Basel III – Worauf sich Banken und KMU einstellen müssen, in: StB 2012, S. 24–33.

Rothenfußer, Christoph
§ 11, in: Paschos, Nikolaos/Fleischer, Holger, Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, München, 2017.

Rubner, Daniel/Leuering, Dieter
Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz und Gesellschaftsrecht, in: NJW-Spezial 2020, S. 399–400.

Rudorfer, Franz/Egger, Bernhard
Umfang und geschichtliche Entwicklung des Meldewesens für Finanzintermediäre, in: Cech, Christian/Helmreich, Silvia, Meldewesen für Finanzinstitute, Wiesbaden, 2017.

Rühle, Thomas
§ 218 InsO, in: Nerlich/Römermann, Insolvenzordnung, München, 41. EL 2020.

Rüther, Sönke
§ 2 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Sack, Melanie/Solmecke, Henrik
Präventiver Restrukturierungsrahmen: Plädoyer für einen frühzeitigen Zugang, in: KSI 2020, S. 17–22.

Sämisch, Henning
Gleich und Gleich gesellt sich gern, in: INDat-Report 2019, S. 44.

Sax, Stefan/Ponseck, Joachim/Swierczok, Artur
Ein vorinsolvenzliches Restrukturierungsverfahren für europäische Unternehmen, in: BB 2017, S. 323–329.

Sax, Stefan/Swierczok, Artur
Kapitel H. I., in: Flöther, Sanierungsrecht, München, 2019.

Schaber, Mathias
Art. 25 CRR, in: Luz/Neus u.a., KWG und CRR, 6. Aufl., Stuttgart, 2019.

Schalast, Christoph
Veräußerung von Einzelforderungen (Single Names) und Portfolios notleidender Kredite – Markttrends und Entwicklungen, in: BKR 2006, S. 193-198.

Schalast, Christoph
Das Risikobegrenzungsgesetz - Konsequenzen für die Kreditvergabe und für Kredittransaktionen, in: BB 2008, S. 2190–2195.

Schalast, Christoph/Daynes, Christian
Distressed Debt-Investing in Deutschland, URL: https://d-nb.info/990145441/34, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Schallnus, Mathias
Kompromisstext für eine Richtlinie über präventive Restrukturierungsverfahren vorgelegt – Mitgliedsstaatenwahlrechte weichen Vorschlag auf, in: ZInsO 2019, S. 313–315.

Schiessl, Maximilian
Empfehlungen an Publikumsgesellschaften für den Umgang mit Hedgefonds, in: ZIP 2009, S. 689–697.

Schilmar, Boris/Breiteneicher, Jens/Wiedenhofer, Marco
Veräußerung notleidender Kredite – Aktuelle Rechtliche Fragen bei Transaktionen von Non-Performing Loans, in: DB 2005, S. 1367–1373.

Schluck-Amend, Alexandra
Der Richtlinienentwurf der EU-Kommission als Chance für Unternehmenssanierungen in Deutschland – Hintergründe und Grundzüge des vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens, in: KSI 2017, S. 21–25.

Schluck-Amend, Alexandra
Non Performing Loans nach der EU-Richtlinie – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 14–17.

Schmerbach, Ulrich
§ 2 InsO, in: Wimmer, FK-InsO Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung, 9. Aufl., Köln, 2018.

Schmerbach, Ulrich
Vor §§ 1 ff. InsO, in: Wimmer, FK-InsO Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung, 9. Aufl., Köln, 2018.

Schmidt, Andreas/Hölzle, Gerrit
Der Verzicht auf die Unabhängigkeit des Insolvenzverwalters – Kein Schutz der Gläubiger vor sich selbst – ein Leitbild zur Anwendung der §§ 56, 56a InsO, in: ZIP 2012, S. 2238–2244.

Schmidt, Carsten/Stahlschmidt, Jasper
§ 35 Vorprüfung durch das Insolvenzgericht, Niederlegung, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Schmidt, Holger
Der Richtlinienvorschlag für präventive Restrukturierungsrahmen aus Bankensicht, in: WM 2017, S. 1735–1744.

