

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 278

# Ausschüttungsbeschränkungen in der Kreditwirtschaft

Systematische Untersuchung  
der vertraglichen und gesetzlichen  
Ausschüttungsrestriktionen im Kreditsektor

Von

Max Degenhart



Duncker & Humblot · Berlin

MAX DEGENHART

Ausschüttungsbeschränkungen in der Kreditwirtschaft

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 278

# Ausschüttungsbeschränkungen in der Kreditwirtschaft

Systematische Untersuchung  
der vertraglichen und gesetzlichen  
Ausschüttungsrestriktionen im Kreditsektor

Von

Max Degenhart



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg  
hat diese Arbeit im Jahr 2024 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten  
© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde  
Druck: CPI books GmbH, Leck  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-19514-5 (Print)  
ISBN 978-3-428-59514-3 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,  
12165 Berlin, Germany | E-Mail: [info@duncker-humblot.de](mailto:info@duncker-humblot.de)  
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

*Meiner Familie*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau im Wintersemester 2024/2025 als Dissertation angenommen. Gesetzgebung, Literatur und Rechtsprechung konnten noch bis Februar 2025 berücksichtigt werden.

Zuvörderst danke ich meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Univ. of Chicago) herzlichst für die großartige Betreuung und Unterstützung während der Erstellung dieser Arbeit. Besonders wertvoll war dabei die überaus bereichernde und vertrauensvolle Zusammenarbeit an seinem Lehrstuhl am Institut für Ausländisches und Internationales Privatrecht, Abteilung II, an dem ich während der Erstellung der Arbeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter tätig sein durfte. Ebenso danke ich Herrn Professor Dr. Lieder, LL.M. (Harvard) für den beeindruckenden Einsatz bei der rechtzeitigen Erstellung des Zweitgutachtens sowie die wertvollen Anregungen. Ich danke ebenfalls den Herausgebern Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Univ. of Chicago), Herrn Professor Dr. Holger Fleischer LL.M. (Univ. of Michigan) und Herrn Professor Dr. Jens Koch für die Aufnahme in ihre Schriftenreihe. Dank gebührt auch der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung, Hamburg für die Unterstützung der Publikation der Arbeit mit einem großzügigen Druckkostenzuschuss.

Darüber hinaus danke ich den vielen Menschen, die mich während der Entstehung der Arbeit unterstützt haben. Hierzu zählen selbstverständlich die Kolleginnen und Kollegen am Lehrstuhl, von denen ich jede und jeden Einzelnen in bester Erinnerung behalten werde. Mein Dank gilt auch den vielen weiteren großartigen Persönlichkeiten, die ich während meines Studiums und meines Referendariats kennenlernen durfte. Höchste Dankbarkeit gebührt dabei Herrn Dr. Tim Lorenz, LL.M. (NYU) und Herrn Clemens Max Ernst für die akribische fachliche Durchsicht des Manuskripts und die bereichernden Anregungen und Diskussionen.

Am meisten zu Dank verpflichtet bin ich meiner Familie, die mich stets und ohne Vorbehalt auf meinem Lebensweg unterstützt haben. Besonders hervorzuheben ist hierbei der Einsatz meiner Mutter Frau Michaela Degenhart bei der redaktionellen Prüfung des Manuskripts. Auch die uneingeschränkte Unterstützung durch meinen Vater Herrn Frank Degenhart und meinen Bruder Herrn Tim Degenhart darf an dieser Stelle nicht unerwähnt bleiben. Meiner Familie ist dieses Werk gewidmet.



# Inhaltsübersicht

<b>A. Einführung</b> .....	23
I. Untersuchungsanlass .....	23
II. Unmittelbare und mittelbare Ausschüttungsbeschränkungen .....	25
III. Gang der Untersuchung .....	28
<b>B. Rechtliche und ökonomische Grundlagen</b> .....	30
I. Wirtschaftliche Bedeutung von Ausschüttungen .....	30
II. Ausschüttungsbeschränkungen .....	42
III. Eigenkapitalbegriff und -funktionen .....	43
IV. Eigenmittelanforderungen im Bankaufsichtsrecht .....	56
<b>C. Das System der gesetzlichen Ausschüttungsbeschränkungen</b> .....	70
I. Bilanzrecht als Ausschüttungsbegrenzungsmechanismus .....	71
II. Gesellschaftsrecht .....	86
III. Bankaufsichtsrecht .....	103
<b>D. Vertragliche Ausschüttungsbeschränkungen in Covenants</b> .....	117
I. Verwendungsgebiete in der Praxis .....	118
II. Erscheinungsformen typischer Covenants .....	120
III. Funktionen .....	126
IV. Covenants als alternatives Gläubigerschutzsystem .....	129
V. Dividendenausschüttungsbeschränkungen in Covenants .....	132
<b>E. Rechtliche Grenzen der Vereinbarung von Covenants</b> .....	138
I. Gesellschaftsrechtliche Kompetenzverteilung .....	139
II. Sittenwidrigkeit, § 138 BGB .....	140
III. AGB-Kontrolle .....	149
IV. Fazit .....	161
<b>F. Aufsichtliche Ausschüttungsbeschränkungen in der COVID-19-Pandemie</b> .....	163
I. Die Ausschüttungsempfehlungen der EZB und BaFin in der COVID-Krise .....	164
II. Anwendungsbereich der Maßnahmen .....	169
III. Internationaler Vergleich .....	171
IV. Auswirkungen der Maßnahmen .....	172
<b>G. Aufsichtliche Empfehlungen als einseitiges informelles Verwaltungshandeln</b> .....	178
I. Begriff der informellen Aufsichtsinstrumente .....	179
II. Zweckmäßigkeitüberlegungen .....	193

