

## Kapitalschutz im deutschen Gesellschaftsrecht: Ein Beitrag zum Wettbewerb der Rechtsordnungen

*Katarina Röpke\*/Klaus Heine<sup>+</sup>*

*Das Kapitalschutzsystem des deutschen Unternehmensrechts mit seinen wesentlichen Bestandteilen Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung gerät zunehmend unter Druck. Der Druck, der sich in den letzten Jahren aufgebaut hat, speist sich zum einen aus den EuGH-Urteilen zur Niederlassungsfreiheit von Gesellschaften (Art. 43, 48 EG) und zum anderen aus dem internationalen Finanzsystem. Ausgehend von diesen beiden Grundproblemen wird mittels einer institutionenökonomischen Analyse der deutsche Kapitalschutz analysiert. Dabei wird insbesondere der Frage nachgegangen, inwiefern der deutsche Kapitalschutz als ein Qualitätssignal verstanden werden kann, das die Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen verbessert. Denn genau hierin könnte ein Wettbewerbsvorteil des deutschen Gesellschaftsrechts liegen. Darüber hinaus wird in dem Beitrag gefragt, wie der deutsche Kapitalschutz in den sich entfaltenden Regulierungswettbewerb des EU-Binnenmarkts integriert werden kann. Ein Ergebnis der Analyse ist, daß der deutsche Kapitalschutz nicht dem gesellschaftsrechtlichen Wettbewerb entzogen werden darf.*

I. Haben wir ein Problem? .....	273
II. Kapitalschutz, Kapitalstruktur und die Rolle von Signalen .....	275
1. Kapitalschutz im System des deutschen Gläubigerschutzes.....	275
a. Der Grundsatz der Kapitalaufbringung .....	275
b. Der Grundsatz der Kapitalerhaltung .....	276
2. Rechtfertigungsversuche des deutschen Kapitalschutzes - eine Wirkungsanalyse	280
a. Die Grundproblematik .....	280
b. Kapitalschutz im deutschen System des Gläubigerschutzes .....	284
3. Kapitalstruktur und die Signalisierung von Informationen .....	287
III. Kapitalschutz und der Wettbewerb der Rechtsordnungen.....	294
1. Das Wissensproblem .....	294
2. Elemente einer Ordnung für den Wettbewerb der Rechtsordnungen .....	297
IV. Schlußbemerkung .....	300

\* Humboldt-Universität Berlin, Juristische Fakultät, Lehrstuhl für deutsches, europäisches und internationales Zivil- und Wirtschaftsrecht und Institutionenökonomik, Unter den Linden 6, D-10099 Berlin.

<sup>+</sup> Philipps-Universität Marburg, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Abt. Wirtschaftspolitik, Am Plan 2, D-35032 Marburg.

## I. Haben wir ein Problem?

- 1 Das Kapitalschutzsystem des deutschen Unternehmensrechts gerät zunehmend unter Druck. Die deutsche Philosophie des Kapitalschutzes, die zu einem wesentlichen Teil auf einen Schutz durch Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung setzt, sieht sich nämlich gegenwärtig einer doppelten Herausforderung gegenüber, bei der es letztlich um nichts anderes geht als die Existenz des deutschen Ansatzes zum Kapitalschutz. Der Druck, der sich in den letzten Jahren aufgebaut hat, speist sich zum einen aus den EuGH-Urteilen Centros<sup>1</sup>, Überseering<sup>2</sup> und Inspire Art<sup>3</sup> zur Niederlassungsfreiheit von Gesellschaften (Art. 43, 48 EG), die kollisionsrechtlich den Übergang zur sogenannten Gründungstheorie und damit zur Rechtsformwahlfreiheit in Europa markieren. Für Deutschland bedeutet das letztlich, daß auch andere Schutzniveaus und Gläubigerschutzkonzepte akzeptiert werden müssen. Zum anderen geraten die deutschen Regelungen zum Kapitalschutz durch das internationale Finanzsystem unter Druck, weil der Verdacht besteht, daß Unternehmen, die den deutschen unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Regeln unterliegen, Finanzierungsnachteile gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten haben.<sup>4</sup> Der Reformbedarf des deutschen Kapitalschutzes scheint somit evident zu sein.
- 2 Während der Reformbedarf des deutschen Kapitalschutzsystems noch relativ einfach festzustellen ist, ist die Frage nach den Reformmaßnahmen deutlich schwerer zu beantworten. Braucht das deutsche Unternehmens- und Gesellschaftsrecht eine Totalreform, die mit einem Paradigmenwechsel in der deutschen Konzeption des Kapitalschutzes einhergeht? Oder reicht die Anpassung und Verbesserung des etablierten Systems? Wie ineffizient sind die deutschen Kapitalisierungsvorschriften wirklich? Und: gibt es hierfür eigentlich empirische Evidenz?
- 3 Um sich diesem Fragenkreis zu nähern, erscheinen vor allem zwei Argumentationsstränge als besonders wichtig. Der erste Strang betrifft das Problem der *Pfadabhängigkeit*. Danach unterliegen Rechtssysteme einer historisch-kontingenten Entwicklung, in der sich über die Zeit zwischen den verschiedenen nationalen Teilrechtsordnungen eine spezifische Arbeitsteilung herausbildet, um eine spezifische Systemleistung hervorzubringen. So hat sich in Deutschland zur Lösung des Problems des Gläubigerschutzes eine bestimmte Mischung von „ex ante Schutz“ durch Kapitalisierungsvorschriften und „ex post Schutz“ durch Insolvenz- und Deliktsrecht herausgebildet. Das heißt abstrakt, daß sich der deutsche Gläubigerschutz aus

<sup>1</sup> EuGH v. 9.3.1999 - Rs. C-212/97, NJW 1999, 2027.

