

STEPHAN ZÜNDORF

Die Sanierungs- entscheidung

*Veröffentlichungen
zum Verfahrensrecht
215*

Mohr Siebeck

Veröffentlichungen zum Verfahrensrecht

Band 215

herausgegeben von

Rolf Stürner



Stephan Zündorf

Die Sanierungsentscheidung

Rechtsökonomische Grundlagen der kollektiven
Entscheidungsfindung und Wertverteilung im Recht der
Unternehmenssanierung

Mohr Siebeck

Stephan Zündorf, geboren 1992; Ausbildung zum Bankkaufmann; Studium der Rechtswissenschaft in Hamburg und Los Angeles; 2019 Erste Juristische Staatsprüfung; Rechtsreferendariat am Hanseatischen Oberlandesgericht in Hamburg; 2024 Zweite Juristische Staatsprüfung; 2024 Promotion (Bucerius Law School).
orcid.org/0009-0007-0145-1531

Gedruckt mit der Unterstützung der Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung sowie des Vereins zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V.

ISBN 978-3-16-164467-2 / eISBN 978-3-16-164468-9

DOI 10.1628/978-3-16-164468-9

ISSN 0722-7574 / eISSN 2568-7255 (Veröffentlichungen zum Verfahrensrecht)

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

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2025.

© Stephan Zündorf.

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Keine Bearbeitung 4.0 International“ (CC BY-ND 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-nd/4.0/>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Urhebers unzulässig und strafbar.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Herbsttrimester 2024 von der Bucerius Law School, Hamburg, als Dissertation angenommen. Die Disputation fand am 01. Oktober 2024 statt. Für die Drucklegung ist die bis Januar 2025 veröffentlichte Literatur und Rechtsprechung berücksichtigt worden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Carsten Jungmann, LL.M. (Yale), M.Sc. in Finance (Leicester). Während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter bei ihm hat er mein Interesse an rechtswissenschaftlicher Forschung und interdisziplinärem Denken geweckt. Erst unsere zahlreichen fachlichen Diskussionen, für die er stets zur Verfügung stand, haben mein Promotionsthema konturiert und mich dazu angespornt, mit meiner Arbeit „über den Tellerrand hinweg“ zu schauen. Ich bin ihm für seine hervorragende Betreuung dankbar und weiß ihn als Mentor sehr zu schätzen.

Darüber hinaus bedanke ich mich bei Prof. Dr. Thilo Kuntz, LL.M. (University of Chicago), von der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens sowie seine konstruktiven Anmerkungen. Zu Dank verpflichtet bin ich zudem Herrn Prof. Dr. Michael Fehling, LL.M. (Berkeley), für den Vorsitz der Prüfungskommission im Rahmen der Disputation sowie Herrn Prof. Dr. Dres. h.c. Rolf Stürner für die Aufnahme in die Schriftenreihe „Veröffentlichungen zum Verfahrensrecht“.

Die Arbeit ist im Frühjahr 2025 mit dem Förderpreis der Esche Schümann Commichau Stiftung sowie dem Wissenschaftspreis der Arbeitsgemeinschaft Insolvenzrecht und Sanierung im Deutschen Anwaltverein ausgezeichnet worden. Die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung sowie der Verein zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V. haben die Veröffentlichung dieser Arbeit durch ihre großzügige finanzielle Unterstützung ermöglicht.

Bei meinen Eltern bedanke ich mich für ihren Rückhalt sowohl während des Studiums als auch meiner Promotionszeit. Für das sorgfältige und kritische Korrekturlesen des Manuskripts sowie die daraus resultierenden wertvollen Anregungen gilt mein Dank insbesondere Dr. Wolfgang Zündorf und Jannik Fiebelkorn. Für die weitere Hilfe bei der Korrektur bin ich Gabriele Mertens-Zündorf, Sabine Zündorf und Sara Deitermann sehr dankbar.

Hamburg, im Februar 2025

Stephan Zündorf

Inhaltsübersicht

| | |
|--|------------|
| Vorwort..... | V |
| Inhaltsverzeichnis..... | IX |
| Tabellen- und Abbildungsverzeichnis..... | XXIII |
| Kapitel 1: Einführung | 1 |
| § 1 Problemdarstellung..... | 2 |
| § 2 Fragestellung, Untersuchungsgegenstand und Grenzen | 4 |
| § 3 Ziel, Gang und Methodik der Untersuchung..... | 8 |
| Kapitel 2: Grundlagen | 11 |
| § 4 Die Unternehmenssanierung zwischen Recht und Realität | 11 |
| § 5 Bewertung von Unternehmen in der Krise..... | 33 |
| § 6 Die Rechtspositionen der Beteiligten..... | 40 |
| § 7 Ökonomische Analyse der Rechtssetzung..... | 68 |
| Kapitel 3: Logik und Grenzen eines „Rechts der Unternehmenssanierung“ | 79 |
| § 8 Vom Insolvenzrecht hin zum Recht der Unternehmenssanierung | 80 |
| § 9 Zweck des Rechts der Unternehmenssanierung | 102 |
| § 10 Moderne Begriffsbildung und Kategorisierung..... | 104 |
| § 11 Zwischenergebnis..... | 111 |
| § 12 Drei Kernthesen zur Regulierung | 112 |
| Kapitel 4: Kollektives Handeln bei Sanierungsentscheidungen: Problemstellung und Lösungen | 115 |
| § 13 Die Sanierungsentscheidung als Akt privatautonomer Betätigung | 116 |
| § 14 Privatautonomie und Dilemmata der Rationalität | 117 |
| § 15 Die Sanierungsentscheidung als kollektiver Beschluss | 148 |
| § 16 Die verhaltenssteuernde Wirkung des Mehrheitsprinzips..... | 171 |

| | |
|---|-----|
| Kapitel 5: Rahmenbedingungen einer Regulierung von Sanierungsentscheidungen | 173 |
| § 17 Regulatorische Anknüpfungspunkte | 173 |
| § 18 Verfassungsrechtliche Gestaltungsgrenzen | 197 |
| § 19 Die drei Common Pools im Recht der Unternehmenskrise | 220 |
| § 20 Sanierungsbeiträge als „Investitionen“ | 255 |
| Kapitel 6: Die Regulierung des „Ob“ der Sanierungsentscheidung | 271 |
| § 21 Die Logik des Entscheidens durch Mehrheitsmacht..... | 272 |
| § 22 Die Sanierungsentscheidung als Mehrheitsentscheidung | 284 |
| § 23 Zusammenfassung und Zwischenergebnis | 315 |
| Kapitel 7: Die Regulierung des „Wie“ der Sanierungsentscheidung | 317 |
| § 24 Verteilungsregeln im Recht der Unternehmenskrise | 318 |
| § 25 Absoluter und relativer Vorrang in Deutschland und den USA..... | 340 |
| § 26 Analyse der Gestaltung von Verteilungsregeln | 380 |
| § 27 Zusammenfassung und Zwischenergebnis | 444 |
| Kapitel 8: Bewertung des geltenden Rechts im Lichte der ökonomischen Grundlagen der Regulierung der Sanierungsentscheidung | 447 |
| § 28 Legitimation und Ziele des Rechts der Unternehmenssanierung | 447 |
| § 29 Wichtige Rahmenbedingungen des geltenden Rechts | 448 |
| § 30 Das Mehrheitsprinzip im Kollektiv der Beteiligten..... | 455 |
| § 31 Vermögensverteilung nach der investitionsbasierten Verteilungsregel | 466 |
| § 32 Zusammenfassung und Ergebnis | 494 |
| Kapitel 9: Abschließende Zusammenfassung und Würdigung .. | 497 |
| § 33 Reflexion und Ausblick..... | 497 |
| § 34 Zusammenfassung und Thesen | 498 |
| Literaturverzeichnis..... | 507 |
| Stichwortverzeichnis | 533 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----------|
| Vorwort..... | V |
| Inhaltsübersicht | VII |
| Tabellen- und Abbildungsverzeichnis..... | XXIII |
| Kapitel 1: Einführung | 1 |
| § 1 Problemdarstellung..... | 2 |
| § 2 Fragestellung, Untersuchungsgegenstand und Grenzen | 4 |
| § 3 Ziel, Gang und Methodik der Untersuchung..... | 8 |
| Kapitel 2: Grundlagen..... | 11 |
| § 4 Die Unternehmenssanierung zwischen Recht und Realität | 11 |
| I. Die Unternehmenskrise als Problembündel | 11 |
| 1. Das betriebswirtschaftliche Problem | 11 |
| 2. Das volkswirtschaftliche Problem | 13 |
| 3. Das Recht als Katalysator der Problembewältigung..... | 15 |
| II. Die Unternehmenssanierung als Lösung..... | 16 |
| 1. Ziele der Unternehmenssanierung | 17 |
| 2. Die Beteiligten und die Pluralität ihrer Interessen | 19 |
| 3. Leistungs- und finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen | 22 |
| 4. Die Sanierungsbeiträge der Beteiligten..... | 23 |
| a) Fremdkapitalbezogene Sanierungsbeiträge | 23 |
| b) Eigenkapitalbezogene Sanierungsbeiträge..... | 25 |
| c) Hybride und sonstige Sanierungsbeiträge | 26 |
| 5. Rechtliche Zuordnung des zu sanierenden Unternehmens | 27 |
| 6. Das Zustandekommen von Sanierungsentscheidungen | 28 |
| a) Der typische (Verhandlungs-)Prozess..... | 29 |
| b) Rechtlicher Rahmen des Zustandekommens von Sanierungsplänen | 30 |
| c) Investitions- und Sanierungsentscheidung als Verhandlungsergebnis..... | 32 |
| III. Zusammenfassung | 32 |

