

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
Einleitung	23
I. Anlass und Hintergrund der Untersuchung	23
II. Geschäftsleiterpflichten und -haftung in Restrukturierungsrichtlinie, StaRUG-E und StaRUG	24
III. Präzisierung der zu untersuchenden Fragen und Ziel der Untersuchung	25
IV. Zur methodischen Herangehensweise	26
1. Einordnung möglicher Erkenntnisgewinne aus der Ökonometrie	26
2. Rechtsvergleichender Blick auf das englische Recht	27
3. Aussagekraft des methodischen Vorgehens	28
V. Zum Begriff positiver und negativer Gläubigerinteressen	29
VI. Zur Nutzung des Genus in dieser Arbeit	29
VII. Weiterer Gang der Untersuchung	30
Kapitel 1	31
§ 1 Vorschau auf Kapitel 1	31
§ 2 Risikoallokation zwischen Gesellschaftern und Gläubigern in der Theorie	31
I. Interessendifferenz ohne Interessenkonflikte	32
II. Interessenkonflikte in der Unternehmenskrise	33
III. Wege zur Wahrnehmung der Gesellschafterinteressen an Risikoerhöhung	35
IV. Zwischenergebnis und Einordnung der Ergebnisse	39
§ 3 Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Geschäftsleitern und Gläubigern in der Unternehmenskrise	39
I. Voraussetzungen für Vorliegen einer Prinzipal-Agenten- Beziehung und ökonomischer Hintergrund	40

## Inhaltsverzeichnis

II.	Latenter Prinzipal-Agenten-Konflikt zwischen Gläubigern und Geschäftsleitern mit Begründung der Gläubigerstellung	42
III.	Relevanz des Konflikts für die Regulierung von Geschäftsleiterverhalten	44
§ 4	Empirische Resultate zu Risikoverhalten in Krisensituationen	46
I.	Konfligierende Ergebnisse trotz vergleichbarer Herangehensweise	47
1.	Vergleichbare Herangehensweise, Einleitung zu Versuchsaufbauten der Untersuchungen	47
2.	Inkonsistente Ergebnisse innerhalb der Untersuchungen	54
3.	Zwischenbetrachtung und weitere Untersuchung	59
II.	Inhärente Gründe der Differenzen und Folgen für die interne Validität	60
1.	Verschiedene Risikoindikatoren als Grund unterschiedlicher Ergebnisse	60
a)	Indirekte Risikoindikatoren und höhere Exogenität als Folge	61
b)	Erfordernis hinreichender Differenzierung zwischen <i>risk taking</i> und <i>risk shifting</i>	65
c)	Zunehmender Interpretationsspielraum bei indirekten <i>Risk Proxies</i>	66
d)	Das Problem höherer Exogenität und weiter Interpretationsspielräume anhand eines Beispiels	68
e)	Zwischenergebnis zur internen Validität der Studien differenziert nach <i>risk proxys</i>	69
2.	Validität der Krisenindikatoren der Untersuchungen	70
a)	Beginn der <i>risk shifting</i> -Gefahr mit erheblicher Insolvenzgefahr	71
b)	Unterschiedliche Aussagekraft der verschiedenen Krisenindikatoren	72
c)	Korrelation präziser Krisenproxys mit geringer Evidenz für <i>risk shifting</i>	75
3.	Keine Evidenz für Verzerrungen durch Insolvenzen	75
4.	Zwischenergebnis	76
a)	Geringe Evidenz von <i>risk shifting</i> -Verhalten	76

b) Beschränkung der Aussagekraft der empirischen Resultate gegen <i>risk shifting</i>	76
III. Unzulänglichkeiten im theoretischen Rahmen	77
IV. Rolle der Geschäftsleiter bei Anreizkonflikten	78
1. Realstruktur der Gesellschaft	79
2. Interessenangleichung als Mechanismus zur Steuerung des Geschäftsleiterverhaltens	80
a) Grundannahme: Risikoaverse Geschäftsleiter	81
b) Interessenangleichung durch Unternehmensbeteiligung	81
c) Keine lineare Beziehung zwischen Vergütung mit Aktienoptionen/Unternehmensanteilen und Wahrnehmung der Gesellschafterinteressen	82
3. Erhalt der Geschäftsleiterposition und Reputationseffekte	83
4. Nichtlineare Beziehung zwischen Krisenstadium und Risikoverhalten	84
V. Ausgleichende Wirkung von Financial Covenants	86
VI. Zwischenergebnis zum empirischen Nachweis von <i>risk shifting</i> ; zentrale Ergebnisse von § 4	88
§ 5 Externe Validität der empirischen Untersuchungen in Bezug auf Deutschland	89
I. Interaktion von Regulierung und Gültigkeit der Resultate für Deutschland	89
II. Allgemeines Gläubigerschutzrecht in den USA als Grund für Ausbleiben von <i>risk shifting</i>	90
1. <i>Fiduciary duties</i> in der Unternehmenskrise	90
a) <i>Fiduciary duties</i> als Lückenfüller unvollständiger Verträge zwischen Gesellschaftern und Geschäftsleitern	91
b) Genese der Rechtsprechung: Kein vorinsolvenzlicher Pflichtenumschwung in Delaware	92
(1) <i>Credit Lyonnais</i> und gläubigerfreundliche Interpretation des Urteils	92
(2) Gegenargumentation aus Rechtsprechung und Literatur	94
c) Auswirkungen der Erkenntnisse auf Empirie	96

