



Thomas Aichberger

## **Gläubigerschutz durch Ausschüttungssperren**

Eine ökonomische Analyse  
anhand des deutschen, englischen  
und US-amerikanischen  
Regelungsmodells

# Inhaltsverzeichnis

§ 1	Einleitung .....	19
	A. Problemstellung .....	19
	B. Ziel und Gang der Untersuchung .....	23
1. Teil:	Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht .....	27
§ 2	Die Kapitalgesellschaft aus Sicht der ökonomischen Analyse .....	27
	A. Allgemeine Grundsätze der Rechtsökonomik .....	27
	I. Maßstab der Effizienz als Bewertungskriterium .....	27
	1. Pareto-Kriterium .....	27
	2. Kaldor-Hicks-Kriterium .....	28
	II. Menschenbild des „homo oeconomicus“ .....	30
	B. Haftungsbeschränkung aus wirtschaftlicher Sicht .....	32
	I. Wesen der Haftungsbeschränkung .....	32
	II. Effizienz einer Haftungsbeschränkung .....	35
	1. Problem der negativen externen Effekte .....	35
	2. Gesamtwirtschaftliche Vorteile der Haftungsbeschränkung .....	37
	a) Bereitstellung von Wagniskapital .....	37
	b) Effiziente Risikoteilung .....	38
	c) Ausnutzung von Spezialisierungsvorteilen .....	38
	d) Übertragbarkeit der Grundsätze auf geschlossene Gesellschaften? .....	39
	C. Effizienzverluste infolge von Interessenkonflikten .....	40
	I. Analyse von Fremdkapitalbeziehungen mithilfe des Principal-Agent-Ansatzes .....	40
	1. Konflikte zwischen Eigentümern und Gläubigern .....	41
	a) Überinvestition .....	42
	b) Veränderte Risikoeinstellung .....	43
	c) Unterinvestition .....	44
	d) Fremdfinanzierte Ausschüttungen .....	44
	e) Beeinflussung der Konflikte durch gesellschaftsfremde Manager .....	45
	2. Gläubigerinterne Konflikte .....	47

	II. Gläubigerschutz als wirtschaftliche Notwendigkeit .....	48
§ 3	Die Rechtfertigung staatlicher Regulierung zum Gläubigerschutz .....	52
	A. Rolle des Gesetzgebers aus ökonomischer Sicht .....	52
	B. Regulierung durch dispositives Recht .....	55
	I. Regelungszwecke .....	55
	1. Transaktionskostensparnis .....	55
	2. Lückenfüllung .....	56
	II. Regelungstechnik unter Effizienzgesichtspunkten .....	57
	C. Regulierung durch zwingendes Recht .....	59
	I. Regelungszweck Marktversagen .....	59
	II. Regelungszweck Transaktionskostensparnis? .....	61
	III. Regelungszweck Integration? .....	62
	D. Anwendung auf das Gläubigerschutzrecht .....	62
	E. Fazit .....	64
	2. Teil: Ökonomische Analyse der Ausschüttungssperren .....	67
§ 4	Die Rolle der Ausschüttungssperren im System des Gläubigerschutzes .....	67
	A. Optimale Höhe einer Ausschüttungssperre .....	67
	B. Ausschüttungssperren zur Milderung der Interessenkonflikte .....	69
	I. Überinvestition .....	70
	II. Veränderte Risikoeinstellung .....	71
	III. Unterinvestition .....	72
	IV. Fremdfinanzierte Ausschüttungen .....	72
	V. Gläubigerinterne Konflikte .....	73
	C. Rechtstechnische Ausgestaltung von Ausschüttungssperren .....	74
§ 5	Bilanzielle Ausschüttungssperren unter Effizienzgesichtspunkten .....	78
	A. Anknüpfungspunkte bilanzbezogener Ausschüttungssperren .....	78
	I. Eigenkapital .....	78
	II. Bilanzgewinn .....	79
	B. Regelungszweck bilanzbezogener Ausschüttungssperren .....	79
	I. Bindung von Eigenkapital in der Gesellschaft .....	79
	II. Sicherung der Befriedigung in der Insolvenz? .....	80
	C. Einfluß der Rechnungslegungsvorschriften .....	81
	I. Bilanzierung nach den HGB-Grundsätzen .....	82
	II. Bilanzierung nach IFRS-Vorschriften .....	85
	III. Auswirkungen auf den Gläubigerschutz .....	86
	D. Effizienz der bilanziellen Kapitalerhaltung .....	88
	I. Nutzen einer bilanziellen Ausschüttungssperre .....	88
	1. Senkung des Ausfallrisikos der Gläubiger? .....	88