| | | |
|------|--|----|
| § 5 | Bewertung von Unternehmen in der Krise..... | 33 |
| I. | Grundlagen der Unternehmensbewertung..... | 34 |
| II. | Bewertungsfragen bei Liquidation und Zerschlagung..... | 37 |
| III. | Unternehmensbewertung bei Fortführung und Sanierung | 39 |
| § 6 | Die Rechtspositionen der Beteiligten..... | 40 |
| I. | Die Rechtspositionen bei Liquidation der schuldnerischen Gesellschaft..... | 40 |
| 1. | Liquidation außerhalb einer Krise | 41 |
| a) | Die Differenzierung von Eigen- und Fremdkapital | 42 |
| b) | Grundprinzipien der gesellschaftsrechtlichen Vermögensverteilung | 44 |
| c) | Erlösverteilung zwischen den Fremdkapitalgebern..... | 45 |
| 2. | Liquidation in der Insolvenz..... | 47 |
| a) | Der „einfache“ Insolvenzgläubiger als Urtyp einer Beteiligung..... | 47 |
| b) | Gesicherte Gläubiger allgemein und Absonderungsrechte im Besonderen | 48 |
| c) | Gewillkürter und gesetzlich angeordneter Nachrang | 49 |
| d) | Anteilsinhaber von Kapitalgesellschaften..... | 50 |
| e) | Konsequenz: Klare Rangfolge der Vermögensverteilung | 50 |
| 3. | Zwischenergebnis zu Verteilungsregeln bei Liquidation..... | 51 |
| II. | Konsequenzen beschränkter Haftung auf die Haftungsverwirklichung | 52 |
| 1. | Anreizsystematik als Konsequenz der Haftungsbeschränkung..... | 54 |
| a) | Anreizsystematik außerhalb der Krise | 54 |
| b) | Anreizsystematik innerhalb der Krise..... | 55 |
| 2. | Ökonomische Rechtfertigung der Haftungsbeschränkung..... | 58 |
| 3. | Rechtliche Rechtfertigung der Privilegierung durch gläubigerschützende Normen | 61 |
| 4. | Zusammenhang zwischen beschränkter Haftung und absolutem Vorrang..... | 62 |
| III. | Die absolute Vorrangregel im Recht der Unternehmenssanierung de lege lata | 64 |
| § 7 | Ökonomische Analyse der Rechtssetzung..... | 68 |
| I. | Ökonomie als Maßstab der Rechtssetzung..... | 69 |
| II. | Ökonomische Verhaltensanalyse im Recht der Unternehmenssanierung | 73 |
| III. | Grundlagen der (spieltheoretischen) Verhandlungsanalyse..... | 75 |

| | |
|---|-----|
| Kapitel 3: Logik und Grenzen eines „Rechts der Unternehmenssanierung“ | 79 |
| § 8 Vom Insolvenzrecht hin zum Recht der Unternehmenssanierung | 80 |
| I. Zweck eines Insolvenzrechts | 81 |
| II. Das Insolvenzrecht aus ökonomischer Perspektive | 86 |
| III. Die „Common Pool“-Problematik in der Unternehmenskrise | 89 |
| 1. Reichweite und Grenzen der (insolvenzrechtlichen) Common Pool-Problematik | 90 |
| a) Der Zugriff auf das Unternehmensvermögen im Wettlauf der Gläubiger | 93 |
| b) Das Problem der „Fehlnutzung“ | 94 |
| c) Das Problem der „Übernutzung“ | 95 |
| 2. Von der „Übernutzung“ zur „Sanierung“ des Common Pools | 96 |
| a) Der (aus regulatorischer Sicht irrelevante) Fortbetrieb „aus eigener Kraft“ | 97 |
| b) Der Fortbetrieb aufgrund einer „Sanierungsentscheidung“ | 97 |
| 3. Abgrenzung: Die Produktion kollektiver Güter und das Anticommons-Problem | 99 |
| § 9 Zweck des Rechts der Unternehmenssanierung | 102 |
| § 10 Moderne Begriffsbildung und Kategorisierung | 104 |
| I. Das „Recht der Unternehmenskrise“ | 105 |
| II. Das Insolvenzrecht | 106 |
| III. Das Recht der Unternehmenssanierung | 107 |
| IV. Die Sanierungsentscheidung als (Des-)Investitionsentscheidung am Beispiel der „übertragenden Sanierung“ | 109 |
| V. Übersicht der neuen Kategorisierung | 110 |
| § 11 Zwischenergebnis | 111 |
| § 12 Drei Kernthesen zur Regulierung | 112 |
| Kapitel 4: Kollektives Handeln bei Sanierungsentscheidungen: Problemstellung und Lösungen | 115 |
| § 13 Die Sanierungsentscheidung als Akt privatautonomer Betätigung | 116 |
| § 14 Privatautonomie und Dilemmata der Rationalität | 117 |
| I. Scheitern privatautonomer Lösungen bei kollektivem Handeln | 118 |

| | | |
|------|--|-----|
| 1. | Die Produktion eines kollektiven Gutes..... | 119 |
| 2. | Kollektives Handeln in Gruppen | 120 |
| II. | Spieltheoretische Analyse der Sanierungsentscheidung..... | 122 |
| 1. | Die Unternehmenssanierung als kollektives Gut..... | 122 |
| 2. | Die Sanierungsbeteiligung im Lichte der Spieltheorie..... | 123 |
| a) | Die Unternehmenssanierung als „Spiel“ | 125 |
| b) | Vereinfachende Annahmen | 127 |
| 3. | (Strategische) Probleme in Sanierungsszenarien..... | 128 |
| a) | Trittbrettfahrer-Problematik | 129 |
| aa) | Sanierung trotz Trittbrettfahrens | 129 |
| bb) | Sanierung scheitert am Trittbrettfahren | 131 |
| cc) | Konsequenzen für die Regulierung von Unternehmenssanierungen | 132 |
| b) | Unvollständige Informationen und irrationales Verhalten .. | 132 |
| aa) | Gerechtigkeit, Fairness und Irrationalität..... | 133 |
| bb) | Notwendigkeit des eigenen Beitrags..... | 134 |
| cc) | Risikopräferenzen und unvollständige Informationen | 135 |
| c) | Akkordstörer-Strategien bei Sanierungsverhandlungen: eine Kategorisierung | 137 |
| aa) | Hold-Out-Problematik..... | 138 |
| bb) | Hold-Up-Problematik..... | 139 |
| cc) | Slow-Down-Problematik..... | 141 |
| dd) | Zwischenergebnis..... | 142 |
| d) | Einfluss von Transaktionskosten und „rationaler Apathie“. | 142 |
| 4. | Ableitungen für eine effiziente Regulierung..... | 144 |
| a) | Notwendige Verhinderung strategischen Verhaltens | 145 |
| b) | Hinreichende Information, Koordination und die Freiheit von Willensmängeln..... | 145 |
| c) | Die spieltheoretisch optimalen Rahmenbedingungen..... | 146 |
| III. | Zwischenfazit..... | 147 |
| § 15 | Die Sanierungsentscheidung als kollektiver Beschluss | 148 |
| I. | Die zwei Dimensionen des „Ob“ der Entscheidungsfindung..... | 149 |
| II. | Die Prinzipien der Entscheidungsfindung..... | 150 |
| 1. | Das Konsensprinzip..... | 151 |
| 2. | Das Autoritätsprinzip | 152 |
| 3. | Das Mehrheitsprinzip | 154 |
| III. | Primat des Mehrheitsprinzips als Entscheidungssystem..... | 154 |
| 1. | Das optimale Entscheidungssystem aus Kostensicht..... | 155 |
| a) | Übertragung auf Unternehmenssanierungen | 156 |
| b) | Grundlagen der Interdependenzkostenanalyse | 157 |
| c) | Die Wahl des optimalen Entscheidungssystems | 160 |

| | | |
|--|--|-----|
| 2. | Legitimation des Mehrheitsprinzips bei der Sanierungsentscheidung | 162 |
| a) | Vor- und Nachteile von Autoritäts- und Konsensprinzip | 163 |
| b) | Rechtfertigung des Mehrheitsprinzips als praktischer Kompromiss | 165 |
| c) | Grenzen des Mehrheitsprinzips | 167 |
| d) | Zwischenfazit | 169 |
| IV. | Zwischenergebnis | 169 |
| § 16 | Die verhaltenssteuernde Wirkung des Mehrheitsprinzips | 171 |
| Kapitel 5: Rahmenbedingungen einer Regulierung von Sanierungsentscheidungen | | |
| 173 | | |
| § 17 | Regulatorische Anknüpfungspunkte | 173 |
| I. | Zeitlicher Anknüpfungspunkt | 174 |
| 1. | Abstraktion der Insolvenztatbestände als regulatorischer Anknüpfungspunkt | 175 |
| a) | Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit als Insolvenzgründe | 176 |
| b) | Die drohende Zahlungsunfähigkeit als frühestmöglicher Zeitpunkt des Einsetzens insolvenzrechtlicher Wirkungen .. | 179 |
| c) | Ableitung regulatorischer Freiheiten des Gesetzgebers | 181 |
| 2. | Maßgeblichkeit des „Übergangs der Residualberechtigung“ | 183 |
| 3. | Zeitliche Bandbreite möglicher Anknüpfungspunkte | 187 |
| 4. | Stellungnahme und abschließende Bewertung | 191 |
| II. | Sachlicher Anknüpfungspunkt | 193 |
| III. | Personelle Anknüpfungspunkte | 194 |
| 1. | Gesellschafterinteresse und Interesse an Gesellschaftern | 194 |
| 2. | (Teil-)Kollektiver Regulierungsansatz | 196 |
| § 18 | Verfassungsrechtliche Gestaltungsgrenzen | 197 |
| I. | Ausgangspunkt des verfassungsrechtlichen Gestaltungsrahmens | 198 |
| II. | Die verfassungsrechtlichen Gestaltungsgrenzen im Einzelnen | 199 |
| 1. | Inhalts- und Schrankenbestimmungen des Art. 14 Abs. 1 GG | 200 |
| a) | Das Erfordernis eines besonderen „Eingriffsgrundes“ | 203 |
| b) | Der Erhalt des „wirtschaftlichen Werts“ der Rechtsposition | 207 |
| c) | Gewährleistung eines effektiven Rechtsschutzes | 209 |
| d) | Übertragbarkeit auf die Beteiligten in Unternehmenssanierungen | 211 |