III. Erfordernis einer gesetzlichen Ermächtigung . . . . .	196
IV. Rechtsschutz gegen informelle Maßnahmen . . . . .	202
V. Fazit: rechtsförmliche Parallelhandlung als Beurteilungsmaßstab . . . . .	209
<b>H. Rechtliche Analyse der aufsichtlichen Ausschüttungsempfehlungen . . . .</b>	<b>211</b>
I. Ausschüttungsbeschränkungen durch die EZB . . . . .	212
II. Ausschüttungsbeschränkungen durch die BaFin . . . . .	243
<b>I. Fazit und Ausblick: Braucht es eine europäische Misstandsaufsicht? . .</b>	<b>267</b>
<b>J. Untersuchungsergebnisse . . . . .</b>	<b>269</b>
<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	<b>271</b>
<b>Stichwortverzeichnis . . . . .</b>	<b>292</b>

# Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einführung</b> .....	23
I. Untersuchungsanlass .....	23
II. Unmittelbare und mittelbare Ausschüttungsbeschränkungen .....	25
III. Gang der Untersuchung .....	28
<b>B. Rechtliche und ökonomische Grundlagen</b> .....	30
I. Wirtschaftliche Bedeutung von Ausschüttungen .....	30
1. Ausschüttungsbegriff .....	30
2. Aktienrückkäufe als funktional äquivalente Ausschüttungsmaßnahme .....	31
3. Die wirtschaftlichen Funktionen von Dividenden und Aktienrückkäufen .....	33
a) Neoklassische Finanzierungstheorie und Irrelevanzthese .....	33
b) Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie .....	35
aa) Dividendenausschüttungen als Signalinstrument .....	35
(1) Dividend Signaling .....	35
(2) Institutbezogene Ausschüttungsbeschränkungen .....	37
bb) Disziplinierungseffekt .....	38
4. <i>Risk-shifting</i> durch Ausschüttungen .....	40
5. Zwischenfazit .....	41
II. Ausschüttungsbeschränkungen .....	42
III. Eigenkapitalbegriff und -funktionen .....	43
1. Definition von Eigenkapital .....	43
a) Eigenkapitalbegriff der internationalen Rechnungslegungsstandards .....	44
b) Der Eigenkapitalbegriff des deutschen Bilanzrechts .....	44
c) Der bankaufsichtsrechtliche Begriff der Eigenmittel .....	45
2. Die wirtschaftlichen und rechtlichen Funktionen von Eigenkapital ..	45
a) Errichtungs- und Finanzierungsfunktion .....	46
b) Schuldentilgungsfunktion .....	47
c) Risikobegrenzungsfunktion .....	48
d) Zielkonflikte .....	49
3. Hybride Finanzinstrumente .....	50
a) Die stille Gesellschaft .....	51
aa) Die typische stille Gesellschaft .....	51
bb) Die atypische stille Gesellschaft .....	52
b) Genussrechte .....	52
c) Wandelanleihen, insb. <i>Contingent-Convertible Bonds</i> .....	53

