

CHRISTIAN BOCHMANN

Covenants und  
die Verfassung der  
Aktiengesellschaft

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

5

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren  
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

5





Christian Bochmann

# Covenants und die Verfassung der Aktiengesellschaft

Aktienrechtliche Legitimationsbedürftigkeit  
und Legitimationsfähigkeit  
von Kreditsicherungsklauseln  
mit korporativen Bezügen

Mohr Siebeck

*Christian Bochmann*, geboren 1982; Studium der Rechtswissenschaft in Hamburg (Bucerius Law School), New York (Columbia University) und Cambridge (University of Cambridge); 2009 LL.M.; 2012 Promotion; seit 2007 wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Bucerius Law School; seit 2011 Referendar bei dem Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg.

ISBN 978-3-16-152172-0 / eISBN 978-3-16-158805-1 unveränderte eBook-Ausgabe 2019  
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2012 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohr.de](http://www.mohr.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Stempel-Garamond gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

## Vorwort

Nachdem Covenants ein fester Bestandteil der deutschen Kautelarpraxis geworden sind, haben sie in jüngerer Zeit auch das rechtswissenschaftliche Schrifttum hierzulande erobert. Trotz der Vielzahl entsprechender Veröffentlichungen ist ein folgenschwerer Aspekt bislang keiner systematischen Untersuchung unterzogen worden: der Konflikt zwischen Covenants und dem Gesellschaftsrecht, insbesondere im Hinblick auf die Aktiengesellschaft mit ihrem weitgehend zwingenden Organisationsgefüge. Zwar statuieren Covenants regelmäßig keine rechtlich durchsetzbaren Leistungspflichten, sondern berechtigen im Falle ihrer Verletzung nur zur Darlehenskündigung. Dennoch können sich ihre inhaltlichen Vorgaben zu unentrinnbaren Entscheidungsmaximen in der kreditnehmenden Gesellschaft verdichten. In der vorliegenden Arbeit wird gezeigt, unter welchen Bedingungen Covenants trotz ihrer vermeintlich unverdächtigen schuldrechtlichen Gestalt imstande sind, die Verfassung einer Aktiengesellschaft effektiv zu beeinflussen, und welche gesellschaftsrechtlichen Grenzen ihrer Zulässigkeit sich daraus ergeben.

Die Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft – hat diese Arbeit im Sommertrimester 2012 als Dissertation angenommen; Tag der mündlichen Promotionsprüfung war der 2. Mai 2012.

Ganz herzlich danke ich meinem verehrten Doktorvater, Herrn Prof. *Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt*, für die Betreuung der Anfertigung der Dissertation, für zahlreiche Hinweise zum Gelingen derselben sowie für die lehrreichen Jahre an seinem Lehrstuhl. Herrn Prof. *Dr. Holger Fleischer*, LL.M. (Univ. of Michigan), danke ich für die zügige und mit wertvollen weiterführenden Anmerkungen versehene Zweitbegutachtung der Arbeit.

Meinem Lehrstuhl- und Doktorandenkollegen, Herrn *Philip Liebenow*, LL.B., schulde ich Dank für seine Bereitschaft, Entwürfe der Arbeit kritisch und zeitaufwändig mit mir zu diskutieren. Frau *Christine Schrader* bin ich für ihre große Hilfe bei der Endredaktion verbunden.

Die Anfertigung der Dissertation wurde durch das Notar Dr. Michael Ehlke-Stipendium der Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft – unterstützt. Ferner wurde die Arbeit mit einem Förderpreis der ESC – Esche Schümann Commichau Stiftung, Hamburg, sowie dem Christian Wilde-Preis des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht der Bucerius Law School ausgezeichnet. Die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Ham-

burg, hat zudem die Drucklegung mit einem Zuschuss unterstützt. – Für all diese großzügigen Förderungen bedanke ich mich ganz herzlich.

Als Zeichen des Dankes gegenüber meinen Eltern widme ich ihnen diese Arbeit.

Hamburg, im September 2012

Christian Bochmann

# Inhaltsübersicht

Vorwort .....	V
Inhaltsverzeichnis .....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	XIX
Standortbestimmung und Zielsetzung .....	1
Erster Teil: Phänomenologische Bestandsaufnahme .....	7
A. Covenants als Produkt und Notwendigkeit der anglo- amerikanischen Fremdfinanzierungspraxis in deutschen Kreditverträgen .....	8
B. Anwendungsgebiete von Covenants .....	14
C. Covenants mit Bezug zu den Kompetenzen des Vorstands .....	17
D. Covenants mit Bezug zu den Kompetenzen der Hauptversammlung ...	28
E. Covenants mit Bezug zu den Kompetenzen des Aufsichtsrats .....	33
F. Zwischenergebnis: Explizite phänomenologische Berührungspunkte von Covenantinhalten und Verfassung der Aktiengesellschaft .....	33
Zweiter Teil: Bedürfnis der aktienrechtlichen Legitimation von Covenants aufgrund ihrer Funktion bei der Sicherung von Großkrediten .....	37
A. Aktienrechtliches Legitimationsbedürfnis aufgrund expliziter Bezugnahme auf innergesellschaftliche Angelegenheiten in Covenants? .....	39
B. Covenants als Antwort auf Gläubigerrisiken bei der Kreditfinanzierung von Aktiengesellschaften .....	49
C. Der selbstexekutive Charakter von Covenants .....	60
D. Der Umfang eines Darlehens als entscheidende Determinante des selbstexekutiven Charakters von Covenants .....	69
E. Konsequenzen für den Fortgang der Untersuchung .....	85



Dritter Teil: Bedürfnis der aktienrechtlichen Legitimation von Covenants infolge der Antastung allgemeiner korporationsrechtlicher Prinzipien .....	91
A. Das Unternehmensinteresse .....	91
B. Der Gesellschaftszweck .....	95
C. Die Verbandssouveränität .....	99
D. Die Gefahr der Umgehung aktienrechtlicher Gestaltungsgrenzen durch selbstexekutive Covenants .....	106
 Vierter Teil: Unzulässigkeit der Entmachtung von Aufsichtsrat und Hauptversammlung durch selbstexekutive Covenants .....	111
A. Die Festlegung des Aufsichtsrats .....	111
B. Die Festlegung der Hauptversammlung .....	122
 Fünfter Teil: Legitimationsbedürftigkeit und Legitimationsfähigkeit von Beschränkungen der Vorstandsmacht durch selbstexekutive Covenants .....	129
A. Legitimationsbedürftige Prädeterminierung von Vorstandsentscheidungen durch leistungs- und finanzwirtschaftsbezogene Covenants .....	129
B. Die Organhaftung des Vorstands als inadäquate Antwort auf die Prädeterminierung von Vorstandsentscheidungen durch Covenants ..	141
C. Die Vereinbarung selbstexekutiver Covenants zwischen Kernkompetenzen von Vorstand und Hauptversammlung .....	150
 Sechster Teil: Die Diskussion um den unternehmensvertraglichen Charakter von Covenants: Anknüpfungspunkt aktienrechtlicher Legitimation .....	155
A. Leistungs- und finanzwirtschaftsbezogene Covenants als Beherrschungsverträge? .....	156
B. Leistungs- und finanzwirtschaftsbezogene Covenants als Unternehmensverträge im Sinne von §§ 292 Abs. 1 Nr. 3, 293 AktG? ..	187

Siebter Teil: Notwendigkeit und Grenzen der Hauptversammlungs- beteiligung bei der Vereinbarung leistungs- und finanzwirtschaftsbezogener Covenants analog §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG .....	193
A. Methodische Gesichtspunkte der Extension des Normbefehls der §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG auf covenantgesicherte Kreditverträge .	194
B. Die Ratio der Hauptversammlungs-beteiligung gemäß §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG .....	197
C. Übertragbarkeit der Ratio der §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG auf selbstexekutive Covenants .....	213
D. Zwischenergebnis .....	217
E. Ausnahme von der Zustimmungspflichtigkeit unter Berücksichtigung der Laufzeit covenantgesicherter Darlehen .....	218
F. Ergebnis .....	236
 Ergebnisse und Thesen .....	 239
 Literaturverzeichnis .....	 243
 Stichwortverzeichnis .....	 267