| | | |
|------|--|-----|
| 2. | Allgemeiner Gleichheitssatz des Art. 3 Abs. 1 GG | 213 |
| 3. | Negative Vereinigungsfreiheit des Art. 9 Abs. 1 GG | 214 |
| 4. | Dispositionsfreiheit über den verfassungsrechtlichen Schutz | 215 |
| III. | Ableitungen für die Regulierung von Sanierungsentscheidungen | 216 |
| IV. | (Gesetzgeberische) Typisierungen im Recht der Unternehmenssanierung | 217 |
| § 19 | Die drei Common Pools im Recht der Unternehmenskrise | 220 |
| I. | Insolvenz-, Hybrid- und Sanierungs-Pool | 220 |
| II. | Einordnung und Interpretation der drei Common Pools | 223 |
| III. | Wege zur Bestimmung des verfassungsrechtlich garantierten „wahren“ Wertes | 226 |
| 1. | Die Sanierungsentscheidung als Gegenstand eines hypothetischen Rechts der Unternehmenssanierung | 227 |
| 2. | Alternative Entwicklungsszenarien bei Nichtzustandekommen der Sanierungsentscheidung | 227 |
| a) | Zerschlagung und Liquidation | 229 |
| b) | Insolvenzplan- und Restrukturierungsverfahren | 230 |
| c) | Freie Sanierung und verfahrensungebundener Fortgang | 231 |
| d) | Alternative Sanierungsentscheidungen als Alternativszenario? | 232 |
| 3. | Die Bestimmung des Wertes des Hybrid-Pools | 233 |
| 4. | Die Ableitung des „wahren“ Wertes einer Rechtsposition aus dem Hybrid-Pool | 237 |
| a) | Insolvenzferner Anwendungsfall | 238 |
| aa) | Gesicherte Gläubiger | 240 |
| bb) | Ungesicherte Gläubiger | 242 |
| cc) | Gesellschafter | 243 |
| b) | Insolvenznaher Anwendungsfall | 245 |
| IV. | Zwischenergebnis zur Bedeutung von Hybrid-Pool und Schlechterstellungsverbot | 249 |
| 1. | Erkenntnisse zu den drei Common Pools und dem „wahren“ Wert | 250 |
| 2. | Konsequenz: Notwendigkeit eines Umdenkens | 252 |
| 3. | Grenzen der Bestimmung des „wahren“ Wertes und typisierende Rechtssetzung | 253 |
| § 20 | Sanierungsbeiträge als „Investitionen“ | 255 |
| I. | „Investitionen“ im Rahmen der Unternehmenssanierung | 256 |
| II. | Ökonomische Konsequenzen des Schlechterstellungsverbot | 257 |
| 1. | „Automatisierte“ Leistung von Sanierungsbeiträgen bei Gläubigern | 258 |

| | | |
|------|--|-----|
| 2. | Gestaltung der Rechtsposition der Minderheit im Sanierungsplan | 259 |
| 3. | Zwischenergebnis: Konkretisierung des Investitionsbegriffs im Recht der Unternehmenssanierung | 261 |
| 4. | Sanierungsbeiträge von Gesellschaftern | 262 |
| a) | Die Residualberechtigung als verkomplizierender Faktor... | 262 |
| b) | Zahlungen an Gesellschafter als Anknüpfungspunkt einer Lösung | 264 |
| c) | Sanierungsbeitrag durch Verwässerung..... | 265 |
| d) | Sanierungsbeitrag durch Dividendensteuerung..... | 266 |
| e) | Zwischenergebnis..... | 269 |
| III. | Die Sanierungsentscheidung zwischen Investition und Planzustimmung | 269 |

Kapitel 6: Die Regulierung des „Ob“ der Sanierungsentscheidung

271

§ 21 Die Logik des Entscheidens durch Mehrheitsmacht.....

272

| | | |
|------|---|-----|
| I. | Von der bloßen „Personenmehrheit“ zum „Kollektiv“ | 272 |
| II. | Stimmrecht und Stimmrechtsmacht bei kollektiven Beschlüssen..... | 275 |
| 1. | Die Bestimmung des individuellen Stimmgewichts..... | 275 |
| 2. | Kriterien zur Differenzierung von Stimmrechtsmacht | 277 |
| a) | Proportionalitätsprinzip..... | 278 |
| b) | Das individuelle Interesse an der Entscheidung als Maßstab | 280 |
| III. | Gleichbehandlung bei Mehrheitsentscheidungen | 282 |
| IV. | Abstimmungs- bzw. Beschlussfassungsmodalitäten | 283 |

§ 22 Die Sanierungsentscheidung als Mehrheitsentscheidung

284

| | | |
|------|--|-----|
| I. | Das „Kollektiv“ der Beteiligten an der Sanierungsentscheidung..... | 284 |
| II. | Stimmrechts- und Machtverteilung..... | 288 |
| 1. | Kopf- oder Proportionalitätsprinzip? | 288 |
| 2. | Das Proportionalitätsprinzip bei der Sanierungsentscheidung..... | 289 |
| 3. | Die Behandlung gesicherter Gläubiger | 291 |
| a) | Rechtsökonomische Erwägungen gegen die Einbeziehung gesicherter Gläubiger | 292 |
| b) | Konsequenz: „Opt-In“-Recht als Gestaltungsmöglichkeit .. | 295 |
| c) | Zwischenergebnis..... | 297 |
| 4. | Alternativmodell: Sanierungsbeitrag als Maßstab der Stimmgewichtung?..... | 297 |
| III. | „Gruppenbezogene“ vs. „gruppenübergreifende“ Abstimmung | 299 |

| | | |
|--|---|------------|
| IV. | Festsetzung der notwendigen Zustimmungquote | 300 |
| 1. | Notwendigkeit einer „Mehrheit“ | 301 |
| 2. | Höhe der Zustimmungquote | 306 |
| V. | Minderheitenschutz und effektiver Rechtsschutz | 309 |
| 1. | (Grund-)Rechtsschutz durch Verfahren | 310 |
| 2. | Gleichbehandlung und Minderheitenschutz durch Verfahrensgestaltung | 311 |
| 3. | Reichweite und Grenzen des materiellen Kontrollmaßstabs | 312 |
| § 23 | Zusammenfassung und Zwischenergebnis | 315 |
| Kapitel 7: Die Regulierung des „Wie“ der Sanierungsentscheidung | | 317 |
| § 24 | Verteilungsregeln im Recht der Unternehmenskrise | 318 |
| I. | Begriffsbestimmung | 318 |
| II. | Wirkungsdynamik von Verteilungsregeln | 319 |
| 1. | Rechtliche Wirkungsmechanismen | 320 |
| 2. | Faktische Wirkung | 322 |
| 3. | Die Gestaltung des Wirkungsmechanismus und Rechtsschutzaspekte | 322 |
| 4. | Zwischenergebnis | 324 |
| III. | Überblick über die Gestaltungsvielfalt von Verteilungsregeln | 325 |
| 1. | „Fair Game“-Regel | 326 |
| 2. | Absolute Vorrangregel | 327 |
| 3. | Relative Vorrangregel | 327 |
| a) | Allgemeine Beispiele für relative Vorrangregeln | 328 |
| b) | Typisierende Relativierung nach dem ABI-Report für KMU | 331 |
| c) | Relativierung durch Berücksichtigung von Optionswerten | 331 |
| 4. | Ausnahmemodelle | 334 |
| a) | New Value Exception | 334 |
| b) | Gifting | 335 |
| c) | Gesellschafter-Geschäftsleiter-Ausnahme | 336 |
| d) | „VIP-Gesellschafter“-Ausnahme | 337 |
| 5. | (Gewinn-)Abschöpfungsklauseln | 337 |
| 6. | Zwischenergebnis | 339 |
| § 25 | Absoluter und relativer Vorrang in Deutschland und den USA | 340 |
| I. | Rechtshistorischer und rechtsvergleichender Hintergrund | 340 |