Schmidt, Karsten
Organverantwortlichkeit und Sanierung im Insolvenzrecht der Unternehmen, in: ZIP 1980, S. 321–337.

Schmidt, Karsten
Debt-to-Equity-Swap bei der (GmbH & Co.-)Kommanditgesellschaft – ESUG, „Sanieren oder Ausscheiden“ und vor allem: Fragen über Fragen!, in: ZGR 2012, S. 566–584.

Schmidt, Karsten
Schöne neue Sanierungswelt: Die Gläubiger okkupieren die Burg!, in: ZIP 2012, S. 2085–2088.

Schmidt, Karsten
Teil 2 B. IV. 4., in: Schmidt, Karsten/Uhlenbruck, Wilhelm, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 5. Aufl., Köln, Saarbrücken, 2016.

Schmidt, Karsten
Teil 2 C. II., in: Schmidt, Karsten/Uhlenbruck, Wilhelm, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 5. Aufl., Köln, Saarbrücken, 2016.

Schmidt, Karsten
Konsistenzprobleme im gesellschafts- und insolvenzrechtlichen Pflichtenkreis, in: ZIP 2018, S. 853–858.

Schnabl, Gunther/Siemon, Klaus
Die EU-Insolvenzrichtlinie zu vorinsolvenzlichen Verfahren aus ordnungspolitischer Perspektive, in: NZI 2018, S. 913–919.

Schneider, Uwe
Die Anpassung von langfristigen Verträgen bei Gesellschafterwechsel oder bei Änderung der Konzernlage, in: Lieb, Manfred, Festschrift für Wolfgang Zöllner, Köln, 1998.

Schneider, Uwe
Missbräuchliches Verhalten durch Private Equity, in: NZG 2007, S. 888–893.

Schockenhoff, Martin/Culmann, Johannes
Rechtsschutz gegen Leerverkäufer? – Überlegungen zur Schadenersatzhaftung von

Leerverkäufern gegenüber Zielunternehmen und ihren Aktionären bei gezielter Herbeiführung eines Kurssturzes, in: AG 2016, S. 517–529.

Schönfelder, Matthias
Kriterien für den Sanierungserfolg - Vier Ansätze und ein Todesfall, in: WM 2018, S. 1630–1639.

Schönfelder, Matthias
Kapitel F. II., in: Flöther, Sanierungsrecht, München, 2019.

Schreiber, Lutz
Art. 4 DS-GVO, in: Plath, DSGVO/BDSG, 3. Aufl., Köln, 2018.

Schröder, Jens-Sören
Teil 2 B, in: Schmidt, Andreas, Sanierungsrecht - Kommentar, 2. Aufl., Köln, 2018.

Schröder, Jens-Sören
§ 18 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Schröder, Jens-Sören
§ 19 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Schröder, Jens-Sören
§ 21 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Schröder, Jens-Sören/Berner, Hans-Joachim
Die Ausgliederung eines einzelkaufmännischen Unternehmens im Insolvenzplanverfahren: Rechtliche Grundlagen und Praxisbericht, in: NZI 2017, S. 837–842.

Schröder, Jens-Sören/Schulz, Kristina
Schutzschirmbescheinigung nach § 270b InsO: Anforderungen an die Person des Ausstellers, in: ZIP 2017, S. 1096–1103.

Schulmerich, Marcus
Bedeutung und Renditeverteilung bei Hedgefonds, in: Knecht, Thomas C./Hommel, Ulrich/Wohlenberg, Holger, Handbuch Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl., Wiesbaden, 2018.

Schulte-Mattler, Hermann
CRR Einführung, in: Boos/Fischer u.a., KWG▪CRR-VO, 5. Aufl., München, 2016.

Schultze, George/Lewis, Janet
The art of vulture investing – Adventures in distressed securities management, Hoboken, New Jersey2012.

Schulz, Dietmar/Schröder, Hubertus
Die Veräußerung notleidender Kreditforderungen durch öffentlich-rechtliche Kreditinstitute, in: DZWIR 2008, S. 177–184.

Schulz, Patrick
Der Debt Equity Swap in der Insolvenz, Berlin2015.