d) Mezzanine Darlehen unter Verwendung von Covenants . . . . .	54
e) Fazit: kein Typenzwang der Finanzierungsformen . . . . .	55
IV. Eigenmittelanforderungen im Bankaufsichtsrecht . . . . .	56
1. Ökonomische Rechtfertigung einer Bankenregulierung . . . . .	56
a) Die besondere Rolle der Banken in der Volkswirtschaft . . . . .	57
b) Vertrauenssensibilität . . . . .	58
c) Normative Anknüpfung . . . . .	60
aa) Bankenregulierung als Mittel zur Durchsetzung gesamtwirtschaftlicher Ziele . . . . .	60
(1) Geldschöpfungsargument . . . . .	60
(2) Kooperationsargument . . . . .	61
(3) Kritik . . . . .	61
bb) Sicherheitsargument . . . . .	62
2. Ökonomische Ziele des Bankaufsichtsrechts . . . . .	63
a) Krisenprävention . . . . .	63
aa) Geschäftsrisiko . . . . .	64
bb) Systemrisiko . . . . .	65
cc) Risiken für die Gesamtwirtschaft . . . . .	67
dd) Schutz vor bailout-Szenarien . . . . .	67
b) Mikroprudenzielle und makroprudenzielle Bankenaufsicht . . . . .	68
3. Zusammenfassung . . . . .	69
<b>C. Das System der gesetzlichen Ausschüttungsbeschränkungen . . . . .</b>	<b>70</b>
I. Bilanzrecht als Ausschüttungsbegrenzungsmechanismus . . . . .	71
1. Bilanzierungsgrundsätze . . . . .	72
2. Rechnungslegungszwecke . . . . .	73
3. Steigende Bedeutung internationaler Rechnungslegungsstandards . . . . .	75
4. Ausschüttungsbeschränkungen im Einzelnen . . . . .	76
a) Gegenstandsbezogene Ausschüttungssperren . . . . .	76
aa) § 268 Abs. 8 HGB . . . . .	76
(1) Selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände, § 268 Abs. 8 S. 1 HGB . . . . .	76
(2) Aktive latente Steuern, § 268 Abs. 8 S. 2 HGB . . . . .	77
(3) Vermögensgegenstände i. S. d. § 246 Abs. 2 S. 2 HGB . . . . .	78
(4) Zwischenfazit . . . . .	79
bb) § 272 Abs. 4 HGB . . . . .	80
cc) § 272 Abs. 5 HGB . . . . .	81
dd) Gemeinsamkeit . . . . .	82
b) §§ 340f, 340g HGB . . . . .	83
aa) Zweck der Regelungen . . . . .	83
bb) Funktionsweise . . . . .	83
cc) Interessenlage . . . . .	85
5. Fazit . . . . .	85

II. Gesellschaftsrecht . . . . .	86
1. Kapitalerhaltung . . . . .	86
a) Aktienrecht . . . . .	86
b) Recht der GmbH . . . . .	88
c) Bilanzielle Betrachtungsweise . . . . .	88
2. Konzernrecht . . . . .	90
3. Die Schwächen des gesetzlichen Mindeststammkapitals . . . . .	91
a) Abhängigkeit von bilanziellen Kennzahlen . . . . .	91
b) Keine Sicherung einer ausreichenden Kapitalausstattung . . . . .	92
4. Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht . . . . .	93
a) Einführung . . . . .	93
b) Treuepflicht als rechtsformübergreifendes Institut . . . . .	94
c) Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht in der Aktiengesellschaft . . . . .	95
d) Materielle Unterkapitalisierung und Durchgriffshaftung . . . . .	96
aa) Ansätze einer Durchgriffshaftung . . . . .	97
bb) Qualifiziert-faktischer Konzern . . . . .	97
cc) Existenzvernichtungshaftung . . . . .	98
e) Ausschüttungsbeschränkungen aufgrund der aktienrechtlichen Treuepflicht . . . . .	99
5. Ausblick: Solvenztests als Alternative zum tradierten Kapitalschutzsystem? . . . . .	101
III. Bankaufsichtsrecht . . . . .	103
1. Eigenmittelanforderungen . . . . .	103
a) Capital Requirements Directive und Capital Requirements Regulation . . . . .	105
aa) Hintergrund und Entwicklung . . . . .	105
bb) CRR-Eigenmittelanforderungen . . . . .	106
b) KWG-Eigenmittelanforderungen . . . . .	106
aa) Kapitalpuffer nach § 10c KWG ff. . . . .	107
bb) Zusätzliche Eigenmittelanforderungen nach § 10 Abs. 3, Abs. 4 KWG . . . . .	108
c) Pillar-2-Eigenmittelanforderungen . . . . .	109
2. Systemvergleich . . . . .	111
3. Praktisches Bedürfnis nach unmittelbaren Dividendenbezugsbeschränkungen? . . . . .	113
a) <i>Regulation by hypothetical</i> . . . . .	113
b) Konzeptionelle Schwächen der aufsichtlichen SREP . . . . .	114
<b>D. Vertragliche Ausschüttungsbeschränkungen in Covenants</b> . . . . .	117
I. Verwendungsgebiete in der Praxis . . . . .	118
1. Internationales Anleihegeschäft ( <i>bond covenants</i> ) . . . . .	118
2. Konsortialkreditverträge . . . . .	118
3. Projektfinanzierungen . . . . .	119

