CHRISTOPHER SCHLÖDER

Shift of Fiduciary Duties

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
130

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

130

Christopher Schlöder

Shift of Fiduciary Duties

Gläubigerschutz – Operabilität – Dogmatik

Mohr Siebeck

Christopher Schlöder, geboren 1994; Studium der Rechtswissenschaften in München; 2018 Erste Juristische Staatsprüfung; Rechtsreferendariat am Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg; 2021 Zweite Juristische Staatsprüfung; 2024 Promotion (LMU München); Rechtsanwalt in Hamburg.
orcid.org/0009-0001-4997-2447

ISBN 978-3-16-164082-7 / eISBN 978-3-16-164083-4
DOI 10.1628/978-3-16-164083-4

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480
(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2024 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

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 die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von SatzWeise in Bad Wünnenberg aus der Times gesetzt, von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Nädele in Nehren gebunden.

Printed in Germany.

Meiner Familie

Vorwort

Die vorliegende Abhandlung wurde im Sommersemester 2024 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Schrifttum und Rechtsprechung wurden im Wesentlichen bis Juli 2024 berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gebührt zuallererst meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hans Christoph Grigoleit, der während meiner Zeit als studentische Hilfskraft und wissenschaftlicher Mitarbeiter meine Freude und wissenschaftliche Neugier am Unternehmensrecht geweckt und gefördert hat. Er begleitete die Anfertigung der Abhandlung mit seinen wertvollen Hinweisen sowie konstruktiven Anmerkungen. Für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens danke ich Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil.

Dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft sowie der Studienstiftung des deutschen Volkes danke ich für die finanzielle und ideelle Förderung während meiner Promotionszeit. Bei Herrn Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer, Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Karsten Schmidt und Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil bedanke ich mich für die Aufnahme in die Schriftenreihe zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht.

Besonders bedanken möchte ich mich bei meinem Bruder Marc sowie meinen Freunden und juristischen Weggefährten, die mich während des Promotionsvorhabens so hilfreich unterstützt haben. Dies gilt im Besonderen für meine Freundin Caro. Dir bin ich für Deinen bedingungslosen Rückhalt während der beschwerlichen Phasen der Promotionszeit sowie abwechslungsreiche Stunden dankbar. Gedenken möchte ich meinem Großvater Jean, der den Abschluss der Promotion liebend gerne miterlebt hätte.

Der größte Dank gilt meinen Eltern Brigitte und Dieter, die mich seit jeher mit unermüdlichem Wohlwollen begleitet haben. Eure fortwährende Unterstützung hat mir mein Studium in München, mein Referendariat in Hamburg und so viel Weiteres erst ermöglicht. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg, im Oktober 2024 *Christopher Schlöder*

Inhaltsübersicht

Vorwort VII

Inhaltsverzeichnis XIII

Abbildungsverzeichnis XXIII

Einleitung 1
I. Gegenstand der Untersuchung 1
II. Gang der Untersuchung 4

Erstes Kapitel – Die Leitungsmaxime im Widerstreit zwischen Gesellschafter- und Gläubigerinteressen 7

§ 1 Regulierungstheoretische Grundlegung 7
I. Prinzipal-Agenten-Konflikt 7
II. Interessenkonflikte zwischen Gesellschaftern und Gläubigern . . . 9
III. Theoretisches Konzept des *shift of fiduciary duties* 13

§ 2 Regulierungsstrategien als Untersuchungsgegenstand 17
I. Formale Realisierbarkeit von Rechtspflichten 18
II. Legislative Abwägung zwischen der Regel- und Standardform . . . 21

§ 3 Regulierungsstrategien zur Effektuierung von Gläubigerinteressen 22
I. Gläubigerschutz im Vorfeld der materiellen Insolvenz 23
II. Gläubigerschutz ab materieller Insolvenz 32
III. Zwischenergebnis 37

§ 4 Status quo der Interessenbindung von Geschäftsleitern 38
I. Leitungsmaxime während der Solvenz der Gesellschaft 39
II. Leitungsmaxime ab drohender Zahlungsunfähigkeit 43
III. Leitungsmaxime bei materieller Insolvenz 46
IV. Zwischenergebnis 47

§ 5 Bedeutung für die weitere Untersuchung 47

Zweites Kapitel – Der Leitungsmaßstab im Kontext von Restrukturierungsrichtlinie und StaRUG 49

§ 1 Genese und Regelungsziel 49
I. Europäische Reformbestrebungen 50
II. Fortentwicklungsbedarf auf nationaler Ebene 51
III. Die Umsetzung der Richtlinie durch das StaRUG 51

§ 2 Postulat eines shift of fiduciary duties bei drohender Zahlungsunfähigkeit 52
I. Die Genese der §§ 2, 3 StaRUG-RegE 53
II. Die These der europarechtswidrigen Umsetzung von Art. 19 RRL 58
III. Systematische Unvereinbarkeit eines *shifts* mit dem nationalen Gesellschaftsrecht 66
IV. Zwischenergebnis 72

§ 3 System des Gläubigerschutzes während des Restrukturierungsverfahrens 73
I. Geschäftsleiterpflichten nach § 43 Abs. 1 S. 1 StaRUG 73
II. Implikationen der verfahrensbezogenen Interessenwahrungspflicht . 76
III. Haftungs- und Operabilitätsfragen 79
IV. Zwischenergebnis 80

§ 4 Zustimmungsbedürftigkeit des StaRUG-Verfahrens als Weichenstellung für seine „Durchschlagskraft“ 81
I. Effekte des vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens auf die Verhandlungsdynamik 81
II. Der gesellschaftsrechtliche Verfahrenseingangsschutz als Sanierungshindernis 82

§ 5 Bedeutung für die weitere Untersuchung 90

Drittes Kapitel – Notwendigkeit der Implementierung eines *shift of fiduciary duties de lege ferenda* 93

§ 1 Rechtsvergleichende Umschau 93
I. USA 94
II. Vereinigtes Königreich 106
III. UNCITRAL Legislative Guide 122
IV. Auswertung und Schlussfolgerungen für die Leitungsmaxime im Vorfeld der Insolvenz 123
V. Ergebnis der rechtsvergleichenden Umschau 127

§ 2 Operabilität eines shift of fiduciary duties 127
I. Die Unbestimmtheit des Anknüpfungszeitpunkts 128
II. Die Unbestimmtheit des Pflichteninhalts 139
III. Die „Blackbox" Corporate Governance 159
IV. Gesamtbetrachtung zur Operabilität 167

§ 3 Durchsetzungsdefizite auf der Haftungsebene 168
I. Herausforderungen des Kausalitätsnachweises 168
II. *Too-many-masters*-Problematik 170
III. Resümee zu den Durchsetzungsdefiziten auf Haftungsebene 172

§ 4 Die Schutzbedürftigkeit der Gläubiger 173
I. Selbstschutzmöglichkeiten der divergenten Gläubiger(-gruppen) . . 173
II. Modifizierte These zur Schutzbedürftigkeit in der Krise 177
III. Resümee zur Schutzbedürftigkeit der Gläubiger 180

§ 5 Zusammenfassende Würdigung zum Dritten Kapitel 180

Viertes Kapitel – Entwicklungsperspektiven des Gläubigerschutzsystems im Vorfeld der Insolvenz 183

§ 1 Ausgangspunkt der Überlegungen 183
I. *Control of specific problems* approach 183
II. Überwindung von Holdout-Positionen der Anteilsinhaber 184

§ 2 Auflösung sanierungsfeindlicher Gesellschafterblockaden 185
I. Zur Funktion der Treuepflicht bei der Auflösung von Blockaden . . 185
II. Haftungsbewehrtes Schädigungsverbot der Gesellschafter 189
III. Blockadeverbot bei Einleitung eines alternativlosen Restrukturierungsverfahrens (§ 43 Abs. 3 S. 3 GmbHG) 191

§ 3 Zuweisung der Reformaufgabe zwischen europäischem und deutschem Recht 203

Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse 205

Literaturverzeichnis 215

Sachregister 241

Inhaltsverzeichnis

Vorwort VII

Inhaltsübersicht IX

Abbildungsverzeichnis XXIII

Einleitung 1
I. Gegenstand der Untersuchung 1
II. Gang der Untersuchung 4

Erstes Kapitel – Die Leitungsmaxime im Widerstreit zwischen Gesellschafter- und Gläubigerinteressen 7