<sup>2</sup> EuGH v. 5.11.2002 - Rs. C-208/00, GmbHR 2002, 1137.

<sup>3</sup> EuGH v. 30.9.2003 - Rs. C-167/01, NJW 2003, 3331.

<sup>4</sup> Kübler, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), Capital Markets and Company Laws, 2003, S. 95 ff.; Schön, Der Konzern 2004, 162 ff.

Elementen verschiedener Teilrechtsordnungen zusammensetzt, wobei deren Gewichtung und reibungsloses Zusammenspiel das Ergebnis eines jahrzehntelangen Lernprozesses ist. Die Veränderung nur eines Elements des Gläubigerschutzes kann die Leistungsfähigkeit des Gläubigerschutzes insgesamt herabsetzen, wenn durch diese Veränderung die Konsistenz des Gesamtsystems gestört wird. Gerade von der Konsistenz hängt aber die Leistungsfähigkeit des Gesamtsystems ab.<sup>5</sup> Veränderungen von Teilen der Rechtsordnung müssen somit immer unter Berücksichtigung der Gesamtrechtsordnung vorgenommen werden. Dadurch erhält die Fortbildung einer Teilrechtsordnung durch die Gesamtrechtsordnung eine bestimmte Richtung und das Verlassen eines einmal eingeschlagenen Pfades der Rechtsfortbildung kann zu höchst unerwünschten Konsequenzen führen. Dieser Gedanke ist auch auf den Wettbewerb von Regulierungen des Gläubigerschutzes in Europa übertragbar. Um auch bei einem Wettbewerb von Gläubigerschutzbestimmungen zu einem leistungsfähigen Gesamtsystem zu gelangen, müssen sich nämlich ausländische Bestimmungen reibungslos in das gewachsene nationale Recht einfügen.

4 Der andere Argumentationsstrang bezieht sich auf das sogenannte *Wissensproblem*, das insbesondere von *Friedrich August von Hayek* immer wieder als ein Hindernis rationaler Wirtschaftspolitik genannt wurde,<sup>6</sup> wenn es um die zielgerichtete Intervention in Marktprozesse durch den Staat geht. Das Wissensproblem besteht darin, daß es durch Erfahrung zwar möglich ist, im Zeitablauf Wissen über die Wirkung von bestimmten Regulierungen zu sammeln, letztlich bleibt das Wissen aber hypothetisch und fallibel.<sup>7</sup> Diese Problematik trifft auch auf die deutschen Vorschriften zum Kapitalschutz zu, denn die zwingenden Regulierungen zum Schutz der Gläubiger sind Eingriffe in die Dispositionsfreiheit privater Akteure, wobei die ökonomischen Wirkungen dieses Eingriffs nicht immer eindeutig sind. Daher ist es auch a priori nicht möglich, die deutschen Kapitalschutzvorschriften pauschal als ineffizient zu deklarieren. Vielmehr wird man sich Gedanken darüber machen müssen, durch welchen Mechanismus Unternehmen als Rechtsnachfrager mit den für sie jeweils am besten geeigneten Kapitalschutzvorschriften versorgt werden können.

5 Für den Ausgleich von rechtlichem Angebot und Nachfrage wird hier als institutioneller Mechanismus Regulierungswettbewerb vorgeschlagen. Mit Hilfe des Regulierungswettbewerbs kann von den Marktteilnehmern entdeckt werden, welche Regulierungen zur Lösung bestimmter Probleme als besonders geeignet erscheinen. Dabei ist – wie mit dem Problem der Pfadabhängigkeit bereits angesprochen wurde – jedoch keineswegs ausgeschlossen, daß in Wettbewerbsprozessen auch Störungen

<sup>5</sup> *Schmidt/Spindler*, International Finance 2002, 311 ff.; *Bebchuk/Roe*, Stanford Law Review 1999, 127 ff.; *Heine*, Regulierungswettbewerb im Gesellschaftsrecht, 2003, S. 219 ff.

<sup>6</sup> *Hayek*, American Economic Review 1945, 519 ff.; *ders.*, Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, 1968.