	2. Schaffung einer effizienten Risikoallokation .....	92
	3. Schaffung einer rechtssicheren Entscheidungsgrundlage ...	93
	II. Kosten einer bilanziellen Ausschüttungssperre .....	94
	1. Überwachungskosten für die Kapitalerhaltung .....	94
	2. Einschränkung der finanziellen Flexibilität .....	95
	III. Fazit .....	97
§ 6	Solvenzbezogene Ausschüttungssperren unter Effizienzgesichtspunkten .....	98
	A. Anknüpfungspunkte einer solvenzbezogenen Ausschüttungssperre .....	98
	I. Bilanzielle Größen .....	98
	II. Cash-Flow-Prognosen .....	100
	B. Regelungszweck solvenzbezogener Ausschüttungssperren .....	102
	I. Sicherung zukünftiger Zahlungsfähigkeit .....	102
	II. Bindung von Eigenkapital .....	104
	C. Effizienz einer solvenzbezogenen Ausschüttungssperre .....	105
	I. Nutzen eines Solvenztests .....	105
	1. Senkung des Ausfallrisikos der Gläubiger .....	105
	2. Schaffung einer rechtssicheren Entscheidungsgrundlage ...	107
	a) Problem der Unsicherheit zukünftiger Zahlungsströme	107
	b) Berücksichtigung alternativer Zukunftsentwicklungen	109
	c) Nachprüfbarkeit von Wahrscheinlichkeitsurteilen .....	111
	II. Kosten .....	114
	1. Aufwand für die Finanzplanung? .....	114
	2. Überwachungs- und Informationskosten .....	116
	3. Indirekte Kosten aus einem risikoaversen Ausschüttungsverhalten .....	117
	III. Fazit .....	118
§ 7	Rückschlüsse aus der Verwendung in der Unternehmenspraxis .....	119
	A. Mangel an empirischen Erkenntnissen .....	119
	B. Ausschüttungssperren als Bestandteil von Covenants .....	120
	C. Interpretation der Erkenntnisse und neuere Untersuchungen .....	123
3. Teil:	Gläubigerschutz durch vertragliche Ausschüttungssperren .....	127
§ 8	Bedeutung des informationellen Gläubigerschutzes .....	128
	A. Information als Entscheidungsgrundlage für die Kreditvergabe ...	128
	B. Effizienz einer Regulierung der Informationspflichten .....	130
	I. Der Kollektivgutcharakter öffentlicher Informationen .....	130
	II. Kosten der Offenlegungspflichten .....	132
	III. Nutzen der Offenlegungspflichten .....	133

C.	Staatliche Gewährleistung des Informationszugangs .....	134
I.	Informationsgehalt der Rechnungslegung .....	135
II.	Gläubigerzugang zu entscheidungsrelevanten Informationen .....	138
§ 9	Analyse vertraglicher Ausschüttungsrestriktionen .....	141
A.	Vertragliche Regelungen zur Einschränkung des Handlungsspielraums .....	141
I.	Entstehung, Verbreitung und Inhalt von Covenants .....	141
II.	Einflußnahme und Haftungsrisiken .....	144
III.	Durchsetzung der getroffenen Vereinbarungen .....	146
B.	Schutzwirkung vertraglicher Ausschüttungssperren .....	148
I.	Möglichkeiten des Selbstschutzes der Gläubiger .....	148
1.	Vertragliche Großgläubiger .....	149
2.	Kleinere Handelsgläubiger .....	149
3.	Arbeitnehmer .....	151
4.	Gesetzliche Gläubiger .....	152
II.	Reflexhafte Schutzwirkung vertraglicher Restriktionen von Großgläubigern? .....	154
III.	Wirksame Überwachung des Schuldners durch Großgläubiger? .....	156
IV.	Fazit .....	158
C.	Effizienz vertraglicher Ausschüttungssperren .....	159
I.	Nutzen vertraglicher Ausschüttungssperren .....	159
1.	Flexibilität durch Einzelfallbetrachtung .....	159
2.	Insolvenzvermeidung durch frühzeitige Krisenwarnung ....	161
3.	Effiziente Risikoteilung .....	162
II.	Kosten der vertraglichen Ausschüttungssperren .....	162
1.	Transaktionskostenaufwand .....	162
2.	Beschränkung des Handlungsspielraums .....	165
III.	Fazit .....	165
4. Teil:	Vergleichende Darstellung der nationalen gesetzlichen Regelungsmodelle .....	167
§ 10	Deutschland .....	167
A.	Ausschüttungssperren im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht ....	168
I.	Sicherung der Aufbringung eines Kapitalstocks .....	168
II.	Kapitalerhaltung durch bilanzielle Ausschüttungssperren ....	171
1.	Das grundsätzliche Verbot der Einlagenrückgewähr .....	172
2.	Ausweitung der Kapitalerhaltung auf Darlehen der Gesellschafter .....	174
3.	Ausnahmen vom Verbot der Einlagenrückgewähr .....	177

