

DANIEL HALMER

Gesellschafterdarlehen und Haftungsdurchgriff

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

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

10



Daniel Philipp Halmer

Gesellschafterdarlehen und Haftungsdurchgriff

Zur Rechtsökonomik beschränkter Haftung
bei Unterkapitalisierung

Mohr Siebeck

Daniel Philipp Halmer, geboren 1976; Studium der Rechtswissenschaft und Betriebswirtschaftslehre an der Universität Passau, London School of Economics and Political Science, Ludwig-Maximilians-Universität München und Harvard Law School; 2012 Promotion; seit 2007 Rechtsanwalt in München, 2010/2011 in New York.

ISBN 978-3-16-152010-5 / eISBN 978-3-16-158810-5 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.

© 2013 Mohr Siebeck Tübingen. 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 le-tex in Leipzig aus der Stempel Garamond gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Ludwig-Maximilians-Universität München im Wintersemester 2011/2012 als Dissertation angenommen (Erstgutachter Prof. Dr. Horst Eidenmüller, LL.M.; Zweitgutachter Prof. Dr. Lorenz Fastrich). Der Vorentwurf des Manuskripts wurde im September 2007 fertiggestellt und vor der Einreichung im März 2010 sowie geringfügig vor der Veröffentlichung überarbeitet. Das Manuskript hat den Stand März 2010. Die mündliche Prüfung fand am 9. Januar 2012 statt.

Die Arbeit entstand im Wesentlichen während eines Forschungsaufenthalts an der Harvard Law School im Jahr 2005 unter der Betreuung von Prof. Reinier H. Kraakman, dem ich herzlich danke. Der Forschungsaufenthalt wurde vom Förderverein Kurt Fordan für herausragende Begabungen e.V. unterstützt. Das Promotionsvorhaben wurde durch die Studienstiftung des deutschen Volkes gefördert. Für die finanzielle und ideelle Förderung bin ich beiden Organisationen sehr dankbar.

Ferner möchte ich den Freunden und Kollegen herzlich danken, die in vielfältiger Weise zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben. Besonderer Dank gilt Prof. Dr. Andreas Engert, LL.M., Judit Gajdics, Dr. David Barst, LL.M., Silvia Giacomelli, Andreas Kremer, Eduard Wagner, Prof. Dr. Giesela Rühl, LL.M., Dr. Michael Ruoff, Prof. Louis Kaplow, Prof. Dr. Bernd Rudolph, Prof. Dr. Dr. Andreas Drukarczyk, Prof. Dr. Dr. Erich Schanze, LL.M. und Dr. Ferdinand Fromholzer, LL.M.

München, im März 2013

Daniel Halmer

Inhaltsübersicht

Einleitung	1
Erster Teil: Die Ökonomik der Haftungsbeschränkung	9
§ 1 Funktionen der Haftungsbeschränkung	11
§ 2 Kosten der Haftungsbeschränkung	31
§ 3 Effizienz und Grenzen der Haftungsbeschränkung	45
Zweiter Teil: Die Rechtsökonomik der Unterkapitalisierung	67
§ 4 Kosten der Haftungsbeschränkung bei Unterkapitalisierung	68
§ 5 Kosten der Haftungsbeschränkung bei nomineller Unterkapitalisierung	103
§ 6 Wirkung und Funktion von Kapitalersatz und Haftungsdurchgriff .	137
Dritter Teil: Funktionale Rechtskritik und Reformvorschläge	153
§ 7 Kritik der Ausgestaltung des Kapitalersatzrechts im Einzelnen . . .	154
§ 8 Kritik der Ausgestaltung der Durchgriffshaftung im Einzelnen . . .	196
§ 9 Rechtliche und rechtspolitische Konsequenzen	215
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	245
Literatur	249
Sachregister	261

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1
----------------------	---

Erster Teil

Die Ökonomik der Haftungsbeschränkung

9

§ 1 <i>Funktionen der Haftungsbeschränkung</i>	11
I. Risikoverteilung	11
1. Effiziente Allokation von Risiko	11
a) Spezialisierungsvorteile der Gläubiger	11
b) Diversifizierbarkeitsvorteile der Gläubiger	12
c) Begrenztheit des Verlustrisikos	14
d) Vorteile einer Risikoverteilung auf mehrere Schultern?	14
2. Erleichterung von Risikodiversifikation	15
a) Kein ausfallbedrohter Haftungsrückgriff bei Haftungsbeschränkung	15
b) Senkung der Überwachungskosten	17
3. Investitionsförderung und positive Externalitäten	17
II. Vermögenstrennung	18
1. Senkung der Transaktionskosten	19
a) Verhältnis der Gesellschafter untereinander	19
b) Verhältnis zwischen Gesellschaftern und Management	20
c) Verhältnis zwischen Gesellschaftern und Gesellschaftsgläubigern	21
d) Verhältnis zwischen Gesellschaftern und deren Gläubigern	22
e) Verhältnis zwischen Anteilsveräußerern und -erwerbern	24
2. Fungibilität der Geschäftsanteile und Beteiligungsmarkt	24
a) Einheitlicher Marktpreis von Geschäftsanteilen	24
b) Keine zentrale Erfassung der Gesellschafter	26
c) Höhere Effizienz des Beteiligungsmarktes	27
d) Disziplinierung des Managements	27
3. Verhinderung von Privatinsolvenzen?	28
III. Zusammenfassung	29

§ 2 <i>Kosten der Haftungsbeschränkung</i>	31
I. Risikoanreizproblem als Ausgangspunkt	31
1. Das Grundproblem	31
2. Natürlicher Risikoanreiz und Risikoanreiz durch Haftungsbeschränkung	32
II. Kosten der bloßen Risikosteigerung	33
III. Transaktionskosten	33
1. Verhandlungs- und Vertragskosten	34
a) Kreditwürdigkeitsprüfung	34
b) Kreditvertragliche Nebenabreden	34
aa) Einschränkungen des Handlungsspielraums	35
bb) Steuerung des Risikoanreizes	35
2. Überwachungskosten	36
3. Scheitern von Transaktionen	36
IV. Kosten durch Investitionsverzerrung	36
1. Asset Substitution	37
2. Überinvestition	38
3. Unterinvestition	39
4. Voraussetzungen der Investitionsverzerrung	40
a) Notwendige Bedingung: Rendite-Risiko-trade-off	40
b) Hinreichende Bedingungen	42
c) Fazit	42
5. Zur Unterscheidung von Asset Substitution und Über- und Unterinvestition	42
V. Sonstige Kosten der Haftungsbeschränkung	43
VI. Zusammenfassung	44
§ 3 <i>Effizienz und Grenzen der Haftungsbeschränkung</i>	45
I. Grundsatz und Differenzierungsansätze	45
1. Personalistische und kapitalistische Gesellschaften	46
a) Unterschiede in den Funktionsausprägungen	46
aa) Risikoverteilung	46
bb) Vermögenstrennung	47
b) Kostenunterschiede	48
c) Speziell: GmbH und AG	48
aa) Rechtliche Unterschiede	48
bb) Rechtstatsächliche Unterschiede	49
d) Fazit	50

2. Konzernstrukturen	51
a) Geringe Bedeutung der klassischen Funktionen der Haftungsbeschränkung	51
b) Nachteile unbeschränkter Konzernhaftung?	52
c) Sonderfunktion: Abkürzung der Risikodiversifizierung	52
d) Fazit	53
3. Freiwillige, unfreiwillige und schwache Gläubiger	54
a) Haftungsbeschränkung und externe Effekte	54
b) Freiwillige Gläubiger	54
aa) Externe Effekte und Investitionsverzerrung	54
bb) Das Problem eines Internalisierungszinses	55
cc) Fazit	56
c) Unfreiwillige Gläubiger	56
aa) Präzisierung und Differenzierung des ökonomischen Problems	57
bb) Verletzungsrisiko und Haftungsbeschränkung	58
cc) Fazit	58
d) Schwache Gläubiger	59
4. Funktionen und Kosten im Lebenszyklus der Gesellschaft	60
II. Regulierung der Haftungsbeschränkung und deren Grenzen	61
1. Institutionelle Vorgabe der Haftungsbeschränkung	61
a) Dispositionsbedarf	61
b) Dispositionskosten	62
2. Situative Regulierung der Grenzen der Haftungsbeschränkung	64
III. Zusammenfassung	64