§ 1 Regulierungstheoretische Grundlegung 7
I. Prinzipal-Agenten-Konflikt 7
II. Interessenkonflikte zwischen Gesellschaftern und Gläubigern . . . 9
1. Parallelität der Interessen im solventen Unternehmen 9
2. Interessenkollision bei wirtschaftlicher Knappheit 10
3. Fallbeispiele 11
a) Fallbeispiel 1: Der risikoreiche Gerichtsprozess 12
b) Fallbeispiel 2: Die gescheiterte Sanierung 12
III. Theoretisches Konzept des *shift of fiduciary duties* 13
1. Die Theorie der Residualberechtigung 14
a) Anteilseigner als Residualberechtigte 14
b) Übergang der Residualberechtigung auf die Gläubiger 14
2. *Shift of fiduciary duties* zum Zwecke der Wohlfahrtmaximierung 17

§ 2 Regulierungsstrategien als Untersuchungsgegenstand 17
I. Formale Realisierbarkeit von Rechtspflichten 18
1. Terminologie 18
2. Verhaltenssteuernde Wirkung von Regeln und Standards 19
a) Regeln 20
b) Standards 21
II. Legislative Abwägung zwischen der Regel- und Standardform . . . 21

§ 3 Regulierungsstrategien zur Effektuierung von Gläubigerinteressen 22
I. Gläubigerschutz im Vorfeld der materiellen Insolvenz 23
1. Situativer Gläubigerschutz im Vorfeld der Insolvenz 23
a) Das Kapitalerhaltungsrecht 23
b) Der existenzvernichtende Eingriff 24
c) Insolvenzverursachungshaftung 25
2. Mittelbarer Gläubigerschutz durch Geschäftsleiterkrisenpflichten 25
a) Krisenfrüherkennungspflicht (§ 1Abs. 1 S. 1 StaRUG) 26
b) Sanierungspflicht (§ 1 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 StaRUG) 27
aa) Inhalt der Sanierungspflicht 27
bb) Kompetenzverteilung bei Sanierungsentscheidungen . . . 28
(1) Leitungsaufgabe des Vorstands 29
(2) Kompetenz der GmbH-Gesellschafterversammlung 29
c) Haftung 30
d) Funktionsdefizite der krisenbezogenen Geschäftsleiter-pflichten 30
II. Gläubigerschutz ab materieller Insolvenz 32
1. Insolvenzantragspflicht nach § 15a Abs. 1 S. 1 InsO 32
a) Insolvenzverschleppungshaftung 32
b) Funktionale Schwächen der Insolvenzauslöser 33
aa) Das verspätete Eingreifen der Zahlungsunfähigkeit . . . 33
bb) Die mangelnde Operabilität der Überschuldung 34
(1) Der modifiziert zweistufige Überschuldungsbegriff . 34
(2) Prognoseabhängigkeit und Gläubigerschutz 35
2. Zahlungsverbot nach § 15b Abs. 1 InsO 36
III. Zwischenergebnis 37

§ 4 Status quo der Interessenbindung von Geschäftsleitern 38
I. Leitungsmaxime während der Solvenz der Gesellschaft 39
1. Gewinnerzielung als Regelzweck der Kapitalgesellschaft 39
2. Meinungsbild im Aktienrecht 40
a) Interessenplurale Zielkonzeption 40
b) Shareholder Value-Ansatz 41
c) Vorzüge eines Vorrangs der Gesellschafterinteressen 42
3. Leitungsmaßstab als Vehikel des Gläubigerschutzes? 43
II. Leitungsmaxime ab drohender Zahlungsunfähigkeit 43
1. Die insolvenzrechtliche Vorwirkungsthese 44
2. Unvereinbarkeit der Vorwirkungsthese mit dem vorinsolvenzlichen Gläubigerschutzsystem 45
III. Leitungsmaxime bei materieller Insolvenz 46
IV. Zwischenergebnis 47

§ 5 Bedeutung für die weitere Untersuchung 47

Zweites Kapitel – Der Leitungsmaßstab im Kontext von Restrukturierungsrichtlinie und StaRUG 49

§ 1 Genese und Regelungsziel 49
I. Europäische Reformbestrebungen 50
II. Fortentwicklungsbedarf auf nationaler Ebene 51
III. Die Umsetzung der Richtlinie durch das StaRUG 51

§ 2 Postulat eines shift of fiduciary duties bei drohender Zahlungsunfähigkeit 52
I. Die Genese der §§ 2, 3 StaRUG-RegE 53
1. Inhalt der intendierten Neuregelung 53
2. Dogmatische und teleologische Begründungsansätze des Gesetzgebers 54
3. Ambivalente Resonanz in Schrifttum und Praxis 54
a) Teleologischer Zuspruch 55
b) Verhaltensökonomische und systematische Bedenken 55
c) Bedeutende Operabilitätsprobleme 56
4. Streichung in der Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses . 57
II. Die These der europarechtswidrigen Umsetzung von Art. 19 RRL 58
1. Entstehungsgeschichte von Art. 19 RRL 58
a) Konkrete Verhaltensvorgaben im Kommissionsentwurf . . . 58
b) Erhebliche Aufweichung in der finalen Richtlinienfassung . . 59
2. Inhalt und Umsetzung von Art. 19 lit. a) RRL 60
a) Vorrang der Gläubigerinteressen als Richtlinienvorgabe? . . . 61
b) Plädoyer gegen eine interessenplurale Zielvorgabe der Richtlinie 62
c) Richtlinienkonformität des *status quo* der Interessenbindung 63
3. Inhalt und Umsetzung von Art. 19 lit. b) und c) RRL 64
a) Kein absolutes Verbot bestandsgefährdender Maßnahmen . . 65
b) Keine Einschränkung des gesellschaftsrechtlichen Kompetenzgefüges 66
III. Systematische Unvereinbarkeit eines *shifts* mit dem nationalen Gesellschaftsrecht 66
1. Die These Bitters 66
a) Kongruenz von drohender Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung 66
b) Neuer legislatorischer Ansatz zur Emanzipation der drohenden Zahlungsunfähigkeit durch das SanInsFoG 67

2. Allein deklaratorische Bedeutung von § 1 Abs. 1 StaRUG 69
a) Die These der organrechtlichen Hauptflicht 69
b) Keine Schutzgesetzeigenschaft von § 1 Abs. 1 S. 2 StaRUG . 70
3. Keine Analogie zu §§ 43 Abs. 1, 32 Abs. 1 StaRUG 71
IV. Zwischenergebnis 72

§ 3 System des Gläubigerschutzes während des Restrukturierungsverfahrens 73
I. Geschäftsleiterpflichten nach § 43 Abs. 1 S. 1 StaRUG 73
1. Dynamische Restrukturierungssache als Bezugspunkt 73
2. Dogmatische Einordnung der Gläubigerinteressenwahrungspflicht 74
a) Modifikation des allgemeinen Sorgfaltsmaßstabs? 75
b) Erforderlicher Verfahrensbezug der Interessenwahrungspflicht 75
II. Implikationen der verfahrensbezogenen Interessenwahrungspflicht 76
1. Beendigung der Restrukturierungssache und sonstige verfahrensbezogenen Handlungen 77
2. Unbeachtlichkeit von gläubigergefährdenden Weisungen 77
III. Haftungs- und Operabilitätsfragen 79
IV. Zwischenergebnis 80

§ 4 Zustimmungsbedürftigkeit des StaRUG-Verfahrens als Weichenstellung für seine „Durchschlagskraft“ 81
I. Effekte des vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens auf die Verhandlungsdynamik 81
II. Der gesellschaftsrechtliche Verfahrenseingangsschutz als Sanierungshindernis 82
1. Zustimmungserfordernis in der GmbH 82
a) Die insolvenzrechtliche Betrachtungsweise 82
b) Paralleldiskussion zum fakultativen Insolvenzantrag 83
c) Restrukturierungsanzeige als außergewöhnliche Maßnahme . 84
2. Zustimmungserfordernis in der AG 86
a) Einordnung als Holzmüller/Gelatine-Maßnahme? 86
b) Einwände gegen eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz 87
3. Zwischenergebnis 89

§ 5 Bedeutung für die weitere Untersuchung 90

Drittes Kapitel – Notwendigkeit der Implementierung eines *shift of fiduciary duties de lege ferenda* 93