<sup>7</sup> Wissenschaftstheoretisch entspricht diese Position dem sog. Falsifikationismus wie er von *Karl Popper* und im deutschen Sprachraum insbesondere von *Hans Albert* vertreten wird. Siehe grundlegend *Popper*, Logik der Forschung, 1994.

auftreten können, was darauf verweist, daß ein funktionsfähiger Regulierungswettbewerb der Ordnung bedarf.<sup>8</sup>

- 6 Ausgehend von den eben beschriebenen zwei Grundproblemen, mit denen sich eine Reform und die Reformer der deutschen Kapitalschutzvorschriften konfrontiert sehen, sollen im folgenden mittels einer institutionenökonomischen Analyse die deutschen Kapitalschutzvorschriften analysiert werden. Hierzu wird zunächst das System des deutschen Kapitalschutzes dargestellt und seine ökonomische Funktionslogik erläutert. Anschließend wird danach gefragt, wie der deutsche Kapitalschutz in den sich entfaltenden Regulierungswettbewerb des EU-Binnenmarkts integriert werden kann. Dies schließt die Frage nach einer geeigneten Wettbewerbsordnung für den gesellschaftsrechtlichen Regulierungswettbewerb in bezug auf Kapitalschutzvorschriften mit ein.

## II. Kapitalschutz, Kapitalstruktur und die Rolle von Signalen

### 1. Kapitalschutz im System des deutschen Gläubigerschutzes

#### a. Der Grundsatz der Kapitalaufbringung

- 7 Grundlegender Gedanke der Kapitalaufbringung ist, daß die Haftungsbeschränkung mit einem Preis versehen wird. Im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht, sowohl hinsichtlich der AG als auch der GmbH, ist dieser Preis durch eine entsprechende Kapitalaufbringung durch die Mitglieder zu entrichten.<sup>9</sup> Dabei gilt der Grundsatz der ex ante Aufbringung eines Grund- bzw. Stammkapitals<sup>10</sup>, dessen Mindestbetrag gesetzlich vorgegeben ist.<sup>11</sup> Daraus ergibt sich unmittelbar eine der wichtigsten Pflichten der Gesellschafter: die Pflicht zur Leistung der gesellschaftsvertraglich (satzungsmäßig) übernommenen Einlage.<sup>12</sup>
- 8 Zur Absicherung der effektiven Kapitalaufbringung ex ante sehen das AktG und das GmbH-Gesetz - bei letzterem entgegen seines sonst überwiegend dispositiven Charakters - eine Reihe von zwingenden Regelungen vor: Grundsätzlich ist die Leistung der Einlagen Eintragungsvoraussetzung für das Handelsregister und somit Entstehungsvoraussetzung der Gesellschaft.<sup>13</sup> Die Befreiung der Gesellschafter von der

<sup>8</sup> Mit weiteren Nachweisen siehe *Heine/Kerber*, *European Journal of Law and Economics* 2002, 47 ff. sowie *Röpke/Heine*, *Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler*, 2005, im Erscheinen.

<sup>9</sup> Vgl. u.a. *Roth/Altmeyden*, *GmbHG*, 4. Aufl., 2003, Einl., Rdnr. 22.

<sup>10</sup> Für dieses Kapital finden sich unterschiedliche Termini. Das satzungsmäßig festgelegte Kapital der GmbH wird als Stammkapital bezeichnet, das der AG Grundkapital.

<sup>11</sup> AG: 50.000 € § 7 AktG; GmbH: 25.000 € § 5 Abs. 1 GmbHG.

<sup>12</sup> *Raiser*, *Kapitalgesellschaftsrecht*, 3. Aufl., 2001, § 28, Rdnr. 1.

<sup>13</sup> Die Kapitalaufbringung ist Gegenstand der registergerichtlichen Prüfung bei Anmeldung der Eintragung, die „Qualität“ der Prüfung fällt jedoch bei GmbH und AG unterschiedlich aus, vgl. § 9 c GmbHG, § 38 AktG. Vollumfängliche Leistung an die Gesellschaft wird nur bei einer Sachgründung gefordert, § 7 Abs. 3 GmbHG, § 36 a Abs. 2 AktG. Die Werthaltigkeit der Sacheinlage(n) wird dabei

Einlagepflicht, die Aufrechnung sowie die Geltendmachung eines Zurückbehaltungsrechts durch den Gesellschafter und die Leistung von Sacheinlagen an Erfüllungsstatt sind nicht zulässig (§ 19 GmbHG; § 66 AktG).<sup>14</sup> Bei der AG besteht zudem das Verbot der Unterpriemission (§ 9 Abs. 1 AktG). Weitergehend als bei der AG haften bei der GmbH die einzelnen Gesellschafter der Gesellschaft nicht nur für die eigene Einlage sondern auch subsidiär für die volle Einzahlung des ganzen Stammkapitals (sog. Ausfallhaftung, § 24 GmbHG).<sup>15</sup>