## Inhaltsverzeichnis

d) Kein strikteres Gläubigerschutzkonzept durch <i>fiduciary duties</i> als in Deutschland	96
2. Von den Gerichten hervorgehobene Gläubigerschutzkonzepte	98
a) Geringe verhaltenssteuernde Wirkung der <i>fraudulent transfer</i> -Regeln	98
b) Nachrang des Gläubigerschutzes in der vertraglichen Treuepflicht	99
c) Kein vorinsolvenzlicher Gläubigerschutz des Insolvenzverfahrensrechts	102
d) Zwischenergebnis	103
III. Bankenaufsichtsrecht in den USA als Korrektiv für Risikoanreize?	103
1. Bankenaufsichtsrecht in den USA: Steuerung von Risikoverhalten	104
a) Diffuser institutioneller Aufbau der Regulierungsbehörden	104
b) Eigenkapital- und Liquiditätserfordernisse für Banken	105
c) Risikomindernde Sanktionsstruktur im Bankenaufsichtsrecht	106
d) Von der Regulierung unabhängige empirische Ergebnisse	108
2. Risikosteuerung durch Bankenaufsichtsrecht in Deutschland	109
IV. Anreizstruktur des US-Insolvenzrechts	111
1. Einzelne Anreize für Geschäftsleiter im US-Insolvenzverfahrensrecht	112
2. Keine vergleichbare Anreizstruktur durch deutsche Insolvenzordnung	113
3. Insolvenzantragspflicht und Haftungsandrohung	114
4. Teilweise Angleichung der Anreizstrukturen durch StaRUG	115
5. Einordnung dieser Resultate in Bezug auf die Validität für Deutschland	117
V. Zentrale Ergebnisse von § 5	118

## *Inhaltsverzeichnis*

Kapitel 2	119
§ 6 Vorschau auf Kapitel 2	119
§ 7 Auslegungsvakuum bei restrukturierungsrechtlichen Geschäftsleiterpflichten	119
I. Übersicht zu Geschäftsleiterpflichten im StaRUG	120
II. Einseitige Fokussierung auf Risikoerhöhungen in der deutschen Literatur	122
III. Unterstützung durch den Regierungsentwurf	125
IV. Diskrepanz zwischen Literaturansicht und Empirie	127
V. Ungerechtfertigte Dominanz und drohendes Auslegungsvakuum	130
§ 8 Opportunistischer Zugriff der Geschäftsleiter auf das Gesellschaftsvermögen	131
I. Einleitung: Opportunistisches Geschäftsleiterverhalten	131
II. Prinzipal-Agenten-Konflikt zwischen Gläubigern und Geschäftsleitern	133
III. Treubindung an Gläubigerinteressen in Unternehmenskrise	133
1. Gläubiger einer Kapitalgesellschaft als Inhaber von Treuhandinteressen	134
2. Pflicht zur Berücksichtigung der Treuhandinteressen der Gläubiger durch Geschäftsleiter <i>de lege lata</i>	135
a) Rechtslage in der Aktiengesellschaft	135
b) Rechtslage in der GmbH	138
3. Berücksichtigung der Treuhandinteressen durch §§ 32, 43 StaRUG	139
4. Modifikation der Treuepflicht zugunsten der Gläubiger	143
a) Zum Begriff der organschaftlichen Treuepflicht	144
b) Prinzipal-Agenten-Konflikt als Geltungsgrund der Treuepflicht zugunsten der Gläubiger	145
c) Treuhänderische Stellung zugunsten der Gläubiger als Grund der Modifikation der Treuepflicht	147
IV. Zentrale Gefahren für Gläubiger: Orientierung an organschaftlicher Treuepflicht	149
1. Verbot der Selbst- oder Drittbegünstigung	150
2. Verbot, im Interessenkonflikt zu handeln	150