§ 1 Rechtsvergleichende Umschau 93
I. USA 94
1. Grundzüge des Gläubigerschutzes in Delaware 94
a) Fragmentarischer präventiver Gläubigerschutz 94
b) Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht 96
2. Geschäftsleiterpflichten als Instrument zum Gläubigerschutz . . 97
a) Regulatorische Funktion der *fiduciary duties* 97
b) Ausrichtung der Geschäftsleiterpflichten während der Solvenz 99
3. Der *shift of fiduciary duties* im Fallrecht Delawares 99
a) Die *Credit Lyonnais*-Doktrin 100
aa) Die Entscheidung des Delaware Court of Chancery . . . 100
bb) Ambivalente Rezension des Entscheidungsinhalts 101
cc) Präzisierung der Interessenbindung in *Production Resources* 102
b) Revision der Rechtsprechung in der Rechtssache Gheewalla . 102
4. Bedeutung für das Gesellschaftsrecht Delawares 103
a) Pflichtenbindung im Vorfeld der Insolvenz 103
b) Pflichtenbindung in der insolventen Gesellschaft 104
5. Zwischenergebnis 106
II. Vereinigtes Königreich 106
1. *Ex-post*-Ansatz des englischen Gläubigerschutzregimes 107
2. Entwicklungslinien eines *shift of fiduciary duties* 109
a) *West Mercia*-Doktrin 109
b) Ausgebliebene Kodifikation im Companies Act 2006 110
3. Unbestimmtheit der Gläubigerinteressenwahrungspflicht 111
a) Restriktive Verortung des pflichtenauslösenden Zeitpunkts . . 111
b) Vorrang der Gläubigerinteressen erst bei unwiederbringlicher Insolvenz 113
c) Operabilitätsprobleme der *West Mercia*-Doktrin 114
d) Systematisierung des englischen *Case Law* 115
aa) Selbstbegünstigungsverbot 116
bb) Gläubigerbenachteiligungsverbot 117
cc) Insolvenzverschleppungsverbot 118
e) Funktion im Gläubigerschutzsystem des Vereinigten Königreichs 119
4. Haftungsmodalitäten 120
5. Zwischenergebnis 121
III. UNCITRAL Legislative Guide 122

IV. Auswertung und Schlussfolgerungen für die Leitungsmaxime im Vorfeld der Insolvenz 123
1. Die unterschiedlichen Modelle des *shift of fiduciary duties* . . . 123
2. Inkorporation des britischen *shift of fiduciary duties* in das deutsche Recht? 125
a) Disparate Konsequenzen der materiellen Insolvenz 125
b) Systematische Differenzen der Gläubigerschutzsysteme . . . 126
V. Ergebnis der rechtsvergleichenden Umschau 127

§ 2 Operabilität eines shift of fiduciary duties 127
I. Die Unbestimmtheit des Anknüpfungszeitpunkts 128
1. Ökonomische Überschuldung 128
a) Schwierigkeiten bei der Bewertung von Krisenunternehmen . 129
aa) Defizite des Multiplikatorverfahrens (Multiple-Verfahren) 129
bb) Defizite des Discounted Cashflow (DCF)-Verfahrens . . 130
b) Bewertungsspektrum (*valuation range*) 131
2. Nutzbarkeit von Bewertungsspielräumen durch Akteure in Restrukturierungsprozessen 131
3. Implikationen für einen *shift of fiduciary duties* 133
4. Alternative Anknüpfungspunkte eines *shift of fiduciary duties* . . 134
a) Drohende Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) 134
aa) Rechtsunsicherheit infolge prognostischen Charakters . . 134
bb) Kein Wechsel der Residualberechtigung bei drohender Zahlungsunfähigkeit 136
b) IDW S6-Krisenphasen 137
5. Resümee zu den Funktionsdefiziten einer zeitpunktabhängigen Pflichtenverschiebung 138
II. Die Unbestimmtheit des Pflichteninhalts 139
1. Die Inkohärenz des Gläubigergesamtinteresses 139
a) Notwendige Differenzierung zwischen den Gläubigergruppen 140
aa) Lösungsansätze im englischen Common Law 141
(1) Alt- vs. Neugläubiger 141
(2) Orientierung am wirtschaftlichen Interesse der Gläubiger 142
bb) Maximierung der „Gesamtquote“ für die Gläubiger . . . 143
cc) Operabilitätsprobleme des Gläubigergesamtinteresses . . 144
b) Gefahr der Einflussnahme durch aktivistische Gläubiger . . . 146
aa) *Loan-to-own*-Investoren 146
bb) Verschiebung der Verhandlungsmacht zwischen Gesellschaftern und Gläubigern 147

c) Implikationen moderner Finanzinstrumente auf die Interessen der Gläubigergesamtheit 149
aa) Der fließende Übergang von Fremd- und Eigenkapital . . 149
bb) *Empty creditors* 150
(1) Die Wirkungsweise von Credit Default Swaps 150
(2) Auseinanderfallen von Risikolast und Steuerung . . . 151
d) Resümee zur Unbestimmtheit des Gläubigergesamtinteresses . 152
2. Konturenloser Inhalt der Gläubigerinteressenwahrungspflicht . . 152
a) *Shift of fiduciary duties* als Problem der Rechtsetzungslehre 152
b) Systematische Friktionen im deutschen Gesellschafts- und Insolvenzrecht 154
aa) Verhältnis zum vorinsolvenzlichen Gläubigerschutzsystem 154
(1) Sanierungspflicht (§ 1 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 StaRUG) . . 154
(2) Kapitalschutzregeln 155
bb) Verhältnis zum Gläubigerschutzsystem ab materieller Insolvenz 155
c) Implikationen für Investitionsentscheidungen in der Krise . . 156
d) Resümee zur Konturenlosigkeit des Pflichteninhalts 158
III. Die „Blackbox" Corporate Governance 159
1. Verhältnis der Geschäftsleiter zu den Gesellschaftsorganen . . . 159
a) Unbeachtlichkeit von (Weisungs-)Beschlüssen 159
b) Unbeachtlichkeit von Zustimmungserfordernissen 160
2. Das Verhältnis der Geschäftsleiter zu den Gläubigern 161
a) Keine allgemeinen Informationsrechte der Gläubiger 162
b) (Faktische) Kooperationspflichten mit den Gläubigern 163
3. Resümee zu den Auswirkungen auf die Corporate Governance 164
a) Geschäftsleiter im Spannungsfeld zwischen Gläubigern und Gesellschaftern 164
b) Systematische Friktionen im gesellschafterorientierten Kompetenzgefüge 165
IV. Gesamtbetrachtung zur Operabilität 167

§ 3 Durchsetzungsdefizite auf der Haftungsebene 168
I. Herausforderungen des Kausalitätsnachweises 168
1. Ausgangssituation 168
2. Übersteuerungswirkung einer allgemeinen Beweislastumkehr . . 169
II. *Too-many-masters*-Problematik 170
1. Vorteile einer *business judgement rule* 170
2. Rechenschaftsvakuum 171
III. Resümee zu den Durchsetzungsdefiziten auf Haftungsebene 172

§ 4 Die Schutzbedürftigkeit der Gläubiger 173
I. Selbstschutzmöglichkeiten der divergenten Gläubiger(-gruppen) . . 173
1. Unfreiwillige Gläubiger und Gläubiger ohne Verhandlungsmacht 174
2. Freiwillige und verhandlungsstarke Gläubigergruppen 174
a) *Financial covenants* 175
aa) Funktionsweise 175
bb) Vermittelter Gläubigerschutz und strategische Nutzbarkeit 176
b) Gläubigerschutz durch Nachverhandlung 177
II. Modifizierte These zur Schutzbedürftigkeit in der Krise 177
1. Verbleibendes Schutzbedürfnis der unfreiwilligen Gläubiger . . 178
2. Empirische Untersuchungen der ökonomischen Ausgangsprämissen 178
III. Resümee zur Schutzbedürftigkeit der Gläubiger 180

§ 5 Zusammenfassende Würdigung zum Dritten Kapitel 180

Viertes Kapitel – Entwicklungsperspektiven des Gläubigerschutzsystems im Vorfeld der Insolvenz 183

§ 1 Ausgangspunkt der Überlegungen 183
I. *Control of specific problems* approach 183
II. Überwindung von Holdout-Positionen der Anteilsinhaber 184