- 9 In diesen Regeln zur Kapitalaufbringung kommt der Kerngedanke des deutschen Kapitalgesellschaftsrechts zum Ausdruck. Das Privileg der Haftungsbeschränkung wird an die ex ante Etablierung einer Vermögensmasse als Kreditgrundlage und Haftungsstock für die Gläubiger gekoppelt.<sup>16</sup> Aber bereits hier läßt sich eine „Schwäche“ des deutschen Gläubigerschutzmechanismus durch Kapitalisierung insbesondere im Recht der GmbH aufzeigen. Das Gesetz beschränkt sich hinsichtlich der Pflicht zur Kapitalaufbringung auf einen zahlenmäßig festgelegten Mindeststammkapitalbetrag von 25.000 € bei der GmbH und 50.000 € bei der AG, ohne Rücksicht auf die Art und den Umfang des Geschäftsbetriebes. Über das Mindestkapital hinaus besteht keine Rechtspflicht, die Gesellschaft von vornherein oder bei Geschäftsausweitung mit Eigenkapital in einer dem Gesellschaftszweck angemessenen Höhe auszustatten; es besteht insoweit eine Finanzierungsfreiheit.<sup>17</sup>

#### b. Der Grundsatz der Kapitalerhaltung

- 10 Während der Grundsatz der Kapitalaufbringung bei der Gründung von Kapitalgesellschaften quasi punktuell greift, entfaltet der Grundsatz der Kapitalerhaltung seine Wirkung dauerhaft über die gesamte „Lebensspanne“ der Gesellschaft. Die Idee ist dabei, daß der im Rahmen der Kapitalaufbringung präventiv zu zahlende „Preis“ für das Haftungsprivileg nicht sofort nach der Gründung bzw. im Verlaufe der Geschäftstätigkeit an die Gesellschafter zurückfließen darf.
- 11 Anknüpfungspunkt für die deutschen Kapitalerhaltungsvorschriften bildet wie bei der Kapitalaufbringung grundsätzlich das satzungsmäßig bestimmte Kapital: Während bei der GmbH Zahlungen an die Gesellschafter nicht erfolgen dürfen, wenn und soweit nicht das Gesellschaftsvermögen das Stammkapital übersteigt (§ 30 GmbHG), ist die Kapitalerhaltung der AG noch restriktiver geregelt: Es gilt das Verbot der

---

durch eine Differenzhaftung in Geld sichergestellt, § 9 GmbHG. Bei der Bargründung hingegen muß auf jede Stammeinlage bzw. Aktie mindestens ein Viertel des Betrages eingezahlt worden sein, § 7 Abs. 2 GmbHG, § 36a Abs. 1 AktG, wobei bei der GmbH das Kapital insgesamt in Höhe der Hälfte des Mindestkapitals aufgebracht worden sein muß, § 7 Abs. 2 GmbHG. Für den verbleibenden Restbetrag haften die Gesellschafter der Gesellschaft persönlich.

<sup>14</sup> Für Einzelheiten vgl. *Raiser*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2001, § 28, Rdnr. 9 ff.

<sup>15</sup> *Hueck/Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 20. Aufl., 2003, § 34, Rdnr. 8; *Raiser*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2001, § 28, Rdnr. 24.

<sup>16</sup> Vgl. *Raiser*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2001, § 37, Rdnr. 1; *Roth/Altmeyen*, GmbHG, 4. Aufl., 2003, Einl., Rdnr. 22.

<sup>17</sup> *Hueck/Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 20. Aufl., 2003, § 34, Rdnr. 8.

Einlagenrückgewähr (§ 57 Abs. 1 AktG), die Pflicht zur Bildung gesetzlicher Rücklagen (vgl. § 150 AktG) und die Beschränkung der Ausschüttungen an die Gesellschafter auf den Bilanzgewinn (§ 57 Abs. 3 AktG). Bei beiden Gesellschaften gleichermaßen ist zur Absicherung der Kapitalerhaltung das Grundkapital bzw. das Stammkapital stets in voller Höhe unter die Passiva der Jahresbilanz einzustellen (§ 42 Abs. 1 GmbHG; § 152 Abs. 1 AktG; §§ 266 Abs. 3, 272 Abs. 1, 283 HGB).