Zweiter Teil

Die Rechtsökonomik der Unterkapitalisierung

67

§ 4 <i>Kosten der Haftungsbeschränkung bei Unterkapitalisierung</i>	68
I. Kreditwürdigkeit als Ausgangspunkt	68
1. Verweigerung eines Kredits.	69
2. . . . aufgrund von Eigenschaften des Kreditnehmers	70
a) Kreditrationierung	70
b) Risikonormierungshypothese	70
3. Marktüblichkeit der Kriterien	71
II. Risikoanreiz bei materieller Unterkapitalisierung	72
1. Konzept und Determinanten	72
a) Quasi-Verschuldungsgrad	74
b) Anteile am Eigen- und Fremdkapital	76
c) Ausgangsrisiko	77
d) Besicherung des Fremdkapitals	78

aa) Externe Kreditsicherheiten	78
bb) Interne Kreditsicherheiten	79
2. Höhe des Eigenkapitals?	80
a) Standardargument und Begriffsklärung	80
b) Bilanzielles Eigenkapital?	80
c) Liquidationserlösüberschuss	81
aa) Digitaler versus diskreter versus stetiger Entscheidungsraum	81
bb) Risikoanreiz als marginale Wertsteigerung	82
d) Wert des Eigenkapitals?	83
e) Differenz zwischen Unternehmenswert und nominellem Fremdkapital	84
f) Fazit	84
3. Ausprägung der Determinanten bei Unterkapitalisierung	85
a) Fremdkapital und Liquidationswert	85
b) Quasi-Verschuldungsgrad	85
c) Ausgangsrisiko	86
d) Anteil der Gesellschafter am Fremdkapital	87
e) Kreditsicherheiten	87
f) Fazit	87
4. Disziplinierungseffekt des Marktes bei Kreditunwürdigkeit	88
a) Mittel- und langfristige Fremdkapitalkosten	88
b) Disziplinierungseffekt in Insolvenznähe	88
c) Disziplinierungseffekt bei Kreditunwürdigkeit	89
5. Fazit	89
III. Risikoverhalten „der Gesellschaft“	90
1. Interaktionstypen	90
2. Kompensationsmodell	91
a) Arten der Kompensation	92
b) Bedingung: Geringe Transaktionskosten	93
3. Fazit	94
IV. Risiko(anreiz)schädlichkeit bei Unterkapitalisierung	94
1. Rendite und Risiko bei Krisenprojekten	94
2. Erschwerter Zugang zum Kapitalmarkt	95
3. „Preisdiskriminierung“ bei Krisenprojekten	95
4. Kosten der Vertragsumgehung	96
5. Übermäßige Reduzierung von Sicherheitsmaßnahmen	96
6. Asset Substitution bei Faktorspezifität	97
7. Insolvenzkosten	97
8. Fazit	97
V. Kosten bei „qualifizierter“ materieller Unterkapitalisierung	98
1. Risikoanreiz bei qualifizierter materieller Unterkapitalisierung	98
a) Fremdkapital, Unternehmenswert, Liquidationswert	98
b) Disziplinierender Markteffekt	99

c) Ausgangsrisiko	99
d) Endeffekt	99
2. Risiko(anreiz)schädlichkeit bei qualifizierter materieller Unterkapitalisierung	100
3. Fazit	100
VI. Zusammenfassung	100
§ 5 <i>Kosten der Haftungsbeschränkung bei nomineller Unterkapitalisierung</i>	103
I. Der Risikoanreiz bei nomineller Unterkapitalisierung	103
1. Wirkungen eines Gesellschafterdarlehens im Vergleich zur Eigenkapitalfinanzierung	104
a) Gesellschaftereffekt: Anstieg des Fremdkapitals	104
b) Gläubigereffekt: Anstieg des Anteils am Fremdkapital	104
c) Gegenläufigkeit der Effekte	105
2. Bedingung eines steigenden Risikoanreizes	106
a) Marginalbedingung: Fremdkapitalelastizität des Risikoanreizes des Eigenkapitals	106
b) Veranschaulichung des Ergebnisses	107
c) Verlauf der Fremdkapitalelastizität des Risikoanreizes	109
d) Relevanz der Höhe des Gesellschafterdarlehens und des Drittfremdkapitals	109
3. Plausibilität der Steigerung des Risikoanreizes durch Gesellschafterdarlehen	110
a) Intuitive Unüberschaubarkeit	110
b) Anhaltspunkte durch computergestützte Simulation	111
c) Risikoanreizsteigerung durch Gesellschafterdarlehen in der Krise	113
aa) Grobschätzung der Parameter	113
bb) Maximale Höhe der Gesellschafterdarlehen	117
d) Fazit	117
4. Wirkungen eines Gesellschafterdarlehens im Vergleich zur Nichtfinanzierung	120
a) Allgemeine Wirkungen	120
b) Sonderfälle	122
aa) Stehen gelassene Gesellschafterdarlehen	122
bb) Umschuldungsdarlehen	123
c) Fazit	124
5. Bedeutung der Vergleichsmaßstäbe	124
II. Risiko(anreiz)schädlichkeit und Investitionsverzerrung bei nomineller Unterkapitalisierung	125
1. Grundsatz	125
2. Ausnahme bei Fällen der Neugewährung?	125
3. Fazit	127

III. Exkurs: Sonstige nachteilige Wirkungen von Gesellschafterdarlehen als Rechtfertigung des Kapitalersatzrechts?	127
1. Verwässerung von Drittfremdkapital?	128
a) Keine Verwässerung durch Stehenlassen	128
b) Vernachlässigbare Effizienzwirkungen bei Neukrediten	129
2. Täuschung des Rechtsverkehrs?	129
a) Kein Rechtsschein	129
b) Geringe Relevanz von Neugläubigern	130
c) Keine Täuschung von Altgläubigern	130
d) Irrelevanz des „äußeren Eindrucks“	131
e) Zu enger Normadressatenkreis	131
f) Kein abstrakter Vertrauenstatbestand durch bloße Existenz	132
3. Selbstbegünstigung der Gesellschafter?	132
a) Keine Begründung der Subordinierung	132
b) Verzicht auf Vorsatzerfordernis unangebracht	132
c) Überflüssigkeit	133
d) Widerspruch zur Kapitalerhaltung	133
4. Verlängerung des „Todeskampfes“?	133
a) Nur teilweise relevant	134
b) Fortführung nicht immer suboptimal	134
c) Rechtsfolgen zu unspezifisch	135
IV. Zusammenfassung	135
§ 6 <i>Wirkung und Funktion von Kapitalersatz und Haftungsdurchgriff</i>	137
I. Wirkung des Haftungsdurchgriffs	137
1. Senkung der Kosten der Haftungsbeschränkung	137
2. Störung der Funktionen der Haftungsbeschränkung	138
a) Risikoverteilung	138
aa) Risikoallokation	138
bb) Erleichterung der Risikodiversifizierung und Folgewirkungen	139
cc) Überabschreckung	140
b) Vermögenstrennung	140
3. Fazit	141
II. Wirkung des Kapitalersatzrechts	141
1. Senkung der Kosten der Haftungsbeschränkung	142
a) Senkung des Risikoanreizes auf das Niveau bei Eigenkapitalfinanzierung	142
b) Risikopuffer	143
2. Störung der Funktionen der Haftungsbeschränkung	144
III. Funktion und Funktionsweise der Rechtsinstitute im Kontext	145
1. Problemzusammenhang: Kosten der Haftungsbeschränkung	145
2. Methodenzusammenhang: Senkung des Risikoanreizes der Gesellschafter	146
a) Senkung des Risikoanreizes im Wege der Haftung	146

b) Gesellschafter- statt Geschäftsführerhaftung	146
c) Anknüpfung an unwiderleglich vermutetes Verhalten	147
d) Ausfallhaftung	149
3. Funktionszusammenhang: Korrektur und Ersatz der Finanzierungsentscheidung	149
IV. Zusammenfassung	150

Dritter Teil

Funktionale Rechtskritik und Reformvorschläge

153

§ 7 <i>Kritik der Ausgestaltung des Kapitalersatzrechts im Einzelnen</i>	154
I. Grundtatbestand und Rechtsfolgen	154
1. Der ursprüngliche Grundtatbestand des § 32 a Abs. 1 GmbHG a. F.	155
2. Fiktion der Kreditunwürdigkeit im Jahr vor Insolvenzantrag gemäß § 135 Abs. 1 Ziff. 2 InsO	156
a) Unstimmigkeiten bei rasender und schleichender Insolvenz	156
b) Bedeutung der rasenden und schleichenden Insolvenz	157
c) Negative Anreizfolgen der starren Jahresfrist	158
d) Geringer Vereinfachungsgewinn durch Fiktion	159
aa) Keine Vereinfachung bei der Rechtsanwendung ex ante	159
bb) Geringe Vereinfachung bei der Rechtsanwendung ex post	160
e) Fazit	161
3. Fiktion des Stehenlassens von Gesellschafterdarlehen gemäß § 39 Abs. 1 Ziff. 5 InsO	161
a) Gleichstellung sog. stehen gelassener Darlehen	162
aa) Gleiche Ausgangssituation	162
bb) Vergleichbare Wirkung	162
b) Wegfall des Kriteriums der Erkennbarkeit der Krise	163
c) Wegfall des Kriteriums der Kündigungs- bzw. Liquidationsmöglichkeit	163
d) Fazit	164
4. Die Abschaffung der Rechtsprechungsregeln durch § 30 Abs. 1 S. 3 GmbHG	164
a) Die Funktion der Rechtsprechungsregeln	165
b) Nur teilweiser Funktionsersatz durch MoMiG-Regeln	166
5. Normadressat und Haftung der Mitgesellschafter	167
6. Abdingbarkeit	168
II. Einschränkungen des Grundtatbestandes	168
1. Das Kleinbeteiligtenprivileg	168
a) Begründungsansatz	169
b) Starrer Schwellenwert versus Vermutungsregel	169
c) Haftungslücke bei Kleinbeteiligten- oder Drittkrediten?	170