§ 2 Auflösung sanierungsfeindlicher Gesellschafterblockaden 185
I. Zur Funktion der Treuepflicht bei der Auflösung von Blockaden . . 185
1. Sanierungspflicht der Gesellschafter 186
2. Gesellschafterblockaden bei Einleitung eines Insolvenz- oder Restrukturierungsverfahrens 186
3. Grenzen der Treuepflicht und praktische Defizite 187
4. Zwischenergebnis 189
II. Haftungsbewehrtes Schädigungsverbot der Gesellschafter 189
1. Bestandsaufnahme 189
2. Kein gläubigerschützender Charakter der Treuepflicht 190
III. Blockadeverbot bei Einleitung eines alternativlosen Restrukturierungsverfahrens (§ 43 Abs. 3 S. 3 GmbHG) 191
1. Einführung 192
2. Voraussetzungen des Blockadeverbots unter Fortführung der Gedanken Tholes und Brinkmanns 193
a) Objektiv geeignetes Sanierungskonzept 193
b) Erforderlichkeit des Sanierungskonzepts zur Aufrechterhaltung der Fortführungsprognose 194

c) Verhältnismäßigkeit des Blockadeverbots 195
aa) Vorbehalt der internen Sanierung 195
bb) Schutz der Gesellschafter- und Gläubigergesamtinteressen durch Verfahrensrecht 196
d) Zwischenergebnis 197
3. Teleologische Rechtfertigung des Blockadeverbots 197
4. Harmonisierung mit der aktienrechtlichen Kontrollstruktur . . . 199
5. Haftungs- und Operabilitätsfragen 200
6. Implikationen für die Verteilung der Verhandlungsmacht zwischen Gläubigern und Gesellschaftern 201
7. Fixierung durch den Gesetzgeber oder die Rechtsprechung . . . 202

§ 3 Zuweisung der Reformaufgabe zwischen europäischem und deutschem Recht 203

Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse 205

Literaturverzeichnis 215

Sachregister 241

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Gesellschafter- vs. Gläubigerinteressen bei Insolvenznähe nach BTI v. Sequana 114
Abbildung 2: Unbestimmtheit der ökonomischen Überschuldung als pflichtenauslösender Zeitpunkt 133

Einleitung

> „Aggressive game playing is done only by out-and-out crooks […] and by firms in extreme financial distress."[1]

> „This Court has endeavored to provide the directors with clear signal beacons and brightly lined channel markers as they navigate […] on behalf of a Delaware corporation and its shareholders."[2]

I. Gegenstand der Untersuchung

Inwiefern der Leitungsmaßstab der Geschäftsleiter[3] als Instrument zum Schutz der Gläubigerinteressen in der Unternehmenskrise fungieren kann, ist eine Fragestellung im Schnittbereich des Gesellschafts- und Insolvenzrechts. Die beiden eingangs angeführten Zitate akzentuieren, dass die Stellung der Geschäftsleiter in diesem Überschneidungsbereich nicht ohne Friktionen zwischen den berührten Rechtsgebieten interpretiert werden kann: Während die erste Aussage die zunehmende Gefahr opportunistischer Verhaltensweisen mit fortschreitendem Krisenstadium und das korrespondierende Bedürfnis eines verstärkten Gläubigerschutzes betont, unterstreicht die zweite Aussage das Erfordernis operabler und hinreichend justiziabler Verhaltensanforderungen aus rechtspraktischer Perspektive.

Geschäftsleiter einer solventen Kapitalgesellschaft sind als Verwalter fremden Vermögens nach tradiertem deutschem Rechtsverständnis dazu verpflichtet, sich bei ihren Entscheidungen primär am Interesse der Gesellschafter (Shareholder Value-Ansatz) oder anhand einer interessenpluralistischen Zielkonzeption (Stakeholder Value-Ansatz) zu orientieren.[4] Im Stadium der Unternehmenskrise tritt der Zielkonflikt zwischen Gesellschaftern und Gläubigern in den Vordergrund. Gläubiger tragen die Risiken von unternehmerischen Entscheidungen mit, partizipieren aber nur bedingt an den Mehrerlösen, da ihre Ansprüche auf

---

[1] *Brealey/Myers/Allen/Edmans*, Principles of Corporate Finance, 2023, S. 502.

[2] NACEPF Inc. v. Gheewalla 930 A.2d 92, 101 (Del. 2007); zuvor Malone v. Brincat 722 A.2d 5, 10 (Del. 1998).

[3] Im Sinne der Lesbarkeit wird in dieser Abhandlung ausschließlich das generische Maskulinum verwendet. Es bezieht sich auf Personen beiderlei Geschlechts.

[4] Hierzu noch unten S. 38 ff.

den Wert ihrer Forderung begrenzt sind. Infolge des noch immer existierenden Stigmas[5] der Insolvenz wird der optimale Liquidations- bzw. Reorganisationszeitpunkt vielfach über Monate zu Lasten ihrer Befriedigungsaussichten hinausgezögert, wodurch eine effiziente volkswirtschaftliche Allokation von Kredit und Kapital beeinträchtigt wird.[6] Der Gesetzgeber wird vor die Aufgabe gestellt, die Interessen der Gläubiger durch Regulierungsstrategien zu effektuieren. Als ein denkbares Gläubigerschutzinstrument steht in Anlehnung an die (vermeintliche) Rechtslage im angloamerikanischen Raum eine verstärkte bzw. gar vorrangige Berücksichtigung der Gläubigerinteressen im Rahmen des Leitungsermessens zur Debatte.

Vor diesem Hintergrund ist der Leitungsmaßstab von Geschäftsleitern infolge neuer Wertungen auf europäischer Ebene durch die Restrukturierungsrichtlinie[7] und auf nationaler Ebene durch das Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz (StaRUG) als Umsetzungsgesetz einmal mehr zum „Zankapfel" geworden. Zunächst schienen die Reformbestrebungen ausreichend *momentum* erzeugt zu haben, die Pflichtenbindung der Geschäftsleiter nicht nur zu konturieren, sondern durch die Ausrichtung anhand der Interessen der Gesamtheit der Gläubiger (sog. *shift of fiduciary duties*) mit Eintritt der drohenden Zahlungsunfähigkeit grundlegend zu reformieren.[8] Originärer Anlass zur Implementierung eines derartigen Interessenumschwungs (wie er etwa in §§ 2, 3 StaRUG-RegE vorgesehen war) ist die Annahme, dass den durchschnittlich im einstelligen Prozentbereich liegenden Insolvenzquoten und dem in der Praxis zu späten Gang in das Insolvenzverfahren womöglich durch eine effektive, auf die Gläubigerinteressen ausgerichtete Pflichtbindung der Geschäftsleitung begegnet werden könnte.[9]

Die lebhafte Debatte im Schrifttum nach Inkrafttreten des StaRUG offenbart, dass die Rechtsunsicherheit im Hinblick auf die geltende Pflichtenbindung in der Unternehmenskrise fortbesteht und sowohl zu Haftungsrisiken für Geschäftsleiter als auch Konflikten mit der gesellschaftsrechtlichen Organisations-

---

[5] Näher zu diesem Ergebnis der ESUG-Evaluierung *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, ZInsO 2018, 2402, 2403; siehe ferner *de Bruyn/Ehmke*, NZI 2021, 661, 671 f.

[6] Zu dieser Ordnungsaufgabe des deutschen Sanierungs- und Insolvenzrechts RegE SanInsFoG, BT-Drucks. 19/24181, S. 86; zuvor RegE InsO BT-Drucks. 12/2443, S. 77.

[7] Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 20.6.2019 über präventive Restrukturierungsrahmen, über Entschuldung und über Tätigkeitsverbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132 (Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz), ABlEU Nr. L 172/18 (nachfolgend Restrukturierungsrichtlinie).

[8] Siehe zu den §§ 2, 3 StaRUG-RegE *Seibt/Bulgrin*, DB 2020, 2226, 2230 f. („systembrechender Paradigmenwechsel"); *Brinkmann*, ZIP 2020, 2361, 2364 f. („Paradigmenwechsel").