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Inhaltsübersicht .....	VII
Abkürzungsverzeichnis .....	XIX
Standortbestimmung und Zielsetzung .....	1
Erster Teil: Phänomenologische Bestandsaufnahme .....	7
A. Covenants als Produkt und Notwendigkeit der anglo- amerikanischen Fremdfinanzierungspraxis in deutschen Kreditverträgen .....	8
B. Anwendungsgebiete von Covenants .....	14
C. Covenants mit Bezug zu den Kompetenzen des Vorstands .....	17
I. Financial Covenants .....	17
II. Rechnungslegung .....	22
III. Leistungswirtschaftliche Entscheidungen und Geschäftspolitik .	24
IV. Informationen .....	27
D. Covenants mit Bezug zu den Kompetenzen der Hauptversammlung ...	28
I. Identitätswahrung und strukturelle Kontinuität .....	28
II. Zusammensetzung des Aktionärskreises und Abschluss von Unternehmensverträgen .....	29
III. Ausschüttungen .....	31
E. Covenants mit Bezug zu den Kompetenzen des Aufsichtsrats ...	33
F. Zwischenergebnis: Explizite phänomenologische Berührungspunkte von Covenantinhalten und Verfassung der Aktiengesellschaft .....	33

Zweiter Teil: Bedürfnis der aktienrechtlichen Legitimation von Covenants aufgrund ihrer Funktion bei der Sicherung von Großkrediten .....	37
A. Aktienrechtliches Legitimationsbedürfnis aufgrund expliziter Bezugnahme auf innergesellschaftliche Angelegenheiten in Covenants? .....	39
I. Generelle Unzulässigkeit korporativer Bezüge in schuldrechtlichen Bindungen? .....	40
II. Das sogenannte Trennungsprinzip als Argument für die generelle Unbedenklichkeit korporativer Bezüge in schuldrechtlichen Bindungen? .....	43
B. Covenants als Antwort auf Gläubigerrisiken bei der Kreditfinanzierung von Aktiengesellschaften .....	49
I. Abgrenzung von klassischen Personal- und Realsicherheiten: Kein Schutz gegen die Realisierung notwendiger geschäftlicher Risiken .....	49
II. Die Haftungs- und Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft als Nährboden gläubigerschädigender Strategien .....	52
III. Zwischenergebnis: Covenants als Mittel zur Unterbindung strategischen Verhaltens aufseiten darlehensnehmender Aktiengesellschaften .....	58
C. Der selbstexekutive Charakter von Covenants .....	60
I. Irrelevanz der allgemeinen vertragsrechtlichen Qualifikation von Covenants .....	61
II. Ausdrücklich vereinbarte Interventionsrechte des Kreditgebers .	62
III. Kündigungsrechte als entscheidender Hebel zur effektiven Durchsetzung von Covenantinhalten .....	63
1. Schuldrechtliche Rahmenbedingungen .....	64
2. Die Ambivalenz des Kündigungsrechts – Uneingeschränkte Zweckmäßigkeit nur bei unerheblichen Darlehensvolumina .....	65
3. Der disziplinierende Effekt des drohenden Darlehensabzugs bei erheblichen Darlehensvolumina .....	67
D. Der Umfang eines Darlehens als entscheidende Determinante des selbstexekutiven Charakters von Covenants .....	69
I. Die Begründung gesellschaftsrechtlichen Legitimationsbedarfs von Schuldverträgen im Lichte des Gebots der Rechtssicherheit .	70

II. Der Zeitpunkt der Vereinbarung von Covenants als einzig relevanter Beurteilungs- und Prognosezeitpunkt .....	73
III. Unzulänglichkeit der Gewichtung covenantgesicherter Darlehen im Verhältnis zur Eigenkapitalausstattung der Kreditnehmerin .....	76
IV. Vorzugswürdigkeit der Gewichtung des Darlehensumfangs im Verhältnis zur Liquiditätssituation der Kreditnehmerin .....	79
1. Die Zahlungsfähigkeit einer Aktiengesellschaft als Maßstab der Angewiesenheit auf ein covenantgesichertes Darlehen .....	79
2. Vorbilder einer praktikablen Gewichtung von Liquiditätsrisiken ...	82
E. Konsequenzen für den Fortgang der Untersuchung .....	85
Dritter Teil: Bedürfnis der aktienrechtlichen Legitimation von Covenants infolge der Antastung allgemeiner korporationsrechtlicher Prinzipien .....	91
A. Das Unternehmensinteresse .....	91
I. Das Unternehmensinteresse als Maxime der Leitung der Aktiengesellschaft .....	91
II. Die Vereinbarung von Covenants als Neuausrichtung des Unternehmensinteresses .....	93
B. Der Gesellschaftszweck .....	95
C. Die Verbandssouveränität .....	99
I. Das dialektische Grundproblem des Souveränitätsbegriffs .....	99
II. Legitimationsbedarf infolge der Antastung der Verbandssouveränität durch selbstexekutive Covenants .....	102
D. Die Gefahr der Umgehung aktienrechtlicher Gestaltungsgrenzen durch selbstexekutive Covenants .....	106
I. Covenants im Lichte der aktienrechtlichen Satzungsstrenge .....	106
II. Die Notwendigkeit der Beachtung aktiengesetzlicher Organisationsgrenzen aufgrund des selbstexekutiven Charakters von Covenants .....	108

Vierter Teil: Unzulässigkeit der Entmachtung von Aufsichtsrat und Hauptversammlung durch selbstexekutive Covenants .....	111
A. Die Festlegung des Aufsichtsrats .....	111
I. Retrospektive Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats .....	111
II. Prospektive Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats .....	113
1. Covenants und die Beratungsfunktion des Aufsichtsrats .....	113
2. Covenants und Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats gemäß § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG .....	115
III. Nichtigkeit von Covenants mit Vorgaben im Bereich der Personalverantwortung des Aufsichtsrats gemäß § 84 AktG ....	119
B. Die Festlegung der Hauptversammlung .....	122
I. Die Betroffenheit der Aktionäre durch Covenants mit leistungs- und finanzwirtschaftlichen Vorgaben .....	122
II. Nichtigkeit von Covenants mit Vorgaben über die Ausübung von Hauptversammlungszuständigkeiten .....	124
 Fünfter Teil: Legitimationsbedürftigkeit und Legitimations- fähigkeit von Beschränkungen der Vorstandsmacht durch selbstexekutive Covenants .....	 129
A. Legitimationsbedürftige Prädeterminierung von Vorstands- entscheidungen durch leistungs- und finanzwirtschafts- bezogene Covenants .....	129
I. Inhaltlicher Leitungsbezug von Covenants .....	131
II. Covenants im Lichte des Delegationsverbots und des Verbots der Vorwegbindung des Vorstandsermessens .....	133
III. Üblichkeit und Notwendigkeit perioden- übergreifender Vorstandsentscheidungen .....	136
IV. Die gezielte und unentrinnbare Prädeterminierung von Leitungsentscheidungen durch selbstexekutive Covenants als legitimationsbedürftiger Akt .....	139
B. Die Organhaftung des Vorstands als inadäquate Antwort auf die Prädeterminierung von Vorstandsentscheidungen durch Covenants .....	141