2.	Das Sanierungsprivileg	171
a)	Fallunterscheidung	171
aa)	Fall 1: Kein frisches Fremdkapital	171
bb)	Fall 2: Bestehendes und frisches Fremdkapital	172
cc)	Fall 3: Nur frisches Fremdkapital	172
b)	Teilweise Begründbarkeit des Sanierungsprivilegs	173
III.	Erweiterungen des Grundtatbestandes	174
1.	Erstreckung der Anfechtbarkeit auf Sicherheitsgewährung	174
2.	Einbezug anderer Personen	175
a)	Nachträgliches Auseinanderfallen von Gesellschafter- und Gläubigerstellung	175
b)	Gleichstellung von anderen Personen als finanzierende Gesellschafter	176
3.	Einbezug anderer Gesellschafterleistungen	178
a)	Darlehensähnliche Gesellschafterleistungen	178
b)	Entgelt bei Sach- und Dienstleistungen	180
c)	Nutzungsüberlassung (§ 135 Abs. 3 InsO)	181
aa)	Frühere Rechtslage	181
bb)	Kapitalersatzfremde Neuordnung des Rechts der Nutzungsüberlassung durch § 135 Abs. 3 InsO	182
d)	Einbezug gesellschafterbesicherter Drittdarlehen	184
IV.	Erstreckung auf andere Rechtsformen als GmbH	185
1.	Haftungsbeschränkung als alleinige Anwendungsvoraussetzung	185
2.	Folgemängel bei der Differenzierung im persönlichen Anwendungsbereich	186
a)	Aktiengesellschaft	187
b)	Sonstige Rechtsformen bzw. Gesellschaftsstrukturen	189
V.	Exkurs: Sanierungsfeindlichkeit des Kapitalersatzrechts?	190
1.	Systematische Sanierungsfeindlichkeit unwahrscheinlich	191
2.	Theoretisch keine Sanierungsfeindlichkeit beim „Stehenlassen“	192
3.	Mangelnde Differenzierung keine Fundamentalkritik	192
VI.	Zusammenfassung	193
§ 8	<i>Kritik der Ausgestaltung der Durchgriffshaftung im Einzelnen</i>	196
I.	Die klassische Haftung wegen qualifizierter materieller Unterkapitalisierung	196
1.	Dogmatische Herleitung	196
2.	Tatbestandsvoraussetzungen	198
a)	Qualifizierte materielle Unterkapitalisierung	198
b)	Kausalität und Beweislast	199
c)	Zurechenbarkeit der Unterkapitalisierung	200
aa)	Irrelevanz der Zurechenbarkeit für die Kosten der Haftungsbeschränkung	200

bb) Bedeutung der Zurechenbarkeit für die Funktionen der Haftungsbeschränkung	201
d) Insolvenz	201
3. Rechtsfolge	202
a) Ausfallhaftung	202
b) Unbeschränktheit	202
c) Außenhaftung	203
d) Gesamtschuld	203
4. Einwendung	204
5. Berücksichtigung von Gesellschafterdarlehen	205
II. Neuere Ansätze des BGH auf Grundlage des § 826 BGB	205
1. Existenzvernichtungshaftung	205
2. § 826 BGB als Grundlage einer Unterkapitalisierungshaftung	206
a) Hintergrund	206
b) Tatbestand	208
c) Rechtsfolgen	208
III. Funktionaler Zusammenhang zwischen Unterkapitalisierungs- und Existenzvernichtungshaftung	211
IV. Zusammenfassung	213
§ 9 <i>Rechtliche und rechtspolitische Konsequenzen</i>	215
I. „Kleine Lösung“: Verbesserungen auf Grundlage der gegenwärtigen Konzeption	216
1. Kapitalersatzrecht	216
a) Anfechtungsregeln: Ausdehnung der Fristen und widerlegliche Vermutung der Kreditwürdigkeit	216
aa) Vorschlag	216
bb) Nachweis der Kreditwürdigkeit	217
cc) Begründung des Zweijahreszeitraums	217
b) Kleinbeteiligtenprivileg	218
aa) Widerlegliche Vermutung statt starrer Schwellenregel	218
bb) Differenzierung nach Rechtsformen	218
c) Sanierungsprivileg	219
aa) Beschränkung auf Altgläubiger u. a.	219
bb) Allgemeines Sanierungsprivileg	219
cc) Rechtliche Umsetzung	220
d) Ausnahme bei Nettogläubigerposition	221
e) Abdingbarkeit	222
f) Sonstiges	223
2. Ergänzung durch „kleine Durchgriffshaftung“	223
a) Haftungslücke bei Drittdarlehen in der Krise	223
b) Konstruktion der Rechtsfolge: Fiktion der Gesellschafterbesicherung	224
c) Formulierungsvorschlag und Bemerkungen	224
d) Das Problem stehen gelassener Drittdarlehen	226

3.	Existenzvernichtungshaftung	227
a)	Die Haftung bei Eingehung übermäßiger Risiken	227
b)	Kein Einbezug der bloßen Fortführung der Gesellschaft	228
II.	„Große Lösung“: Unterkapitalisierungsdurchgriff mit fakultativer Haftungs- und Gewinnbeschränkung	229
1.	Ausgangsüberlegung: Gewinnumverteilung als haftungsäquivalente Risikoanreizsteuerung	229
2.	Ausgestaltung des Unterkapitalisierungsdurchgriffs	231
a)	Anwendbarkeit	231
b)	Tatbestand	231
aa)	Qualifizierte materielle Unterkapitalisierung	231
bb)	Unternehmerische Beteiligung	232
cc)	Insolvenzreife	232
c)	Rechtsfolge	232
d)	Einwendungen	233
3.	Mögliche Ausgestaltung der fakultativen Gewinnbeschränkung	233
a)	Vorschlag	233
b)	Grundidee	234
c)	Ausgewählte Einzelfragen	235
aa)	Rechtzeitigkeit der Krisenerklärung, Abdingbarkeit	235
bb)	Anknüpfung an Gewinn anstelle von Eigenkapitalwert	235
cc)	Veränderungen auf Gesellschafterseite während des Gewinnrechts	236
dd)	Veränderungen auf Gläubigerseite während des Gewinnrechts	236
ee)	Keine Ausdehnung der Sperrwirkung auf Kapitalersatzrecht und kleine Durchgriffshaftung	237
d)	Vorteile	237
aa)	Durchgängige Anreizkontrolle bei individueller Wählbarkeit des Kontrollmechanismus	238
bb)	Geringe Ausfallgefahr und Durchsetzungskosten des Gewinnrechts	239
e)	Nachteile	240
aa)	Geringe Manipulationsgefahr	240
bb)	Geringes Arbeitsanreizproblem	240
cc)	Geringe negative Publizitätseffekte	241
dd)	Geringe zusätzliche Transaktionskosten	241
III.	Zusammenfassung	241
	Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	245
	Literatur	249
	Sachregister	261

Einleitung

Haben sich in den letzten Dekaden des vergangenen Jahrhunderts noch Zeichen (Haftungsdurchgriff¹) und Wunder (Kapitalersatz²) an der juristischen Person offenbart, so ist sie heute Gegenstand nüchterner anatomischer Forschung.³ Auf dem Seziertisch dieser Arbeit – um im Bild zu bleiben – liegt die Haftungsbeschränkung, deren Organsystem freigelegt werden soll.

I. Grundgedanke der vorliegenden Untersuchung ist dieser: Ebenso wie die Durchgriffshaftung normiert das Recht der Gesellschafterdarlehen (§§ 39 Abs. 1 Ziff. 5, Abs. 4, 5, 44a, 135 InsO, 6, 6a AnfG), an dessen Bezeichnung als „Kapitalersatzrecht“ festgehalten werden sollte,⁴ eine über die Einlagepflicht hinausgehende Gesellschafterhaftung ohne besonderen Verpflichtungsgrund, indem es den Rückgewähranspruch des kreditierenden Gesellschafters in der Insolvenz wirtschaftlich entwertet.⁵ Beide Rechtsinstitute betreffen die *Haftung* der

¹ Haftungsdurchgriff sei „[l]ike lightning, (...) rare, severe, and unprincipled“, *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. (1985), 89, S. 89.

² Kapitalersatz sei ein unerklärliches „Wunder“, *Claussen*, FS Forster, S. 139, S. 152 f.

³ *Kraakman et al.*, Anatomy of Corporate Law.

⁴ Auch nach der grundlegenden Neuordnung durch das Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) vom 23. Oktober 2008 (BGBl. I S. 2026 ff.) ist die Bezeichnung Kapitalersatzrecht treffend, obgleich das die betroffenen Gesellschafterdarlehen charakterisierende Tatbestandsmerkmal „kapitalersetzend“ entfallen ist. Für die Bezeichnung legitimierungstragend war und ist nämlich nach dem hier vertretenen Ansatz ohnehin nicht die Tatbestandsseite, wonach dem Gesellschafterdarlehen nach irgendwelchen „Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensfinanzierung“ (vgl. BGH NJW 1984, 1893, 1895) tatsächlich Eigenkapitalfunktion zukommen musste, sondern die Rechtsfolge: Das Recht ersetzt „künstlich“ die spezifischen Wirkungen der Eigenkapitalfinanzierung, indem es Gesellschafterdarlehen wie Eigenkapital in der Insolvenz nachordnet und mit einer faktischen Auszahlungssperre in der Krise belegt. Vgl. dazu S. 141.