4. Akquisitionsfinanzierungen .....	119
5. Allgemeines Kreditgeschäft .....	120
II. Erscheinungsformen typischer Covenants .....	120
1. Financial Covenants .....	121
2. Affirmative Covenants bzw. Positive Covenants .....	122
3. Negative Covenants .....	123
4. Monitoring Covenants .....	125
5. Abgrenzung zu AGB-Banken .....	125
III. Funktionen .....	126
1. Krisenfrüherkennungssystem .....	127
2. Einflussnahme auf die Unternehmensführung .....	128
a) Schärfung des Druckmittels der Kündigung .....	128
b) Flexible Rechtsfolgen im Falle eines <i>breach of covenants</i> .....	129
IV. Covenants als alternatives Gläubigerschutzsystem .....	129
V. Dividendenausschüttungsbeschränkungen in Covenants .....	132
1. Ausschüttungsbeschränkungen durch Financial Covenants .....	132
2. Ausschüttungsbeschränkungen durch Negative Covenants (Dividend Covenants) .....	133
a) Die Gestaltungspraxis der Dividend Covenants .....	134
aa) Differenzierung anhand der Finanzierungsquelle .....	134
bb) Ausnahmen für Ausschüttungsreservoirs (baskets) .....	134
cc) Indirekte Ausschüttungsbegrenzungen durch excess cash flow recapture-Klauseln .....	135
dd) Zwischenfazit .....	135
b) Dividend Covenants unter dem Gesichtspunkt der operativen Effizienz .....	136
3. Zwischenergebnis .....	137
<b>E. Rechtliche Grenzen der Vereinbarung von Covenants .....</b>	<b>138</b>
I. Gesellschaftsrechtliche Kompetenzverteilung .....	139
II. Sittenwidrigkeit, § 138 BGB .....	140
1. Übersicherung .....	141
2. Einschränkung der wirtschaftlichen Bewegungsfreiheit .....	141
a) Financial Covenants .....	142
b) Dividend Covenants .....	143
c) Sittenwidrigkeit aufgrund einer Summenwirkung .....	145
aa) Bedürfnis nach doppelter Absicherung im US-amerikanischen Recht .....	146
bb) Schwächen von Financial Covenants im deutschen Rechts- kreis .....	146
III. AGB-Kontrolle .....	149
1. Berücksichtigung der Besonderheiten im unternehmerischen Ge- schäftsverkehr .....	150

2. Qualifizierung als allgemeine Geschäftsbedingungen, § 305 Abs. 1 BGB	150
a) Anwendungsausschluss	151
b) Vorformuliert	151
c) Einseitig gestellt	152
d) Individualvertragliche Vereinbarung aufgrund Anpassung der Kennzahlen	153
3. Anwendung auf konkrete Covenant-Klauseln	155
a) Maßstab	155
b) Covenants als überraschende Klauseln, § 305c BGB	156
c) §§ 307 ff. BGB	158
aa) Financial Covenants	158
bb) Dividend Covenants und Kombination	159
cc) Rechtsfolgen	159
(1) Kündigungsrechte	160
(2) Nachbesicherungsanspruch	160
IV. Fazit	161
<b>F. Aufsichtliche Ausschüttungsbeschränkungen in der COVID-19-Pandemie</b>	<b>163</b>
I. Die Ausschüttungsempfehlungen der EZB und BaFin in der COVID-Krise	164
1. Erste Beschränkungen am 27.03.2020	164
2. Sonstige Stellungnahmen der EU-Finanzaufsicht	165
3. Ausschüttungsempfehlungen durch die BaFin	166
4. Weitere Verlängerung und Einzelfallbetrachtung seit 15.12.2020	167
5. Verknüpfung mit Lockerung der Eigenkapitalanforderungen	168
II. Anwendungsbereich der Maßnahmen	169
1. Sachlicher Anwendungsbereich	169
a) Erfasste Maßnahmen	169
b) Ausnahmen	170
2. Personeller Anwendungsbereich	170
III. Internationaler Vergleich	171
IV. Auswirkungen der Maßnahmen	172
1. Faktische Befolgung der Empfehlungen	172
2. Auswirkungen auf die Eigenkapitalbeschaffung	173
3. Auswirkungen auf Kreditströme	175
4. Auswirkungen auf Resilienz des Bankensystems	176
5. Zusammenhang mit Eigenkapitalerleichterung	176
6. Fazit	177
<b>G. Aufsichtliche Empfehlungen als einseitiges informelles Verwaltungshandeln</b>	<b>178</b>
I. Begriff der informellen Aufsichtsinstrumente	179