- 12 Das Gesetz etabliert somit Ausschüttungssperren, deren Höhe sich mindestens nach dem satzungsmäßig ausgewiesenen Kapital richtet. Bilanzgewinne können erst dann entstehen, wenn die Summe der Aktiva höher ist als die Schulden und das Grund- bzw. Stammkapital. Von den Gesellschaftern unter Verstoß gegen diese Kapitalerhaltungsvorschriften empfangene Leistungen oder Zahlungen werden sanktioniert; die Leistungen sind der Gesellschaft zurückzuerstatten (§ 31 Abs. 1 GmbHG, § 62 Abs. 1 AktG). Können die Leistungen vom Empfänger nicht erlangt werden, statuiert das Gesetz bei der GmbH eine Ausfallhaftung aller Gesellschafter sowie der Geschäftsführer (§ 31 GmbHG).<sup>18</sup>
- 13 Allerdings ist auch der den Gläubigern durch diese Kapitalerhaltungsregeln gewährte Schutz nur relativ, denn er sichert sie zwar gegen Verminderungen des satzungsmäßigen Kapitals durch direkte oder indirekte Ausschüttungen an die Gesellschafter, nicht jedoch gegen geschäftliche Verluste.<sup>19</sup> Hinzu kommt, daß das Gesetz keine Nachschußpflicht der Gesellschafter in der Art statuiert, daß das im Geschäftsbetrieb verbrauchte Vermögen der Gesellschaft durch die Gesellschafter (Anteilseigner) wieder aufzufüllen ist.<sup>20</sup> Gemäß der gesetzlichen Regelung ist die Zahlung der Einlage und somit die Kapitalaufbringung zwar eine der wichtigsten Mitgliedschaftspflichten, jedoch ist diese eben nicht eine andauernde Verpflichtung, entstehende Verluste durch Mittel aus dem Privatvermögen der Anteilseigner auszugleichen, das Unternehmen also mit Kapital auszustatten; vielmehr erschöpft sich die Einlagenpflicht in einer einmaligen „Zahlung“ des Beitrages in Höhe der übernommenen Einlage an die Gesellschaft.
- 14 Nicht zuletzt aufgrund der ausgeführten „Schwächen“ ist auch die Charakterisierung sowohl des Grund- als auch des Stammkapitals als „Haftungsfond“, „Ersatzhaftungsmasse“, „Kreditgrundlage“ oder auch „Risikopuffer“ nicht unproblematisch. Ohne daß das Gesetz eine Nachschußpflicht der Anteilseigner statuiert, kann dieses Kapital nämlich als Betriebskapital legal im Geschäftsbetrieb des Unternehmens verbraucht werden, was dem Charakter eines Haftungsfonds widerspricht, auch vermag es insbesondere bei der GmbH aufgrund der gesetzlichen

<sup>18</sup> Bei der AG kann sich eine Haftung der Geschäftsführer aus § 93 Abs. 2 AktG ergeben.

<sup>19</sup> *Raiser*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2001, § 37, Rdnr. 5.

<sup>20</sup> Eine Nachschußpflicht kann bei der GmbH durchaus bestehen, diese muß aber gesellschaftsvertraglich vereinbart sein vgl. § 26 GmbHG. Bei der AG hingegen ist eine solche Vereinbarung nicht möglich.

Mindesthöhe von 25.000 € - wenn überhaupt - nur zu Beginn der Geschäftstätigkeit etwaige Verluste abzapfen.<sup>21</sup>

- 15 Über die gesetzlichen Kapitalschutzregeln hinaus trifft die Gesellschafter (insbesondere den Alleingesellschafter) die Pflicht, auf die Eigenbelange der GmbH Rücksicht zu nehmen.<sup>22</sup> Die krasse Mißachtung dieser Eigenbelange, insbesondere der Zweckbindung des Gesellschaftsvermögens zur vorrangigen Befriedigung der Gesellschaftsgläubiger während der Lebensdauer der Gesellschaft, stellt einen Mißbrauch der Rechtsform GmbH dar, der zum Verlust des Haftungsprivileg führt.<sup>23</sup> Dies ist beispielsweise der Fall, wenn die Gesellschafter unter Außerachtlassung der Zweckbindung des Gesellschaftsvermögens, durch offene und verdeckte Entnahmen der Gesellschaft Vermögenswerte entziehen und damit die Fähigkeit der Gesellschaft, ihre Verbindlichkeiten zu befriedigen, beeinträchtigen (existenzvernichtender Eingriff).<sup>24</sup> Mit diesem „Mißbrauch der Gesellschaftsform“ ist eine Fallgruppe der sogenannten Durchgriffshaftung angesprochen.<sup>25</sup> Die Durchgriffshaftung, die keinen eigenständigen zivilrechtlichen Tatbestand darstellt und deren Voraussetzungen und Inhalt (noch) nicht abschließend geklärt sind,<sup>26</sup> führt zu einer persönlichen Haftung der Gesellschafter für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft entgegen der eindeutig geregelten Haftungsordnung der § 13 Abs. 1 und 2 GmbHG bzw. § 1 Abs. 1 AktG.
- 16 An den Kapitalisierungsgedanken knüpft noch eine weitere - durchaus kontrovers diskutierte - Fallgruppe der Durchgriffshaftung an, die der sogenannten „(qualifizierten) materiellen Unterkapitalisierung“.<sup>27</sup> Im Mittelpunkt steht dabei die Frage nach der Finanzierungsfolgenverantwortung<sup>28</sup> der Gesellschafter und der daraus - durchaus entgegen der gesetzlichen Vorgaben<sup>29</sup> - resultierenden Pflicht, die Gesellschaft mit einem für den Geschäftsbetrieb angemessenen Eigenkapital auszustatten. Verstoßen die

<sup>21</sup> Vgl. auch *Mülbert*, Der Konzern 2004, 155; *Kübler*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), Capital Markets and Company Laws, 2003, S. 95 ff.

<sup>22</sup> *Hueck/Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 20. Aufl., 2003, § 36, Rdnr. 35; BGH, NJW 2003, 3024 "KBV"

<sup>23</sup> BGH, NJW 2003, 3024 ff.

<sup>24</sup> BGH, NJW 2003, 3024 ff.; *Hueck/Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 20. Aufl., 2003, § 36, Rdnr. 35.