| | | |
|------|---|-----|
| 1. | Genese der Sanierungsregulierung in den USA und Deutschland..... | 340 |
| | a) Die USA als Vorreiter im Recht der Unternehmenssanierung | 341 |
| | b) Sanierungsregulierung vom Deutschen Reich bis heute..... | 344 |
| | c) Vergleichende Betrachtung | 346 |
| 2. | Die US-amerikanische Diskussion um Verteilungsregeln..... | 349 |
| | a) Der Siegeszug der absoluten Vorrangregel im US-Recht.... | 349 |
| | b) Folgeprobleme und fortschreitende Relativierung durch Ausnahmenbildung..... | 351 |
| II. | Das Für und Wider der absoluten Vorrangregel..... | 354 |
| 1. | Notwendigkeit einer fortgesetzten Beteiligung der Gesellschafter..... | 356 |
| | a) Gesellschafter als Träger essenziellen Humankapitals..... | 357 |
| | b) Gesellschafter als „Lenders of Last Resort“ | 358 |
| | c) Mangelndes Interesse an der Übernahme einer Gesellschafterstellung | 359 |
| 2. | Anreizstruktur und gesellschaftsrechtliche Haftungsverwirklichung | 360 |
| | a) Relativierungen als Gefahr für die gesellschaftsrechtliche Haftungsverfassung? | 361 |
| | b) Vertiefung problematischer Anreizwirkungen? | 362 |
| | aa) Anreizwirkungen innerhalb und außerhalb der Krise. | 362 |
| | bb) Liquidation vs. Sanierung..... | 365 |
| | c) Zwischenergebnis..... | 367 |
| 3. | Ineffizienz des absoluten Vorrangs gesicherter vor ungesicherten Gläubigern? | 368 |
| | a) Vor- und Nachteile von Kreditsicherheiten aus ökonomischer Sicht..... | 368 |
| | b) Auswirkungen von Relativierungen auf Fremdkapitalkosten | 370 |
| 4. | Die Bestimmung des Unternehmenswerts..... | 371 |
| | a) Unternehmensbewertungen als Quelle von Streitigkeiten ... | 371 |
| | b) Mechanismen zur Bestimmung des Unternehmenswertes: Good is good enough?..... | 373 |
| | c) Zwischenergebnis: Relativierung von Verteilungsregeln als Lösung? | 376 |
| 5. | Zusammenfassende Stellungnahme | 376 |
| | a) Von der „Desinvestition als Haftungsverwirklichung“ zur „Sanierung als Investition“ | 377 |
| | b) Verfassungsrecht und Optionswerte | 378 |
| III. | Zwischenergebnis..... | 379 |

| | |
|---|-----|
| § 26 Analyse der Gestaltung von Verteilungsregeln | 380 |
| I. Grundlegende Vorüberlegungen | 381 |
| II. Die zwei Stufen des „Wie“ der Entscheidungsfindung | 383 |
| 1. Stufe 1: Die Verteilung des Hybrid-Pools..... | 384 |
| a) Das Schlechterstellungsverbot als verfassungsrechtlich verankerte Verteilungsregel und Fundament der Vermögensverteilung | 384 |
| b) Praktische Handhabbarkeit des Schlechterstellungsverbots | 386 |
| aa) Typisierendes Ausblenden von Hoffnungswerten..... | 386 |
| bb) Mechanismen zur Handhabbarmachung der Schlechterstellungsprüfung | 388 |
| (1) Einwertiger Ansatz?..... | 388 |
| (2) Mehrwertiger Ansatz und dessen Modifikation | 390 |
| cc) Ökonomische Einordnung der Konsequenzen eines mehrwertigen Ansatzes | 393 |
| dd) Exkurs: Das Dilemma ineffizienter Kapitalmärkte in der Unternehmenskrise..... | 396 |
| 2. Stufe 2: Die Verteilung des Sanierungsmehrerlöses..... | 398 |
| III. Analyse der Verteilung des Sanierungsmehrerlöses..... | 398 |
| 1. Fortführung der grundlegenden Vorüberlegungen | 399 |
| 2. Einfluss verfassungsrechtlicher Wertungen | 400 |
| a) Art. 14 GG und das „Wertaufholungsgebot“?..... | 401 |
| b) Vorgaben durch Art. 3 GG? | 402 |
| aa) (Vertikale) Differenzierung zwischen Arten von Rechtspositionen? | 403 |
| bb) (Horizontale) Differenzierung innerhalb einer Art von Rechtspositionen | 404 |
| cc) Rechtfertigungsmöglichkeiten horizontaler Differenzierungen | 405 |
| c) Zwischenfazit..... | 407 |
| 3. Analyse aus ökonomischer und verhandlungstheoretischer Perspektive..... | 408 |
| a) Verhandlungstheoretische Einordnung | 408 |
| aa) Sanierungsmehrerlös als Ergebnis erhandelter Wertschöpfung..... | 409 |
| bb) Effizienz von Sanierungsverhandlungen..... | 411 |
| cc) Verhandlungstheoretische Funktion von Verteilungsregeln | 412 |
| b) Ökonomische Analyse der Sanierungsverhandlungen..... | 413 |
| aa) Grundlegende Anreizstruktur | 413 |
| bb) Auswirkungen der absoluten Vorrangregel als Vergleichsbasis | 414 |

| | |
|--|-----|
| (1) (Vertikale) Verteilung zwischen Arten von Rechtspositionen | 415 |
| (2) (Horizontale) Verteilung innerhalb einer Art von Rechtspositionen | 416 |
| (3) Absolute Vorrangregel bei Investitionsentscheidungen | 418 |
| cc) Verteilung des Sanierungsmehrerlöses ohne rechtliche Vorgaben | 419 |
| (1) Horizontal und vertikal wirkende Anreize | 419 |
| (2) Verhandlungstheoretische Analyse der Vorteile flexibler Verteilungen..... | 420 |
| (3) Zwischenfazit..... | 423 |
| dd) Missbrauchsprävention und Verhandlungshindernisse..... | 423 |
| (1) Missbrauch von Verhandlungsmacht..... | 424 |
| (2) Strategische Koalitions- und Mehrheitsbildung | 425 |
| (3) Verhandlungshindernisse allgemeiner Art..... | 426 |
| (a) Informationsasymmetrien..... | 426 |
| (b) Transaktionskosten..... | 428 |
| c) Wesentliche Ergebnisse der Analyse | 429 |
| 4. Zwischenfazit..... | 430 |
| IV. Regulierungsvorschlag: die investitionsbasierte Verteilungsregel..... | 430 |
| 1. Minimale Invasivität des Verteilungsmodells..... | 431 |
| 2. Die „4 goldenen Regeln“ der investitionsbasierten Vermögensverteilung | 431 |
| a) Erläuterungen zu Regel Nr. 1 | 432 |
| b) Erläuterungen zu Regel Nr. 2 | 433 |
| aa) Systemimmanenter Schutz vor Missbrauch | 434 |
| bb) Flexibilität durch weites Verständnis der „Investition“ | 435 |
| c) Erläuterungen zu Regel Nr. 3 | 437 |
| aa) Option 1: „weiche“ Desinvestition | 438 |
| bb) Option 2: „harte“ Desinvestition | 439 |
| d) Erläuterungen zu Regel Nr. 4 | 441 |
| e) Zusammenfassende Bewertung aus Anreizgesichtspunkten..... | 441 |
| 3. Rahmensetzung durch ergänzende Vorschriften | 442 |
| a) Rechtsschutzaspekte..... | 442 |
| b) Informationsgewinnung und -verteilung..... | 444 |
| § 27 Zusammenfassung und Zwischenergebnis | 444 |

| | |
|---|-----|
| Kapitel 8: Bewertung des geltenden Rechts im Lichte der ökonomischen Grundlagen der Regulierung der Sanierungsentscheidung..... | 447 |
| § 28 Legitimation und Ziele des Rechts der Unternehmenssanierung | 447 |
| § 29 Wichtige Rahmenbedingungen des geltenden Rechts | 448 |
| I. Zeitlicher Anknüpfungspunkt..... | 449 |
| II. Personeller Anknüpfungspunkt..... | 451 |
| III. Verfahrenstechnische Einleitung von Sanierungsverfahren | 451 |
| 1. Verfahrensiniiierung im Insolvenz- und Restrukturierungsrecht | 452 |
| 2. Bewertung und Stellungnahme | 453 |
| IV. Ergänzende Vorschriften im Recht der Unternehmenssanierung..... | 454 |
| § 30 Das Mehrheitsprinzip im Kollektiv der Beteiligten..... | 455 |
| I. Die Abstimmung über Sanierungspläne im geltenden Recht..... | 455 |
| II. Bewertung und Stellungnahme | 457 |
| 1. Reaktion auf Kollektivhandlungsprobleme..... | 457 |
| 2. Gruppenbezogene vs. gruppenübergreifende Abstimmungen | 457 |
| a) Einordnung der Problematik..... | 458 |
| b) Kritik und Rechtfertigung von „gruppenübergreifenden“ Abstimmungen | 460 |
| aa) Faktische Legalisierung von Minderheitsentscheidungen | 460 |
| bb) Erhöhte Legitimation durch Bildung von Untergruppen?..... | 462 |
| cc) Praktikabilitätsgewinn durch Gruppenbildung? | 464 |
| c) Zwischenergebnis..... | 465 |
| 3. Notwendige Zustimmungsquote | 465 |
| III. Reformvorschläge | 465 |
| § 31 Vermögensverteilung nach der investitionsbasierten Verteilungsregel | 466 |
| I. Allgemeine Betrachtung der Verteilungsregeln im geltenden Recht ... | 467 |
| II. Bewertung und Stellungnahme | 468 |
| 1. Der Cram Down als geltender Wirkungsmechanismus | 469 |
| 2. Schlechterstellungsverbot..... | 470 |
| a) Rechtsschutzverkürzung durch Ausgestaltung im geltenden Recht..... | 470 |