1. Erscheinungsformen der informellen bankaufsichtlichen Maßnahmen	180
a) Bilaterale Gespräche zwischen Aufsichtsbehörde und Institut . . . .	180
b) Allgemeine Bekanntmachungen der Regulierungsbehörden . . . . .	181
c) Einzelfallbezogene Maßnahmen . . . . .	182
2. Einseitige informelle Regulierungs- und Aufsichtsmaßnahmen . . . . .	182
a) Informelles Verwaltungshandeln als Kooperation . . . . .	182
b) Informelle Aufsichtsmaßnahmen als einseitiges Verwaltungshandeln . . . . .	184
3. Charakteristika informellen Aufsichtshandelns . . . . .	184
a) Adressatenbezug . . . . .	184
b) Fehlende Bindungswirkung . . . . .	185
aa) Unmittelbare rechtliche Bindungswirkung . . . . .	186
(1) Bindungswirkung als europarechtliche Vorgabe . . . . .	186
(2) Informelle Rechtsakte von EU-Organen . . . . .	186
bb) Mittelbare Bindungswirkung . . . . .	187
(1) Selbstbindung . . . . .	187
(2) Unionstreuepflicht gem. Art. 4 Abs. 3 EUV . . . . .	187
c) Faktische Bindungswirkung . . . . .	189
aa) Befolgungsdruck von Seiten der Aufsicht . . . . .	190
bb) Befolgungszwang aufgrund Vertrauenssensibilität . . . . .	190
cc) Fazit: Rechtliche Beachtlichkeit trotz fehlender rechtlicher Verbindlichkeit . . . . .	191
d) Rechtsförmliche Parallelhandlung . . . . .	192
aa) Hypothetische rechtsförmliche Parallelhandlung als Charakteristikum . . . . .	192
bb) Parallelwertung des rechtsförmlichen Verwaltungshandelns . . . . .	193
II. Zweckmäßigkeitserwägungen . . . . .	193
1. Vorteile informeller Regulierungsmaßnahmen . . . . .	194
2. Probleme und Gefahren informeller Aufsichts- und Regulierungsmaßnahmen . . . . .	195
III. Erfordernis einer gesetzlichen Ermächtigung . . . . .	196
1. Gesetzesvorbehalt für informelles Verwaltungshandeln . . . . .	196
2. Beurteilung nach Grundgesetz . . . . .	198
a) Eingriffsverständnis in der deutschen Verfassungsrechtslehre . . . . .	198
b) Erfordernis einer besonderen gesetzlichen Ermächtigung . . . . .	199
3. Eingriffsverständnis im Recht der Europäischen Union . . . . .	201
IV. Rechtsschutz gegen informelle Maßnahmen . . . . .	202
1. Rechtsschutz gegen informelle Maßnahmen der BaFin . . . . .	202
a) Rechtsschutz gegen informelle Vorbereitungshandlungen . . . . .	203
b) Unmittelbarer Rechtsschutz gegen informelle Aufsichtsmaßnahmen . . . . .	204
2. Rechtsschutz gegen informelle Maßnahmen der EZB . . . . .	205
a) Nichtigkeitsklage, Art. 263 Abs. 4 AEUV . . . . .	206

b) Vorabentscheidungsverfahren . . . . .	207
3. Zwischenergebnis . . . . .	209
V. Fazit: rechtsförmliche Parallelhandlung als Beurteilungsmaßstab . . . . .	209
<b>H. Rechtliche Analyse der aufsichtlichen Ausschüttungsempfehlungen . . . . .</b>	<b>211</b>
I. Ausschüttungsbeschränkungen durch die EZB . . . . .	212
1. Kompetenz für branchenweite Ausschüttungsbeschränkungen . . . . .	213
a) Übertragung der Aufsichtsbefugnisse i. R. d. SSM-VO . . . . .	213
aa) Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde und demokratische Legitimation . . . . .	214
bb) Ultra-vires-Kontrolle . . . . .	216
b) Zielkonflikte von Bankenaufsicht und Geldpolitik . . . . .	217
aa) Institutionelle Trennung . . . . .	218
bb) Materielle Verknüpfung und Lösung des Zielkonflikts . . . . .	219
c) Ermächtigung für Ausschüttungssperren . . . . .	220
aa) Kompetenz für branchenweite Ausschüttungsbeschränkungen	221
bb) Kompetenz für unverbindliche Anordnung . . . . .	222
d) Fazit: keine rechtliche Grundlage für branchenweite Ausschüt- tungsvorgaben . . . . .	223
2. Bankenaufsicht als Eingriffsverwaltung . . . . .	224
a) Grundfreiheiten . . . . .	224
aa) Anwendbarkeit . . . . .	224
bb) Schutzbereich von Art. 63 AEUV . . . . .	225
b) Grundrechtecharta der Europäischen Union . . . . .	226
aa) Unternehmerische Freiheit gem. Art. 16 GRCh . . . . .	227
bb) Eigentumsschutz gem. Art. 17 GRCh . . . . .	228
(1) Eigentumsentziehungen und Nutzungsregelungen . . . . .	228
(2) Betroffene Grundrechtssubjekte . . . . .	229
3. Unmittelbare Ausschüttungsbeschränkungen im Bankaufsichtsregime	230
4. Rechtfertigung bei Verfolgung bankaufsichtsrechtlicher Zielvorgaben	232
a) Anerkannte Ziele des Bankaufsichtsrechts . . . . .	233
aa) Zielsetzung der eigenkapitalabhängigen Ausschüttungs- verbote . . . . .	233
bb) Zuweisung zur Wirtschafts- bzw. Währungspolitik? . . . . .	234
b) Verhinderung prozyklischen Verhaltens als makroprudenzieller Zielkonflikt . . . . .	235
aa) Grenzen des makroprudenziellen Regulierungsansatzes . . . . .	236
bb) Eindämmung der prozyklischen Effekte der Aufsicht und Regulierung . . . . .	237
c) Ultra-vires-Kontrolle bzgl. der Einzelmaßnahme . . . . .	239
aa) Dissens zwischen BVerfG und EZB . . . . .	239
bb) Empfehlungen ECB/2020/19 und ECB/2020/35 als bank- aufsichtliche Maßnahme? . . . . .	241
cc) Fazit zur ultra-vires-Kontrolle . . . . .	241