⁵ Tatsächlich wurde auch schon von einer Kapitalersatz*haftung* gesprochen, vgl. nur *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung, S. 388, *Grigoleit*, Gesellschafterhaftung, S. 402, *Reiner*, FS Boujong, S. 415, S. 416, 430 ff., *Goette*, ZIP 2005, 1481, S. 1485, *Drukarczyk*, FS Schneider, S. 171 ff. Haftung ist die auf außervertraglichen Regeln beruhende Pflicht zur Abnahme eines Schadens durch den zurechenbaren Verursacher (*Deutsch*, Haftungsrecht, S. 1). Gesellschafterhaftung ist eine Haftung, deren Zurechnungsgrund in der Gesellschaftereigenschaft liegt, die die Gesellschafter also als solche, nicht als Geschäftsführer, Deliktsschädiger, Vertragsbrecher usw., trifft. Abnahme eines Schadens bedeutet die wirtschaftliche Überführung von Vermögensgegenständen des Haftungsschuldners in das Vermögen des Haftungsgläubigers, wobei sich der Wert der übertragenen Vermögensgegenstände am Schaden orientiert, d. h. er wächst mit diesem, geht aber nie über ihn hinaus. Die Vollständigkeit des Schadensabnahme ist dabei begrifflich nicht vorausgesetzt (sonst wären Begriffe wie „beschränkte Haftung“ oder „Haftungsgrenze“ selbstwidersprüchlich).

Gesellschafter (*als solcher*) einer (*fertigen*) Kapitalgesellschaft und stellen damit wirtschaftlich eine Durchbrechung oder Aufweichung des Prinzips der gesellschaftsrechtlichen Haftungsbeschränkung dar. Gleiches lässt sich für andere verwandte Gläubigerschutzinstrumente nicht sagen: Insolvenzverschleppungshaftung (§§ 64 Abs. 2, 64 Abs. 1 GmbHG, 823 Abs. 2 BGB) und Rückgewährpflicht infolge Insolvenzanfechtung (§§ 129 ff., 143 InsO) knüpfen nicht spezifisch an die Gesellschafterstellung an. Die Verlustdeckungshaftung in der Vorgesellschaft⁶ betrifft Sachverhalte im Vorfeld der Kapitalgesellschaft und damit nicht die Grenzen der Haftungsbeschränkung. Das Recht der Kapitalerhaltung (§§ 30, 31 GmbHG) gründet in der freiwilligen statutarischen Verpflichtung zur Kapitalaufbringung und normiert schon dem Wesen nach keine Haftung. Dasselbe gilt für das Recht des Finanzplankredits, dessen eigentümliche Bindungswirkung auf den Zweckkonsens zwischen den Gesellschaftern zurückgeht und damit auch auf einem selbstständigen Verpflichtungsgrund beruht.⁷ Sind aber Kapitalersatz und Haftungsdurchgriff als wirtschaftliche Durchbrechungen des Prinzips der Haftungsbeschränkung anzusehen, so sollten sie sich auch an deren ökonomischer Legitimation messen lassen (können). Diesem Grundgedanken widmet sich die Untersuchung.

II. Motiviert ist die Arbeit durch folgende Beobachtungen: Kapitalersatz und Haftungsdurchgriff gehören seit Jahrzehnten zu den meistuntersuchten Rechtsinstituten im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht. Gleichwohl ist bis heute keines der beiden allgemein anerkannt.⁸ Dabei verliefen die jeweiligen

⁶ Grundlegend BGHZ 134, 333 ff.

⁷ Scholz-K. Schmidt, GmbHG, §§ 32a, 32b Rn. 97 m. w. N. Zur Fortgeltung der Rechtsfigur des Finanzplankredits nach Inkrafttreten des MoMiG vgl. Buschmann, NZG 2009, 91 ff.

⁸ Vgl. zum Haftungsdurchgriff Michalski-Michalski, GmbHG, § 13 Rn. 362: „Fest steht jedenfalls, dass trotz jahrzehntelanger Diskussion eine Haftung wegen materieller Unterkapitalisierung noch immer nicht ausreichend geklärt ist.“ Zum Kapitalersatzrecht vgl. Altmeppen, NJW 2008, 3601, S. 3602 („dogmatische Orientierungslosigkeit“), Cabn, AG 2005, 217, S. 217: „Allerdings besteht auch nach über 50 Jahren der Rechtsentwicklung in diesem Bereich (...) noch keine hinreichende Klarheit über die tragenden Grundlagen für die Subordinierung von Gesellschafterdarlehen.“ Dieser Befund dürfte sich durch das MoMiG eher verschärft haben, weil dem Kapitalersatzrecht mit dem Wegfall des Krisenkriteriums jedenfalls nach dem Buchstaben des Gesetzes eine wesentliche wertungsmäßige Grundlage entzogen ist, vgl. Eidenmüller, ZGR 2007, 168, S. 202 („schlechterdings konzeptionslos“), Roth/Altmeppen-Altmeppen, GmbHG, Anh §§ 32 a, b Rn. 5 m. w. N. Während die Rechtsprechung das Kapitalersatzrecht nicht nur ohne Bedenken angewandt, sondern es in Gestalt der sog. „Rechtsprechungsgrundsätze“ sogar maßgeblich entwickelt hat (grundlegend BGHZ 31, 258 ff. („Lufttaxi“)), war sie bei der Befürwortung einer Durchgriffshaftung wegen materieller Unterkapitalisierung dagegen äußerst restriktiv, vgl. zuletzt BGH NZG 2008, 547, 550 („Gamma“; siehe hierzu S. 206) sowie ausführlich Möller, Die materiell unterkapitalisierte GmbH, S. 99–108. In der Literatur ist es beinahe umgekehrt: Sie sieht das Kapitalersatzrecht teilweise sehr kritisch, vgl. zuletzt nur monografisch Buck, Kritik am Eigenkapitalersatzgedanken, Beck, Kritik des Eigenkapitalersatzrechts und Götz, Eigenkapitalersatzrecht sowie Engert, ZGR 2004, 813, Bezenberger, FS G. Bezenberger, S. 23 ff., Fastrich, FS Zöllner, S. 143 ff., bis hin zur Totalablehnung, vgl. Grunewald, GmbHHR 1997, 7 ff., befürwortet aber wohl überwiegend

Diskussionen weitgehend unabhängig voneinander und ohne die Bezüge zwischen Haftungsbeschränkung, Kapitalersatz und Haftungsdurchgriff ernsthaft herauszuarbeiten.⁹ Vielfach wurde sogar betont, dass die beiden Rechtsinstitute nicht aufeinander bezogen seien.¹⁰ Nur ganz zu Beginn der Rechtsentwicklung war dies anders, als das Reichsgericht noch den Missbrauch der Rechtsform durch Gesellschafterdarlehen (§ 826 BGB) in den Vordergrund stellte¹¹ und später zumindest noch Teile der Literatur das Kapitalersatzrecht als Unterfall des Haftungsdurchgriffs ansahen.¹² Daneben ist auffällig, dass in der Rechtsordnung, aus der die Thematik der Durchgriffshaftung herrührt,¹³ nämlich jener der Vereinigten Staaten, die Grenzen zwischen Haftungsdurchgriff (*piercing the corporate veil*) und Kapitalersatzrecht (*equitable subordination*) in Rechtsprechung und Dogmatik fließend verlaufen¹⁴ und diese zum Teil gar als funktionelle Substitute angesehen werden.¹⁵ Diese Beobachtungen führen zu der These, die für diese Arbeit letztlich motivierend ist: Wenn Kapitalersatz und Haftungsdurchgriff im deutschen Recht noch immer nicht ausreichend fundiert sind, so liegt dies möglicherweise an der Vernachlässigung des funktionalen Zusammenhangs zwischen beiden, der sich bereits unter dem Blickwinkel der Ökonomik der Haftungsbeschränkung und deren Durchbrechung andeutet.

III. Ein denkbarer Ansatz wäre, einzelnen dieser Beobachtungen genauer nachzugehen. Man könnte beispielsweise untersuchen, inwieweit sich die von der Rechtsprechung bei der Entwicklung des Kapitalersatzrechts hervorge-

eine Durchgriffshaftung, vgl. *Scholz-K. Schmidt*, GmbHG, § 13 Rn. 84–87 m. w. N. Vor allem die ökonomische Literatur lehnt das Kapitalersatzrecht meist ab, z. B. *Drukarczyk*, FS Schneider, S. 171, *Fischer*, in: *Sadowski/Czap/Wächter*, Regulierung und Unternehmenspolitik, S. 179.

⁹ Vgl. *Lutter/Hommelhoff*, ZGR 1979, 31, S. 32.

¹⁰ BGHZ 81, 311, 317 m. w. N.; vgl. auch statt vieler *Flume*, Die Juristische Person, S. 84 f., *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 532, *Scholz-K. Schmidt*, GmbHG, §§ 32 a, 32 b Rn. 3, 9.

¹¹ RG JW 1938, 862, 864 ff.; JW 1939, 355, 355 ff.; vgl. dazu *Beck*, Kritik des Eigenkapitalersatzrechts, S. 99 ff., der in diesem Ansatz allerdings nationalsozialistisches Gedankengut erkennt.