<sup>25</sup> Vgl. dazu *Wilhelm*, NJW 2003, 175 ff.

<sup>26</sup> Vgl. u.a. *Lutter/Hommelhoff*, in: Lutter/Hommelhoff (Hrsg.), GmbHG, 16. Aufl., § 13, Rdnr. 6 ff.; *Pentz*, in: Rowedder/Schmidt-Leithoff (Hrsg.), GmbHG, 4. Aufl., 2002, § 1, Rdnr. 122 ff.; *Raiser*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2001, § 29, Rdnr. 19 ff.; *ders.*, in: FS Lutter, 2000, S. 637; *Ehricke*, AcP Bd. 199 (1999), 257 ff.; *Kübler*, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., 1998, § 23; *Schanze*, AG 1982, 42 ff.; *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, 1980, S. 221 ff.

<sup>27</sup> Vgl. dazu *Heermann*, in: Theobald (Hrsg.), Entwicklungen zur Durchgriffs- und Konzernhaftung, 2002, S. 7 ff.

<sup>28</sup> *Raiser*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2001, § 38, Rdnr. 17 und § 29, Rdnr. 29.

<sup>29</sup> *Heermann*, in: Theobald (Hrsg.), Entwicklungen zur Durchgriffs- und Konzernhaftung, 2002, S. 7 (35): „... der Blick auf die Vorschriften der §§ 10 KWG; 2 KAGG; 5 Abs. 4, 8, 15, 53c Abs. 1, 115 VAG [legt] die Vermutung nahe, dass der Gesetzgeber im GmbH-Recht bewusst von der Etablierung einer Pflicht zur Ausstattung der Gesellschaft mit einem angemessenen Eigenkapital abgesehen hat.“

Gesellschafter gegen diese Pflicht, weil die tatsächliche Kapitalausstattung im (offensichtlichen) Mißverhältnis zu dem für den Geschäftsumgang erforderlichem Eigenkapital steht<sup>30</sup>, soll dies eine persönliche Haftung der Gesellschafter zur Folge haben. Ohne an dieser Stelle die Diskussion im einzelnen nachzeichnen zu können, verbleibt jedoch als grundsätzliche Frage, ob es überhaupt Raum für eine solche gesellschaftsrechtliche Durchgriffshaftung gibt. Zum einen besteht nämlich nach geltendem Recht keine Pflicht zur angemessenen Kapitalausstattung der Gesellschaft, zum anderen greifen in krassen Fällen, etwa wenn die Gläubiger vorsätzlich durch unzureichende Kapitalausstattung geschädigt werden, die Tatbestände der Verschuldenshaftung aus Delikt, §§ 823 Abs. 1 und 2, 826 BGB.<sup>31</sup>

- 17 Eine gesetzlich ausformulierte Finanzierungsfolgenverantwortung findet sich hingegen für die Fälle der nominellen Unterkapitalisierung. Wird die Gesellschaft in Krisensituationen, in denen sie aufgrund von (nomineller) Unterkapitalisierung besonders insolvenzanfällig ist, nicht liquidiert, sondern werden ihr statt dessen Gesellschafterleistungen, so z.B. Gesellschafterdarlehen, belassen oder zugeführt, und damit die Gesellschaft länger am Leben gehalten als betriebswirtschaftlich sinnvoll, werden diese Leistungen in Eigenkapital umqualifiziert.<sup>32</sup> Damit unterliegen diese Finanzierungsmittel nicht nur der Vermögensbindung nach § 30 GmbHG bzw. § 57 AktG, sondern werden auch in der Insolvenz als nachrangiges Eigenkapital behandelt<sup>33</sup> (vgl. §§ 32 a, 32 b GmbHG; in analoger Anwendung für die AG).
- 18 Auf die grundlegende Idee der Kapitalisierung ist auch die Insolvenzantragspflicht der Geschäftsführer bzw. des Vorstandes (§ 64 Abs. 1 GmbHG; § 92 Abs. 2 AktG.) zurückzuführen: Ist die Gesellschaft nicht mehr in der Lage, ihre Verbindlichkeiten zu befriedigen und kann dieser Zustand nicht beseitigt werden, muß sie aus dem Markt ausscheiden. Abgesichert wird die Insolvenzantragspflicht durch Sanktionierung des Pflichtverstoßes. Für den Gläubigerschutz wird dabei insbesondere die Insolvenzverschleppungshaftung gemäß §§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. 64 GmbHG bzw. § 92 AktG relevant, die eine unmittelbare Haftung des Managements gegenüber den Gläubigern begründet.
- 19 Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Bestimmungen zur Kapitalaufbringung und –erhaltung - trotz ihrer erheblichen Ausdifferenzierung - keine direkte materielle Absicherung von zukünftigen Gläubigerpositionen etablieren. Vielmehr kommt diesen Vorschriften eher der Charakter einer Seriositätsschwelle bei Wahl einer Rechtsform mit Haftungsprivileg zu (für eine ökonomische Begründung dieser Auffassung siehe Abschnitt 2.3).

<sup>30</sup> Vgl. *Raiser*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2001, § 29, Rdnr. 29.