5. Ausblick: Ergänzung des SSM um neue Kompetenz? . . . . .	242
II. Ausschüttungsbeschränkungen durch die BaFin . . . . .	243
1. Anordnungskompetenz der BaFin für branchenweite Maßnahmen . . . . .	244
a) Eigenkapitalabhängige Ausschüttungsbeschränkungen, § 45 KWG . . . . .	245
b) Missstandsaufsicht, § 6 Abs. 2, Abs. 3 KWG . . . . .	246
aa) Allgemeine Definition eines Missstands . . . . .	246
bb) Die Grundkonzeption des KWG . . . . .	248
(1) Schutztheorie . . . . .	248
(2) Strukturtheorie . . . . .	250
(3) Mehrzwecktheorie . . . . .	250
(4) Sonstige Theorien . . . . .	251
(5) Stellungnahme . . . . .	252
cc) Bankenaufsicht zwischen Gewerbepolizei und Regulierung . . . . .	253
dd) § 6 Abs. 2 KWG . . . . .	254
ee) § 6 Abs. 3 KWG . . . . .	255
ff) § 6 Abs. 1 KWG . . . . .	257
2. Formelle Urheberschaft der BaFin trotz Weisungsausführung im SSM . . . . .	257
3. Betroffene Grundrechte . . . . .	259
a) Art. 12 Abs. 1 GG . . . . .	259
b) Art. 14 Abs. 1 GG . . . . .	260
aa) Mittelbare Kursverluste . . . . .	260
bb) Vermögensrechte der Aktionäre . . . . .	261
cc) Eigentumsschutz des Gewerbebetriebs . . . . .	262
4. Rechtfertigung des Eingriffs . . . . .	263
5. Konflikte mit nationalem Gesellschaftsrecht, insb. § 254 AktG . . . . .	265
<b>I. Fazit und Ausblick: Braucht es eine europäische Missstandsaufsicht? . . . . .</b>	<b>267</b>
<b>J. Untersuchungsergebnisse . . . . .</b>	<b>269</b>
<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	<b>271</b>
<b>Stichwortverzeichnis . . . . .</b>	<b>292</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
Abs.	Absatz
abzgl.	abzüglich
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
Begr.	Begründer
BGH	Bundesgerichtshof
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz, Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts
BilRUG	Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CRD	Capital Requirements Directive bzw. Kapitaladäquanzrichtlinie
CRR	Capital Requirements Regulation bzw. Kapitaladäquanzverordnung
d. h.	das heißt
diesbzgl.	diesbezüglich
EBA	European Banking Authority
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESAs	European Supervisory Authorities
ESRB	European Systemic Risk Board
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof

EZB	Europäische Zentralbank
Fn.	Fußnoten
FS	Festschrift
gem.	gemäß
ggf.	gegebenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i. d. R.	in der Regel
i. E.	im Ergebnis
i. R. d.	im Rahmen des/der
i. R. e.	im Rahmen eines/einer
i. R. v.	im Rahmen von
i. S. d.	im Sinne des/der
i. S. e.	im Sinne eines/einer
i. S. v.	im Sinne von
IFRS	International Financial Reporting Standards
insb.	insbesondere
KG	Kommanditgesellschaft
LG	Landgericht
m. a. W.	mit anderen Worten
m. Anm.	mit Anmerkung
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
NCAs	National Competent Authorities
Nr.	Nummer
OHG	offene Handelsgesellschaft
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Satz
SI	Significant Institution
sog.	sogenannte
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process

SSM	Single Supervisory Mechanism
str.	strittig
stRSpr.	ständige[n] Rechtsprechung
u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
v. a.	vor allem
Var.	Variante
VG	Verwaltungsgericht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
vgl.	vergleiche
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
zzgl.	zuzüglich

### **Zeitschriften:**

AG	Die Aktiengesellschaft
BB	Betriebs-Berater
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
CF	Corporate Finance
DB	DER BETRIEB
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DStR	Deutsches Steuerrecht
EBLR	European Business Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
EuR	Europarecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
GES	Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
JST	Joint Supervisory Team
JURA	Juristische Ausbildung
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
RdF	Recht der Finanzinstrumente
StWSStP	Jahrbuch der Staatswissenschaften und Staatspraxis

UTR	Jahrbuch des Umwelt- und Technikrechts
VersR	Versicherungsrecht
VLR	Vanderbilt Law Review
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Wertpapier-Mitteilungen)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