[9] Vgl. RegE SanInsFoG, BT-Drucks. 19/24181, S. 105 f.

verfassung führt.[10] Mit der Praxisrelevanz des *shift of fiduciary duties* korrespondiert der Umfang der dazu ergangenen Literatur. Die vielfältigen Lösungsansätze zur Begründung eines gläubigerorientierten Leitungsmaßstabs im Vorfeld der materiellen Insolvenz[11], mithin vor Eintritt von Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO) und/oder Überschuldung (§ 19 InsO), bedürfen der Ordnung und Reduktion im Wege der Falsifikation. Bei näherer Analyse wird sich zeigen, dass eine Pflicht zur Wahrung der Gläubigerinteressen funktionell als Abbreviatur für eine Vielzahl potentiell regulierungsbedürftiger Sachprobleme fungiert und klärungsbedürftig ist, welche Sachverhalte von einer entsprechenden Globalpflicht erfasst werden sollten.[12]

Zur Eingrenzung und Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes sei hervorgehoben, dass sich die Abhandlung mit Geschäftsleitern einer Kapitalgesellschaft am Beispiel der AG und GmbH auseinandersetzt. Der Fokus liegt zudem nicht auf der allgemeinen Erörterung und Deduktion von Geschäftsleiterpflichten in der Unternehmenskrise bzw. innerhalb eines Insolvenz- oder Restrukturierungsverfahrens.[13]

Ziel der Dissertation ist es die Frage zu beantworten, ob ein *shift of fiduciary duties* bereits als Grundsatz der *lex lata* anzuerkennen ist oder als Regulierungsstrategie zur Effektuierung der Gläubigerinteressen *de lege ferenda* implementiert werden sollte. In diesem Zusammenhang werden drei Fragestellungen unterschieden. Zunächst gilt es die Ansätze zur Rechtfertigung eines Pflichtenumschwungs herauszuarbeiten. Neben der Analyse der korrespondierenden regulierungstheoretischen Erwägungen bedarf es hierzu einer Untersuchung der Defizite des vorhandenen gesetzlichen Gläubigerschutzsystems sowie der Fragestellung, inwiefern dem Leitungsmaßstab von Geschäftsleitern bisher eine *Auffangfunktion* zum Schutz der Gläubigerinteressen zugemessen wurde. Als zweite Frage muss eruiert werden, inwiefern die Wertungen der Restrukturierungsrichtlinie auf europäischer Ebene und des StaRUG als Umsetzungsgesetz im nationalen Recht eine verstärkte Berücksichtigung der Gläubigerinteressen im Vorfeld der materiellen Insolvenz postulieren. Die dritte Fragestellung betrifft die Notwendigkeit der Implementierung eines *shift of fiduciary duties de lege ferenda*. Auf Basis von rechtsvergleichenden Erkenntnissen werden

---

[10] Zutreffend zu diesem Befund *Thole*, BB 2021, 1347; zuletzt *Sander*, ZHR 188 (2024), 8; ausf. hierzu unten S. 52 ff.

[11] Im Folgenden wird die Bezeichnung materielle Insolvenz synonym für das Vorliegen der Insolvenzauslöser nach § 17 InsO (Zahlungsunfähigkeit) und/oder § 19 InsO (Überschuldung) verwendet, während die formelle Insolvenz im Unterschied dazu das tatsächlich eröffnete Insolvenzverfahren charakterisiert, vgl. dazu *Schoppmeyer*, WM 2018, 301, 302.

[12] Siehe hierzu insbesondere unten S. 52 ff. und S. 152 ff.

[13] Hierzu sei verwiesen auf die Monographien von *Mohaupt*, Geschäftsleiterpflichten in der Unternehmenskrise, 2017; *Ettensberger*, Pflichten der Geschäftsleiter nicht-börsennotierter Kapitalgesellschaften in Sanierungssituationen, 2020; zur haftungsrechtlichen Sanktionierung von Geschäftsleitern *Roßkothen*, Haftung des GmbH-Geschäftsführers, 2015.

schwerpunktmäßig die im deutschen Schrifttum vielfach vernachlässigten Fragestellungen erörtert, ob der zeitliche Anknüpfungspunkt, der Pflichteninhalt und die Implikationen einer Gläubigerinteressenwahrungspflicht für die gesellschaftsrechtliche Organisationsverfassung operabel ausgestaltet werden können. Insofern ist die Frage aufgeworfen, ob das abstrakt-generelle Postulat zur Wahrung der Interessen der Gesamtheit der Gläubiger ohne bedeutende systematische Friktionen und damit einhergehender Rechtsunsicherheit in konkrete und hinreichend justiziable Verhaltensanforderungen umgesetzt oder vielmehr die Transformation des Leitungsmaßstabs der Geschäftsleiter nicht als effektives Gläubigerschutzinstrument identifiziert werden kann.

II. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung beginnt im ersten Kapitel mit einer Darstellung der Grundlagen der Geschäftsleiterpflichten im Spannungsfeld zwischen Gläubiger- und Gesellschafterinteressen. Nach einer ökonomisch-funktionalen Betrachtung der Ausrichtung der Geschäftsleiterpflichten in der solventen Gesellschaft wird der Zielkonflikt zwischen Gläubigern und Gesellschaftern in der Unternehmenskrise anhand von Fallbeispielen illustriert. Hierauf aufbauend können die Prämissen der ökonomischen Analyse des Rechts für eine Verschiebung der Geschäftsleiterpflichten hin zu den Gläubigern als Residualberechtigte des Gesellschaftsvermögens eruiert werden (§ 1). Sodann sind die rechtstheoretischen Gestaltungsoptionen des Gesetzgebers zur Lösung des herausgearbeiteten Anreizproblems zu skizzieren (§ 2). Die Analyse der Defizite der geltenden Gläubigerschutzmechanismen vor und nach Eintritt der zwingenden Insolvenzgründe (§ 3) leitet über zur Frage, inwiefern dem Leitungsmaßstab der Geschäftsleiter eine Auffangfunktion zum Schutz von Gläubigerinteressen zugemessen werden kann. Hierzu widmet sich die Arbeit der Frage, inwiefern Gläubigerinteressen während der Solvenz der Gesellschaft, ab drohender Zahlungsunfähigkeit und ab Eintritt der materiellen Insolvenz zu berücksichtigen sind (§ 4).

Im zweiten Kapitel wird der Blick auf die Implikationen des StaRUG und der Restrukturierungsrichtlinie für die Geschäftsleiterpflichten gerichtet. Nach einer Skizzierung der Genese und der Regelungsziele der Gesetzgebungsakte (§ 1) werden der zunächst intendierte Regelungsinhalt der §§ 2, 3 StaRUG-RegE und deren ambivalente Rezension in Schrifttum und Praxis betrachtet. Sodann wird sich der Kritik verschiedener, im bisherigen Diskurs entfalteter Begründungsansätze gewidmet, wobei schwerpunktmäßig das Postulat der Anerkennung einer Pflicht zur Wahrung der Gläubigerinteressen im Wege richtlinienkonformer Auslegung sowie aufgrund nationaler Wertungen im Kontext des StaRUG untersucht werden (§ 2). Sodann werden die positivrechtlich verankerten Geschäftsleiterpflichten während der Rechtshängigkeit eines Restrukturierungsverfahrens analysiert und diskutiert, inwiefern ein *shift of fiduciary duties*

mit Anzeige des Restrukturierungsvorhabens anzuerkennen ist (§ 3). Schließlich wird das StaRUG-Verfahren einer Bewertung im Hinblick auf die anvisierte Steigerung der Befriedigungsquoten der Gläubiger unterzogen, wobei insbesondere der gesellschaftsrechtliche Verfahrenseingangsschutz als Sanierungshindernis identifiziert wird (§ 4).