| | | |
|--|---|-----|
| b) | Die unzureichende Berücksichtigung der ökonomischen Grundlagen bei der Auslegung der geltenden Schlechterstellungsverbote | 472 |
| aa) | Abstrakte Berücksichtigung des Hybrid-Pools im geltenden Recht..... | 473 |
| (1) | Inhaltlicher Gleichlauf von gruppenbezogenen und individuellen Schlechterstellungsverböten... | 473 |
| (2) | Geltende Interpretationsansätze..... | 474 |
| (3) | Anwendung des mehrwertigen Ansatzes | 476 |
| bb) | Konkrete Berücksichtigung im Insolvenzplan- und Restrukturierungsrecht | 477 |
| c) | Zwischenergebnis..... | 478 |
| 3. | Verteilung des Sanierungsmehrerlöses | 479 |
| a) | Rechtsschutzverkürzung durch gruppenbezogene Prüfung | 479 |
| b) | Kollision von Schlechterstellungsverbot und absoluter Vorrangregel | 482 |
| c) | Vereinbarkeit von Flexibilität und „angemessener Beteiligung“ | 484 |
| aa) | Effektivität geltender Ausnahmen und Durchbrechungen? | 484 |
| (1) | Vertikale Flexibilität (zugunsten der Gesellschafter) | 484 |
| (2) | Horizontale Flexibilität (zugunsten mancher Gläubiger)..... | 485 |
| (3) | Zwischenfazit..... | 486 |
| bb) | Die Berücksichtigung des Sanierungsbeitrags bei der Wertverteilung | 487 |
| (1) | Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung als Grundprinzip..... | 487 |
| (2) | Äquivalenz vs. Sachgerechtigkeit? | 488 |
| (3) | Ableitungen für das geltende Recht..... | 489 |
| cc) | Überlegenheit eines investitionsbasierten Verteilungsmodells | 491 |
| III. | Reformvorschläge | 492 |
| § 32 | Zusammenfassung und Ergebnis | 494 |
| Kapitel 9: Abschließende Zusammenfassung und Würdigung.. | | |
| § 33 | Reflexion und Ausblick..... | 497 |
| § 34 | Zusammenfassung und Thesen | 498 |

| | |
|----------------------------|-----|
| Literaturverzeichnis..... | 507 |
| Stichwortverzeichnis | 533 |

Tabellen- und Abbildungsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| Tabelle 1: Die Bestimmung des Wertes des Hybrid-Pools insgesamt | 234 |
| Tabelle 2: Die Verteilung des Hybrid-Pools | 240 |
| Tabelle 3: Die Bestimmung der Rechtsposition des gesicherten Gläubigers | 241 |
| Tabelle 4: Die Bestimmung der Rechtsposition des ungesicherten Gläubigers | 243 |
| Tabelle 5: Die Bestimmung der Rechtsposition des Gesellschafters | 245 |
| Tabelle 6: Die Bestimmung des Wertes des Hybrid-Pools insgesamt | 246 |
| Tabelle 7: Die Verteilung des Hybrid-Pools | 246 |
| Tabelle 8: Die Bestimmung der Rechtsposition des gesicherten Gläubigers | 247 |
| Tabelle 9: Die Bestimmung der Rechtsposition des ungesicherten Gläubigers | 248 |
| Tabelle 10: Die Bestimmung der Rechtsposition des Gesellschafters | 249 |
| | |
| Abbildung 1: Systematisierung der Common Pool-Problematik bei Unternehmenskrisen | 93 |
| Abbildung 2: Kategorisierung des Rechts der Unternehmenssanierung | 111 |
| Abbildung 3: Interdependenzkostenkurve..... | 159 |
| Abbildung 4: Die drei Common Pools im Recht der Unternehmenssanierung | 223 |
| Abbildung 5: Die Common Pools im Recht der Unternehmenssanierung (modifiziert auf Rechtsschutzebene)..... | 395 |

Kapitel 1

Einführung

Krisen und Scheitern sind Teil des Lebens. Das gilt für Menschen wie für Unternehmen.¹ Das Recht kann helfen, die Krise zu meistern. Während sich der Staat bei menschlichen Krisen schützend vor den Einzelnen² stellt, betont er vor allem mit den für Unternehmenskrisen geltenden Gesetzen, dass eine Marktwirtschaft auf „Selbstreinigungsprozesse“ zu setzen hat³. Erforderlich ist nämlich eine Trennung der „Spreu vom Weizen“, also der sanierungswürdigen und -fähigen Unternehmen von denjenigen, bei welchen die Unternehmenskrise nur gleichsam notwendiges Zwischenstadium auf dem Weg in die unabwendbare Insolvenz ist. Insofern verlangt die Unternehmenskrise nach einer Entscheidung: Sollen Sanierungsmaßnahmen tatsächlich vorgenommen werden – und wenn ja, welche? Grundvoraussetzung für „richtige“ Entscheidungen dieser Art ist, dass ein (rechtlicher) Rahmen besteht, der es den Beteiligten ermöglicht, frei von ineffizienten Anreizen über die Sanierung des Unternehmens zu urteilen. Die Gestaltung eines solchen Rahmens für das Zustandekommen von „Sanierungsentscheidungen“ ist Gegenstand der vorliegenden Arbeit.

Zu fragen ist damit: Wie sollte ein „optimales“ Recht der Unternehmenssanierung aussehen? Dieser *rechtspolitischen* Frage haben sich schon zahlreiche rechtswissenschaftliche Beiträge gewidmet.⁴ Auch diese Arbeit wird ihr nach-

¹ Vgl. *Schumpeter*, Konjunkturzyklen, S. 102 f.

² Zum Zwecke der besseren Lesbarkeit wird in dieser Arbeit das generische Maskulinum verwendet. Entsprechende Formulierungen umfassen stets Personen aller Geschlechter gleichermaßen und adressieren diese in gleichberechtigter Weise.

³ Vgl. etwa zur Insolvenzordnung BT-Drs. 12/2443, S. 75 ff. sowie zum Unternehmensstabilisierungs- und restrukturierungsgesetz BT-Drs. 19/24181, S. 86.

⁴ Entsprechende Beiträge stammen beispielsweise von *Eidenmüller*, ZIP 2010, 639 ff.; *ders.*, Finanzkrise, passim; *Bork*, ZIP 2010, 397 ff.; *Jacoby*, ZGR 2010, 359 ff.; *Hirte*, ZGR 2010, 224 ff.; *Westpfahl*, ZGR 2010, 385 ff.; *Westpfahl/Janjuah*, Beilage zu ZIP 3/2008, 1 ff.; *Jaffé/Friedrich*, ZIP 2008, 1849, 1856 ff.; *Flessner*, KTS 2010, 127, 141 ff.; *Beissenhirtz*, ZinsO 2011, 57, 66 ff.; *Siemon*, NZI 2016, 57 ff.; *Goetker/Schulz*, ZIP 2016, 2095 ff. – Grundlegende monographische Arbeiten zum Recht der Unternehmenssanierung finden sich insbesondere bei *Flessner*, Sanierung und Reorganisation, passim; *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung, passim; *Madaus*, Insolvenzplan, S. 433 ff. Umfassende Vorschläge finden sich bereits bei *Künne*, Außergerichtliche Vergleichsordnung, passim. Schließlich ist die Ausgestaltung des Rechts der Unternehmenssanierung Gegenstand zahlreicher Dissertatio-

gehen. Doch sie wird über den aktuellen Stand des wissenschaftlichen Diskurses hinaus neue Antworten finden – nicht nur durch ganz eigene, der bisherigen Rechtswissenschaft weitgehend fremde Perspektiven und Forschungsansätze auf diese Materie, sondern auch durch den ganz speziellen Zuschnitt und Fokus auf die „Sanierungsentscheidung“ als regulatorischen Anknüpfungspunkt. Dabei wird sich herausstellen, dass das geltende Recht die ökonomisch indizierte Machtverteilung bei der Sanierungsentscheidung ignoriert. Es minimiert die dabei auftretenden Kollektivhandlungsprobleme nicht weit genug und überreguliert gleichzeitig die inhaltlichen Anforderungen an Sanierungspläne. Eine Regulierung des Rechts der Unternehmenssanierung muss sich – anders als das geltende Recht – der richtigen Anknüpfungspunkte für das „Ob“ und das „Wie“ einer Sanierungsentscheidung bedienen.

Die Frage nach der Ausgestaltung eines „optimalen“ Rechts der Unternehmenssanierung kann nur zufriedenstellend beantwortet werden, wenn ein klarer Maßstab besteht, anhand dessen man eine rechtliche Gestaltung als „besser“ oder „schlechter“ qualifizieren kann. Im Gegensatz zu früheren Ansätzen wird in dieser Arbeit auf den Mehrertrag interdisziplinärer Forschung gesetzt. Neben klassischen juristischen Methoden sowie den angesichts des gewählten Themas gebotenen rechtsvergleichenden Seitenblicken erfolgt die Untersuchung insbesondere anhand ökonomischer Erkenntnisse, etwa aus der Spieltheorie, der Institutionenökonomik, der politischen Ökonomie sowie der Investitionstheorie und der Unternehmensfinanzierung. Als bedeutsame Maßstäbe für rechtspolitische Impulse lassen sich auf der einen Seite die *Effizienz* und auf der anderen Seite die *innere Logik* sowie die daraus resultierende *Systemstimmigkeit* von Rechtsgestaltungen ableiten.