## A. Einführung

Die Regulierung von Gewinnausschüttungen gehört zum Kernbestand des allgemeinen Kapitalgesellschaftsrechts aber auch des Bankaufsichtsrechts. Während die Realisierung einer Rendite auf das investierte Kapital für die Anteilseigner einer Kapitalgesellschaft elementar ist, werden die Möglichkeiten der Gesellschafter, Gewinne auszuschütten aufgrund verschiedener widerstreitender Interessen eingeschränkt. Dabei befindet sich das System der Ausschüttungsbeschränkungen in einem kontinuierlichen Wandel. Insbesondere das kontinentaleuropäisch geprägte Kapitalschutzsystem ist stets Gegenstand umfangreicher Reformdiskussionen befeuert durch eine fortlaufende Internationalisierung des Gesellschaftsrechts und der Rechnungslegung. Im Bankaufsichtsrecht sind es vor allem die Erfahrungen mit Finanzkrisen, die zu einer Überprüfung der einschlägigen Regelwerke führen. Besonders in Krisenzeiten, wenn das Bedürfnis nach staatlichen Unterstützungen steigt, sind Dividendenzahlungen aber auch der Umgang mit variablen Vergütungsmodellen Gegenstand erhöhter öffentlicher Aufmerksamkeit. Die Öffentlichkeit sieht es regelmäßig kritisch, wenn Unternehmen staatliche Hilfe aus Steuergeldern in Anspruch nehmen, während gleichzeitig deren Anteilseigner Kapitalerträge in Form von Dividendenausschüttungen realisieren und Leitungspersonen Boni ausgezahlt bekommen.<sup>1</sup> Unabhängig von Fragen der sozialen Gerechtigkeit stehen hinter Ausschüttungsbeschränkungen jedoch auch vielschichtige ökonomische Erwägungen.

### I. Untersuchungsanlass

Dies zeigte sich jüngst besonders deutlich im bankaufsichtlichen Umgang mit Gewinnausschüttungen im Zuge der COVID-19-Pandemie. Aufgrund der Auswirkungen der Ausbreitung des SARS-CoV-2-Virus und der mit staatlichen Maßnahmen einhergehenden Folgen für die Wirtschaft hat die EZB am 27.03.2020 für systemrelevante Banken (SIs) die Empfehlung ausgesprochen, bis zum 01.10.2020 keine Dividenden auszuschütten.<sup>2</sup> Zudem wurde nationa-

---

<sup>1</sup> Siehe bspw. *Zydra*, Süddeutsche Zeitung vom 16. Dezember 2020, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/banken-corona-krise-kreditausfaelle-1.5149697> (zuletzt abgerufen am: 17.07.2024).

<sup>2</sup> Recommendation of the European Central Bank of 27 March 2020 on dividend distributions during the COVID-19 pandemic and repealing Recommendation ECB/2020/1 (ECB/2020/19).

len Aufsichtsbehörden nahegelegt, eine entsprechende Empfehlung auch für Banken auszusprechen, die mangels hinreichender Systemrelevanz nicht in die Zuständigkeit der EZB fallen.<sup>3</sup> Hierbei handelt es sich um eine unverbindliche informelle Aufforderung, die dennoch umfassend befolgt wurde.<sup>4</sup> Gerade aufgrund der Unverbindlichkeit besteht zumindest faktisch ein Kontrollproblem.<sup>5</sup> Im Europäischen Parlament wurde daraufhin angeregt, eine entsprechende Rechtsgrundlage zu schaffen, die den Aufsichtsbehörden ermöglichen sollte, derartige Ausschüttungssperren verbindlich anzuordnen. Im Rahmen des sog. CRR Quick Fix<sup>6</sup> wurde schließlich vorerst davon abgesehen, eine entsprechende Ermächtigung zu schaffen.<sup>7</sup> Folglich fehlt es weiterhin an einer rechtssicheren Grundlage für derartige Maßnahmen in künftigen Krisen.

Es erscheint daher eine wissenschaftliche Untersuchung der Materie erforderlich.<sup>8</sup> Hierfür eignet sich eine monographische Auseinandersetzung besonders, da auf diesem Wege ausführlich auf die ökonomischen Hintergründe ein-

---

<sup>3</sup> Vgl. *Perne*, in: Derleder/Knops/Bamberger, Europ. Bank- und KapMR, § 80 Rn. 55.

<sup>4</sup> Siehe unter F.IV.1.

<sup>5</sup> Siehe unter G.I.3.c) und G.IV.