¹² *Hofmann*, NJW 1966, 1941 ff., *Stauder*, GmbHR 1968, 72 ff., *Westermann*, Vertragsfreiheit und Typengesetzlichkeit, S. 293 ff., *Rehbinder*, FS Fischer, S. 579, S. 585. Vgl. auch *Immenga*, Die personalistische Kapitalgesellschaft, S. 421 f., der das Kapitalersatzrecht auf eine teleologische Reduktion der Haftungsbeschränkung stützen wollte, *Bruns*, Haftungsbeschränkung und Mindesthaftung, S. 206, der die Durchgriffsähnlichkeit des Kapitalersatzrechts betont, sowie *Winter*, Haftung der Gesellschafter.

¹³ Vgl. die grundlegenden rechtsvergleichenden Vorarbeiten *Serick*, Rechtsform und Realität juristischer Personen und *Drobnig*, Haftungsdurchgriff bei Kapitalgesellschaften.

¹⁴ Vgl. *Gebde*, Eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen, S. 212 f., *Bruns*, Haftungsbeschränkung und Mindesthaftung, S. 206, 97 ff.

¹⁵ Vgl. den berühmten Beitrag *Clark*, 90 Harv. L. Rev. (1977), 505 sowie *Clark*, Corporate Law, S. 35–92, mit der zentralen These, dass *veil piercing* und *equitable subordination* wertungsmäßig auf der *fraudulent conveyance*-Doktrin, einer Art Gläubigeranfechtung, beruhen. Ebenso die funktionale Parallelität herausstellend *Landers*, 42 U. Chi. L. Rev. (1975), 489 ff., *Posner*, 43 U. Chi. L. Rev. (1976), 499 ff.

brachten Begründungsansätze auf die Ökonomik der Haftungsbeschränkung zurückführen lassen.¹⁶ Naheliegender wäre es auch, der Frage auf den Grund zu gehen, weshalb die Nähe beider Rechtsinstitute anfangs noch gesehen, dann aber aus dem Blick verloren wurde¹⁷ und weshalb dies in den Vereinigten Staaten anders war.¹⁸ Vor allem versprache auch eine rechtsvergleichende Funktionsanalyse Einsichten in die bislang unklaren Wertungsgrundlagen.¹⁹

IV. Die vorliegende Arbeit schlägt allerdings einen anderen Weg ein. Hermeneutische, geschichtliche oder vergleichende Rechtsuntersuchungen – wie die oben skizzierten – liefern bestenfalls Indizien in einer nichteingebetteten²⁰, als Realwissenschaft verstandenen Rechtswissenschaft.²¹ Sie haben dort ihren fes-

¹⁶ Tatsächlich gibt es dafür gute Anhaltspunkte: So ist etwa der Gedanke der Verhinderung einer unzulässigen Risikoverlagerung auf die Gesellschaftsgläubiger genannt worden, z. B. BGH WM 1972, 74, 75; BGHZ 75, 334, 336 f.; 76, 326, 329; 90, 381, 388; 105, 168, 175 f. Haftungsbeschränkung selbst ist nämlich ein Instrument der (effizienten) Risikoverteilung zwischen Gesellschaftern und Gläubigern (siehe S. 11), die möglicherweise nicht durch Gesellschafterfremdkapital gestört werden sollte. Auch die Gefahr der Spekulation der Gesellschafter zulasten der Gläubiger ist geltend gemacht worden, z. B. BGHZ 90, 381, 388 f.; BGH NJW 1995, 658 f. Tatsächlich wird diese Gefahr durch die Haftungsbeschränkung signifikant erhöht, siehe Text S. 31.

¹⁷ Eine These dazu wäre, dass dies an dem dogmatischen bzw. rechtstechnischen – nicht dagegen wertungsmäßigen – Weg liegt, den Rechtsprechung bzw. Gesetzgebung eingeschlagen haben, indem die Analogie zur Kapitalerhaltung bzw. die insolvenzrechtliche Behandlung von Gesellschafterdarlehen aufgerufen wurde, ein Weg, der eher vom Problem der beschränkten Haftung wegführt.

¹⁸ Zwei Thesen hierzu: *Erstens* spielen anders als bei uns im US-Recht funktionale, wirkungsbezogene Überlegungen eine größere Rolle als die Dogmatik. *Zweitens* lag der dogmatische Ausweg über das Recht der Kapitalerhaltung in den USA wegen dessen geringer Bedeutung viel ferner als hierzulande. Beide Rechtsinstitute waren ursprünglich dem dogmatisch völlig offenen Billigkeitsrecht (*equity*) zuzurechnen, vgl. *Bruns*, Haftungsbeschränkung und Mindesthaftung, S. 97. Von den zahlreichen rechtsvergleichenden Arbeiten vgl. in jüngerer Zeit nur zum Kapitalersatzrecht *Gebde*, Eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen, *Renger*, Gläubigerschutz, zum Haftungsdurchgriff *Miller*, 36 Amer. Bus. L.J. (1998), 73 ff., *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 216 ff., *Nacke*, Die Durchgriffshaftung in der U.S. amerikanischen Corporation – eine juristische und ökonomische Analyse, zum Gläubigerschutz allgemein *Böckmann*, Gläubigerschutz.

¹⁹ Dies gilt vor allem in Bezug auf das US-amerikanische Recht. Die *equitable subordination*-Doktrin war dort ursprünglich nur ein Mittel zur Haftungsdurchsetzung wegen unredlichen Gesellschafterverhaltens (*inequitable conduct*). Wenn die Verhaltensanforderungen mittlerweile – trotz dahin gehender Diskussion in den Siebzigerjahren des vergangenen Jahrhunderts (*automatic subordination*) – zwar nicht gänzlich abgeschafft wurden, so sind sie heute erheblich aufgeweicht; gegenwärtig wird zumindest teilweise die bloße Unterkapitalisierung der Gesellschaft für ausreichend erachtet, vgl. zu alledem *Gebde*, Eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen, S. 219–233, 299–302, *Renger*, Gläubigerschutz, S. 131 ff., 139. Dies deutet bereits darauf hin, dass das Kapitalersatzrecht an sich eine Verhaltenshaftung normiert, bei der das inkriminierte Verhalten aber möglicherweise im Falle der Unterkapitalisierung vermutet werden kann. Jedenfalls wird an das Gesellschafterdarlehen als solches kein Unwerturteil geknüpft, sondern allenfalls an das hierdurch ausgelöste Gesellschafterverhalten. Vgl. hierzu S. 147, 219.

²⁰ *Fleischer*, ZGR 2007, 500, S. 501.

²¹ Gleichsinnig für die Rechtsvergleichung („Kreativitätsstimulans“, „konsensbildender Indikator“) *Eidenmüller*, JZ 1999, 53, S. 61. Beispiel: Dass in den Begründungsansätzen des

ten Platz, wo reale Befunde schwer zu treffen sind.²² Dies ist aber – wie sich zeigen wird – bei der vorliegenden engen Fragestellung nicht der Fall. Ausgehend von dem genannten Grundgedanken lässt sich die Ökonomik der Haftungsbeschränkung (Erster Teil) schlüssig entlang des Anwendungsbereichs von Kapitalersatz und Haftungsdurchgriff (wegen materieller Unterkapitalisierung) hin zu einer Rechtsökonomik der Unterkapitalisierung (Zweiter Teil) entwickeln und schließlich zu einer sehr konkreten funktionalen Rechtskritik mit abschließenden Reformvorschlägen verdichten (Dritter Teil). Ein Rückgriff auf rechtshermeneutische, -geschichtliche oder -vergleichende Ansätze ist nicht erforderlich und wäre in der gebotenen Tiefe als Exkurs zu umfassend. Damit wird eine durchgängig analytisch tiefe, aber thematisch enge Argumentationslinie verfolgt. Die Arbeit versucht nicht, das Themengebiet unter Aufarbeitung von und Auseinandersetzung mit bisheriger Forschung „abzudecken“. Obwohl im Grundsatz alle haftungsbeschränkten Rechtsformen angesprochen sind, widmet sich die Arbeit – *pars pro toto* – vorwiegend der GmbH und in Teilen der AG. Nebenaspekte werden ggf. als solche herausgearbeitet und aus der Betrachtung ausgeklammert; auf rein darstellende Passagen wird vollständig verzichtet. Die Untersuchung versteht sich damit als reine Grundlagenarbeit. Ihr Schwerpunkt liegt darauf, den bisherigen Stand der ökonomischen Analyse der Haftungsbeschränkung im Hinblick auf deren soziale Kosten zu präzisieren und zu erweitern sowie dabei die gemeinsame ökonomische Fundierung von Kapitalersatz und Haftungsdurchgriff freizulegen. Die anschließende funktionale Detailkritik wie auch die daraus gezogenen rechtlichen und rechtspolitischen Konsequenzen sind (nur erste) Anwendungen der entwickelten Rechtsökonomik der Unterkapitalisierung.

V. Unabhängig von der Motivation der vorliegenden Arbeit werden die angesprochenen grundlegenden Fragen derzeit von einer Reihe aktueller Rechtswentwicklungen überlagert. Der Bundesgerichtshof (BGH) hat mit der Abschaffung der Rechtsfigur des sog. „qualifizierten faktischen Konzerns“ und der Entwick-

BGH (möglicherweise) Aspekte der Ökonomik der Haftungsbeschränkung anklingen, deutet darauf hin, dass diese real funktionstragend ist. Diese Schlussfolgerung beruht aber auf der Annahme, dass die reale Funktionsebene auf die semantische Begründungsebene „durchschlägt“.