§ 1 Problemdarstellung

Unternehmen geraten aus den verschiedensten Gründen in wirtschaftliche Krisen. Manche sind nicht nachhaltig rentabel und damit letztlich nicht zukunftsfähig. Sie sollten eingestellt und aufgelöst werden. Andere Unternehmen dagegen leiden zwar akut unter dem finanziellen Druck ihrer Kapitalgeber, weisen jedoch einen zukunftsfähigen *Business Case* auf. Diese Unternehmen sollten gerettet werden. Rettung bedeutet dabei insbesondere, dass der von den Kapitalgebern ausgehende finanzielle Druck reduziert werden muss. Das erfolgt

nen; vgl. insbesondere *Geldmacher*, Das präventive Sanierungsverfahren, S. 155 ff.; *A. Braun*, Die vorinsolvenzliche Sanierung von Unternehmen, S. 74 ff.; *Heßel*, Das vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren, S. 105 ff.; *Wahlers*, Ausgestaltung und Erforderlichkeit eines vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens, S. 143 ff.; *Tollenaar*, Pre-Insolvency Proceedings, Rn. 8.01 ff.; *Köth*, Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren, S. 444 ff.; *Henneberg*, Gläubigerrechte, Rn. 611 ff.; *Singer*, Vorinsolvenzlicher Restrukturierungsrahmen, S. 146 ff.

grundsätzlich, indem bestehende Verbindlichkeiten reduziert oder neue Finanzierungen eingeholt werden. In jedem Fall bedarf es einer Neuordnung der Finanzstruktur. Dafür sollte das sich in der Krise befindende Unternehmen einen Sanierungsprozess durchlaufen.

Problematisch ist jedoch, dass auf den ersten Blick Kapitalgeber keinen Anreiz haben, sich an diesem Sanierungsprozess zu beteiligen. Denn dazu müssten sie zum einen etwa auf Forderungen verzichten und eine Störung des ursprünglichen Äquivalenzverhältnisses zum schuldnerischen Unternehmen hinnehmen. Zum anderen müssen regelmäßig neue Finanzierungen geleistet werden, was jedoch typischerweise daran scheitert, dass eine Kapitalzufuhr von den potenziellen Kapitalgebern aufgrund des antizipiert hohen Ausfallrisikos des Schuldners als unwirtschaftlich eingeschätzt wird. Es ist damit Aufgabe der sanierungswilligen Beteiligten, die Sanierungsunwilligen von der ökonomischen Sinnhaftigkeit der Sanierung des schuldnerischen Unternehmens zu überzeugen. Das erfolgt, indem der Mehrwert aufgezeigt wird, den eine Sanierung für jeden einzelnen Beteiligten generieren kann. Insofern leben Unternehmenssanierungen von Verhandlungen zwischen den Beteiligten.

Doch selbst wenn allen Beteiligten dieser Mehrwert klar sein sollte, kann es einzelne Beteiligte geben, die die Situation ausnutzen, um eigene Interessen durchzusetzen, die zulasten anderer Beteiligter oder sogar des Sanierungsvorhabens als Ganzes gehen. Sie blockieren das konsensuale Zustandekommen von Sanierungsplänen als sog. „Akkordstörer“ oder agieren als „Trittbrettfahrer“, indem sie hoffen, dass sie auf ihre eigene Rechtsposition beharren können, während andere Beteiligte hinreichende Sanierungsbeiträge leisten. Ein solches Verhalten provoziert nicht nur ökonomische Probleme. Aus rechtstheoretischer Perspektive steht es auch im Spannungsfeld zwischen einer legitimen Ausübung der Privatautonomie einerseits und der (Verteilungs-)Gerechtigkeit andererseits.⁵

In der sog. Akkordstörer-Entscheidung aus dem Jahre 1991 hat der BGH diese dem damaligen Recht immanente Problematik erkannt, jedoch nicht durch Auslegung oder durch Rechtsfortbildung lösen können; vielmehr hat er betont, dass die Lösung durch den Gesetzgeber zu erfolgen habe.⁶ Solange die Ausgestaltung des geltenden Rechts die Privatautonomie der Beteiligten in der Weise priorisiere, dass auch das Verhalten von Akkordstörern hinzunehmen sei, sei das zu akzeptieren. Freilich trat der Gesetzgeber dieser Problematik knapp 100 Jahre zuvor bereits bei Einführung der Reichskonkursordnung mit

⁵ Vgl. *Wüst*, in: FS Wiese, S. 649, 652.

⁶ BGHZ 116, 319, 326 (co-op). – Vgl. exemplarisch zur rechtswissenschaftlichen Diskussion um das Akkordstörer-Urteil *Oelrichs*, Gläubigermitwirkung, S. 14 f.; *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 188 ff.; *Vuia*, Verantwortlichkeit von Banken, S. 388 ff.; *Häuser*, in: Ellenberger/Bunte (Hrsg.), BankR-HdB, § 65 Rn. 31 ff.; *Uhlenbruck*, BB 2001, 1641, 1644 f.; vgl. auch den instruktiven Überblick bei *Brocke*, Mitwirkungs- und Kooperationspflichten, S. 154 ff.

der Schaffung des Zwangsvergleichs nach §§ 173 ff. KO entgegen.⁷ Allerdings konnte sich dieses Instrument zur Bändigung von Akkordstörern praktisch ebenso wenig wie das Verfahren nach der VerglO von 1935 durchsetzen.⁸ Heutzutage besteht sowohl mit dem Insolvenzplanverfahren nach der Insolvenzordnung (InsO)⁹ als auch dem Restrukturierungsverfahren nach dem Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz (StaRUG)¹⁰ die Möglichkeit, Beteiligte an einen Sanierungsplan zu binden, dem sie nicht zugestimmt haben und der deshalb nach den Grundsätzen der (reinen) Privatautonomie eigentlich keine Wirkung gegen sie entfalten dürfte.

Fraglich ist jedoch zum einen, ob diese Verfahren die aufgezeigte Problematik in effektiver und effizienter Weise lösen, und zum anderen, ob nicht die Lösungsansätze, die seit Inkrafttreten der InsO im Jahre 1999 – bei weitgehender Übernahme der im US-Recht entwickelten Prinzipien und Verfahrensmuster¹¹ – bis heute tradiert werden, von Grund auf neu durchdacht werden müssen. Die Arbeit verneint die erste und bejaht die zweite Frage. Sie kommt zu diesem Ergebnis, indem sie die theoretischen Grundlagen des Rechts der Unternehmenssanierung aufarbeitet. Die Untersuchung orientiert sich dabei – anders als viele der Vorarbeiten in diesem Themenkomplex – zunächst am *Faktischen* und leitet sodann das *Rechtliche* aus den Erkenntnissen einer ökonomischen Analyse der tatsächlichen Zusammenhänge ab.

§ 2 Fragestellung, Untersuchungsgegenstand und Grenzen

Die Fragestellung, der in dieser Untersuchung nachgegangen wird, lautet abstrakt: *Nach welchen Prinzipien und auf Basis welcher Grundlagen sollte ein effizientes Recht der Unternehmenssanierung gestaltet sein?* Daraus lassen

⁷ Vgl. insofern schon *Hahn*, Materialien zur KO, S. 47: „Darum darf kein Gläubiger rücksichtslos gegen die Anderen sein einzelnes Befriedigungsrecht gegen den Schuldner verfolgen [...]; das gleiche Recht Aller verlangt, daß Keiner seinen Anspruch anders als im gemeinschaftlichen Verfahren ausübe [...] Jede Vermehrung, jede Verminderung der Masse trifft alle Gläubiger gleichmäßig ... Und weil das gleiche Recht Aller bedenklich gefährdet ist, wenn ein einzelner Gläubiger eigensinnig oder eigensüchtig sein Interesse aufgrund formalen Rechts durchsetzen kann, so müssen die Beschlüsse der Mehrheit die Minderheit binden. Das vor allem ist der Grund, das Ziel und die Grenze eines Zwangsvergleiches (Akkordes).“

⁸ Ausführlich dazu § 25 I. 1. b) (S. 344 ff.).

⁹ Gesetz vom 05. Oktober 1994, BGBl. I, S. 2866.

¹⁰ Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz – StaRUG) als Artikel 1 des Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetz – SanInsFoG) vom 22. Dezember 2020, BGBl. I, S. 3256.