Schuppener, Jörg
Einführung - Markt, Teilnehmer und Marktentwicklung, in: Lützenrath, Christian/Schuppener, Jörg/Peppmeier, Kai, Distressed Debt und Non-Performing Loans, Wiesbaden, 2006.

Schütz, Carsten
§ 26 GmbHG, in: Fleischer/Goette, Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 3. Aufl., München, 2018.

Schwarz, Jonas
Der Debt-Equity-Swap als Instrument der Unternehmenssanierung nach deutschem und englischem Recht – Eine vergleichende Untersuchung praxisrelevanter rechtlicher Problemkreise bei der Umsetzung von Debt-Equity-Swaps nach deutschem und englischem Recht, Frankfurt2015.

Schwintowski, Hans-Peter
§ 490 BGB, in: Herberger/Martinek u.a., juris PraxisKommentar BGB, 9. Aufl., Saarbrücken, 2020.

Schwintowski, Hans-Peter/Schantz, Peter
Grenzen der Abtretbarkeit grundpfandrechtlich gesicherter Darlehensforderungen, in: NJW 2008, S. 472–476.

Seagon, Christopher
§ 24 Grundlagen der Insolvenzordnung, in: Buth, Andrea K./Hermanns, Michael, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, 4. Aufl., München, 2014.

Seagon, Christopher
§ 26 Das Schutzschirmverfahren, in: Buth, Andrea K./Hermanns, Michael, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, 4. Aufl., München, 2014.

Seagon, Christopher
Die Rolle des Restrukturierungsbeauftragten – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 73–76.

Seagon, Christopher/Naumann, Patric
Kapitel F. I., in: Flöther, Sanierungsrecht, München, 2019.

Seibt, Christoph/Bulgrin, Gerrit
Strategische Insolvenz: Insolvenzplanverfahren als Gestaltungsinstrument zur Überwindung bestandsgefährdender Umstände, in: ZIP 2017, S. 353–362.

Seibt, Christoph/von Treuenfeld, Antonia
Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Aspekte der EU-Restrukturierungsrichtlinie, in: DB 2019, S. 1190–1199.

Selmayr, Martin
Art. 127 AEUV, in: Groeben/Schwarze u.a., Europäisches Unionsrecht, 7. Aufl., Baden-Baden, 2015.

Seppelt, Michael
Bilanzrestrukturierung – Erweitert der präventive Restrukturierungsrahmen die Toolbox?, in: BB 2020, S. 1392–1394.

Servatius, Wolfgang
§ 183 AktG, in: Henssler/Spindler u.a., beck-online.GROSSKOMMENTAR zum Aktiengesetz (vormals Spindler/Stilz), 01. Aufl., München, 2020.

Sethe, Rolf
§ 114a, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Siemon, Klaus
Das Distressed Debt Investing in der deutschen Insolvenz 2013, in: ZInsO 2014, S. 172–182.

Siemon, Klaus
Das Konzept für ein vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren, in: NZI 2016, S. 57–63.

Simon, Stefan/Merkelbach, Matthias
Gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen im Insolvenzplanverfahren nach dem ESUG, in: NZG 2012, S. 121–129.

Skauradszun, Dominik
Ein Umsetzungskonzept für den präventiven Restrukturierungsrahmen, in: KTS 2019, S. 161–192.

Smid, Stefan
Après nous le déluge, oder doch: Pflichtenstellung von Unternehmensleitung und Berater im künftigen Restrukturierungsverfahren, in: ZInsO 2019, S. 2081–2091.

Smid, Stefan
Strukturvorgaben der Restrukturierungsrichtlinie für den "Bestätigten Restrukturierungsplan" und seine Umsetzung im deutschen Recht, in: ZInsO 2020, S. 266–282.

Solveen, Dirk
§ 9 AktG, in: Hölters, Aktiengesetz, 3. Aufl., München, 2017.

Soudry, Rouven/Schwenkel, Martin
Distressed M&A: Vertragsgestaltung der übertragenden Sanierung, in: GWR 2010, S. 366–369.