I. Strukturelle Hindernisse der Begründung einer Organhaftung für die pflichtwidrige Vereinbarung von Covenants .....	143
II. Strukturelle Hindernisse der Begründung einer Organhaftung für die pflichtwidrige Umsetzung von Covenantvorgaben .....	146
III. Haftung des Vorstands für Gesellschaftsschäden im Zusammenhang mit der Verletzung von Covenants? .....	147
C. Die Vereinbarung selbstexekutiver Covenants zwischen Kernkompetenzen von Vorstand und Hauptversammlung .....	150
Sechster Teil: Die Diskussion um den unternehmensvertraglichen Charakter von Covenants: Anknüpfungspunkt aktienrechtlicher Legitimation .....	155
A. Leistungs- und finanzwirtschaftsbezogene Covenants als Beherrschungsverträge? .....	156
I. Inhalt vor Form .....	156
II. Kein notwendiger Schluss von der Verletzung des § 76 Abs. 1 AktG auf eine Leitungsunterstellung im Sinne von § 291 Abs. 1 Satz 1 Var. 1 AktG	159
III. Covenants als Grundlage einer Befugnis zur Erteilung von Weisungen .....	162
1. Korporativ-verbindliche Covenantvorgaben als antizipierte Weisungen? .....	165
2. Zustimmungsvorbehalte des Kreditgebers als funktionales Äquivalent einer Weisungserteilungsbefugnis? .....	165
3. Das Kündigungsrecht des Kreditgebers als Grundlage der Erteilung von Weisungen .....	167
IV. Zwischenergebnis: Phänomenologische Vergleichbarkeit von covenantunterlegten Kreditverträgen und Beherrschungsverträgen .....	168
V. Teleologische Vergleichbarkeit von covenantunterlegten Kreditverträgen und Beherrschungsverträgen – Existenz einer vertraglichen Konzerngefahr? .....	169
1. Überschießender Zweck bzw. fehlende Causa und Konzerngefahr .	170
2. Organisationscharakter von Covenants und Konzerngefahr .....	171
3. Äquivalenzprinzip und Konzerngefahr .....	173
4. Teleologische Erwägungen in den Rechtssachen „MobilCom“ sowie „UniCredit/HVB“ .....	176



5. Covenants als Grundlage einer auf ein Konzerninteresse ausgerichteten Zielkonzeption? .....	179
6. Der Unternehmensbegriff als phänomenologisches Kriterium zur Beurteilung beherrschungsvertragsverdächtiger Konstellationen .....	181
VI. Ergebnis: Beteiligung der Hauptversammlung bei der Vereinbarung von Covenants analog §§ 291 Abs. 1 Satz 1 Var. 1, 293 AktG nicht sachgerecht .....	186
B. Leistungs- und finanzwirtschaftsbezogene Covenants als Unternehmensverträge im Sinne von §§ 292 Abs. 1 Nr. 3, 293 AktG? .....	187
I. Legitimationskraft des § 292 Abs. 1 Nr. 3 AktG .....	187
II. Keine hinreichende Legitimationsgrundlage für covenantgesicherte Kreditverträge .....	190
 Siebter Teil: Notwendigkeit und Grenzen der Hauptversammlungsbeteiligung bei der Vereinbarung leistungs- und finanzwirtschaftsbezogener Covenants analog §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG .....	
193	
A. Methodische Gesichtspunkte der Extension des Normbefehls der §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG auf covenantgesicherte Kreditverträge .....	194
B. Die Ratio der Hauptversammlungsbeteiligung gemäß §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG .....	197
I. Die Qualifikation stiller Beteiligungen analog §§ 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG als Vorbild für die Behandlung covenantgesicherter Darlehensverträge .....	197
II. Der quantitative Einfluss auf den Gewinn einer Aktiengesellschaft als untaugliches Differenzierungskriterium – Ungewisse Ratio der §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG .....	201
III. §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG als Absicherung des Zugriffs der Hauptversammlung auf den Gesellschaftsgewinn .....	204
IV. Die Unterscheidung zwischen Gewinnbeteiligung und Zins: Kein überzeugendes Abgrenzungsmerkmal von Verträgen im Sinne von §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG .....	206

V. § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG als Flankierung der begrenzten Thesaurierungskompetenz des Vorstands .....	207
VI. §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG als Zugangskontrolle bei der Verschaffung einer ertrags- statt einer ausfallorientierten Vermögensposition .....	210
VII. Strukturell schwierige Verifizierbarkeit der Angemessenheit des Leistungsaustauschs bei Verträgen im Sinne von § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG .....	212
C. Übertragbarkeit der Ratio der §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG auf selbstexekutive Covenants .....	213
D. Zwischenergebnis .....	217
E. Ausnahme von der Zustimmungspflichtigkeit unter Berücksichtigung der Laufzeit covenantgesicherter Darlehen ...	218
I. Herleitung einer kritischen Darlehenslaufzeit aus der Aktionärshoheit über den statutarischen Unternehmens- gegenstand .....	222
1. Der Ausgangsgedanke .....	222
2. Aktienrechtlich zulässige Höchstdauer von Divergenzen zwischen faktischem und statutarischem Unternehmens- gegenstand .....	226
3. Übertragung auf die Bindungsdauer an leistungs- und finanz- wirtschaftsbezogene Covenants .....	230
II. Die kritische Darlehenslaufzeit unter Berücksichtigung des periodischen Wechsels der Vorstandsmitglieder .....	232
F. Ergebnis .....	236
Ergebnisse und Thesen .....	239
Literaturverzeichnis .....	243
Stichwortverzeichnis .....	267



## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere(r) Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.E.	am Ende
a.M.	andere(r) Meinung
Abs.	Absatz
AcP	„Archiv für die civilistische Praxis“
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/„Die Aktiengesellschaft“
AktG	Aktiengesetz
al.	alii
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
BB	„Betriebs-Berater“
Bd.	Band
Bearb.	Bearbeitung
Begr.	Begründer/Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	„Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen“
BKR	„Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht“
BR	Bundesrat
BT	Bundestag
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	„Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts“
bzw.	beziehungsweise
Co.	Compagnie
DB	„Der Betrieb“
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
Drs.	Drucksache
DStR	„Deutsches Steuerrecht“
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EWiR	„Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht“
f./ff.	folgende
FB	„Finanz-Betrieb“

FG	Freundesgabe
FS	Festschrift
Fußn.	Fußnote(n)
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	„GmbH-Rundschau“
Großkomm.	Großkommentar
GS	Gedächtnisschrift
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
h.A.	herrschende Ansicht
h.M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
HK-AktG	Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	in der Fassung
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
InsO	Insolvenzordnung
JW	„Juristische Wochenschrift“
JZ	„Juristen-Zeitung“
KG	Kommanditgesellschaft
Köln. Komm.	Kölner Kommentar
KTS	„Zeitschrift für Insolvenzrecht – Konkurs, Treuhand, Sanierung“
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
lit.	litera
M & A	Mergers and Aquisitions
m. w. Nachw.	mit weiteren Nachweisen
Münch. Komm.	Münchener Kommentar
NJW	„Neue Juristische Wochenschrift“
No.	number
Nr.	Nummer
NZG	„Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht“
NZI	„Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung“
OLG	Oberlandesgericht
Rdnr(n).	Randnummer(n)
RegE	Regierungsentwurf
RG	Reichsgericht
RGZ	„Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen“
S.	Seite(n)
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
v.	von/vom
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
WiSt	„Wirtschaftswissenschaftliches Studium“

WM	„Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht“
WPg	„Die Wirtschaftsprüfung“
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WRP	„Wettbewerb in Recht und Praxis“
ZBB	„Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft“
ZfB	„Zeitschrift für Betriebswirtschaft“
ZGR	„Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht“
ZHR	„Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht“
Ziff.	Ziffer
ZInsO	„Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht“
ZIP	„Zeitschrift für Wirtschaftsrecht“
ZZP	„Zeitschrift für Zivilprozess“



## Standortbestimmung und Zielsetzung

(1) Covenants stellen eine Herausforderung für die Verfassung kreditnehmender Aktiengesellschaften dar. Obwohl Covenants in den vergangenen Jahren große wissenschaftliche Aufmerksamkeit auf sich gezogen haben, ist dieser Aspekt bislang nahezu unbeachtet geblieben und soll deshalb in den Mittelpunkt der folgenden Untersuchung gestellt werden.

Erstmals haben *Thießen* und *Wittig* mit Aufsätzen aus dem Jahre 1996 einer breiteren Fachöffentlichkeit aufgezeigt, welche Inhalte sich hinter Covenants typischerweise verbergen<sup>1</sup>: Es geht um Klauseln in Kreditverträgen mit Kapitalgesellschaften, die den finanziellen, leistungswirtschaftlichen und gesellschaftsstrukturellen Handlungsspielraum der Schuldner im Interesse des Kreditgebers begrenzen sollen.