²² Eine umfassende „Anatomie des Gesellschaftsrechts“ z. B. kann nur im Wege funktionaler Rechtsvergleichung, nicht mikro-analytisch, entwickelt werden, vgl. *Kraakman et al., Anatomy of Corporate Law*. Ein anderes Beispiel ist die Frage, ob das Europäische Festkapitalsystem (*legal capital*) aus Effizienzgründen abzuschaffen ist. Sie ist hoch komplex und derzeit nicht abschließend analytisch zu beantworten. Daher ist es sinnvoll, in einem funktionalen Rechtsvergleich Rechtsordnungen ohne gesetzliches Kapital zu untersuchen und danach zu fragen, ob diese ohne funktionale Substitute des gesetzlichen Kapitals auskommen; so die Untersuchung zum US-Recht bei *Engert*, ECFR Special Volume 1 (2006), 646 ff. Ist dies der Fall, so spräche viel für die Ineffizienz des Europäischen Systems. Die aus einer solchen Untersuchung gezogenen Schlüsse sind aber nur indikativ, und zwar deshalb, weil sie auf der Annahme beruhen, dass die Vergleichsrechtsordnung jedenfalls nicht völlig ineffizient ist.

lung der sog. „Existenzvernichtungshaftung“ die Diskussion um die Durchgriffshaftung neu belebt.²³ Zugleich hat der Europäische Gerichtshof (EuGH) durch seine ausweitende Rechtsprechung zur Niederlassungsfreiheit den „Wettbewerb der Gesellschaftsrechte“ eröffnet, der sich insbesondere auf dem Schauplatz des Gläubigerschutzes abspielt.²⁴ Neben diese judikativen treten legislative Entwicklungen: So hat die Europäische Kommission auf Grundlage der Vorarbeiten der von ihr eingesetzten „Hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts“ im Jahr 2006 einen Aktionsplan zur „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung auf dem Gebiet der Corporate Governance in der Europäischen Union“ verabschiedet, der unter anderem eine Modernisierung des Gläubigerschutzes anstrebt.²⁵ Ferner sind mit dem MoMiG tief greifende Änderungen des Gläubigerschutzsystems in der GmbH in Kraft getreten. Schließlich stellen der bis 2007/2008 prosperierende Markt für fremdkapitalfinanzierten Beteiligungserwerb (Private Equity)²⁶ sowie nunmehr die Finanzkrise besondere Herausforderungen an den Gläubigerschutz. Einen unmittelbaren Anschluss an die dabei jeweils geführten Diskussionen sucht die vorliegende Arbeit nicht. Weder wird das kapitalgesellschaftsrechtliche System des Gläubigerschutzes in den Gesamtblick genommen²⁷ noch vor dem Hintergrund seiner Anwendbarkeit auf ausländische Kapitalgesellschaften und möglicher Wettbewerbseffekte reflektiert.²⁸ So brisant und wichtig solche holistischen Fragestellungen auch sind, so können die Antworten erst dann voll überzeugen, wenn die einzelnen Untersuchungsgegenstände theoretisch fundiert sind. Kann man z. B. den Gläubigerschutz durch Ausschüttungssperren gegenüber einer Ausweitung der Gesellschafterhaftung abschließend beurteilen, wenn die ökonomischen Wirkungen weder des einen noch des anderen hinreichend ge-

²³ Vgl. BGHZ 122, 123 ff. („TBB“); 149, 10 ff. („Bremer Vulkan“); 151, 181 ff. („KBV“); BGH ZIP 2005, 117 ff. („Autovertragshändler“); ZIP 2005, 250 ff. („Handelsvertreter“) sowie jüngst BGH DStR 2007, 1586 ff. („Trihotel“) und BGH NZG 2008, 547 ff. („Gamma“). Vgl. auch Möller, Die materiell unterkapitalisierte GmbH, S. 109–170.

²⁴ Vgl. EuGH, Rs. C-212/97 („Centros“), Slg. 1999, I-1459; Rs. C-208/00 („Überseering“), Slg. 2002, I-9919; Rs. C-167/01 („Inspire Art“), Slg. 2003, I-10155. Vgl. hierzu Eidenmüller, FS Heldrich, S. 581 ff., Eidenmüller (Hrsg.)–Eidenmüller, Ausländische Kapitalgesellschaften, § 1 Rn. 17 ff., Eidenmüller, ZIP 2002, 2233 ff., Sandrock/Wetzler, Deutsches Gesellschaftsrecht im Wettbewerb; speziell zum Gläubigerschutz Enriques/Gelter, EBOR 2006, 417 ff.

²⁵ Mitteilung an den Rat und das Europäische Parlament (KOM [2003] 284 endg.), verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu>. Darüber hinaus hat die Kommission eine Studie über Kosten und Nutzen des Festkapitalsystems und mögliche Alternativen in Auftrag gegeben (Feasibility study on alternative to capital maintenance regime as established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13.12.1976 and the examination of the implications of the new EU-accounting regime on profit distribution, EU Doc. 2006/S 203-215305 (Contract award notice)), die die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG durchgeführt und im März 2008 vorgelegt hat; vgl. zu Ausschüttungssperren jüngst auch Eidenmüller/Engert, FS K. Schmidt, S. 305 ff., Engert, ZHR 2006, 296 ff., Rickford, EBOR 2006, 135 ff., Schön, EBOR 2006, 181 ff.

²⁶ Vgl. hierzu Eidenmüller, ZHR 2007, 644.

²⁷ Vgl. hierzu Mülbart, EBOR 2006, 357 ff.

²⁸ Vgl. z. B. Bicker, Gläubigerschutz.

klärt sind?²⁹ Dahingehende Versuche müssen von weitreichenden Annahmen ausgehen, denen aber immer zusätzliche Wertungen zugrunde liegen. Demgegenüber kommt die Analyse von Kapitalersatzrecht und Haftungsdurchgriff im Wesentlichen mit der einen gesetzlich angelegten Wertung aus, dass die Grenze zwischen zulässiger und unzulässiger „Spekulation auf Kosten der Gläubiger“ bei der Kreditunwürdigkeit der Gesellschaft zu ziehen ist.³⁰ Die gewonnenen Erkenntnisse sind damit zwar sachlich beschränkt, gleichzeitig aber – bis hin zu einzelnen Reformvorschlägen – weitgehend sachlogisch zwingend, wenn man die Wertungsgrundlagen akzeptiert.

VI. Methodisch ist die Arbeit der ökonomischen Analyse des Rechts verpflichtet, von deren Platz im Gesellschaftsrecht³¹ und von deren Grundbegriffen sie ausgeht. Soweit möglich, werden die Ergebnisse intuitiv hergeleitet und mit konkreten Zahlenbeispielen veranschaulicht. Auf die ökonomische Formelsprache wird aber aus zwei Gründen nicht ganz verzichtet, auch wenn sie für juristische Erkenntniszwecke regelmäßig nicht benötigt wird: Zum einen kann die Intuition täuschen.³² Zum anderen führt sie manchmal nicht weiter.³³ In beiden Fällen kann ein Rückgriff auf mathematische Darstellungen helfen. Sie werden daher, soweit dies sinnvoll ist, zumeist im Fußnotentext mitgeführt. Daneben ist es ein methodisches Anliegen der Arbeit zu zeigen, dass die ökonomische Analyse nicht nur für allgemeine Tendenzaussagen gut ist, sondern – ernsthaft betrieben – durchaus konkrete Rechtsfragen beantworten kann.³⁴

²⁹ Es zeigt sich nämlich am Rande, dass die ökonomische Funktion von Ausschüttungssperren nichts mit derjenigen einer Gesellschafterhaftung bei Unterkapitalisierung zu tun hat; siehe dazu S. 211.

³⁰ Vgl. zusammenfassend S. 149. Alles Weitere folgt aus dem Effizienzprinzip, dem natürlich wiederum bestimmte Wertungen zugrunde liegen, vgl. grundlegend für das deutsche Recht *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip.

³¹ Ein Teil der deutschsprachigen Literatur sieht die ökonomische Analyse noch immer kritisch, vgl. zuletzt *Ritter*, JZ 2005, 668 ff. mit Schlusswort von *Eidenmüller* in Bezug auf *Eidenmüller*, JZ 2005, 216 ff.

³² Ein Beispiel hierfür ist die Intuition, dass die Gesellschafter bei geringem Eigenkapital wenig zu verlieren haben und *deshalb* besonders große Risiken eingehen, vgl. S. 80, ein anderes der Glaube, dass unbeschränkte Haftung Risikodiversifikation unmöglich mache, vgl. S. 15.

³³ Ein Beispiel ist die Wirkung von Gesellschafterdarlehen auf den Risikoanreiz der Gesellschafter, die sich aus zwei gegenläufigen Effekten zusammensetzt, deren Verhältnis zueinander intuitiv nicht zu ermitteln ist, vgl. S. 105.

³⁴ Siehe hierzu eingehend den Dritten Teil ab S. 153. Dies ist etwa *Bruns*, Haftungsbeschränkung und Mindesthaftung, S. 58 f., entgegenzuhalten, der der ökonomischen Analyse gerade im Bereich der institutionellen Haftungsbeschränkung eine „bescheidene“ Bilanz ausstellt.