Spahlinger, Andreas
§ 225a InsO, in: Kübler/Prütting u.a., InsO - Kommentar zur Insolvenzordnung, Köln, 1998.

Spahlinger, Andreas
Die Rolle der Gesellschafter im Restrukturierungsverfahren - Gestaltungsspielräume des deutschen Gesetzgebers, Einflussmöglichkeiten, Chancen und Risiken für die Gesellschafter – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 69–71.

Specovius, Detlef/von Wilcken, Christoph
Erstellung, Gruppenbildung und Annahme des Restrukturierungsplans – Zu Art. 8 bis 12 des Richtlinienvorschlags der Europäischen Kommission vom 22.11.2016, COM(2016) 723 final, in: NZI-Beilage 2017, S. 24–27.

Spiekermann, Olaf
Die Implementierung des EU-Restrukturierungsverfahrens – eine Renaissance der Vergleichsordnung?, in: ZInsO 2019, S. 429–435.

Spindler, Gerald
Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht – Teil 1: Die Rechtslage, in: WM 2006, S. 553–560.

Spindler, Gerald
Hedgefonds und Corporate Governance, in: Leible, Stefan, Hedgefonds und private equity - Fluch oder Segen?, Jena, 2009.

Spliedt, Jürgen
Debt-Equity-Swap und weitere Strukturänderungen nach dem ESUG, in: GmbHR 2012, S. 462–471.

Stadler, Maximilian
Shareholder-Aktivismus durch Hedge-Fonds : empirische Untersuchung für Deutschland, Berlin2010.

Stapper, Florian/Böhme, Benjamin
Restrukturierungsrichtlinie – fresh money in der Krise – Wie geplante EU-Regeln die Finanzierung von Krisenunternehmen beeinflussen werden, in: KSI 2018, S. 197–202.

Stohrer, Katrin
Der Gläubigerschutz im präventiven Restrukturierungsrahmen, in: ZInsO 2018, S. 660–668.

Stumpf, Wolf/Günnel, Patrick
Handel mit Non-Performing Loans – fungibler Segen mit Hindernissen?, in: FLF 2017, S. 26–30.

Syre, Rita
Pleitegeier im Anflug, in: Der Spiegel 29.10.2006.

Tautorus, Chris/Janner, Martin
§ 20 Gesellschafts- und unternehmensrechtliche Fragestellungen, in: Nerlich, Jörg/Kreplin, Georg, Münchener Anwalts-Handbuch Insolvenz und Sanierung, 3. Aufl., München, 2019.

Theewen, Eckhard
Problemkredite und die „Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft der Kreditinstitute" – Workout, Outsourcing oder Bad Bank?, in: WM 2004, S. 105–114.

Thiele, Frank
Die Rechtsfigur des Sanierungsgeschäftsführers - Teil 1, in: ZInsO 2015, S. 877–888.

Thies, Tjark
§ 219 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark
§ 220 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark
§ 221 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark
§ 225a InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark
§ 232 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark
§ 244 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark
§ 254 InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark
§ 254a InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark
Vorbemerkung zu §§ 217 ff. InsO, in: Schmidt, Hamburger Kommentar zum Insolvenzrecht, 7. Aufl., Köln, 2019.

Thies, Tjark/Lieder, Solveig
§ 8, in: Vallender, Heinz/Undritz, Sven-Holger, Praxis des Insolvenzrechts, 2. Aufl., Köln, 2017.

Third Avenue Management
The Fulcrum Security: What it is and Why it Matters, 2014, URL: https://www.valuewalk.com/2014/09/third-avenue-fulcrum/, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Thole, Christoph
Der Richtlinienvorschlag zum präventiven Restrukturierungsrahmen, in: ZIP 2017, S. 101–112.

Thole, Christoph
Grenzen vorinsolvenzlicher Lösungsklauseln, in: ZHR 2017, S. 548–580.

Thole, Christoph
Lehren aus der ESUG-Evaluation für die Umsetzung der Restrukturierungsrichtlinie – Zur Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 61–65.