a)	Kapitalherabsetzung .....	177
b)	Erwerb eigener Anteile .....	178
c)	Konzernsachverhalte .....	179
d)	Im Rahmen des MoMiG neu eingeführte Ausnahmeregelungen .....	180
III.	Fazit .....	181
B.	Haftung der Geschäftsleiter für gläubigerschädigendes Verhalten	181
I.	Vorüberlegungen: Geschäftsleiterhaftung aus wirtschaftlicher Sicht .....	181
II.	Haftung wegen unzulässiger Ausschüttungen .....	183
III.	Haftung in der Krise der Gesellschaft .....	186
1.	Verletzung der Insolvenzantragspflicht .....	187
2.	Insolvenzverschleppung .....	188
IV.	Fazit .....	191
C.	Haftung der Gesellschafter und Empfänger .....	192
I.	Pflicht zur Rückgewähr unzulässiger Ausschüttungen .....	192
II.	Durchgriffshaftung .....	194
1.	Vermögens- und Sphärenvermischung .....	195
2.	Existenzvernichtender Eingriff .....	196
3.	Unterkapitalisierung .....	200
III.	Insolvenzanfechtung .....	202
IV.	Fazit .....	205
§ 11	England .....	206
A.	Ausschüttungssperren im englischen Kapitalgesellschaftsrecht ....	208
I.	Sicherung der Aufbringung eines Kapitalstocks .....	208
II.	Kapitalerhaltung durch bilanzielle Ausschüttungssperren .....	209
1.	Das grundsätzliche Verbot der Einlagenrückgewähr .....	209
a)	Realised Profits Test .....	210
b)	Net Assets Test .....	211
2.	Ausnahmen vom Verbot der Einlagenrückgewähr .....	211
a)	Verdeckte Gewinnausschüttungen? .....	211
b)	Erwerb eigener Anteile .....	213
c)	Kapitalherabsetzung .....	216
III.	Fazit .....	217
B.	Haftung der Geschäftsleiter für gläubigerschädigendes Verhalten	218
I.	Haftung wegen unzulässiger Ausschüttungen .....	218
1.	Verletzung der Sorgfaltspflichten .....	218
2.	Verletzung der Treuepflichten .....	220
II.	Insolvenzrechtliche Krisenverschleppungshaftung .....	225
1.	Fraudulent Trading .....	226

2. Wrongful Trading .....	227
III. Disqualifizierung ungeeigneter Geschäftsleiter .....	233
IV. Fazit .....	237
C. Haftung der Gesellschafter und Empfänger .....	240
I. Die Rückgewähr unzulässiger Ausschüttungen .....	240
II. Piercing the corporate veil .....	241
1. Institutsmißbrauch .....	242
2. Konzernstrukturen? .....	243
3. Weitere relevante Fallgruppen .....	244
III. Insolvenzanfechtung .....	245
IV. Fazit .....	247
§ 12 USA .....	248
A. Ausschüttungssperren im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht .	250
I. Die Ausschüttungsrestriktionen in Delaware und New York .	250
1. Der Abschied vom traditionellen Nennkapitalsystem .....	250
2. Balance Sheet Surplus Test als	
bilanzielle Ausschüttungssperre .....	253
a) Das grundsätzliche Verbot bilanzieller Überschuldung	253
b) Weitergehende Möglichkeiten zur Senkung	
der Kapitalbindung .....	255
aa) Ausnutzung von Bilanzierungs- und	
Bewertungsspielräumen .....	255
bb) Nimble Dividends .....	256
c) Fazit .....	258
3. Equity Insolvency Test als solvenzbezogene	
Ausschüttungssperre .....	260
a) Anzuwendender Prüfungsmaßstab .....	260
b) Abschätzung der zukünftigen Zahlungsfähigkeit .....	262
c) Gerichtliche Überprüfung der Liquiditätsprognosen ....	263
4. Fazit .....	265
II. Die Ausschüttungsrestriktionen in Kalifornien .....	266
1. Equity Insolvency Test .....	267
2. Bilanzbezogene Ausschüttungsrestriktionen .....	268
a) Retained Earnings Test .....	268
b) Quantitative Solvency Test und Liquidity Test .....	268
3. Fazit .....	269
B. Haftung der Geschäftsleiter für gläubigerschädigendes Verhalten	271
I. Haftung wegen unzulässiger Ausschüttungen .....	271
1. Haftung wegen Sorgfaltspflichtverletzung .....	271
a) Inhalt der Sorgfaltspflichten .....	271