Die Ökonomik der Haftungsbeschränkung

Die charakteristische Wirkung gesellschaftsrechtlicher Haftungsbeschränkung besteht in der einseitig undurchlässigen Trennung von Vermögenssphären: Sie untersagt den Zugriff vom Gesellschaftsvermögen auf das Privatvermögen der Gesellschafter, lässt aber den umgekehrten Zugriff (wirtschaftlich) zu.¹ Dies hat vielfache Auswirkungen auf die betroffenen Konfliktbeziehungen. Die Haftungsbeschränkung entschärft den Interessenkonflikt zwischen den Gesellschaftern, indem sie deren Interessen in Bezug auf die gemeinsame Unternehmung begrenzt. Sie entschärft aus demselben Grund auch den Interessenkonflikt zwischen Gesellschaftern und deren Privatgläubigern. Sie verschärft aber den Interessenkonflikt zwischen Gesellschaftern und Gesellschaftsgläubigern, weil durch die Beschränkung der Gesellschafterinteressen die Interessenskongruenz zwischen beiden sinkt.

Aus diesem abstrakten Befund lassen sich bereits alle Funktionen und Kosten der Haftungsbeschränkung ableiten. Konflikte lösen soziale Kosten aus, weil die Nachteile einer Konfliktpartei die Vorteile der anderen oft überwiegen und weil die Konfliktparteien einen Anreiz haben, Ressourcen ineffizient einzusetzen, um Nachteile von sich abzuwenden bzw. Vorteile zu sichern. Die Ökonomik der Haftungsbeschränkung beschäftigt sich mit den Kosten, die durch die beschriebene Veränderung der Konfliktbeziehungen eingespart bzw. neu erzeugt werden.

Haftungsbeschränkung ist keine digitale Eigenschaft einer Gesellschaft. Haftungsregime unterfallen vielmehr einem ganzen Spektrum von Möglichkeiten von der strikten Haftungsbeschränkung über Haftungsbeschränkung nebst (seinerseits variablem) Mindestkapital, Haftungsbeschränkung nebst (seinerseits variablem) Stammkapital, *pro rata* unbeschränkte Haftung, Haftung nur bis zu einer bestimmten (ihrerseits variablen) Höchstsumme pro Aktie (sog. *assessability*) bis hin zur gänzlichen Abwesenheit von Haftungsbeschränkung (unbeschränkte gesamtschuldnerische Haftung).² Mit „unbeschränkter Haftung“ ist im Folgenden aber – soweit nicht anders angemerkt – die unbeschränkte gesamtschuldnerische Haftung gemeint. Dies vereinfacht die Darstellung und macht sie kontrastreicher.³

¹ Vgl. zu dem Zugriff auf das Gesellschaftsvermögen und den damit verbundenen Funktionen des Gesellschaftsrechts *Hansmann/Kraakman*, 44 EER (2000), 807 ff.

² Vgl. *Leebron*, 91 Colum. L. Rev. (1991), 1556, S. 1578 f.

Zunächst werden die ökonomischen Funktionen (§ 1) und Kosten (§ 2) der Haftungsbeschränkung eingehend untersucht. Diese Untersuchung bildet das konzeptionelle Grundgerüst der Arbeit, aus dem heraus später die Rechtsökonomik der Unterkapitalisierung (Zweiter Teil) entwickelt werden kann und auf das im Folgenden immer wieder zurückzukommen ist. Sie mündet in der Frage nach der grundsätzlichen Effizienz der Haftungsbeschränkung und deren Grenzen in der Rechtsordnung (§ 3). Das Ergebnis ist ein grobes, aber gesellschaftsrechtlich umfassendes Koordinatensystem zur Beurteilung der einschlägigen Effizienzwirkungen.

³ Dies übersieht nicht, dass in vielen Aspekten erhebliche Unterschiede zwischen den genannten Arten beschränkter Haftung bestehen, vor allem zwischen der unbeschränkten gesamtschuldnerischen und der anteiligen Haftung, vgl. nur *Leebron*, 91 Colum. L. Rev. (1991), 1556 ff.

Sachregister

- Abdingbarkeit 168, 222, 235
Abstimmungsregeln 90
AG, Aktiengesellschaft 48 ff., 187 f.
agency-Konflikte 31, 146, 215
agency-Problem 20, 54, 56
agency-Theorie 37
Altgläubiger 219, 220, 225
Anfechtungsfrist 156, 164
Anfechtungsregeln 216
Anonymität 49
Anteilsübertragung 25, 175
Anwaltsgebühren 21
Arbeitnehmer 59
Arbeitsanreizproblem 240
Arbeitsteilung 20
Arbitrage 25
asset diversion 43
Asset Substitution 37, 42
asset substitution 40, 41
Aufsichtsrat 49, 189
Ausfallgefahr 71, 108, 239
Ausfallhaftung 137, 149, 202 f., 209 f.
Ausfallrisiko 26, 54, 70, 113, 204
Ausfallwahrscheinlichkeit 22
Ausgangsrisiko 77, 86, 99, 111, 117, 123
Ausschüttungsschranken 212
- Bankenregulierung 71
Basel II 71
Beendigungserklärung 234
Beteiligungsmarkt 24, 27, 47
Beweislast 199
bilanzielles Eigenkapital 80
bonding 20, 44
bonding-Kosten 23
- claim dilution* 39, 43, 92, 128, 131
close corporation 46
Coase-Theorem 91
- Simulation 111 ff.
costly contracting hypothesis 34
covenants 35, 95, 96, 157
credit spread 114, 116
cross default-Klauseln 157
- Darlehensähnliche Gesellschafterleistungen 178
Darlehensgewährung durch Dritte 176
Deliktsgläubiger 57
Depotverwahrung 27
derivativer Anteilerwerb 173
Determinanten 72
Dichtefunktion 74
discounted cash flow-Verfahren 84
Dispositionsbedarf 61
Dispositionskosten 61, 62
disziplinierender Markteffekt 99
Disziplinierung 27, 30, 47
Disziplinierungseffekt 88
Diversifikation 13, 14, 16
Diversifizierbarkeitsvorteile 12
Doppelbesicherung 184
due diligence 148
Durchsetzungskosten 21, 140, 239
- efficient risk bearer* 11, 46
Eigenkapital 80
Eigenkapitalwert 83
Eigentumsvorbehalt 180
Eingehung übermäßiger Risiken 227, 228
Einwendung 204
equitable subordination 3
Eröffnungsantrag 154
erwartete Verlustrate 113, 114
Erwartungswert 12, 31, 74
Europäische Gerichtshof (EuGH) 6
Existenzvernichtung 183
Existenzvernichtungshaftung 51, 205, 227
externe Effekte 54, 58

- Factoring 179, 194
 Faktorspezifität 97, 125
 fakultative Gewinnbeschränkung 233
 Finanzierungsentscheidung 149
 Finanzierungsfreiheit 132
 Finanzierungsleasing 180
 Finanzplankredit 2
 Fortführungsentscheidung 220
 Fortführungswert 134, 140
fraudulent conveyance-Doktrin 3
 freiwillige Gläubiger 54
 Fremdkapitalelastizität 106, 110, 121
 Fremdkapitalkosten 26, 88
 Fungibilität 24, 27, 47

 „Gamma“-Entscheidung 206
 Gauss'sche Glocke 111
 Genehmigungsvorbehalt 34
 Gerichtskosten 21
 Gesamtschuld 203
 Geschäftsführerhaftung 146
 Geschäftspolitik 43, 48, 90, 147, 163, 167, 169, 186, 188
 Geschäftsrisiko 57, 199, 204, 220, 231
 gesellschafterbesichertes Drittdarlehen 184
 Gesellschafterbesicherung 224
 Gesellschaftereffekt 120, 178, 184
 Gewinnumverteilung 229
 Gläubigerbenachteiligung 161
 Gläubigereffekt 104, 173, 178, 184
 Gläubigerversicherung 62
 GmbH 48, 185, 187
 Grenznutzen 24 f., 59
 Grenzertrag 22, 77 f., 99
 Grenzkosten 22, 55
 große Lösung 215, 229
 Grundtatbestand 154
 gute Risiken 32, 73, 77

 Haftungsbeschränkung
 Haftungs- und Gewinnbeschränkung 229
 Haftungs-„Sprung“ 140, 229
 Haftungslücke 170 f., 194, 223 f.
 Haftungsrückgriff 15 f., 30
 Handlungsspielraum 35, 79, 82
 Hauptversammlung 26, 188 f.
hindsight bias 147
 Homogenität 25

 Industrieregulierung 58
 Informationsasymmetrie 56, 65, 69 f., 148, 217
 Informationskosten 19, 24
 Informationsrechte 49
 Inhomogenität 25 f.
 Insolvenzanfechtung 2, 133, 167, 222
 Insolvenzantrag 158, 160
 Insolvenzkosten 97
 Insolvenznähe 88 f., 240
 Insolvenzquote 175, 191
 Insolvenzverschleppungshaftung 2
 Insolvenzverursachungshaftung 157
 Insolvenzwahrscheinlichkeit 85, 191, 222
 Interaktionstyp 90 ff.
 Internalisierungszins 55 f., 65
 Investitionsentscheidung 18, 30, 37, 47, 210
 Investitionsförderung 17 f., 60, 145
 Investitionsverzerrung 36 ff., 40 ff., 54 f., 75, 94, 97 f., 100, 125 ff., 136, 138, 143 ff., 200 f., 209 f., 220, 227, 240

 Kapitalerhaltung 2, 4, 133, 164, 186, 206, 228, 242
 Kausalität 160, 199 f.
 Kleinbeteiligtenprivileg 167, 168 ff., 187, 189, 194, 218 f.
 kleine Durchgriffshaftung 216, 223, 237
 kleine Lösung 216 ff.
 Kompensationsmechanismus 91 ff., 145, 155, 167, 169, 205
 Konzentration 16 f., 50
 Konzernhaftung 52 f., 56, 148
 Konzernsachverhalt 51, 53, 87, 142, 177
 Kreditbedingungen *s. covenants*
 Kreditrationierung 69 f., 88
 Kreditsicherheit 78 ff., 87
 Kreditüberwachung 36, 70
 Kreditunwürdigkeit 7, 68 ff., 76, 85 ff., 98 f., 113 ff., 130 ff., 137, 139, 145 f., 149 ff., 156 ff., 179 f., 184, 198 f., 202, 204, 207, 209, 216 ff., 224 ff., 231 ff.
 kreditvertragliche Nebenabreden *s. covenants*
 Krisendarlehen 119, 127, 133, 135, 161, 163, 175, 190
 Krisenerklärung 233 ff.
 Krisenprojekt 94 ff., 100 f.