## Inhaltsverzeichnis

3. Einordnung dieser Ergebnisse: Verbot von opportunistischen Zugriffen der Geschäftsleiter auf Unternehmensvermögen in Restrukturierung	152
V. Theoretische Bestätigung de lege lata	153
1. Geschäftsleiteropportunismus im Sanierungsrecht	154
2. Geschäftsleiteropportunismus im Insolvenzrecht	155
3. Zwischenergebnis	158
§ 9 Zusammenfassung der Ergebnisse zu Kapitel 2	159
Kapitel 3	161
§ 10 Vorschau auf Kapitel 3	161
§ 11 Gläubigerschutz in der Unternehmenskrise in England	162
I. Insolvenz und Insolvenzverfahren in England im Überblick	162
1. Vorrede: Fehlende Insolvenzantragspflicht als systematische Differenz	163
2. Insolvenzgründe im Überblick	163
3. Insolvenzverfahrensrecht in England	164
a) <i>Winding up</i>	164
b) <i>Administrative receivership</i>	166
c) <i>Administration</i>	167
d) <i>Company voluntary arrangement</i>	168
e) <i>Scheme of arrangement</i>	169
4. Neue Entwicklungen aufgrund des CIGA 2020	169
II. Geschäftsleiterpflichten im Überblick	171
III. Gläubigerschutz durch Haftungsnormen in Krisensituationen	172
1. <i>Fraudulent trading</i>	172
2. <i>Wrongful trading</i>	173
3. <i>Adjustment provisions</i>	174
a) <i>Transactions at an undervalue</i>	175
b) <i>Preferences</i>	176
§ 12 West Mercia-Doktrin: Grundlagen, Funktion, ökonomischer Hintergrund	176
I. Grundlegung in Australien und Neuseeland	177
1. Entwicklung der Rechtsprechung ab 1976 in Australien und Neuseeland	177

2. Kritik aus der Literatur: Eskalation des Gläubigerschutzes	180
II. Umsetzung im englischen Recht	182
1. Umsetzung in der englischen Rechtsprechung: West Mercia	182
2. Rezeption der Grundlagenentscheidungen in der weiteren Rechtsprechung	184
3. Kodifizierung in Sec. 172(3) Companies Act 2006	185
4. Inhalt der Pflicht zur Wahrnehmung von Gläubigerinteressen	187
III. Funktion der West Mercia-Doktrin	188
1. Lücken im englischen Gläubigerschutzsystem	188
2. Lückenfüllung als zentraler Zweck der West Mercia-Doktrin	191
3. Gegenrede aus der Literatur	194
IV. Wechsel des Residualrechts und Risikoerhöhungen als ökonomische Begründung der Doktrin	195
1. Verschiebung des Residualrechts ab drohender Insolvenz	196
2. Risikoerhöhung ab drohender Insolvenz	197
§ 13 Case Law zur West Mercia-Doktrin: Opportunistisches Geschäftsleiterverhalten	199
I. Einleitung	199
II. Bevorzugte Befriedigung von Gläubigern	200
1. Der Geschäftsführer als Gläubiger der Gesellschaft	200
2. Dritte als Leistungsempfänger, mittelbare Interessen der Geschäftsführer	204
III. Transaktionen unter Marktwert zum Vorteil der Geschäftsführer	205
IV. Rechtsgrundlose Auszahlungen zugunsten der Geschäftsführer	207
V. Einordnung der Ergebnisse: Diskrepanzen zwischen ökonomischen Verhaltensannahmen und tatsächlichem Geschäftsführerverhalten	210
1. Divergenzen zwischen Verhaltensannahmen und tatsächlichem Geschäftsführerverhalten: Neue Systematisierung des Geschäftsführerverhaltens	211

## Inhaltsverzeichnis

2. Modifikation des Zwecks von West Mercia in der Literatur: Regulierung von Zahlungsströmen aus der Gesellschaft zugunsten der Geschäftsleiter	214
§ 14 Zusammenschau und Fortführung zur West Mercia-Doktrin: Offene Fragen und Entwicklungsperspektiven	216
I. Offene Fragen und neuralgische Punkte	216
1. Eintritt der Pflicht, <i>trigger point</i>	217
2. Unterschiedliche Gläubigerinteressen	218
3. Bilanziell neutrale Vorgänge	218
4. Sanierungsbetreibungspflicht als Sorgfaltspflicht?	219
II. Exkurs zu West Mercia: Perspektiven für eine stringente Entwicklung	220
Kapitel 4	223
§ 15 Vorschau auf Kapitel 4	223
§ 16 Rechtsvergleichende Erkenntnis zum StaRUG: Opportunistischer Zugriff der Geschäftsleiter auf Gesellschaftsvermögen	225
I. Zur Anwendbarkeit der Ergebnisse aus England auf das deutsche Recht	226
1. Insolvenzantragspflicht und Verhaltenssteuerung	226
2. Irrelevanz des Case Law aufgrund bestehender Regulierung in Deutschland?	227
a) Insolvenzanfechtung, §§ 129 - 147 InsO	228
b) Haftung für Masseschmälerungen und Insolvenzverursachungshaftung nach § 15b InsO	230
c) Existenzvernichtungshaftung, § 826 BGB	231
d) Sonstige Haftungstatbestände	233
e) Einordnung zum gläubigerschützenden Regelungsumfeld	234
3. Unterschiedliche Verhaltensanreize wegen unterschiedlicher finanzieller Lage	234
4. Vergleichbare Regelungstechnik in Deutschland und England	236
II. Enttäuschte Verhaltensannahmen in Deutschland und England	237