b) Relativierung der Anforderungen durch die Business Judgement Rule .....	273
c) Prozessuale Durchsetzung .....	275
2. Haftung wegen Treuepflichtverletzung .....	277
II. Haftung wegen Verstoßes gegen die Deepening Insolvency Doctrine .....	280
III. Fazit .....	283
C. Haftung der Gesellschafter und Empfänger .....	284
I. Haftung der Anteilseigner für verbotene Ausschüttungen .....	284
II. Insolvenzanfechtung .....	286
1. Anwendbarkeit auf Dividendenzahlungen .....	286
2. Tatbestandliche Anforderungen .....	287
3. Auswirkungen auf den Schutz der Gläubigerpositionen ....	292
III. Durchgriffshaftung .....	293
1. Wichtige Fallgruppen .....	293
2. Fehlen eindeutiger Beurteilungskriterien .....	296
IV. Equitable Subordination .....	297
V. Fazit .....	299
§ 13 Vergleichende Gesamtschau der Gläubigerschutzinstrumente .....	300
5. Teil: Analyse des Gläubigerschutzes durch gesetzliche Ausschüttungssperren .....	307
§ 14 Analyse der bilanzbezogenen Kapitalerhaltung .....	307
A. Effizienz eines gesetzlichen Mindestkapitals .....	307
I. Nutzen des Mindestkapitals .....	308
1. Einschränkung opportunistischen Handlungsspielraums ...	308
2. Insolvenzprophylaxe? .....	309
3. Seriositätsschwelle? .....	310
4. Vermeidung eines Haftungsdurchgriffs? .....	311
5. Kostenersparnis durch die Nutzung von Skaleneffekten? ..	312
6. Ersparnis von Transaktionskosten? .....	313
II. Kosten des Mindestkapitals .....	315
1. Sicherung der Kapitalaufbringung .....	315
2. Erschwerung der Unternehmensfinanzierung .....	316
3. Errichtung einer Markteintrittsbarriere .....	317
III. Fazit .....	318
B. Effizienz eines gesetzlichen Überschuldungsverbots .....	319
I. Nutzen eines bilanziellen Überschuldungsverbots .....	320
II. Kosten eines bilanziellen Überschuldungsverbots .....	321
1. Überwachungskosten .....	321



2. Einschränkung des Handlungsspielraums .....	322
III. Fazit .....	323
C. Effizienz der dispositiven bilanzbezogenen Kapitalerhaltung .....	325
I. Nutzen eines freiwilligen Nennkapitals .....	326
1. Ersparnis von Transaktionskosten? .....	326
2. Signaleffekt des Nennkapitals? .....	327
II. Kosten eines freiwilligen Nennkapitals .....	328
1. Überwachungskosten .....	328
2. Erschwerung der Unternehmensfinanzierung .....	328
III. Fazit .....	329
§ 15 Analyse der solvenzbezogenen Kapitalerhaltung .....	330
A. Der Solvenzttest als Basisinstrument des Gläubigerschutzes .....	330
B. Die effiziente Ausgestaltung eines gesetzlichen Solvenzttests .....	331
I. Zeitliche Reichweite .....	331
1. Differenzierung nach Unternehmensgrößen oder -rechtsformen? .....	332
2. Prognoseanforderungen für die nähere Zukunft .....	332
3. Prognoseanforderungen für die mittlere Zukunft .....	334
4. Behandlung langfristiger Verbindlichkeiten .....	335
a) Analyse des zukünftigen Kapitalbedarfs? .....	336
b) Absicherung durch ein zwingendes bilanzielles Überschuldungsverbot? .....	336
c) Ausnahmsweise Zulässigkeit einer bilanziellen Überschuldung .....	338
II. Disziplinierung der Entscheidungsträger durch Haftungsdrohungen .....	340
1. Anforderungen an den Entscheidungsvorgang .....	340
2. Verhaltenssteuerung durch Dokumentationspflichten und Sanktionsdrohungen .....	343
III. Notwendigkeit einer sachverständigen Prüfung .....	346
IV. Ausweitung der Haftungsdrohungen auf Gesellschafter und externe Dritte? .....	349
V. Publizität der Ausschüttungsentscheidung .....	352
VI. Fazit .....	353
C. Die Reform des Kapitalschutzes als empfehlenswerte Handlungsoption .....	354
I. Nutzen eines Systemwechsels .....	355
1. Abschaffung eines suboptimalen Kapitalerhaltungssystems .....	355
2. Ermöglichung einer europaweiten Harmonisierung .....	356

II. Kosten eines Systemwechsels .....	357
1. Unmittelbare Kosten der Umstellung? .....	357
2. Folgekosten aus einer unsicheren Rechtslage? .....	358
III. Fazit .....	359
§ 16 Thesenhafte Zusammenfassung der Ergebnisse .....	361
Literaturverzeichnis .....	365
Abkürzungverzeichnis .....	391