Das Herzstück der Arbeit bildet das dritte Kapitel. In ihm gilt es zu bestimmen, ob eine Notwendigkeit der Implementierung eines *shift of fiduciary duties* aus übergeordneten Grundsätzen anzuerkennen ist. Das Kapitel wird eröffnet mit einer rechtsvergleichenden Umschau in die angloamerikanischen Jurisdiktionen der USA und des Vereinigten Königreichs, in denen in Rechtsprechung und Schrifttum seit Jahrzehnten diskutiert wird, ob eine Verschiebung der Interessenwahrungspflichten in Insolvenz(-nähe) eine Steigerung des Gläubigerschutzniveaus bedingt. Der rechtsvergleichende Blick wird darauf zentriert, inwiefern das abstrakt-generelle Postulat zur Wahrung der Gläubigerinteressen in konkrete und justiziable Verhaltensanforderungen konvertiert werden konnte. Zudem werden die entsprechenden Empfehlungen des UNCITRAL-Leitfadens zum Insolvenzrecht dargestellt. Schließlich werden die gewonnen Erkenntnisse ausgewertet und anhand einer Beschreibung der unterschiedlichen Modelle eines *shift of fiduciary duties* die Frage eruiert, inwiefern das britische Modell als *Blaupause* für das deutsche Recht fungieren kann (§ 1). Sodann ist der Blick schwerpunktmäßig auf die herausgearbeiteten Operabilitätsprobleme zu richten. Dies setzt zunächst eine ausführliche Auseinandersetzung mit der Unbestimmtheit des temporalen Anwendungsbereichs und einer Analyse der Funktionsdefizite potentieller zeitlicher Anknüpfungspunkte eines Pflichtenumschwungs voraus. Anschließend wird untersucht, inwiefern die disparaten Interessen der Gläubiger als Bezugspunkt des Leitungsermessens fungieren können. Hierzu wird eine differenzierte Charakterisierung der Gläubigerinteressen unter Bezugnahme auf *Loan-to-own*-Investitionsstrategien sowie den Implikationen moderner Finanzinstrumente für das Gläubigergesamtinteresse erarbeitet. Sodann werden die mit der Pflicht zur Wahrung der Gläubigerinteressen korrespondierenden konkreten Handlungs- und Unterlassungspflichten der Geschäftsleiter aufgezeigt, bevor die Konsequenzen einer vorinsolvenzlichen Interessenwahrungspflicht auf das gesellschafterorientierte Kompetenzgefüge von AG und GmbH diskutiert werden. Anschließend ist der Blick auf die Durchsetzungsdefizite auf der Haftungsebene zu richten, die aus Beweisproblemen sowie einem dem Geschäftsleiter zu gewährenden (unternehmerischen) Ermessensspielraum resultieren (§ 3). Im letzten Schritt widmet sich die Arbeit dem konkreten Schutzbedürfnis der Gläubiger unter Bezugnahme auf Selbstschutzmöglichkeiten der verschiedenen Gläubigergruppen (§ 4). Ergebnis dieser Analyse wird es sein, dass sich die miteinander korrelierenden Operabilitätsprobleme nicht widerspruchsfrei und ohne systematische Friktionen im deutschen Recht auflösen lassen. Insoweit wird der Blick darauf gerichtet, ob die Rechtsunsi-

cherheit auf Seiten der Geschäftsleiter mehr Nachteile mit sich bringt als die flexible Tatbestandsformulierung an Vorteilen in Gestalt einer dynamischen Antwort auf die Gläubigerinteressen bereithält.

Im vierten Kapitel steht schließlich die Analyse möglicher Entwicklungsperspektiven des deutschen Gläubigerschutzsystems im Vorfeld der materiellen Insolvenz an. Auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse wird zunächst das zu regelnde Sachproblem konkretisiert (§ 1), bevor alternative Regulierungsstrategien zur Auflösung sanierungsfeindlicher Gesellschafterblockaden präsentiert werden. Sodann wird ein eigener Vorschlag unterbreitet (§ 2). Die Arbeit schließt mit einer Darstellung der wesentlichen Ergebnisse.

Erstes Kapitel

Die Leitungsmaxime im Widerstreit zwischen Gesellschafter- und Gläubigerinteressen

§ 1 Regulierungstheoretische Grundlegung

Die Ausrichtung der Geschäftsleiterpflichten in der Unternehmenskrise wird durch verschiedene Determinanten bestimmt. Der rechtliche Überschneidungsbereich zwischen Gesellschafts- und Insolvenzrecht korrespondiert mit der zunehmenden Verschlechterung der tatsächlichen, wirtschaftlichen Situation der Gesellschaft. Das Verständnis der ökonomischen Hintergründe ist für die Deduktion gläubigerorientierter Geschäftsleiterpflichten unabdingbar.[1] Den Ausgangspunkt und Rahmen der Untersuchung bildet insoweit eine Funktionsanalyse der Geschäftsleiterpflichten nach den Annahmen der ökonomischen Analyse des Rechts (I.), bevor der Zielkonflikt zwischen Anteilseigner- und Gläubigerinteressen entfaltet (II.) und der ökonomische Begründungsansatz einer Verschiebung der Geschäftsleiterpflichten in der Unternehmenskrise erörtert wird (III).

I. Prinzipal-Agenten-Konflikt

Die Legitimation der Geschäftsleiter einer Kapitalgesellschaft basiert auf einem Delegationsverhältnis – der sog. Prinzipal-Agenten-Beziehung.[2] Die Anteilseigner (*Prinzipale*) beauftragen den Geschäftsleiter (*Agenten*) zur Verwaltung und Maximierung des Gesellschaftsvermögens, was eine Übertragung weit-

---

[1] Weitergehend zur Bedeutung der ökonomischen Analyse des Rechts für die teleologische Auslegung bestehender Rechtsnormen sowie zur Steigerung der Effizienz des Rechtssystems durch die Kodifikation neuer Rechtsnormen *Eidenmüller*, JZ 2001, 1041, 1048 f.; vgl. dazu im Kontext von Geschäftsleiterpflichten in Insolvenznähe *Davies*, 7 EBOR (2006), 301, 303 ff.; ferner zur Interessenbindung des Vorstands *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 112 ff., 130 ff.

[2] Vgl. zur *principal-agent theory* bzw. *agency theory Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 1996, S. 9 ff.; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, 2010, S. 173 ff., 225 ff.; s. a. *Baker/Jensen/Murphy*, 43 J. Fin. (1988), 593, 598 ff.; *Jensen/Murphy*, 98 J. Pol. Econ. (1990), 225 ff.; zur Rezeption im Kapitalgesellschaftsrecht etwa *Bainbridge*, Corporation Law and Economics, 2002, S. 192 ff.; *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 7 f.; ferner *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 253 f.

gehender Entscheidungsbefugnisse auf den Agenten erfordert.[3] Der Prinzipal-Agenten-Konflikt basiert auf der Annahme, dass beide Parteien ihren eigenen Nutzen maximieren wollen, wobei der systematisch besser informierte Agent dazu geneigt sei, Interessenkonflikte nicht stets im Sinne des Prinzipals zu lösen, sondern Gelegenheiten zu opportunistischem Verhalten zu ergreifen.[4] Aufgrund des Auseinanderfallens von Eigentum und Kontrolle (sog. *seperation of ownership and control*) entstehen Konfliktlagen, deren Antizipation die Wertmaximierung des eingesetzten Kapitals vermindert (sog. *Agency*-Kosten).[5] Die etablierten Strategien zur Regulierung der Interessenkonflikte sind Rechtsregeln über die Pflichtenbindung der Geschäftsleiter, Rechtsregeln über die Aufsicht der Geschäftsleitung und Rechtsregeln über die Verantwortlichkeit und Haftung von Geschäftsleitern.[6]

Das Prinzipal-Agenten-Modell der ökonomischen Vertragstheorie dient ferner zur Analyse von Finanzierungsbeziehungen zwischen Gläubigern und Gesellschaften.[7] Finanzgläubiger allokieren ihr Kapital bei einer bestimmten Gesellschaft und müssen darauf vertrauen, dass die Geschäftsleiter hiermit ordnungsgemäß wirtschaften und vertragsgemäß Tilgungs- und Zinsleistungen erbringen. Dadurch entfaltet sich der modelltypische Prinzipal-Agenten-Konflikt auch auf die Beziehung zu den Finanzgläubigern. Komplikationen treten auf, wenn Geschäftsleiter sowohl Gläubigern als auch Gesellschaftern verpflichtet sind und deren Interessen im Rahmen konkreter Entscheidungen konfligieren. Denn die Maximierung aller divergierenden Interessen ist naturgemäß nicht möglich.[8] Aus regulatorischer Sicht ist die Frage aufgeworfen, welche Interessen der Agent zu präferieren hat.

---

[3] Vgl. zur in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur prävalenten Definition der Prinzipal-Agenten-Beziehung *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. (1976), 305, 308: „We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal[s]) engage another person [the agent] to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent."

[4] Dazu *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. (1976), 305, 308. In der Ökonomie werden die Phänomene der Adversen Selektion (*adverse selection*) und des Moralischen Risikos (*moral hazard*) als Beispiele benachteiligenden Verhaltens des Agenten genannt, hierzu *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, 2010, S. 225 ff. bzw. 241 ff.