III.	Bestätigung der theoretisch abgeleiteten Verhaltensannahmen durch englisches Case Law	238
1.	Überblick: Verhaltensannahmen im deutschen Recht und Geschäftsleiterverhalten im englischen Case Law	239
2.	Subsumtion des Geschäftsleiterverhaltens aus dem englischen Case Law unter die Verbote aus der Treuepflicht	239
a)	Bevorzugte Befriedigungen	239
b)	Transaktionen unter Marktwert	241
c)	Rechtsgrundlose Auszahlungen	241
3.	Einordnung der Ergebnisse: Erkenntnisgewinn aufgrund der rechtsvergleichenden Betrachtung	242
IV.	Rechtsvergleichender Exkurs: Geklärte und ungeklärte Fragen	242
1.	Unmittelbare oder mittelbare Pflicht	243
2.	Schadensberechnung bei bilanziell neutralen Vorgängen	243
3.	Eintritt der Pflicht, <i>trigger point</i>	244
4.	Gesellschafterweisungen, Zustimmung der Gesellschafter zu gläubigerschädigendem Verhalten	244
5.	Vorzugsweise Berücksichtigung der Gläubigerinteressen	245
§ 17	Perspektivenwechsel: Positive Gläubigerinteressen in Restrukturierung	245
I.	Denkbare positive Gläubigerinteressen	246
II.	Strukturell angelegtes Problem: Divergenz der Gläubigerinteressen	247
III.	Konzeptualisierung der positiven Gläubigerinteressen in Krisensituationen durch <i>entity maximisation approach?</i>	249
§ 18	Folgen der Erkenntnisse für die Auslegung von §§ 32, 43 StaRUG	251
I.	Unklarheit des Begriffs „Interessen der Gesamtheit der Gläubiger“	252
II.	Regulierung opportunistischen Geschäftsleiterverhaltens als Ausprägung der negativen Gläubigerinteressen	253
1.	Zugriffe auf Gesellschaftsvermögen als Verstoß gegen Gläubigerinteressen	253

## Inhaltsverzeichnis

2. Egoistisches Geschäftsleiterverhalten als Ansatzpunkt der Regulierung	254
3. Rückbindung der Auslegung an die Restrukturierungsrichtlinie und StaRUG	256
4. Auswahlermessen der Geschäftsleiter vor dem Hintergrund bevorzugter Befriedigungen	258
III. Langfristige Unternehmenswertsteigerung und dauerhafte Sanierung als konzeptualisierte positive Zielbestimmungen für Geschäftsleiter	259
1. Spezifika positiver Gläubigerinteressen in der Sanierung	259
2. Konzeptualisierung eines gemeinsamen Gläubigerinteresses im StaRUG	260
a) Zusammenführung der Gläubigerinteressen in einem Konzept	260
b) Regulatorische Leitplanken einer Konzeptualisierung	261
c) Steigerung des Schuldendeckungspotenzials?	262
d) Langfristige Unternehmenswertsteigerung mit dem Ziel dauerhafter Sanierung	262
IV. Modifikation des Zwecks von §§ 32, 43 StaRUG	265
1. Regulierung von Zahlungsströmen aus der Gesellschaft als primärer Zweck von §§ 32, 43 StaRUG	265
2. Lückenfüllung im vorinsolvenzlichen Gläubigerschutzsystem	267
3. Keine Exklusivität auf Eigeninteressen; Berücksichtigung von <i>risk shifting</i>	268
§ 19 Geschäftsleiterhaftung außerhalb rechtshängiger Restrukturierungsverfahren	268
I. Geltungsdefizit gläubigerschützender Geschäftsleiterpflichten vor der Rechtshängigkeit der Restrukturierungssache	269
II. Vergleichbare Gefahrenlage ab drohender Zahlungsunfähigkeit und unzureichende Regulierung	270
III. Einheitlicher Schutzrahmen innerhalb und außerhalb der Rechtshängigkeit	271

*Inhaltsverzeichnis*

Zusammenfassung	273
Literaturverzeichnis	283