<sup>31</sup> Vgl. *Hueck/Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 20. Aufl., 2003, § 36, Rdnr. 35; BGH, NJW 1979, 2104.

<sup>32</sup> *Lutter/Hommelhoff*, in: *Lutter/Hommelhoff* (Hrsg.), GmbHG, 16. Aufl., § 32a/b, Rdnr. 2 ff; *Hueck/Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 20. Aufl., 2003, § 34, Rdnr. 8; *Raiser*, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2001, § 38, Rdnr. 8 ff.; *Mülbert*, Der Konzern 2004, 151 ff.

<sup>33</sup> In der Insolvenz in vollem Umfang, d.h. nicht begrenzt auf die Grund- bzw. Stammkapitalziffer; vgl. auch § 135 InsO.

## 2. Rechtfertigungsversuche des deutschen Kapitalschutzes - eine Wirkungsanalyse

### a. Die Grundproblematik

20 Nachdem in den beiden vorangehenden Punkten die wichtigsten Merkmale der deutschen Kapitalschutzvorschriften dargestellt wurden, widmet sich das nachfolgende Kapitel nunmehr einer ökonomische Wirkungsanalyse dieser Vorschriften. Dabei stehen die Regelungsprobleme der Beziehung zwischen dem Unternehmen und seinen (vertraglichen) Gläubigern im Mittelpunkt des Interesses.

21 Unter Zugrundelegung der konzeptionellen Betrachtung des Unternehmens als Netzwerk von Verträgen (*nexus of contracts*) zwischen verschiedenen Ressourceneignern,<sup>34</sup> sind die Regelungsprobleme in den Vertragsproblemen<sup>35</sup> zu verorten, die die Nutzung einer Unternehmensrechtsform mit sich bringen. Um die Probleme im Vertragsnetzwerk eines Unternehmens genauer analysieren zu können und dabei auch der vor allem in der deutschen Rechtswissenschaft relevanten Unterscheidung von Innen- und Außenverhältnis eines Unternehmens Rechnung zu tragen, kann zwischen korporativen (gesellschaftsvertraglichen) und bilateralen (marktlichen bzw. austauschvertraglichen) Beziehungen unterschieden werden.<sup>36</sup> Hinsichtlich der Kapitalschutzvorschriften als Gläubigerschutzmechanismen ergibt sich dabei die Besonderheit, daß sie sich zwar auf das austauschvertragliche Außenverhältnis des Unternehmens zu seinen Gläubigern beziehen, die Steuerung dieser Beziehung jedoch über eine Gestaltungsvorgabe für das Innenverhältnis (die korporativen Beziehungen) erfolgt. So stellen beispielsweise die zwingenden gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsvorschriften Ausschüttungssperren zum Schutz der Gläubiger dar, wobei sie jedoch in den gesellschaftsvertraglichen Regelungsgegenstand der Verteilung des Korporationsgewinnes unter den Anteilseignern eingreifen, also auf das Innenverhältnis zugreifen.<sup>37</sup>

22 Sowohl für die korporativen Vertragsbeziehungen im Innenverhältnis als auch für die bilateralen Verträge im Außenverhältnis ist eine wichtige Frage, wann es notwendig ist, die Vertragsbeziehung durch zwingendes staatliches Recht zu steuern. Zwingendes Recht ist immer dann gefordert, wenn Vertragsprobleme auftauchen, die einer Marktlösung nicht zugänglich sind. Marktlösung bedeutet in diesem Zusammenhang, daß die beteiligten oder betroffenen Parteien selbst (zu geringen Kosten) über das Problem verhandeln und eine entsprechende Lösung in einem bindenden Vertrag

<sup>34</sup> *Jensen/Meckling*, Journal of Financial Economics 1976, 305 ff.

<sup>35</sup> Der konzeptionellen Betrachtung des Unternehmens als Netzwerk von Verträgen liegt der ökonomische Vertragsbegriff zugrunde. Dieser unterscheidet sich wesentlich vom juristischen Vertragsbegriff, da keine rechtlich verbindlichen Verträge gefordert werden. Vielmehr geht man davon aus, daß menschliches Handeln (soziale Beziehungen, Transaktionen) einschließlich des Kollektivhandelns im Unternehmen und am Markt auf Verträgen beruht. Vgl. *Homann/Suchanek*, Ökonomik, 2000, S. 124.

<sup>36</sup> *Kirchner*, in: FS Immenga, 2004, S. 607 (618); *Vanberg*, Markt und Organisation, 1982.