[5] Als *Agency*-Kosten wird die Summe der Überwachungskosten des Prinzipals (*monitoring expenditures*), der Bindungskosten des Agenten (*bonding expenditures*) zzgl. des Residualverlusts (*residual loss*) bezeichnet, vgl. *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. (1976), 305, 308 f.

[6] Grundlegend *Berle/Means*, The Modern Corporation and Private Property, 1932, S. 84 ff.; nachfolgend *Fama/Jensen*, 26 J. L. & Econ. (1983), 301 ff.

[7] Hierzu *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. (1976), 305, 309 f.; ausf. *Armour/Hertig/Kanda*, in: Kraakman (et. al.), Anatomy of Corporate Law, 2017, S. 115 ff.; *Steffek*, Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft, 2011, S. 24 ff.

[8] Vgl. dazu *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 253 f.

II. Interessenkonflikte zwischen Gesellschaftern und Gläubigern

1. Parallelität der Interessen im solventen Unternehmen

In wirtschaftlich gesunden Unternehmen existiert vielmals ein Gleichlauf der Interessen von Gesellschaftern und Gläubigern. Gläubiger haben primär ein Interesse daran, dass ihre Forderungen bei Fälligkeit erfüllt werden (*return of investment*), während Gesellschafter ein Interesse an möglichst hohen Gewinnen haben (*return on investment*).[9] Dem Gewinnziel folgend rentieren sich Investitionen für Gesellschafter immer dann, wenn die Summe von Gewinnaussichten und Verlustrisiken (sog. Nutzenerwartungswert) des jeweiligen Projekts positiv ist.[10] Die Gewinnverfolgung dient als empirisches Normalziel von Unternehmen indes auch den Gläubigern, da eine anhaltende Abweichung vom Gewinnziel grundsätzlich die nachhaltige Überlebensfähigkeit des Unternehmens am Markt ausschließt.[11] Die langfristige Bestandsfähigkeit der Gesellschaft ist Voraussetzung dafür, dass Banken weiterhin Zins- und Tilgungszahlungen erhalten und Lieferanten im Rahmen kontinuierlicher Vertragsbeziehungen befriedigt werden. Die mit einer Unternehmenswertsteigerung verbundenen Geschäftsrisiken werden von den Vertragsgläubigern freiwillig übernommen und von verhandlungsstarken Finanzgläubigern in die Konditionen der Kreditvergabe eingepreist sowie durch die Einräumung von Kreditsicherheiten und die Vereinbarung kreditsichernder Nebenabreden (sog. *covenants*) antizipiert.[12] Damit korrespondiert das Interesse der Gesellschafter, Gläubigererwartungen zu erfüllen, um andernfalls drohende Risikoaufschläge und höhere Kreditkosten abzuwenden.[13]

Gleichwohl können bereits in der solventen Gesellschaft Interessenkonflikte zwischen Gläubigern und Gesellschaftern identifiziert werden, die aus ihren unterschiedlichen finanziellen Zielalgorithmen resultieren. Für Gesellschafter

---

[9] Siehe hierzu den vielfach zitierten Ausspruch von *Will Roger*: „It's not so much the return on my money that concerns me as much as the return of my money", zitiert nach *Bainbridge*, 1 J. Bus. & Tech. L. (2007), 335, 357; nachfolgend *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 113.

[10] Vgl. dazu *Baums*, ZGR, 2011, 218, 228 f.; *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 113.

[11] Dazu *Grigoleit*, Gesellschafterhaftung für interne Einflussnahme, 2006, S. 58 f.; *ders*., in: Grigoleit, AktG, § 1 Rn. 70, der eine wirtschaftliche Unternehmensleitung als „kleinsten gemeinsamen Nenner der Gesellschafter- und Gläubigerinteressen" charakterisiert; nachfolgend *Tasma*, Leveraged Buyout und Gläubigerschutz, 2012, S. 115 f.; s. a. *Posner*, Economic Analysis of Law, 2014, S. 520 ff.; *Gower/Davies*, in: Gower/Davies, Principles of Modern Company Law, 2016, S. 533.

[12] Hierzu *Grigoleit*, Gesellschafterhaftung für interne Einflussnahme, 2006, S. 61 f. Auch Banken haben ein Interesse langfristige Kundenbeziehungen zu etablieren, um Vertragspartner für Folgefinanzierungen zu sein, dazu *Baums* ZGR 2011, 218, 243; ausf. zu *financial covenants* und weiteren Selbstschutzmöglichkeiten der Gläubiger unten S. 175 ff.

[13] Hierzu *Steffek*, Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft, 2011, S. 49; ähnlich *Davies*, 7 EBOR (2006), 301, 304; s. a. *Thole*, Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht, 2010, S. 15.

berechnet sich der Wert ihrer Beteiligung vereinfacht formuliert aus einer Funktion von Dividendenaussichten und dem in der Gesellschaft vorhandenen Risiko, während sich die Bewertung von Unternehmensanleihen und sonstigen Gläubigeransprüchen nach den Zinsaussichten und dem in der Gesellschaft verkörperten Risiko bemisst.[14] Für Gesellschafter kann eine Strategie maximaler Ausschüttungen bzw. die Inkaufnahme eines höheren Insolvenzrisikos zum Zwecke höherer Ertragserwartungen im Einzelfall sachdienlich sein. Derartige Maßnahmen gefährden indessen die Befriedigungsaussichten der Gläubiger, die eine risikoarme Geschäftsstrategie präferieren, und bedingen eine geringere Bewertung ihrer Forderungen.[15] Anders formuliert: Der Interessenkonflikt zwischen Gesellschaftern und Gläubigern manifestiert sich bei solchen Geschäften, die die Gesellschaft auf Kosten zusätzlichen Risikos profitabler machen sollen.[16]

2. Interessenkollision bei wirtschaftlicher Knappheit

Der fundamentale Interessenkonflikt verschärft sich mit zunehmender wirtschaftlicher Krise des Unternehmens.[17] Zwar ist vielfach auch im frühen Stadium einer drohenden Zahlungsunfähigkeit noch von einem Interessengleichlauf zwischen Gesellschaftern und Gläubigern auszugehen; eine Sanierung ist auf die Vermeidung der Insolvenz im Interesse aller Stakeholder ausgerichtet.[18] Indes können Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft die unternehmerischen Risiken infolge der Trennung der Vermögensmassen und der Beschränkung der Haftung auf einen anderen Rechtsträger externalisieren.[19] Gläubiger tragen die Risiken von unternehmerischen Entscheidungen mit, partizipieren aber grundsätzlich nicht an den zu erzielenden Mehrerlösen.[20] Bei wirtschaftlicher Knappheit sind nunmehr neben den Profitchancen auch die Verlustrisiken einer Trans-

---

[14] Dazu *Brealey/Myers/Allen/Edmans*, Principles of Corporate Finance, 2023, S. 53 ff., 90 ff.; ferner *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 112; ausf. zur Unternehmensbewertung unten S. 128 ff.

[15] Nach ökonomischer Terminologie geht es um die negativen Externalitäten des Schuldnerverhaltens, die zum Teil als „Opportunismusrisiko" der Gläubiger beschrieben werden, vgl. *Thole*, Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht, 2010, S. 14 ff., der daneben zwischen dem Gläubigerkonkurrenzrisiko sowie dem Informations- und Bewertungsrisiko differenziert.

[16] Hierzu bereits *Engert*, ZGR 2004, 813, 822 ff.; *Klöhn*, ZGR 2008, 110, 112 f.

[17] Ausf. *McDaniel*, 13 J. Corp. L. (1988), 205 ff.; *Kanda*, 21 J. Leg. Stud. (1992), 431 ff.; *Lehn/Poulsen*, 34 J. L. & Econ. (1991), 645 ff.; *Lin*, 46 Vand. L. Rev. (1993), 1485, 1488 ff.

[18] Dazu *Brünkmanns*, ZInsO 2021, 125, 126; ähnlich *Poertzgen*, ZInsO 2020, 2509, 2512.

[19] Vgl. zur ökonomischen Zweckmäßigkeit der Haftungsbeschränkung zur Überwindung individueller Risikoaversion und zu weiteren positiven gesamtwirtschaftlichen Effekten *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 1996, S. 41 ff.; *H.-B. Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse des Zivilrechts, 2021, S. 800 f.; ferner *Grigoleit*, Gesellschafterhaftung für interne Einflussnahme, 2006, S. 31 ff.; *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 18.