Thole, Christoph
Quo vadis Überschuldungstatbestand?, in: ZInsO 2019, S. 1622–1627.

Thole, Christoph
Die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht nach dem COVID-19-Insolvenz-Aussetzungsgesetz und ihre weiteren Folgen, in: ZIP 2020, S. 650–660.

Thöne, Meik
Die Rechtsnatur des Insolvenzplans - Plädoyer für ein verfahrensrechtliches Verständnis, in: KTS 2018, S. 151–174.

TMA Deutschland e.V.
Stellungnahme der Gesellschaft für Restrukturierung - TMA Deutschland e.V. zur Richtlinie über präventive Restrukturierungsmaßnahmen (Richtlinie [EU] 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20.6.2019), in: ZInsO 2020, S. 488–494.

Toth-Feher, Geza/Schick, Olaf
Distressed Opportunities – Rechtliche Probleme beim Erwerb notleidender Forderungen von Banken, in: ZIP 2004, S. 491–497.

Tresselt, Matthias
Teil B Art. 12 RRiL, in: Morgen, Christoph, Präventive Restrukturierung, Köln, 2019.

Tschauner, Heiko
Sanierungsinstrument Debt for Equity Swap, in: Knecht, Thomas C./Hommel, Ulrich/Wohlenberg, Holger, Handbuch Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl., Wiesbaden, 2018.

Tutsch, Ralf
Art. 25 Satzung ESZB/EZB, in: Groeben/Schwarze u.a., Europäisches Unionsrecht, 7. Aufl., Baden-Baden, 2015.

Uhlenbruck, Wilhelm
Teil 2 A. I, in: Schmidt, Karsten/Uhlenbruck, Wilhelm, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 5. Aufl., Köln, Saarbrücken, 2016.

Uhlenbruck, Wilhelm
Teil 4 B., in: Schmidt, Karsten/Uhlenbruck, Wilhelm, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 5. Aufl., Köln, Saarbrücken, 2016.

Ulmer, Peter/Casper, Matthias
§ 55 GmbHG, in: Ulmer/Habersack u.a., Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 2. Aufl., Tübingen, 2016.

Undritz, Sven-Holger
§ 10, in: Vallender, Heinz/Undritz, Sven-Holger, Praxis des Insolvenzrechts, 2. Aufl., Köln, 2017.

Vallender, Heinz
Der Insolvenzrichter als Schaltstelle des gerichtlichen Sanierungsverfahrens? (Teil 1), in: DB 2012, S. 1609–1614.

Vallender, Heinz
Die Zeit ist reif – Plädoyer für eine Berufsordnung für Insolvenzverwalter, in: NZI 2017, S. 641–648.

Vallender, Heinz
Harmonisierung des Insolvenzrechts in der EU schreitet voran, in: Paulus, Christoph G./Wimmer-Amend, Angelika, Festschrift für Dr. Klaus Wimmer, Baden-Baden, 2017.

Vallender, Heinz
Ist die Zeit reif für ein vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren?, in: Kayser, Godehard/Smid, Stefan/Riedemann, Susanne, Nichts ist beständiger als der Wandel, München, 2017.

Vallender, Heinz
Zwingt Brüssel Deutschland zum Handeln? – Richtlinienentwurf der EU-Kommission für ein vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren, in: IWRZ 2017, S. 51–56.

Vallender, Heinz
Europäische Anforderungen an den Verwalterstand, in: ZIP 2018, S. 353–360.

Vallender, Heinz/Zipperer, Helmut
Der vorbefasste Insolvenzverwalter – ein Zukunftsmodell? – Erwiderung auf Schmidt/Hölzle, Der Verzicht auf die Unabhängigkeit des Insolvenzverwalters, ZIP 2012, 2238, in: ZIP 2013, S. 149–153.

van Overtveldt, Johan
The Chicago School – How the University of Chicago assembled the thinkers who revolutionized economics and business, Chicago, Illinois2007.

Veil, Rüdiger
Europäische Kapitalmarktunion – Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der euröpäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook“, in: ZGR 2014, S. 544–607.

Veil, Rüdiger
§ 186 AktG, in: Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, 4. Aufl., 2020.