Die juristische Diskussion konzentrierte sich bislang auf die krisenhafte Entwicklung covenantgesicherter Finanzierungsverhältnisse. *Thießen* und *Wittig* etwa verorteten den Schwerpunkt der Beurteilung von Covenants bei der Haftung ihrer Verwender gemäß § 826 BGB<sup>2</sup>, und mit dieser ersten Einschätzung haben sie die Richtung der Forschung bis zum heutigen Tage nachhaltig beeinflusst<sup>3</sup>. Einen weiteren Aspekt, dessen Behandlung fortan in keiner Untersuchung zu Covenants fehlte<sup>4</sup>, führte *Fleischer* in die Diskussion ein: die Umqualifizierung covenantgesicherter Darlehen nach den Regeln des ehemaligen<sup>5</sup> Eigenkapitalersatzrechts<sup>6</sup>. *Eidenmüller* schließlich hat sich eingehend da-

---

<sup>1</sup> *Thießen*, ZBB 1996, 19 ff.; *Wittig*, WM 1996, 1381 ff.

<sup>2</sup> *Thießen*, ZBB 1996, 19, 26 ff.; *Wittig*, WM 1996, 1381, 1389 f.

<sup>3</sup> Vgl. *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 133 ff.; *Runge*, Covenants in Kreditverträgen, Rdnrn. 3.55 ff.; *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 97 ff.; *Hoffmann*, WM 2012, 10, 15 f.

<sup>4</sup> Vgl. *Heinrich*, Covenants als Alternative zum institutionellen Gläubigerschutz, S. 338 ff.; *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 151 ff.; *Klein*, Projektfinanzierung, S. 313 ff.; *Runge*, Covenants in Kreditverträgen, Rdnrn. 4.1 ff.; umfassend *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 383 ff., insbesondere S. 441 ff.

<sup>5</sup> Gemäß § 32a Abs. 3 Satz 1 GmbHG (a.F.); aufgehoben mit Wirkung zum 1.11.2008 durch Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) v. 23.10.2008, BGBI. I, S. 2026.

<sup>6</sup> *Fleischer*, ZIP 1998, S. 313 ff. Diese Diskussion wird heute in Bezug auf §§ 39 Abs. 1 Nr. 5, 135 InsO fortgeführt; monografisch dazu *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 481 ff., sowie *Runge*, Covenants in Kreditverträgen, Rdnrn. 4.71 ff.



mit auseinandergesetzt, ob Covenants geeignet sind, Reorganisationsmechanismen in Unternehmenskrisen auszulösen<sup>7</sup>.

(2) Die genannten Ansätze beurteilen Covenants fast ausschließlich aus der Retrospektive, wobei die Frage im Vordergrund steht, welche finanziellen Konsequenzen einem Kreditgeber in der Krise der Schuldnergesellschaft drohen. Die Praxis hingegen beschäftigt sich mit Covenants nicht primär aus dem Blickwinkel von Nachrangigkeit oder Haftung in der Insolvenz. Jüngere Beispiele aus der Unternehmensberichterstattung zeigen, dass im Vordergrund praktischer Überlegungen vielmehr die prospektive Einschränkung des Handlungsspielraums von Gesellschaften durch Covenants steht<sup>8</sup>. Die Folgen ihrer Nichteinhaltung wurden in jüngerer Zeit mitunter in drastischen Worten beschrieben. So führte der Vorstandsvorsitzende *Elmar Degenhart* in seiner Rede anlässlich der Hauptversammlung am 28. April 2010 in Bezug auf Covenantbindungen der *Continental AG* aus:

„Hätten wir diese Kennzahlen nicht eingehalten, wäre unsere Entscheidungshoheit akut bedroht gewesen.“<sup>9</sup>

Im Lagebericht der *Phoenix Solar AG* über das Geschäftsjahr 2009 heißt es ähnlich:

„Im Falle der Nichteinhaltung der Covenants besteht das Risiko, dass das geplante Wachstum aufgrund von Finanzierungslücken nicht realisiert werden kann.“<sup>10</sup>

In beiden Fällen bestimmen Covenants offensichtlich zukunftsgerichtete unternehmerische, nicht retrospektive insolvenzrechtliche Überlegungen, und dem-

<sup>7</sup> *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 136 ff; *ders.*, ZZP 221 (2008), 273, 276 ff. Auch *Eidenmüller* sieht juristische Fallstricke bei § 826 BGB; vgl. *dens.*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 377 ff., sowie *dens.*, ZZP 221 (2008), 273, 278 f.

<sup>8</sup> Vgl. nur den Geschäftsbericht der *HeidelbergCement AG* über das Geschäftsjahr 2009, S. 47 (abrufbar unter [http://www.heidelbergcement.com/NR/rdonlyres/D0DD79DB-B24D-45E6-8FC0-73508C4F9AA8/0/GB\\_2009\\_D\\_310310.pdf](http://www.heidelbergcement.com/NR/rdonlyres/D0DD79DB-B24D-45E6-8FC0-73508C4F9AA8/0/GB_2009_D_310310.pdf)), den Geschäftsbericht der *IVG Immobilien AG* über das Geschäftsjahr 2009, S. 57 (abrufbar unter [http://www.ivg.de/download/IVG\\_GB09\\_DE.pdf](http://www.ivg.de/download/IVG_GB09_DE.pdf)), den Geschäftsbericht der *ProSiebenSat.1 Media AG* über das Geschäftsjahr 2009, S. 74 (abrufbar unter [http://www.prosiebensat1.de/imperia/md/content/investor\\_relations/2010/GB/dt\\_GB09.pdf](http://www.prosiebensat1.de/imperia/md/content/investor_relations/2010/GB/dt_GB09.pdf)), sowie den Geschäftsbericht der *Vossloh AG* über das Geschäftsjahr 2009, S. 139 (abrufbar unter [http://www.vossloh.com/cms/media/downloads/pdfs/annual\\_stockholders\\_meeting/Vossloh\\_Geschaeftsbericht\\_2009\\_DE.pdf](http://www.vossloh.com/cms/media/downloads/pdfs/annual_stockholders_meeting/Vossloh_Geschaeftsbericht_2009_DE.pdf)).

<sup>9</sup> Ausführungen des Vorstandsvorsitzenden der *Continental AG*, Hannover, *Dr. Elmar Degenhart*, anlässlich der Hauptversammlung am 28. April 2010 in Hannover, S. 11 (abrufbar unter [http://www.contionline.com/generator/www/com/de/continental/presseportal/the-men/basisinformationen/ueber\\_continental/download/rede\\_hv\\_2010\\_de.pdf](http://www.contionline.com/generator/www/com/de/continental/presseportal/the-men/basisinformationen/ueber_continental/download/rede_hv_2010_de.pdf)).

<sup>10</sup> Lagebericht der *Phoenix Solar AG* über das Geschäftsjahr 2009, Punkt 8.2 (abrufbar unter [http://www.phoenixsolar.de/export/sites/de/InvestorRelations/Hauptversammlung/downloads/Jahresabschluss\\_2009\\_HGB.pdf](http://www.phoenixsolar.de/export/sites/de/InvestorRelations/Hauptversammlung/downloads/Jahresabschluss_2009_HGB.pdf)).

entsprechend wird ausdrücklich versichert, dass Maßnahmen zur Einhaltung der Covenants sowie Gegenmaßnahmen bei drohenden Verletzungen ergriffen werden<sup>11</sup>. Die Notwendigkeit, Covenants einzuhalten, ist damit zu einem bestimmenden Faktor der prospektiven Entscheidungsfindung in den jeweiligen Gesellschaften geworden.