[20] Siehe zu hybriden Finanzierungsinstrumenten noch unten S. 149 f.

Sachregister

Aufsichtsrat 29, 89, 199

Beweisprobleme 31, 56, 168–173, 200
BTI v. Sequana 111–115, 123 f., 155
Business Judgement Rule 28, 79 f., 170–173

Chilling effect 21, 110, 138, 170 f.
Covenants, *siehe* Financial Covenants
Credit Default Swaps 151 f.
Credit Lyonnais-Doktrin 100 f., 177

Effet-utile-Grundsatz 63 f.
Empty Creditors 151 f.
Ermessensspielraum 28, 62, 85, 172
Existenzvernichtender Eingriff 24 f., 30, 190, 198

Financial Covenants 9, 174–177
– Funktionsweise 175 f.
– strategische Nutzbarkeit 176 f.
Fortführungsprognose 34 f., 66–69, 194 f.

Gambling for resurrection 10 f., 104, 178–180
Gesellschafterweisung 30, 53, *siehe auch* Gesellschaftsrechtlicher Verfahrenseingangsschutz
– Existenzvernichtungshaftung 30, 45, 198
– Rechtshängigkeit des Restrukturierungsverfahrens 77–79
– *Shift of fiduciary duties* 159 f.
Gesellschaftsrechtlicher Verfahrenseingangsschutz 81–90
– Aktiengesellschaft 86–89
– Blockadeverbot bei Einleitung eines alternativlosen Restrukturierungsverfahrens 191–202
– GmbH 82–86
Gläubigergleichbehandlung 32, 117 f.
Gläubigerinteresse 9–11,
– Alt- vs. Neugläubiger 32, 141 f.
– Fallbeispiele 11–13, 140 f.
– Gesamtquote 143–145
– Gläubigergesamtinteresse 74–76, 139–145
– Inkohärenz 139–152
– Interessenkonflikte mit Gesellschaftern 9–11
– Schutzbedürftigkeit 14–17, 173–180
Gläubigerinteressenwahrungspflicht, *siehe Shift of fiduciary duties*
Gläubigerschutz 9–11
– Eintritt materielle Insolvenz 32–38
– Vorfeld materielle Insolvenz 23–31

Haftungsbeschränkung 10, 22 f.
Hindsight bias 104
Holdout 81 f., 83
– Gesellschafter 184 f.
– Gläubiger 81 f., 139
Holzmüller/Gelatine-Grundsätze 29, 86–89

IDS S6-Standard 137, 187
Insolvenz 32–36, 83 f.
– formelle 3
– materielle 3, 32–36, 155 f.
– Stigma 2
Insolvenzanfechtung 36, 156
– Großbritannien 108, 117, 119 f.
– USA 96 f., 105 f.

Insolvenzantragspflicht 32, 46, 96, 108, 155 f., 203
Insolvenzgründe 33–35
– drohende Zahlungsunfähigkeit 66–69, 134–137
– Überschuldung 34–36
– Zahlungsunfähigkeit 33 f.
Insolvenzreife, *siehe* materielle Insolvenz
Insolvenzverschleppungshaftung 32 f.

Kaldor-Hicks-Kriterium 143 f., 157
Kapitalerhaltungsrecht 23 f., 155
Krisenfrüherkennungspflicht 26

Law of Equity 120 f., 126
Leitungsmaßstab 38–48, siehe auch *Shift of fiduciary duties*
– drohende Zahlungsunfähigkeit 43–45
– Gewinnziel 9 f., 39 f., 42 f., 139, 152
– materielle Insolvenz 46 f.
– Restrukturierungsrichtlinie 58–66
– Solvenz 39–43
– StaRUG 66–73, 74–76
Loan-to-own 146–148, 176

Mezzanine-Finanzierungsinstrumente 149 f.

Ökonomische Überschuldung 14–17, 128–131
Operabilität 17–22, 93, 127 f.
– ökonomische Überschuldung 131–134
– Haftungsebene 168–172
– *Shift of fiduciary duties* 56 f., 127–167,
– tatbestandliche Kontur 18–22, 126, 152 f.
– Überschuldung 34–36
– verfahrensbezogene Gläubigerinteressenwahrungspflicht 79 f.
Opportunistisches Verhalten 10 f., 174–180
Organisationsverfassung 28–30, 66, 159, 165–167, 199

Par conditio creditorum, *siehe* Gläubigergleichbehandlung
Pareto-Effizienz 144, 157
Prinzipal-Agenten-Konflikt 7 f.
– Geschäftsleiter und Gesellschafter 7 f., 42
– gesicherte und ungesicherte Gläubiger 139 f.

Rechtsetzungslehre 17–22
– formale Realisierbarkeit 18 f.
– Regeln 19 f., 21 f.
– Standards 21 f.
Regeln, *siehe* Rechtsetzungslehre
Regulierungsstrategien 17 f.
Residualberechtigung 14–17, 133 f., 136–138
Restrukturierungsanzeige, *siehe* Gesellschaftsrechtlicher Verfahrenseingangsschutz
Restrukturierungsverfahren 81 f.
– Blockadeverbot bei Alternativlosigkeit 191–202
– Gesellschafterbeschluss, *siehe* Gesellschaftsrechtlicher Verfahrenseingangsschutz
– verfahrensbezogene Interessenwahrungspflicht 73–80, 138, 20
Risikoaversion, *siehe* C*hilling effect*

Safe harbour 170–173
Sanierungskonzept 27 f., 89, 186–189, 192–202
Sanierungspflicht 27–31, 57, 154
– Gesellschafter 186–189
– gläubigerschützende Adressierung 191–202
– Kausalitätsnachweis 30 f., 168
– Kompetenzverteilung bei Sanierungsentscheidungen 28–30, 159–161
– organrechtliche Hauptpflicht 69 f.
– Schutzgesetz 70 f.
Scheme of Arrangement 50, 93, 106 f., 142 f.
Shareholder-Value-Ansatz 41–43
Shift of fiduciary duties 2, 52–80, 93–181
– Anknüpfungszeitpunkt 55 f., 111 f., 128–138
– Business Judgmenent Rule 56, 170–172
– Corporate Governance 159–167

– Dogmatik 17–22
– Großbritannien, *siehe* auch *West Mercia*-Doktrin
– Haftungsebene 168–173
– Ökonomik 13–17
– Operabilität 56 f., 127–167
– Pflichteninhalt 56 f., 139–158
– Rechtshängigkeit Restrukturierungsverfahren 73–80
– Regierungsentwurf (§§ 2, 3 StaRUG-RegE) 53–58
– Restrukturierungsrichtlinie 58–66
– *Sliding-scale*-Ansatz 113, 123 f.
– USA 97–106
Stakeholder-Value-Ansatz 1, 40 f., 42 f.
Standards, *siehe* Rechtsetzungslehre
StaRUG 2 f., 51 f., 53–58
– Genese und Regelungsziel 49–52
– Regierungsentwurf (§§ 2, 3 StaRUG-RegE) 53–58
– Restrukturierungsanzeige, *siehe* Gesellschaftsrechtlicher Verfahrenseingangsschutz
StaRUG-Verfahren, *siehe* Restrukturierungsverfahren

Too-many-master-Problematik 42, 144, 170–177
Treuepflicht 185–191
– Girmes-Grundsätze 186 f., 193–196
– Gläubigerschutz 190 f.
– Rechtsschutz 188 f.
– USA 100–106

Unternehmensbewertung 14–16, 128–132
– Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren 130 f.
– Multiplikatorverfahren 129 f.
– *Valuation range* 131–134
Unternehmensinteresse 39–47, 89, 138, 180, *siehe auch* Leitungsmaßstab
Überschuldung, *siehe* Insolvenzgründe

Vorwirkungsthese, insolvenzrechtliche 44 f., 66–69

West Mercia-Doktrin 109–122
– Abwägung Gesellschafter- und Gläubigerinteressen (Abbildung) 114
– Anknüpfungszeitpunkt 111 f.
– Fallgruppen 115–120
Wrongful-trading 96 f., 108 f., 114, 118 f., 125 f.

Zahlungsverbot 36 f.
Zustimmungsvorbehalt 160 f., 199
– Aufsichtsrat 29, 89, 161, 199, 201
– Gesellschafterversammlung, *siehe* Gesellschaftsrechtlicher Verfahrenseingangsschutz