Veil, Rüdiger
§ 228 AktG, in: Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, 4. Aufl., 2020.

Veil, Rüdiger
§ 229 AktG, in: Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, 4. Aufl., 2020.

Veil, Rüdiger
§ 235 AktG, in: Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, 4. Aufl., 2020.

*Veit, Sylvia/Hustedt, Thurid (Hrsg.)*dms - der moderne Staat - Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management, Jg. 6, 1-2013 Schwerpunktheft Staatskapitalismus.

Verband Insolvenzverwalter Deutschlands
Stellungnahme zum Kommissionsentwurf – VID-Stellungnahme zum Richtlinienvorschlag der Europ. Kommission COM (2016) 723 final, URL: https://www.vid.de/wp-content/uploads/2017/03/vid-stn-zum-rl-vorschlag-com-2016-723-final.pdf, zuletzt geprüft am: 31.07.2020.

Verse, Dirk
Anteilseigner im Insolvenzverfahren, in: ZGR 2010, S. 299–303.

Vetter, Jochen
§ 58a GmbHG, in: Fleischer/Goette, Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 3. Aufl., München, 2018.

Vetter, Jochen
Vorbemerkungen § 58, in: Fleischer/Goette, Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 3. Aufl., München, 2018.

Villiger, Kaspar
Der Antikapitalismus ist die Religion der Intellektuellen – Warum haben ausgerechnet Philosophen ein Problem damit, die Kreditwirtschaft zu verstehen? Eine Entgegnung auf Giorgio Agamben, in: Neue Zürcher Zeitung 02.07.2020.

Vollborth, Nina
Forderungsabtretung durch Banken im Lichte von Bankgeheimnis und Datenschutz, Baden-Baden2007.

von Heusinger, Robert
Die Geier sind da – Banken verkaufen ihre notleidenden Kredite an spezialisierte Fonds - und die kennen kein Pardon mehr mit den Schuldnern, in: Die Zeit 16.12.2004.

von Kuhlwein, Nils/Richthammer, Michael
Distressed Debt in Deutschland aus Sicht der Banken, in: Blatz, Michael/Haghani, Sascha/Kraus, Karl-J., Gestärkt aus der Krise, Berlin, Heidelberg, 2006.

von Lewinski, Kai
Art. 2 DS-GVO, in: Auernhammer/Eßer u.a., DSGVO/BDSG, 6. Aufl., Köln, 2018.

von Raven, Ina/Stainer, Peter
M&A in Zeiten von COVID-19 - Auswirkungen der Corona-Gesetzgebung auf die M&A-Praxis, in: M&A Review 2020, S. 260–265.

von Rummel, Alexander/Enge, Matthias
„Sanieren oder Ausscheiden" in der Kommanditgesellschaft, in: NZG 2017, S. 256–259.

von Sivers, Katharina
Der Handel mit Not leidenden Forderungen, in: ZInsO 2005, S. 290–292.

Wahrenburg, Mark
Die Reformen der Kapitalregulierung von Kreditinstituten seit der Finanzkrise, in: ZBB 2019, S. 81–102.

Walker, Rebecca/Mielke, Sebastian/Bombe, Bertram
Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren oder SoA – Sanierungsmöglichkeiten außerhalb der Insolvenz vor dem Hintergrund des Brexits, in: ZIP 2018, S. 815–821.

Walter, Andreas
Der EZB-Leitfaden für notleidende Kredite, in: Die Bank 2017, S. 45–47.

Walter, Andreas/Brandhoff, Roman
Risikoveränderung und Risikovermeidung im Unternehmerkreditgeschäft der Banken im Zusammenhang mit der Restrukturierungsrichtline, in: BKR 2020, S. 125–133.

Warneke, Nikolai/Becker, Florian
Schuldscheindarlehensverträge in der Restrukturierung, in: ZIP 2018, S. 1332–1339.

Warneke, Nikolai/Braun, Andrea
§ 4 Finanzierungsoptionen im vorläufigen und eröffneten Insolvenzverfahren, in: Kübler, Bruno M., HRI Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz, 3. Aufl., Köln, 2019.