¹¹ Vgl. ausführlich zur Entwicklung des US-amerikanischen Rechts der Unternehmenssanierung § 25 I. 1. a) (S. 341 ff.).

sich verschiedene Unterfragen ableiten, aus denen sich auch der Aufbau der Untersuchung ergibt:

- 1) Wie lassen sich das Insolvenzrecht und das Recht der Unternehmenssanierung voneinander abgrenzen? Welche unterschiedlichen Ziele werden verfolgt? (Kapitel 3)
- 2) Was ist der *tatsächliche* Kern des Problems, das das Recht der Unternehmenssanierung zu lösen versucht? Welcher *rechtliche* Lösungsmechanismus bietet sich an? (Kapitel 4)
- 3) Was sind die allgemeinen rechtlichen und ökonomischen Rahmenbedingungen, denen das Recht der Unternehmenssanierung – und zwar spezifisch in Bezug auf die Sanierungsentscheidung – unterliegt? (Kapitel 5)
- 4) Nach welchen Prinzipien richtet sich das Zustandekommen einer Sanierungsentscheidung? (Kapitel 6)
- 5) Nach welchen Prinzipien richtet sich die Vermögensverteilung einer Sanierungsentscheidung? (Kapitel 7)
- 6) Wie könnte auf Basis dieser Erkenntnisse ein effizientes Recht der Unternehmenssanierung gestaltet sein? Inwiefern spiegeln sich diese Erkenntnisse im geltenden Recht wider? (Kapitel 8)

Der Untersuchungsgegenstand ist durch diese Fragen grob umrissen. Es geht um die Untersuchung der Wechselwirkungen von Recht und Realität, von der dienenden Funktion des Rechts und der Ableitung von Recht als Reaktion auf tatsächliche Probleme. Insofern gilt mit *Schmidtbleicher*: „Dem Recht kommt bei der Ordnung des menschlichen Zusammenlebens zwar eine fundamentale – nämlich gestaltende – Wirkung zu; jedoch hat das Recht in diesem Sinne nur eine dienende (Umsetzungs-)Funktion gegenüber den Erkenntnissen anderer Forschungsgebiete [...]. Eine Untersuchung des Rechts der Unternehmenssanierungen darf sich daher auch bei diesem Problemkomplex nicht deren Methoden und Erkenntnissen verschließen.“¹²

Kern der Arbeit ist die Untersuchung der Sanierungsentscheidung. Es handelt sich bei der Sanierungsentscheidung um das Zustandekommen einer kollektiven Entscheidung über die Verteilung eines begrenzten Vermögens, wie sie sich aus einem Sanierungsplan als Entscheidungsgegenstand ergibt. Auf individueller Ebene bildet sie die Entscheidung eines jeden Beteiligten darüber ab, ob dem Sanierungsplan und dessen Inhalt – und damit möglicherweise auch der Leistung eigener Sanierungsbeiträge – zugestimmt wird. Die Summe der individuellen Entscheidungen geht in der kollektiven Sanierungsentscheidung auf.

Die Sanierungsentscheidung ist damit auf der einen Seite der Gravitationspunkt derjenigen Kollektivhandlungsprobleme, die das Recht lösen soll. Auf

¹² *Schmidtbleicher*, Anleihegläubigermehrheit, S. 74 f.

der anderen Seite bildet sie den tatsächlichen Lebenssachverhalt ab, der als Anknüpfungspunkt für das Recht dient. Die maßgeblichen Gegenstände dieser Arbeit sind die Analyse der rechtlichen und ökonomischen Rahmenbedingungen von Sanierungsentscheidungen sowie die Untersuchung des Zustandekommens („Ob“) einer Sanierungsentscheidung und der ihr zugrunde liegenden Vermögensverteilung („Wie“).

Die Untersuchung wird sich dabei auf Unternehmen – im Sinne einer planvoll organisierten Wirtschaftseinheit mit dem Ziel, durch die Kombination von Produktionsfaktoren Sachgüter und Dienstleistungen zu produzieren und diese gewinnbringend am Markt abzusetzen¹³ – und Unternehmenskrisen beschränken. Finanzielle Krisen von Privatpersonen werden nicht behandelt. Sofern nicht ausdrücklich auch auf andere Rechtsträger Bezug genommen wird, gelten die Ausführungen ausschließlich für Kapitalgesellschaften – primär GmbH und AG. Grund dafür ist die überragende praktische und wirtschaftliche Bedeutung, die diesen Rechtsformen zukommt.¹⁴ Gerade aufgrund der Beschränkbarkeit der persönlichen Haftung von Gesellschaftern für Verbindlichkeiten der Gesellschaft ohne „Nachschusspflichten“ ergeben sich in Unternehmenskrisen besondere Fragestellungen, die bei natürlichen Personen oder Personengesellschaften mit natürlichen Personen als haftenden Gesellschaftern grundsätzlich nicht bestehen.¹⁵

Die Ausführungen zum Recht der Unternehmenssanierung beschränken sich auf finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen. Leistungswirtschaftliche Aspekte¹⁶ werden zwar an vielen Stellen der Untersuchung von Relevanz sein, sie sind jedoch nicht Gegenstand des Rechts der Unternehmenssanierung. Grund dafür ist die – im Detail noch herauszuarbeitende – spezifische Zwecksetzung der Regulierung: Es geht um die Verhinderung von Marktversagen durch Kollektivhandlungsprobleme, die in Form des Trittbrettfahrens bei der sog. Produktion kollektiver Güter auftreten können. Mangels Drittbezogenheit leistungswirtschaftlicher Maßnahmen liefe dieser Regelungszweck ins Leere. Nur dort, wo es der Modifikation einer bestehenden Rechtsposition eines „Dritten“ (Kapitalgebers) oder der Neubegründung einer solchen bedarf, kann das Recht der Unternehmenssanierung seinen Zweck erfüllen.

Im Übrigen geht die Untersuchung *nicht* – beziehungsweise nur überblicksartig zwecks Vervollständigung des Gesamtbildes – auf andere Forschungsgegenstände im Kontext von Unternehmenssanierungen ein. Insbesondere sozial-

¹³ Statt vieler – freilich zum Begriff des „Betriebs“ – *Wöhe/Döring/Brösel*, Betriebswirtschaftslehre, S. 4, 27; *Servatius*, Gläubigereinfluss durch Covenants, S. 17.

¹⁴ Vgl. zur Bedeutung der GmbH als Rechtsform in Deutschland *MüKoGmbHG/Fleischer*, Einl. Rn. 204; zur Bedeutung der Aktiengesellschaft *MüKoAktG/Habersack*, Einl. Rn. 5 ff., 11.

¹⁵ Vgl. dazu ausführlich noch § 6 II. (S. 52 ff.).

¹⁶ Vgl. zur Abgrenzung von leistungs- und finanzwirtschaftlichen Sanierungsmaßnahmen § 4 II. 3. (S. 22 f.).

rechtspolitisch zu diskutierende Aspekte, wie die Einbeziehung von Arbeitnehmer- oder Verbraucherrechtspositionen in ein Recht der Unternehmenssanierung, können nicht behandelt werden. Auch auf Fragen der Ausgestaltung rein formeller Verfahrensaspekte, wie insbesondere der gerichtlichen Einbindung sowie vertiefender Details zu etwaigen Rechtsschutzmechanismen, kann nur am Rande eingegangen werden. Ebenfalls außer Betracht bleiben die – gerade aus Binnenperspektive der Beratungspraxis naturgemäß sehr relevanten – Aspekte begleitender Berater und (Insolvenz-)Verwalter. Es liegt in der Natur der Sache, dass der untersuchte Lebenssachverhalt „Unternehmenssanierung“ aufgrund seines primär privatautonomen Charakters die Abwesenheit staatlicher Institutionen als regulativen Ausgangspunkt vorsieht. Dementsprechend obliegt etwa die Leitung des Sanierungsverfahrens dem Schuldner oder den Kapitalgebern. Auch eine Untersuchung etwaiger Einflüsse vorsorgender Sanierungsmaßnahmen, insbesondere durch sog. *Covenants*¹⁷ in Kreditverträgen, erfolgt nicht.¹⁸

Die Erwägungen dieser Arbeit gelten außerdem nicht für (systemrelevante) Banken, die sich in der Krise befinden. Für diese gibt es ein eigenes europarechtlich determiniertes Abwicklungsregime (sog. Single Resolution Mechanism).¹⁹ Das Pendant dessen, was in dieser Arbeit als Sanierungsentscheidung *der Beteiligten* analysiert wird, ist im Abwicklungsrecht die Sanierungsentscheidung *durch eine staatliche Stelle* – und zwar je nach Einzelfall durch das europäische Single Resolution Board oder durch die nationalen Abwicklungsbehörden.²⁰ Die Entscheidungsfindung erfolgt dann gerade nicht – wie für die Zwecke dieser Arbeit vorausgesetzt – privatautonom, sondern staatlich determiniert. Nicht der Wille der Beteiligten steht bei dem autoritären Akt im Vordergrund, sondern öffentliche Interessen wie insbesondere die Stabilität des (europäischen) Finanzmarktes.

Schließlich können Aspekte des Umgangs mit Informationsasymmetrien im Kontext von Unternehmenssanierungen nicht ausführlich, sondern nur punktu-

¹⁷ Vgl. dazu noch § 4 II. 6. a) (S. 29).

¹⁸ Vgl. ausführlich dazu *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung, S. 133 ff.; spezifisch zu *Covenants* als Frühwarnsysteme *Servatius*, Gläubigereinfluss durch *Covenants*, S. 64 ff.

¹⁹ Vgl. dazu die Single Resolution Mechanism Regulation (VO [EU] Nr. 806/2104 sowie VO [EU] 2019/877) und die Bank Resolution and Recovery Directive (RL 2014/59/EU), national vor allem umgesetzt durch das Sanierungs- und Abwicklungsgesetz (SAG, Gesetz vom 10. Dezember 2014, BGBl. I, S. 2091); vgl. instruktiv zum EU-Abwicklungsmechanismus Fischer/Schulte-Mattler/*Fischer/Krolop*, KWG, Einführung Rn. 170 ff.; *Fried/Kater*, in: *Finanzderivate*, § 29 Rn. 1 ff. – Bis zum 29. Dezember 2020 bestand außerdem das Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten (KredReorgG), welches bestimmten Banken ein besonderes Sanierungsrecht bot (vgl. Art. 12 des Risikoreduzierungs-gesetz vom 9. Dezember 2020, BGBl. I, S. 2773).