<sup>6</sup> Regulation (EU) 2020/873 of the European Parliament and of the Council of 24 June 2020 amending Regulations (EU) No 575/2013 and (EU) 2019/876 as regards certain adjustments in response to the COVID-19 pandemic (CRR Quick Fix). Bei dem CRR Quick Fix handelt es sich um eine EU-Verordnung, die angesichts der wirtschaftlichen Folgen der Corona Pandemie die geltenden Kapitaladäquanzverordnungen an die Gegebenheiten anpassen, um die Widerstandsfähigkeit der Kreditwirtschaft sicherzustellen. U. a. wurden die Übergangsbestimmungen zu IFRS 9 ergänzt, um mögliche Auswirkungen eines unvermittelten Anstiegs der Rückstellungen für erwartete Kreditverluste abzuschwächen, siehe Erwägungsgrund 12 und 13 CRR Quick Fix. Die Frage der Ausschüttungsbeschränkungen wurde jedoch ausgelassen (dazu sogleich), weshalb die Anpassungen i. R. d. CRR Quick Fix in der vorliegenden Untersuchung keine nähere Berücksichtigung finden. Vgl. zum CRR Quick Fix: *Lesterov*, in: *Banking Supervision and COVID-19*, A Rn. 4 ff.; *Neisen/Schulte-Mattler*, *Journal of Banking Regulation* 22 (2021), 342.

<sup>7</sup> Die Europäische Kommission sollte eine Stellungnahme abgeben u. a. zu der Frage, ob es einer gesetzlichen Ermächtigung der EZB bedürfe, Ausschüttungsmaßnahmen der beaufsichtigten Kreditinstitute verbindlich zu untersagen. Die Kommission kam schließlich zum Ergebnis, dass die unverbindlichen Empfehlungen im Zuge der COVID-19 Pandemie zum erwünschten Erfolg geführt hatten, sodass von der Einführung einer entsprechenden Anordnungsbefugnis abgesehen werden könne, European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards requirements for credit risk, credit valuation adjustment risk, operational risk, market risk and the output floor, Brussels, 27.10.2021, COM(2021) 664 final, 2021/0342(COD), S. 33. Siehe hierzu G.III.

<sup>8</sup> In der rechtswissenschaftlichen Literatur finden die betreffenden inzwischen aufgehobenen Maßnahmen nur noch wenig Beachtung; vgl. aber die zeitnahen Veröffentlichungen von *Klöhn*, WM 2021, 1457, 1458 f. und *Riso/Lackhoff*, in: *Banking Super-*

gegangen werden kann. Die vorliegende Arbeit arbeitet daher heraus, wie die behördlichen Maßnahmen ökonomisch und rechtlich zu bewerten sind und welche Empfehlungen für Gesetzgeber und Praxis ausgesprochen werden können. Ziel der Untersuchung ist daher, verschiedene Möglichkeiten der Ausschüttungsbegrenzung zu beleuchten.

Hierfür werden Ausschüttungsbeschränkungen aus unterschiedlichen Rechtsgebieten untersucht, insbesondere was die zugrundeliegenden Motive der Ausschüttungsbeschränkungen und die maßgeblichen Richtlinien für deren rechtliche Bewertungen betrifft. Dabei wird in der Untersuchung stets auf ökonomische Erkenntnisse zurückgegriffen, welche in normative Überlegungen miteinbezogen werden.

## **II. Unmittelbare und mittelbare Ausschüttungsbeschränkungen**

Die Aufsichtsmaßnahmen im Zuge der COVID-19-Pandemie nimmt die vorliegende Untersuchung zum Anlass, die Problematik einer Beschränkung des Dividendenbezugsrechts umfassend zu beleuchten. Dabei werden Ausschüttungsbeschränkungen aus unterschiedlichen Rechtsbereichen analysiert und miteinander in Kontext gesetzt. Hierdurch werden Parallelen sowie Unterschiede herausgearbeitet, um Rückschlüsse für die behördliche Anordnung von Ausschüttungssperren zu ermöglichen.

Im Mittelpunkt steht dabei die grundsätzliche Unterscheidung zwischen mittelbaren und unmittelbaren Ausschüttungsbeschränkungen.<sup>9</sup> Mittelbare Ausschüttungsbeschränkungen stellen lediglich Zielvorgaben auf – etwa bezüglich einer bestimmten Eigenkapitalausstattung – und zwingen dadurch den jeweiligen Adressaten indirekt, auf Ausschüttungen zu verzichten, um bestimmte Kennzahlen zu erreichen bzw. beizubehalten. Unmittelbare Ausschüttungsbeschränkungen dagegen verbieten oder begrenzen Ausschüttungen in bestimmten Situationen direkt. Bei dieser Systematik handelt es sich um ein rechtsgebietsübergreifendes Phänomen, aus dem ein allgemeingültiges Prinzip abgeleitet werden kann.

Ausgangshypothese der Untersuchung ist, dass das Zusammenspiel von mittelbaren und unmittelbaren Ausschüttungsbeschränkungen entscheidend für deren rechtliche Bewertung ist. Die Ausgestaltung der mittelbaren Aus-

---

vision and COVID-19, C Rn. 1 ff., die an späterer Stelle eingehende Berücksichtigung finden.

<sup>9</sup> Vgl. Ewert, Rechnungslegung, Gläubigerschutz und Agency-Probleme, S. 110 ff. der zwischen „direkten und indirekten Ausschüttungsrestriktionen“ unterscheidet; ähnlich bereits: Kalay, Journal of Financial Economics 10 (1982), 211 ff.