Waschbusch, Gerd/Blaß, Robin/Kakuk, Christian/Gadzimski, David
Risikoprämie und Eigenkapital – Zwecksetzung zur Abfederung erwarteter und unerwarteter Verluste aus dem Kreditgeschäft der Banken, in: WM 2018, S. 2013–2018.

Weber, Max/Backé, Ralf
CRD V und CRR II – Kommissionsentwürfe konkretisieren Baseler Vorgaben, in: WPg 2017, S. 715-721.

Weber, Max/Backé, Ralf
Finalisierung des Reformpakets „Basel III“ und dessen Umsetzung in EU-Recht, in: WPg 2018, S. 432–440.

Weber, Max/Grauer, Thomas/Schmid, Sabine
Regulierung des Finanzsektors – Entwicklungen im dritten und vierten Quartal 2018, in: WPg 2019, S. 463–471.

Weber, Max/Grauer, Thomas/Schmid, Sabine
Regulierung des Finanzsektors – Entwicklungen im zweiten und dritten Quartal 2019, in: WPg 2020, S. 28–35.

Weidenkaff, Walter
§ 490 BGB, in: Palandt/Brudermüller u.a., Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl., München, 2020.

Weill, Pierre
Wirtschaftsprofessorin warnt: «Die Mehrheit hat nicht einmal ein elementares Finanzwissen» – Der finanzielle Analphabetismus verursacht laut Professorin Annamaria Lusardi immense persönliche und volkswirtschaftliche Kosten., in: NZZ am Sonntag 04.01.2020.

Weitnauer, Wolfgang
Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang , 5. Aufl., München2016.

Weitzmann, Jörn
Ein Frühwarnsystem muss früh warnen, in: ZInsO 2019, S. 1627–1632.

Weniger, Stefan/Höfer, Silvio/Oberle, Thomas
Stellungnahme des Forum 270 zur Umsetzung der EU-Richtlinie zum prävRR – Eine

Zusammenfassung im Hinblick auf die Zugangsvoraussetzungen, den Restrukturierungsplan und den Restrukturierungsbeauftragten, in: KSI 2020, S. 129–131.

Wenzel, Axel
Bericht über die Diskussion des Referats Maier-Reimer, in: , Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011, Köln, 2012.

Werner, Henning
Frühzeitiges Erkennen und Vermeiden von Unternehmenskrisen – Aus Praxisstudien ableitbare Handlungsmöglichkeiten, in: KSI 2018, S. 245–249.

Westpfahl, Lars
Die Risiken der Banken im vorinsolvenzlichen Restrukturierungsverfahren – Banken im Richtlinienvorschlag der Europäische Kommission vom 22.11.2016, COM(2016) 723 final, in: NZI-Beilage 2017, S. 49–52.

Westpfahl, Lars
Wesentliche Elemente eines vorinsolvenzlichen Sanierungsregimes für Deutschland, in: ZRI 2020, S. 157–183.

Westpfahl, Lars/Knapp, Marvin
Kapitel F. IV., in: Flöther, Sanierungsrecht, München, 2019.

Weth, Stephan
§ 314 BGB, in: Herberger/Martinek u.a., juris PraxisKommentar BGB, 9. Aufl., Saarbrücken, 2020.

Weyand, Raimund
Strafrechtliche Risiken für den externen Berater in der Unternehmenskrise – Erläuterungen anhand von praktischen Beispielen, in: ZInsO 2016, S. 1969–1973.

Wiedemann, Herbert
Debt Equity Swap - Gedanken zur Umwandlung von Schulden in Eigenkapital, in: Krieger, Gerd, Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München, 2013.

Wiese, Volker
§ 490 BGB, in: Schulze, Bürgerliches Gesetzbuch, 10. Aufl., Baden-Baden, 2019.

Wimmer-Amend, Angelika/Gerloff, Christian
§ 3 Die Beteiligten und ihre Rolle in der Sanierung im Insolvenzverfahren, in: Paulus, Christoph G./Knecht, Thomas C., Gerichtliche Sanierung, München, 2018.