²⁰ Vgl. Art. 18 ff. VO (EU) Nr. 806/2104 sowie § 77 Abs. 1 SAG. – Vgl. zur Abgrenzung der Zuständigkeiten Art. 7 Abs. 2 und 3 VO (EU) Nr. 806/2104.

ell untersucht werden. Das Thema begründet einen eigenen Untersuchungsgegenstand, dessen Erforschung in dieser Arbeit nicht geleistet werden kann. Zur Einordnung: Jede Entscheidung – und damit auch die Sanierungsentscheidung – wird auf Basis von Informationen gefällt. Die naturgemäße Abwesenheit perfekter Informationen sowie deren ungleich verteilte Verfügbarkeit zwischen den an der Sanierung Beteiligten können verschiedene Formen von Marktversagen hervorrufen.²¹ Diese Ineffizienzen bestehen *neben* den in dieser Arbeit im Fokus liegenden Kollektivhandlungsproblemen bei der Sanierungsentscheidung bzw. treten ergänzend als Auslöser hinzu²². Insofern verbleibt Raum für weitergehende Forschungsvorhaben. Für die vorliegende Untersuchung gilt – soweit nicht ausdrücklich anderslautend darauf hingewiesen wird – die Annahme, dass alle Beteiligten ihre individuelle Sanierungsentscheidung mit einem *hinreichenden* Maß an Informationen treffen.

§ 3 Ziel, Gang und Methodik der Untersuchung

Ziel der Arbeit ist die Schaffung eines dogmatischen Fundaments für ein effizientes Recht der Unternehmenssanierung, das die Koordination der Beteiligten bei der Sanierungsentscheidung erleichtert. Die Untersuchung betrachtet dazu einen Lebenssachverhalt, abstrahiert ihn und schafft als Reaktion auf erkannte Probleme ein neues Rechtsinstitut als Anknüpfungspunkt der Regulierung. So wie vor Jahrtausenden Menschen beobachtet haben, dass Personen miteinander Vereinbarungen treffen, und daraus geschlossen wurde, dass es sinnvoll sei, den Lebenssachverhalt „Vertragsschluss“ durch ein „Vertragsrecht“ zu regulieren²³, so möchte diese Arbeit den Lebenssachverhalt „Unternehmenssanierung“ in den Blick nehmen, ihn abstrahieren und mit dem Rechtsinstitut der „Sanierungsentscheidung“ einen Anknüpfungspunkt für ein „Recht der Unternehmenssanierung“ schaffen. Das soll in vier Schritten erfolgen²⁴: Zunächst müssen der Lebenssachverhalt sowie die dabei ohne eine spezifische Regulierung auftretenden Probleme identifiziert werden. In einem zweiten Schritt müssen die rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen abgesteckt werden. Sodann gilt es drittens, aus diesen Erkenntnissen normative Grundprinzipien (und Regulierungsvorschläge) abzuleiten. In einem vierten und letzten Schritt sollen diese Grundprinzipien mit dem geltenden Recht abgeglichen werden.

²¹ Vgl. dazu ausführlicher noch § 26 III. 3. b) dd) (3) (a) (S. 426 f.) sowie instruktiv im Kontext von Unternehmenssanierungen *Kümpel*, KTS 2022, 341, 347 ff.

²² Vgl. insofern noch § 14 II. 3. b) cc) (S. 135 ff.).

²³ Spätestens das römische Privatrecht sah die Regulierung einzelner Vertragstypen vor – auch wenn kein *einheitliches* „Vertragsrecht“ kodifiziert war; vgl. *Köbler*, Werden, Wandel und Wesen des deutschen Privatrechtswortschatzes, S. 132.

²⁴ Vgl. zu diesem Vorgehen auch *Jackson*, Logic and Limits, S. 2 f.

Im Zentrum eines die Privatautonomie betonenden Rechtsrahmens müssen die Entscheidungen der Beteiligten stehen, bei einer Unternehmenssanierung die Sanierungsentscheidung. Es wird sich herausstellen, dass sie einen kollektiven Beschluss darstellt, der sich aus der Summe der individuellen Investitionsentscheidungen der Beteiligten in Bezug auf ihr zukünftiges Engagement bei dem schuldnerischen Unternehmen ergibt. Die Sanierungsentscheidung ist insofern in erster Linie etwas „Tatsächliches“, ein „Lebenssachverhalt“. Um Lösungsansätze für die bei diesem Lebenssachverhalt auftretenden Kollektivhandlungsprobleme zu erarbeiten, wird sich für die Analyse sowohl des Tatsächlichen als auch des normativ Gewünschten rechtsökonomischer Methoden bedient. Auf diese Weise können Ableitungen und konkrete Vorschläge für die Ausgestaltung des „Ob“ und des „Wie“ einer rechtlichen Regulierung der Sanierungsentscheidung erfolgen.

Die Arbeit stellt im Ausgangspunkt die wichtigsten Grundlagen vor, die zum Verständnis späterer Analysen notwendig sein werden. Im Fokus des Kapitels 2 steht die Darstellung dessen, was eine „Unternehmenssanierung“ ist, wann eine solche sinnvoll ist und wer die möglichen Beteiligten sind. Die Untersuchung bedient sich dazu insbesondere betriebs- und volkswirtschaftlicher Erkenntnisse. Ausführungen zu den Rechtspositionen der Beteiligten in der Krise der schuldnerischen Gesellschaft aus dem Blickwinkel des Rechts der Unternehmensfinanzierung, des Gesellschafts- und des Insolvenzrechts legen das Fundament der nachfolgenden Analysen.

Ziel des Kapitels 3 wird es sein, das abstrakte Regelungsziel und den „Zweck“ eines Rechts der Unternehmenssanierung herzuleiten. Ausgangspunkt ist die rechtstheoretische Beantwortung der Fragen, was ein „Insolvenzrecht“ ist, welchen Zwecken es dient und welche Funktionen es erfüllt. Aus diesen Erkenntnissen soll der autonome Zweck des Rechts der Unternehmenssanierung herausgearbeitet und in den Gesamtkontext des „Rechts der Unternehmenskrise“ eingeordnet werden.

In Kapitel 4 werden die typischen Kollektivhandlungsprobleme in Sanierungssituationen analysiert. Dazu werden die ökonomischen Erkenntnisse über die sog. Produktion kollektiver Güter auf die Sanierungsentscheidung übertragen. Aus methodischer Perspektive wird die Entscheidungssituation als spieltheoretisches Koordinationsspiel modelliert. Es wird untersucht, in welchen Situationen es für einzelne Beteiligte individuell rational ist, gerade solche Strategien zu verfolgen, die auf kollektiver Ebene Unternehmenssanierungen verhindern können. Sodann bedient sich die Untersuchung der Erkenntnisse der politischen Ökonomie sowie der Demokratietheorie, um Lösungsmechanismen für Kollektivhandlungsprobleme in Form von Entscheidungssystemen zu analysieren.

Bevor die Sanierungsentscheidung als solche untersucht wird, sollen im Kapitel 5 die grundlegenden rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen für ein Recht der Unternehmenssanierung aufgezeigt werden. Da die inhaltli-

che Ausgestaltung der Sanierungsentscheidung maßgeblich davon abhängt, zu welchem Zeitpunkt ein Sanierungsverfahren eingeleitet wird, sollen Möglichkeiten aufgezeigt werden, an welche zeitlichen Anknüpfungspunkte eine Regulierung ansetzen sollte. Erläuterungen zu sachlichen und personellen Anknüpfungspunkten geben der späteren Untersuchung einen konkreten Kontext. Daran anschließend werden die verfassungsrechtlichen Gestaltungsräume des Rechts der Unternehmenssanierung aufgezeigt. Im Mittelpunkt des Kapitels 5 steht, aufbauend auf den zuvor gewonnenen Erkenntnissen, eine ökonomische Analyse der Rechtspositionen der einzelnen Beteiligten zum Zeitpunkt einer etwaigen Sanierungsentscheidung. Abschließend wird die Leistung von Sanierungsbeiträgen im Lichte der Investitionstheorie untersucht.

Kapitel 6 befasst sich mit dem „Ob“ der Sanierungsentscheidung. Es geht dabei aus einer rechtstheoretischen Perspektive um die Regulierung des Zustandekommens der Sanierungsentscheidung als kollektiven Beschluss *an sich* – nicht dagegen um ihre etwaigen Inhalte. Im Fokus stehen die Maßstäbe, nach denen die Machtverhältnisse der Beteiligten untereinander gestaltet werden sollten. Diskutiert werden diese Aspekte zunächst abstrakt in Bezug auf „Kollektive“ und sodann konkret in Bezug auf die Beteiligten an einer Unternehmenssanierung.

Das Kapitel 7 befasst sich mit dem „Wie“ der Sanierungsentscheidung und damit mit inhaltlichen Fragen. Es sollen zunächst allgemein Mechanismen zur Verteilung des zukünftig durch die schuldnerische Gesellschaft zu generierenden Vermögens diskutiert werden. Verteilungsregeln und insbesondere die absolute Vorrangregel werden einer rechtshistorischen und rechtsvergleichenden Untersuchung unterzogen. Ausführlich erfolgt sodann eine rechtsökonomische Analyse möglicher Regulierungsansätze zur Verteilung des Sanierungsmehrerlöses im Verhandlungswege. Aus den Erkenntnissen wird schließlich ein eigener Vorschlag für Regulierungsansätze abgeleitet.

In dem abschließenden Kapitel 8 werden die abstrakten Erkenntnisse zur Regulierung der Sanierungsentscheidung mit dem geltenden Recht verglichen. Dabei offenbaren sich grundlegende Unterschiede in Bezug auf den Anknüpfungspunkt der bisherigen Regulierung, der Entscheidungsfindung sowie den anzuwendenden Verteilungsregeln.