Prägnant wird die permanente Beschränkung der Entscheidungsfreiräume einer covenantgebundenen Gesellschaft in einem Wertpapierprospekt der *Dürr AG* zusammengefasst:

„... die finanziellen Auflagen des Konsortialkreditvertrags (sog. Covenants) schränken den finanziellen und operativen Handlungsspielraum der Dürr-Gruppe stark ein.“<sup>12</sup>

(3) Obwohl die beschränkenden Wirkungen von Covenants im Rahmen gesunder Finanzierungsverhältnisse mitunter auch in der Literatur durchaus treffend umschrieben werden<sup>13</sup>, wurde ihre juristische Bewertung infolge der

<sup>11</sup> Vgl. die Nachw. in Fußn. 9 und 10. Dabei handelt es sich durchaus nicht um Einzelfälle. Vgl. auch Geschäftsbericht der *Hornbach Holding AG* über das Geschäftsjahr 2009/2010, S. 41 (abrufbar unter [http://www.hornbach-holding.de/investor/de/data/HORNBACH\\_GB\\_HH\\_0910.pdf](http://www.hornbach-holding.de/investor/de/data/HORNBACH_GB_HH_0910.pdf)); Geschäftsbericht der *Singulus Technologies AG* über das Geschäftsjahr 2009, S. 47 (abrufbar unter [http://www.singulus.de/fileadmin/media/pdf/gb/gb2009\\_d/ST\\_GB09\\_D\\_FINAL.pdf](http://www.singulus.de/fileadmin/media/pdf/gb/gb2009_d/ST_GB09_D_FINAL.pdf)).

<sup>12</sup> Prospekt gemäß § 5 Wertpapierprospektgesetz der *Dürr AG* vom 3.12.2010, S. 17 (abrufbar unter [https://www.boerse-stuttgart.de/files/prospekt\\_final.pdf](https://www.boerse-stuttgart.de/files/prospekt_final.pdf)).

<sup>13</sup> Vgl. die folgenden Einschätzungen zum Einflusspotenzial eines covenantgesicherten Darlehensgebers: *Breidenstein*, ZInsO 2010, 273 („... massiven Einfluss auf das Unternehmensgeschehen ...“); *Dembski*, Gesellschaftsrechtliche Treubindungen von Nichtmitgliedern, S. 124, 128 („... gesellschafterähnliche Befugnisse ...“; „... das Geschehen in der Gesellschaft maßgeblich zu steuern ...“); *Ederle*, AG 2010, 273, 274 („... Einflussmöglichkeiten auf die Geschäftstätigkeit und Unternehmensführung des anderen Vertragspartners ...“; „... Einfluss ..., der je nach individueller Ausgestaltung in seiner Intensität bis an eine beherrschungsvertragliche Leitungunterstellung heranzureichen vermag ...“); *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 291 AktG Rdnr. 24 („... Covenants, die bis zu einer Einflussnahme auf die strategischen Entscheidungen des Kreditnehmers reichen können ...“); *ders.*, in: FS Hüffer, S. 179, 180; *Fleischer*, ZIP 1998, 313, 316 („... Fremdkapitalgeber, die durch Financial Covenants in die Gesellschaft ‚hineinregieren[]‘“); vgl. auch *dens.*, in: FS Schwark, S. 137, 153; *Haghani/Holzamer*, in: Buth/Hermanns (Hrsg.), Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 21 Rdnr. 23 („... umfangreiche Mitwirkungsrechte bis hin zur faktischen Übernahme der Unternehmensführung ...“); *Hess*, ZIP 2010, 461, 462 („Der Schuldner wird durch die Kreditaufgaben ... in seinem geschäftspolitischen Spielraum ganz erheblich eingeschränkt.“); *Köndgen*, in: Insolvenzrecht 1996, S. 129, 133 („... zum Teil massiv in die unternehmerische Entscheidungsfreiheit des Schuldners eingreifen ...“); *Nini/Smith/Sufi*, Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value, S. 10 („Covenants governing firm investment and financing decisions ...“); *Spremann/Frick*, Die Unternehmung 2010, 277 („Financial Covenants ... so weit gehen können, dass Fremdkapitalgeber ... die Geschäftspolitik der Unternehmung derart ändern können, dass fortan allein die Einbringlichkeit ihrer Forderung bezweckt wird.“); *Thießen*, in: Sadowski/Czap/Wächter (Hrsg.), Regulierung und Unternehmenspolitik, S. 143, 146 („... der berechnete Gläubiger bestimmt die Unternehmenspolitik mit; er kann eigene Vorstellungen durchsetzen.“); *Tytka*, Grundlagen der Projektfinanzierung, S. 78 („Mit der Formulierung von Kreditaufgaben ver-

Fokussierung auf die Krise covenantgesicherter Finanzierungsverhältnisse bislang vernachlässigt<sup>14</sup>. Sofern der rechtswissenschaftliche Blick überhaupt um die prospektive Beschränkung der Bewegungsfreiheit gesunder Gesellschaften erweitert wurde, geschah dies lediglich unter Rückgriff auf die Kategorien des allgemeinen Vertragsrechts; derartige Grenzen der Zulässigkeit von Covenants werden insbesondere in § 138 BGB<sup>15</sup> sowie im Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen (§§ 305 ff. BGB)<sup>16</sup> vermutet.

(4) Der von *Köndgen* schon früh aufgeworfenen Frage nach den gesellschaftsrechtlichen Grenzen der Verwendung von Covenants<sup>17</sup> – die jenen nach einer Haftung im Zusammenhang mit Covenants sowie der Rückstufung covenantgesicherter Darlehen in der Insolvenz vorgelagert ist und zudem unterhalb der Sittenwidrigkeitsschwelle ansetzt – wurde dagegen bislang erstaunlicherweise nur wenig Aufmerksamkeit zuteil<sup>18</sup>. In der vorliegenden Untersuchung soll die gesellschaftsrechtliche Dimension der Verwendung von Covenants deshalb nunmehr in den Mittelpunkt gerückt werden.

Anhand der Zitate aus der Praxis wird deutlich, dass Covenants innergesellschaftliche Entscheidungen ab dem Moment ihrer Vereinbarung zu beeinflussen vermögen. Obgleich allein die Gesellschaft selbst durch Covenants vertraglich gebunden wird, beziehen ihre Inhalte sich explizit auf Maßnahmen, die in die Kompetenzen von Vorstand, Hauptversammlung und Aufsichtsrat fallen. Nur wenn diese ihre Entscheidungen an den Covenantvorgaben ausrichten, können sie auch tatsächlich eingehalten werden. Der Wille, dem die genannten Gesellschaftsorgane sich damit fügen, ist allerdings ein verbandsfremder, und dies gibt Anlass zu der Frage, ob die Vereinbarung von Covenants gesellschaftsrechtlich legitimationsbedürftig ist und inwiefern das zwingende Aktienrecht ihrer Zulässigkeit gegebenenfalls Grenzen setzt.

---

suchen Gläubiger, die Geschäftspolitik der Projektgesellschaft in ihrem eigenen Interesse zu beeinflussen.“).

<sup>14</sup> Die schlichte Einhaltung von Covenantvorgaben aufseiten der Schuldnerin, verbunden mit einer passiven Haltung des Kreditgebers, wird nämlich regelmäßig keine delikts- oder insolvenzrechtlichen Probleme bereiten. Vgl. für eine Haftung gemäß § 826 BGB: *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen, S. 134 ff.; *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 101. Vgl. für die Subordination covenantgesicherter Darlehen gemäß §§ 39 Abs. 1 Nr. 5, 135 InsO: *Habersack*, ZGR 2000, 384, 395 ff. (in Bezug auf §§ 32a/b GmbHG [a.F.]); *Runge*, Covenants in Kreditverträgen, RdNr. 4.6 ff., 4.28.

<sup>15</sup> *Heinrich*, Covenants als Alternative zum institutionellen Gläubigerschutz, S. 350 ff.; *Runge*, Covenants in Kreditverträgen, RdNr. 3.1 ff.; *Weitnauer*, ZIP 2005, S. 1443 ff.

<sup>16</sup> *Eidenmüller*, Unternehmensanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 151 ff.; *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 84 ff.

<sup>17</sup> *Köndgen*, in: *Insolvenzrecht 1996*, S. 127, 150 ff.

<sup>18</sup> Vgl. allerdings jüngst die Ansätze von *Heinrich*, Covenants als Alternative zum institutionellen Gläubigerschutz, S. 290 ff., der freilich einen für die vorliegende Untersuchung zentralen Aspekt – den selbstexekutiven Charakter von Covenants (vgl. dazu näher 2. Teil, C.) – außer Acht lässt und deshalb zu völlig anderen Schlussfolgerungen gelangt.