Windhöfel, Thomas
Arten der Übertragung von Kreditforderungen und rechtliche Rahmenbedingungen, in: Lützenrath, Christian/Schuppener, Jörg/Peppmeier, Kai, Distressed Debt und Non-Performing Loans, Wiesbaden, 2006.

Winnefeld, Robert
Bilanz-Handbuch – Handels- und Steuerbilanz, rechtsformspezifisches Bilanzrecht, bilanzielle Sonderfragen, Sonderbilanzen, IAS/IFRS-Rechnungslegung , 5. Aufl., München2015.

Wittig, Arne
Kritische und notleidende Kreditengagements – Änderungen auf Grund der Schuldrechtsreform, in: NZI 2002, S. 633–642.

Wittig, Arne
Distressed Debt Trading, in: Hadding, Walther/Hopt, Klaus J./Schimansky, Herbert, Verbraucherkredite, insbesondere für Immobilienanlagen ; Forderungsübertragungen, insbesondere im Lichte von Bankgeheimnis und Datenschutz, Berlin, 2006.

Wojcik, Karl-Philipp
Bericht aus Brüssel: Inhalt und Verfahrensstand anhängiger Gesetzgebungsvorhaben im Bankrecht/Kapitalmarktrecht auf EU-Ebene, Teil 1, in: ZBB 2018, S. 250-259.

Wojcik, Karl-Philipp
Bericht aus Brüssel: Übersicht über den Verfahrens- und Sachstand der in der vergangenen Legislaturperiode gemachten Gesetzgebungsvorschläge im Bankrecht/Kapitalmarktrecht auf EU-Ebene, in: ZBB 2019, S. 272–284.

Wolfbauer, Rainer
Neue technische Durchführungsstandards für aufsichtliche Meldungen im ABl, in: ZFR 2020, S. 209–210.

Wolfgarten, Wilhelm
Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen von Non Performing Loans, in: Wiedenhofer, Marco, Non Performing Loans (NPL), Stuttgart, 2006.

Wulfken, Jörg
Übertragungstechniken - Abtretung, Vertragsübernahme, Abspaltung, in: Köchling, Marcel/Schalast, Christoph, Grundlagen des NPL-Geschäftes, 2. Aufl., Frankfurt am Main, 2017.

Wurmnest, Wolfgang
§ 309 Nr. 10 BGB, in: Säcker/Rixecker u.a., Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 8. Aufl., München, 2019.

Zagouras, Georgios
§ 124b. - Bankenunion, in: Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017.

Ziebarth, Wolfgang
Art. 4 DS-GVO, in: Sydow/Bienemann, Europäische Datenschutzgrundverordnung, 2. Aufl., Baden-Baden, Wien, Zürich, 2018.

Zimmermann, Steffen
Geierfonds erwerben ungekündigte Darlehensverträge und Grundschulden ohne fiduziarische Zweckbindung – Zur Rechtslage nicht notleidender Kreditengagements im Dreieck Kunde/Investor/Hausbank, in: BKR 2008, S. 95–101.

Zipperer, Helmut
Der präventive Restrukturierungsrahmen - ein flankierendes Projekt der Kommission zur Effektivierung der EuInsVO, in: ZInsO 2016, S. 831–840.

Zipperer, Helmut
§ 56a InsO, in: Uhlenbruck, Insolvenzordnung, 15. Aufl., München, 2019.

Zöllner, Wolfgang
Datenschutzrechtliche Aspekte der Bankauskunft, in: ZHR 1985, S. 179–196.

Zuleger, Ralf
Auswirkungen der Restrukturierungsrichtlinie auf das Kreditgeschäft der Banken – Zur

Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019, in: NZI-Beilage 2019, S. 67–68.

Zwirner, Christian/Busch, Julia

Umstellung der IFRS-Konzernrechnungslegung auf HGB, in: IRZ 2013, S. 364–367.

BEI GRIN MACHT SICH IHR
WISSEN BEZAHLT

- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit,
  Bachelor- und Masterarbeit

- Ihr eigenes eBook und Buch -
  weltweit in allen wichtigen Shops

- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren

GRIN