- Laufzeit 71, 116 f., 158
 Lebenszyklus 60
 Liquidationserlös 80 ff.
 Liquidationswert 84 ff.
London Approach 148
- Manipulationsgefahr 240
 Marginalbetrachtung 72, 106
 Markt für Unternehmensbeteiligungen
 27, 30
 Marktpreis 24 ff., 141
 Marktüblichkeit 71 f.
 Mehrheitsübernahme 27
 Methode 7 f.
mezzanine capital 36
 Mitgesellschafter 15 f., 19, 24, 47, 91, 140,
 145, 164, 167 f., 170
 MoMiG 1 f., 6, 67, 127, 145, 154, 156 ff.,
 164 ff., 174 f., 183, 188, 216, 223
monitoring 19 f., 23, 44
 Motivation 5
- Nachordnung 67, 130, 142, 150, 164, 169,
 175 f., 177, 219, 222
 Nachrangigkeit 35, 105, 115, 135, 142,
 161, 175, 222, 232
 Namensaktien 27, 49
 natürlicher Risikoanreiz 32 f.
 Nettogläubigerposition 170 f., 221 f.,
 226, 231
 Nettovermögensminderung 209 f., 233
 Neugläubiger 115, 130, 194, 219,
 225 f., 237
 Nichtfinanzierung 103, 120 ff., 137,
 162, 172
 Normalverteilung 111
 Normzwecklehre 197
 Novellenregeln 164 ff.
 Nutzenfunktion 12 ff., 32, 238
 Nutzungsüberlassung 180 ff.
- Opportunismus 34, 147
 Opportunitätskosten 36
 Optionsanleihen 230
overinvestment s. Überinvestition
- partiarisches Darlehen 36
 Pfandgläubiger 177
piercing the corporate veil 3
- Portfolio der verfügbaren Projekte 44
 Portfolioerwartungswert 16
 Portfoliorisiko 13, 16 f., 46
 positive Externalitäten 17 ff.
 Preisdifferenzierung 24 f.
 Preisdiskriminierung 95 f.
 Private Equity 6, 91
 Privatinsolvenz 23, 28 ff.
 Privatvermögen 9, 16, 19, 25, 62
pro rata-Ausfallhaftung 232, 234
pro rata-Haftung 17, 20 ff., 30, 53, 56,
 139 ff., 190, 204, 227
 Projektwahl 23, 41, 43, 81 f., 93, 96,
 138, 208
 Publikumsgesellschaft 50, 53
 Publizitätseffekt 241
- Quasi-Verschuldungsgrad 74 ff., 83 ff.,
 101, 104, 109 ff., 121 ff., 155, 231 f.
- Rangrücktritt 168
 Rating 71 f., 86, 114, 157, 217
 Realwissenschaft 4
 Rechtsprechungsregeln 156, 159 ff.,
 164 ff., 187, 194, 223
 Regulierung 61, 64
 Rendite-Risiko-*trade-off* 40 ff., 75 f., 94,
 97, 100 f., 121, 125, 146, 192, 193, 227
residual loss 27, 37
 Risikoanreiz 23, 31 ff., 72 ff., 98 ff., 103 ff.,
 142 ff., 229 ff.
 Risiko(anreiz)schädlichkeit 94 ff., 100,
 125 ff.
 Risikoabgeltungshypothese 69
 risikoadäquates Verhalten 220, 233, 242
 Risikoaffinität 12 f.
 Risikoallokation 17, 46, 60, 138 ff., 144
 Risikoaufschlag 55 f., 70, 88, 113, 129, 204
 Risikoaversion 12 f., 30 ff., 52, 94,
 138 ff., 238
 Risikodiversifikation 13, 15 ff., 29 ff., 46 f.,
 52 f., 60, 139, 144, 198, 201 ff., 228
 Risikoerhöhung 32, 35, 37, 57, 60, 74, 77,
 79, 86, 126
 Risikogewinn 72 ff., 83, 101, 107 ff., 122,
 125 ff., 239.
 Risikoklasse 71, 114
 Risikonormierungshypothese 70
 Risikoprämie 69 f., 113

- Risikopuffer 143 f.
 Risikosteigerung 33, 37 ff., 42, 73, 77 f.,
 86, 88 f., 121 f., 138, 143, 147, 155, 200,
 211, 239 f.
 Risikovermeidungsanreiz 32 f., 44, 55, 76,
 78 f., 90, 105, 170, 202, 221
 Risikoverteilung 4, 11 ff., 46 f., 51, 57,
 138 f., 144
 Rothschild-Stiglitz-Kriterium 73, 78
 Rückgriffsanspruch 13, 15 ff., 145
 Rückzahlungssperre 67, 141 ff., 184

sale and lease back 180
 Sanierungsfeindlichkeit 134, 190 ff.
 Sanierungsprivileg 171 ff., 219 ff.
 Schadensersatz 129 f., 149, 202, 206,
 208 ff., 227
 schlechte Risiken 73 f., 77
 schwache Gläubiger 54, 59
 Schwellenregel 194, 218
 Schwellenwert 169 f., 187 f., 189, 218, 232
 Selbstbegünstigung 132 ff., 218
 Selbstselektion 62
 Sicherheitsäquivalent 13
 Sicherheitsgewährung 174 f., 184
 Sicherungsquote 113 ff.
 Spekulation 4, 7, 139, 204 f., 212, 232
 Spezialisierung 11 f., 20, 46, 52
 Stehenlassen 122 f., 125, 128 f., 161 ff., 178,
 192, 226 f.
 Stiller 177, 179
 Streitwert 21
 Streuung 15, 31, 73, 88, 228
 Strukturhaftung 148, 207
 Stundung 161, 178, 180

 Täuschung 129 ff.
 Todeskampf 133 ff.
 Transaktionskosten 18 ff., 33 ff., 43 ff.,
 47 f., 52 ff., 69, 78 f., 91 ff., 128, 130, 132,
 138, 140 ff., 155, 168, 200, 203, 228, 233,
 236, 240 f.
 Transferzahlung 92
 „Trihotel“-Urteil 6, 206 f., 211, 228

 Überabschreckung 140, 203, 229
 Überinvestition 38 ff., 45
 Überwachung 17, 19, 22, 24, 36, 131, 147
 Umschuldungsdarlehen 122 ff., 179, 232
underinvestment s. Unterinvestition
 unfreiwillige Gläubiger 34, 56 ff.
 Unterbilanz 42, 133, 164, 166
 Unterinvestition 35, 39 ff., 45
 Unternehmenswert 27 f., 32 f., 36 ff., 54 f.,
 72, 75 ff., 82 ff., 98 f., 104 f., 109 ff.,
 121 ff., 140, 158, 171 f., 190 f., 200, 209,
 221, 228, 232 f.
 unternehmerische Beteiligung 92, 187,
 232, 236

 Variationskoeffizient (VarK) 16 f., 31,
 107 ff., 121 f., 136
 Vergleichsmaßstab 43, 104, 124 f.
 Verhaltenshaftung 4, 148
 Verhandlungs- und Vertragskosten 34 ff.
 Verletzungsrisiko 57 f.
 Verlustrisiko 14, 23
 Vermögenstrennung 18 ff., 47, 140 f., 145
 Verschleppungsdarlehen 134
 Vertrauen 93, 129 ff.
 Verwässerung 35, 43, 128 f., 225
 Volatilität 86, 118
 Vollstreckungstitel 165
von Neumann/Morgenstern-
 Entscheider 13
 Vorauszahlungen 178
 Vorgesellschaft 2
 Vorsatzanfechtung 136, 160

 Wahrscheinlichkeitsverteilung 14, 31,
 40 f., 75, 97, 107, 110 ff., 209, 221

 Zahlungsbereitschaft 24 f., 79
 Zahlungsunfähigkeit 29, 79, 159 ff., 168,
 171, 178, 216, 219
 Zugriffsvorrang 211 f.
 Zukunftserwartungen 158, 234, 238
 Zurechenbarkeit 200 ff.
 Zustimmungsbefürfnis 49