(5) In der rechtswissenschaftlichen Aufarbeitung von Covenants wurde bislang ein Gesichtspunkt übersehen, der für diese Fragestellung von überragender Bedeutung ist: Obwohl für den Fall der Verletzung von Covenants regelmäßig lediglich ein Recht zur Kündigung und sofortigen Fälligkeitstellung des gesicherten Darlehens vereinbart wird, vermögen Covenants sich auf der innerkorporativen Ebene von Schuldnergesellschaften unter bestimmten Bedingungen unentrinnbar durchzusetzen. Im Mittelpunkt der gesellschaftsrechtlichen Beurteilung von Covenants muss deshalb der Zeitpunkt der Vereinbarung von Covenants und seine Bedeutung für die Geschicke der kreditnehmenden Gesellschaft im Verlauf des Finanzierungsverhältnisses stehen – nicht, wie bislang üblich, die tatsächliche Geltendmachung von Kreditgeberinfluss sowie die Rückschau in der Insolvenz der Schuldnerin. Das tatsächliche Geschehen im Verlauf einer covenantbegleiteten Darlehensfinanzierung gehört deshalb nur insofern zum Untersuchungsgegenstand, als es bereits im Zeitpunkt der Vereinbarung von Covenants unausweichlich vorherbestimmt ist.

(6) Das Anschauungsobjekt, anhand dessen die Komplikationen beim Zusammentreffen von Covenants angloamerikanischer Herkunft und klassischer deutscher Kreditfinanzierung untersucht werden sollen, ist die deutsche Aktiengesellschaft, da ihr ausdifferenziertes und zwingendes Organisationsrecht (§ 23 Abs. 5 AktG) den denkbar härtesten gesellschaftsrechtlichen Prüfstein darstellt. In Bezug auf die rechtstatsächlichen Feststellungen ist allerdings ein Caveat vorwegzuschicken: Aufgrund der noch zu schildernden unermesslichen Vielfalt der Konstruktion und Kombination von Covenants ist es nicht möglich, *den* covenantgesicherten Vertrag zu identifizieren. Das ist für den Zweck dieser Untersuchung allerdings auch gar nicht erforderlich – möglicherweise wäre es ihm sogar abträglich. Schließlich geht es darum, die neuralgischen Punkte des Aufeinandertreffens von Fremdeinfluss durch Covenants und der Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft zu identifizieren, wofür sich eine modellartige und zugespitzte Betrachtung am besten eignet.

(7) Die *Kernthesen* der Untersuchung lauten:

Erstens. Ist im Zeitpunkt der Vereinbarung von Covenants erkennbar, dass die Kündigung und der Abzug des durch sie gesicherten Darlehens zur Insolvenz der Kreditnehmerin führen würden („kritischer Darlehensumfang“), nehmen die Covenants einen selbstexekutiven Charakter an, und nur unter dieser Bedingung besteht überhaupt ein gesellschaftsrechtlicher Legitimationsbedarf.

Zweitens. Sofern selbstexekutive Covenantinhalte die Entscheidungsfreiheit von Aufsichtsrat oder Hauptversammlung unmittelbar beeinträchtigen würden, können sie nicht wirksam vereinbart werden.

Drittens. Die Vereinbarung selbstexekutiver leistungs- und finanzwirtschaftsbezogener Covenants, die das Leitungsermessen des Vorstands gezielt

und unentrinnbar präterminieren, bedarf analog §§ 292 Abs. 1 Nr. 2, 293 AktG der Zustimmung der Hauptversammlung, es sei denn, die Vertragslaufzeit beträgt nicht mehr als fünf Jahre („kritische Darlehenslaufzeit“).

## Erster Teil

# Phänomenologische Bestandsaufnahme

Covenants unterscheiden sich von anderen vertraglichen Bindungen einer Aktiengesellschaft darin, dass sie sich nicht auf Leistungen oder Lieferungen, sondern auf die Gesellschaft und ihr Unternehmen selbst beziehen. Dieses charakteristische Merkmal gibt Anlass zu der Frage, ob der prima facie rein schuldrechtlichen Gestalt von Covenants zu trauen ist. Um diese beantworten zu können, ist es zunächst erforderlich, ein genaues Bild von den phänomenologischen Berührungspunkten zwischen Covenantinhalten und der Verfassung der Aktiengesellschaft zu zeichnen.

Ziel der phänomenologischen Bestandsaufnahme zu dem Untersuchungsgegenstand ist es nicht, einen bestimmten covenantbegleiteten Kreditvertrag zu referieren und zu analysieren. Vielmehr soll ein Überblick über die in Finanzierungsverträgen typischerweise verwendeten Klauseln gewährt werden<sup>1</sup>. Da der Gestaltungsfantasie bei der Formulierung von Covenants keine Grenzen gesetzt sind<sup>2</sup>, ist dabei eine gewisse Abstraktion vom Detail unumgänglich, um eine solide rechtstatsächliche Grundlage für die Analyse der gesellschaftsrechtlichen Implikationen von Covenants zu schaffen. Es geht nicht darum, alle denkbaren Covenantgestaltungen lückenlos zu erfassen und vorzustellen, sondern darum, das aus der Kautelarpraxis bekannt gewordene Material zu systematisieren. Im Vordergrund stehen dabei nicht Detailtreue sowie das Streben nach Vollständigkeit, sondern das Bemühen, die für Finanzierungsvereinbarungen charakteristischen und verbreiteten Kautelen auf gemeinsame Grundgedanken zurückzuführen, in entsprechenden Kategorien zu erläutern und damit

---

<sup>1</sup> Über Vertragsmuster und Beispiele aus der Praxis vgl. *Gooch/Klein*, Loan Documentation, S. 75 ff.; *Heinrich*, Covenants als Alternative zum institutionellen Gläubigerschutz, S. 435 ff.; *Haghani/Voll*, in: Buth/Hermanns (Hrsg.), Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 36 Rdnrn. 1 ff.; *Heinrich*, Covenants als Alternative zum institutionellen Gläubigerschutz, S. 435 ff.; *Hess*, Sanierungshandbuch, 2. Kapitel Rdnrn. 106 ff.; *Hinsch/Horn*, Das Vertragsrecht der internationalen Konsortialkredite und Projektfinanzierungen, S. 283 f.; *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 239 ff.; *Köndgen*, in: Insolvenzrecht 1996, S. 127, 155 ff.; *Merkel*, Die Negativklausel, S. 239 ff.; *Obermüller*, Ersatzsicherheiten im Kreditgeschäft, Rdnrn. 450 ff.; *Stockmayer*, Projektfinanzierung und Kreditsicherung, S. 229 ff.; *Thießen*, ZBB 1996, 19, 32 ff.; *Simmons*, 28 Business Lawyer (1972), 179 ff.; *Wittig*, in: Bankrecht und Bankpraxis, Rdnrn. 4/3039 ff.

<sup>2</sup> *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 138; *Thießen*, in: Sadowski/Czap/Wächter (Hrsg.), Regulierung und Unternehmenspolitik, S. 143, 145.

potenzielle Spannungsfelder im Hinblick auf die Verfassung der Aktiengesellschaft zu identifizieren<sup>3</sup>. Dabei kann auf bereits vorhandene Systematisierungsansätze zurückgegriffen werden<sup>4</sup>.

## A. Covenants als Produkt und Notwendigkeit der angloamerikanischen Fremdfinanzierungspraxis in deutschen Kreditverträgen

(1) „Covenant“ ist ein Terminus aus dem angloamerikanischen Recht, der üblicherweise wie folgt definiert wird:

---

<sup>3</sup> Offensichtlich keine Spannungen sind von Covenants zu erwarten, die sich in der schlichten Wiederholung zwingender gesetzlicher Vorschriften erschöpfen, deren Einhaltung – Covenants hin oder her – ohnehin geboten ist; vgl. zu dieser Covenantgattung *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 56 f.; *Streit/Below/Baar*, in: FS Kohler, S. 267, 269; vgl. ferner *Wood*, International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions, Rdnr. 5-054. Während man aus Aktionärsrücksicht immerhin darüber streiten kann, ob Gesetzesverstöße – ökonomisch gesehen – unter Umständen effizient und – rechtlich betrachtet – sogar mit den Vorstandspflichten gemäß § 93 AktG vereinbar sein können (dazu *Bayer*, in: FS Karsten Schmidt, S. 85, 90 f.; *Fleischer*, ZIP 2005, 141, 145 f.; *Thole*, ZHR 173 [2009], 504, 512 ff.), müssen Gläubiger ausschließlich eine Gefährdung ihrer Ansprüche infolge gesetzeswidrigen Verhaltens aufseiten der Gesellschaft befürchten. Als Beispiel seien nur die mitunter erheblichen Bußgelder gemäß Art. 23 VO 1/2003 für Verstöße gegen Artt. 101 und 102 AEUV genannt (vgl. dazu *Jones/Sufrin*, EC Competition Law, S. 1213 ff.). Bei US-amerikanischen Unternehmen werden gesetzeswiederholende Zusicherung deshalb in Finanzierungsverträge aufgenommen, weil den Kreditgebern bei Gesetzesverstößen ihrer Kreditnehmer eine erhebliche Haftungsgefahr droht; vgl. *Köndgen*, in: Hadding/Hopt/Schimansky (Hrsg.), Sicherheitenfreigabe und Unternehmenssanierung, Bankrechtstag 1994, S. 141, 150 ff. und 161 ff.; vgl. auch *Lloyd*, 58 Tennessee Law Review (1991), 335, 352. Da die Rechtslage in Deutschland diesbezüglich nicht vergleichbar ist, tritt dieser Aspekt in Verträgen nach deutschem Recht in den Hintergrund; vgl. *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 56.

<sup>4</sup> Etwa auf diejenigen von *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 137 ff.; *Heinrich*, Covenants als Alternative zum institutionellen Gläubigerschutz, S. 156 ff.; *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 53 ff.; *Runge*, Covenants in Kreditverträgen, Rdnr. 1.12; *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 39 ff.; *Wittig*, in: Karsten Schmidt/Uhlenbruck (Hrsg.), Rdnr. 1.155. – Weit verbreitet ist die Einteilung von Covenants in positive (affirmative) und negative (so zum Beispiel bei *Arpagaus*, Die Besicherung von Anleihen, S. 228 f.; *Ferran*, Corporate Finance Law, S. 328; *Kästle*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 53; *Hartwig-Jacob*, Internationale Anleiheemissionen, S. 471; *Servatius*, Rechtsfragen der Verwendung von Covenants, S. 39 ff.; *Simmons*, 28 Business Lawyer [1972], 179, 189 und 191). So anerkannt diese Einteilung auch sein mag, so wenig hilfreich ist sie doch in der Sache, denn es liegen ihr keine aussagekräftigen inhaltlichen Maßstäbe zugrunde. Zu bedenken ist insbesondere, dass hinreichend umfassend formulierte Verbote sich im Ergebnis wie Gebote auswirken können, sodass die Abgrenzung affirmative/negative Covenants letztlich nur zu Formulierungskunststücken einlädt, was die zutreffende Erfassung der rechtlichen Probleme sicherlich nicht erleichtert.

„An agreement, convention, or promise of two or more parties, by deed in writing, signed and delivered, by which either of the parties pledges himself to the other that something is either done, or shall be done, or shall not be done ... In its broadest usage, means any agreement or contract.“<sup>5</sup>

Covenants sind demnach schriftliche Vereinbarungen, im Rahmen derer jemand sich zu einem Tun oder Unterlassen verpflichtet oder das Vorliegen bestimmter Tatsachen zusichert. Es wird deutlich, dass es sich um einen Terminus des Vertragsrechts handelt<sup>6</sup>. Obwohl die entschieden finanzierungsrechtliche Konnotation, die der Begriff bei seiner Verwendung im Deutschen aufweist, im ursprünglichen Wortsinn nicht angelegt ist, wurde dem Begriff „Covenants“ auch im angloamerikanischen Recht im vergangenen halben Jahrhundert speziell im Bereich des Bank- und Kapitalmarktrechts besondere Aufmerksamkeit zuteil, und zwar in Bezug auf die Entwicklung eines Full Set of Covenants<sup>7</sup> als integraler Bestandteil von Verträgen über die Fremdfinanzierung von Unternehmen.

(2) In den vergangenen Jahren hat sich im deutschen Rechtsraum nicht nur der Begriff „Covenants“ durchgesetzt<sup>8</sup>, sondern Covenants beschäftigen hierzulande, wie bereits anhand der Zitate in der Einführung deutlich wurde, auch die Praxis in zunehmendem Maße. Führt man sich die Ursachen der Entwicklung und des regen Gebrauchs von Covenants im angloamerikanischen Raum vor Augen, überrascht dies allerdings. Covenants wurden in den USA nämlich vor dem Hintergrund des direkten Zugriffs von Unternehmen auf den Kapitalmarkt zur Befriedigung ihres Fremdkapitalbedarfs<sup>9</sup> entwickelt. Die Art und Weise der Fremdfinanzierung von Unternehmen in Deutschland unterscheidet sich jedoch traditionell ganz erheblich von derjenigen in den USA, womit sich die Frage nach dem Zweck des Einsatzes von Covenants hierzulande stellt.

In Deutschland decken Unternehmen ihren Fremdkapitalbedarf herkömmlicherweise nicht am Kapitalmarkt über Anleihen, sondern über Bankkredite<sup>10</sup>.

<sup>5</sup> Black's Law Dictionary, S. 363. In der neuesten Auflage (Black's Law Dictionary, 9. Aufl., S. 419) wurde die Definition verkürzt auf: „A formal agreement or promise, usually in a contract or deed, to do or not do a particular act.“ Dafür folgen über 50 Einzeleinträge zu speziellen Covenantarten.

<sup>6</sup> Vgl. *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 33, der den Begriff ganz allgemein mit „Übereinkunft, Vereinbarung oder Nebenabrede“ übersetzt, sowie *Wittig*, WM 1996, 1381, 1383, der ihn als „Übereinkunft“ bzw. „Vertrag“ versteht.

<sup>7</sup> *Bratton*, in: Eidenmüller/Schön (Hrsg.), *The Law and Economics of Creditor Protection*, S. 37, 47.

<sup>8</sup> Vgl. nur die Titel der Monografien von *Heinrich*, *Klein*, *Kästle*, *Runge* und *Servatius* im Literaturverzeichnis.

<sup>9</sup> Vgl. dazu *Allen/Gale*, *Comparing Financial Systems*, S. 30 ff.; *Rudolph*, *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, S. 431.

<sup>10</sup> *Allen/Gale*, *Comparing Financial Systems*, S. 4 f.; *R. H. Schmidt/Hackethal/Tyrell*, 8 *Journal of Financial Intermediation* (1999), 36 ff.; *Rudolph*, *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, S. 400 f.; vgl. auch *Dietl*, *Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany, and the United States*, S. 1 f.



Deutsche Unternehmen wenden sich in aller Regel nicht direkt an ein breites Anlegerpublikum, sondern an Banken, die eine Intermediärrolle zwischen Investoren und Unternehmen einnehmen. Letztlich wird das Fremdkapital zwar auch bei der Kreditfinanzierung von einem größeren Anlegerkreis aufgebracht, wenn es zum Beispiel als Einlage oder Erlös aus der Begebung von Wertpapieren seinen Weg zu den Banken findet. Als Darlehensvertragspartner tritt aber einzig und allein die Bank gegenüber der kreditnehmenden Gesellschaft auf, und genau dies begründet die charakteristisch starke Position deutscher Hausbanken bei der Unternehmensfremdfinanzierung<sup>11</sup>.

Die Vereinigten Staaten von Amerika sowie England werden hingegen seit jeher als Länder beschrieben, in denen die Fremdfinanzierung von Unternehmen in hohem Maße direkt am Kapitalmarkt erfolgt, zum Beispiel über Unternehmensanleihen (Industrieobligationen)<sup>12</sup>. Freilich spielen die Banken auch in einem solchen kapitalmarktorientierten System eine wichtige Rolle, allerdings eine vorwiegend organisatorische. Sie verfügen über Kontakte zu potenziellen Investoren und werden daher regelmäßig zum Zwecke des Vertriebs von Unternehmenspapieren eingeschaltet<sup>13</sup>. Dem Unternehmen mit Finanzierungsbedarf steht im Ergebnis nicht die Bank, sondern eine Vielzahl von Kapitalanlegern als Vertragspartner gegenüber<sup>14</sup>. Den Banken wird aus diesem Grund keine den deutschen Hausbanken vergleichbare „besondere Verantwortung“<sup>15</sup> attestiert<sup>16</sup>.

(3) Dieser Unterschied zu Deutschland ist eine wesentliche Ursache dafür, dass Covenants ursprünglich nur im angloamerikanischen Rechtsraum beheimatet waren. Häufig wird als Erklärung zwar auf die Detailversessenheit der angloamerikanischen Kautelarpraxis verwiesen<sup>17</sup>, aber dieser Umstand – unterstellt,

<sup>11</sup> Vgl. *Allen/Gale*, *Comparing Financial Systems*, S. 4; *Elsas*, *Die Bedeutung der Hausbank*, S. 14 ff.; *Leuz/Wüstemann*, in: Krahen/R. H. Schmidt (Hrsg.), *The German Financial System*, S. 450, 454; *Rudolph*, *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, S. 415 f.; *R. H. Schmidt/Tyrell*, in: Krahen/R. H. Schmidt (Hrsg.), *The German Financial System*, S. 19, 42.

<sup>12</sup> Vgl. Nachw. in Fußn. 9.

<sup>13</sup> Für den Fall, dass der Handel der Papiere an organisierten Märkten, zum Beispiel an der Börse, vorgesehen ist, werden Banken zudem als Berater mit entsprechender Expertise auf dem Feld des öffentlichen Angebots von Wertpapieren hinzugezogen. Vgl. zu den verschiedenen Beteiligten und ihren Funktionen *Ferran*, *Corporate Finance Law*, S. 522.

<sup>14</sup> *Hartwig-Jacob*, *Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen*, S. 545; *Mather/Peirson*, *46 Accounting and Finance* (2006), 285, 287.

<sup>15</sup> *Elsas*, *Die Bedeutung der Hausbank*, S. 23.

<sup>16</sup> *Allen/Gale*, *Comparing Financial Systems*, S. 4, bezeichnen die Situationen in den USA und in Deutschland als „polar extremes“.

<sup>17</sup> Vgl. nur *Siebel*, *Rechtsfragen internationaler Anleihen*, S. 478 („... das Bemühen angloamerikanischer Kautelarjuristen, so vollständig wie möglich zu sein.“), sowie *Köndgen*, in: *Insolvenzrecht 1996*, S. 127, 129 („...die Amerikaner – bekanntlich Weltmeister im Schreiben unendlich langer Verträge...“); kritisch im Hinblick auf Detailliertheit und Länge angloame-

## Stichwortverzeichnis

- Abhängigkeit
  - faktische 70 ff., 162 f., 168, 170
  - vertragskonzernrechtliche 159 ff., 170 ff., 168
- Agency-Kosten 52 ff.
- Akquisitionsfinanzierung 16 f.
- Anleihe 15
- Aufsichtsrat
  - Festlegung auf Covenantinhalte 111 ff.
  - Nichtigkeit kompetenzbeschränkender Covenants 119 ff.
  - Überwachungsaufgabe 111 ff.
- Ausfallrisiko 28, 67, 214
  
- Beherrschungsvertrag
  - atypischer 157
  - Covenants als ~ 156 ff.
  - Unternehmensbegriff 181 ff.
  - verdeckter 157
  - Weisungsrecht 162 ff.
- Betriebspachtvertrag 187 ff.
- Betriebsüberlassungsvertrag 187 ff.
- Bilanzierungsregeln 23, 32 f.
- Business Judgment Rule 96, 108, 116, 137 ff., 142 ff.
  
- Covenants
  - Allgemeine Geschäftsbedingungen 64 f.
  - Ausschüttungen 31 f.
  - Durchsetzbarkeit 46, 49 ff., 60 ff., 85 ff.
  - Erfüllungsanspruch 67 f.
  - financial 17 ff.
  - Fremdfinanzierungspraxis 8 ff.
  - Informationen 27 f.
  - Interventionsrechte 62 f.
  - Klagbarkeit 46, 67 ff.
  - korporative Verbindlichkeit 63 ff., 67 ff., 79 ff., 85 ff.
  - Krisenindikator 63
  - leistungs- und finanzwirtschaftsbezogene 24 ff.
  - Neuverhandlung 68
  - Publizität 108, 110, 210
  - Rechnungslegung 22 ff.
  - selbstexekutive 85 ff.
  - strategisches Verhalten 58 ff.
  - Verbreitung 15 ff.
  
- Darlehenskündigung
  - Ambivalenz 65 ff.
  - Disziplinierungsfunktion 67 ff.
  - Grenzen 64 f.
  - Hebelwirkung 63 f.
  
- Fremdfinanzierungspraxis 8 ff.
  
- Genussrecht 151
- Geschäftsrisiko 50
- Gesellschaftervereinbarungen
  - Nichtigkeit 41 ff.
  - Trennungsprinzip 43 ff.
  - Vertragsstrafe 47 ff.
- Gesellschaftszweck 95 ff.
- Gläubigerschädigung 52 ff.
  
- Hauptversammlung
  - Festlegung auf Covenantinhalte 122 ff.
  - Nichtigkeit kompetenzbeschränkender Covenants 124 ff.
- hybride Finanzierungsformen 150 ff.
  
- Informationsasymmetrien 11, 52 ff.
- Insolvenzantragspflicht 19, 83 f.
- Interventionsrechte 62 f.
  
- Kapitalstruktur 19 f., 76 ff.
- Kollektivhandlungsrisiko 11

- Konsortialkreditverträge 17  
 Konzerngefahr 169 ff.  
 Konzerninteresse 179 ff.  
 korporative Verbindlichkeit  
 schuldrechtlicher Bindungen  
 – Trennungsprinzip 43 ff.  
 – Unzulässigkeit 41 ff.  
 Kreditprüfung 51  
 kritische Darlehenslaufzeit 236, 281 ff.  
 kritischer Darlehensumfang 76 ff., 79 ff.
- opportunistisches Verhalten 54  
 Organisationsvertrag 171 ff.
- Prädeterminierung des  
 Vorstandsermessens 133 ff., 136 ff.,  
 139 ff.  
 Privatautonomie 42  
 Projektfinanzierung 16 f.
- Satzung 109 f.  
 Satzungsstrenge 106 ff.  
 selbstexekutiver Charakter von  
 Covenants  
 – Beurteilungszeitpunkt 73 ff.  
 – Konsequenzen 108 ff.  
 – Maßstab 76 ff., 79 ff.  
 Solvenztest 82 f.  
 stille Beteiligung 151, 197 ff.
- strategisches Verhalten 52 ff.
- Teilgewinnabführungsvertrag  
 – quantitative Bedeutung 201 ff.  
 – Ratio 197 ff.  
 – Thesaurierungskompetenz des  
 Vorstands 207 ff.  
 Trennungsprinzip 43 ff.
- Überinvestitionsgefahr 55 f.  
 Unterinvestitionsgefahr 56  
 Unternehmensgegenstand 222 ff.  
 Unternehmensinteresse 91 ff.
- Verbandssouveränität 99 ff.  
 Vertragskonzerngefahr 169 ff.  
 Vorstand  
 – Amtszeit 232 ff.  
 – Autonomie 133, 146, 236  
 – Festlegung auf Covenantinhalte 139 ff.,  
 236  
 – Bindung an Unternehmensgegenstand  
 222 ff.  
 – Ermessen 136 ff.  
 – Haftung 141 ff.  
 – Selbstbindung 133 ff., 136 ff., 139 ff.  
 – Thesaurierungskompetenz 207 ff.
- Zustimmungsvorbehalte 165 ff.