<sup>37</sup> *Kahan*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), Capital Markets and Company Laws, 2003, S. 145 (146).

aufnehmen können. Ist dies nicht möglich, kommt entweder kein Markt zustande oder aber der Markt versagt, indem er sozial unerwünschte Ergebnisse hervorbringt. Dabei sind im wesentlichen zwei Fallgruppen zu unterscheiden: Zum einen kann sich dies als ein Problem innerhalb einer Vertragsbeziehung stellen. Anschauungsbeispiel dafür ist die fehlende Verhandlungsmacht einer Vertragspartei, die die stärkere Partei nach Vertragsschluß nutzt, um sich von der schwächeren Partei weitere Teile der Kooperationsrente anzueignen (sog. *Hold-up* Problematik). Sieht die schwächere Vertragspartei diese Möglichkeit voraus, wird sie von vornherein auf einen Vertragsschluß verzichten, wodurch jedoch eine volkswirtschaftlich an sich wünschenswerte Transaktion nicht zustande kommt. Zum anderen kann Marktversagen als ein Problem außerhalb der Vertragsbeziehung auftreten. In einem solchen Fall liegen sogenannte negative externe Effekte vor. Unter einem negativen externen Effekt versteht man, daß durch die Aktivität einer Vertragspartei oder der Vertragsparteien gegenüber Dritten das Nutzenniveau des Vertragspartners oder der Dritten gesenkt wird, ohne daß dies auf einer vertraglichen Absprache beruht. Vereinfacht läßt sich sagen, daß beim Vorliegen externer Effekte zwingendes staatliches Recht normativ mit dem Schutz von Vertragsparteien und/oder Dritten, d.h. Akteuren außerhalb des Vertrages, gerechtfertigt wird.<sup>38</sup> Allerdings ist mit dieser abstrakten Erklärung noch offen, in welchen konkreten Fällen ein zwingender Schutz erforderlich wird und vor allem wie er am zweckmäßigsten ausgestaltet werden kann. Inwiefern diese Argumentationslogik auch auf den deutschen Kapitalschutz im Rahmen eines Wettbewerbs der europäischen Gesellschaftsrechte angewendet werden kann, wird noch zu klären sein (siehe Abschnitt 3.2).

- 23 Für jede Schuldner-Gläubiger-Beziehung ist die Frage des Risikos eines Forderungsausfalls (Insolvenzrisiko) zentral. Die Schutzbedürftigkeit der vertraglichen (Unternehmens-) Gläubiger kann sich aus dem Problem asymmetrischer Informationsverteilung zwischen Gläubiger und Schuldner ergeben. Informationsasymmetrien treten sowohl vor als auch nach Abschluß des Austauschvertrags auf und sind aufgrund der aus ihnen resultierenden Opportunismusgefahren mit Problemen behaftet.
- 24 Betrachtet man zunächst die Phase vor Vertragsabschluß, macht es Sinn, zwei Situationen zu unterscheiden: Zum einen die Situation, in der es für den Gläubiger aufgrund des Transaktionsvolumens lohnend ist, Informationen über den Schuldner einzuholen (sog. *screening*) und auf diese Weise vorhandene Informationsasymmetrien abzubauen und zum anderen die Situation, in der das Transaktionsvolumen so gering ist, daß sich für den Gläubiger die Informationsbeschaffung nicht lohnt. Im Falle eines ausreichenden Transaktionsvolumens wird der Gläubiger in der Regel eine für ihn vorteilhafte Entscheidung treffen. Er wird auf der Basis der beschafften Informationen eine Risikoprämie entsprechend des tatsächlichen Risikos kalkulieren und/oder entsprechende vertragliche Sicherheiten vereinbaren, die ein „gutes Geschäft“ für ihn darstellen. Andernfalls wird er auf das Kreditgeschäft verzichten. Ein

<sup>38</sup> Ayres/Gertner, Yale Law Journal 1989, S. 88; Müllert, Der Konzern 2004, 157.

gesellschaftsrechtlicher Schutz für Vertragsgläubiger mit großem Transaktionsvolumen ist (hinsichtlich des ex ante Risikos) somit überflüssig, da diese Gläubigergruppe sich selbst durch bilaterale Verträge schützen kann.

- 25 Zu einer anderen Einschätzung kann man hingegen bei Transaktionsbeziehungen mit geringem Transaktionsvolumen kommen und bei Gläubigern, wie beispielsweise kleinen Lieferanten und Handwerkern, die nur eine allgemeine Kenntnis vom möglichen Ausfallrisiko ihrer Forderungen haben, aber meist keine weiterreichenden Informationen über die Solvenz ihres Schuldners besitzen. In diesen Fällen kann der Gläubiger den Risikoaufschlag auf den Schuldzins nicht richtig bemessen, was zu Fehlern bei der Kreditallokation bzw. beim Abschluß von Geschäften führt, in denen Kreditbeziehungen als Element vorhanden sind.<sup>39</sup> Für diese Gläubigergruppe kann ein zwingender gesetzlicher Schutz durchaus gerechtfertigt werden.
- 26 In der Phase nach Vertragsabschluß besteht das Problem des nachvertraglichen Opportunismus des Schuldners. Der Schuldner kann nämlich nach Vertragsabschluß Handlungen unternehmen, die das Risiko des Forderungsausfalls nachträglich erhöhen und vom Gläubiger nicht oder nur schlecht beobachtet werden können. Im Zusammenhang mit Unternehmen und Haftungsbeschränkung sind zwei dieser „versteckten Handlungen“ (*hidden action*) besonders bedeutsam. Die erste ist die Verschiebung von Vermögenswerten der Gesellschaft an die Gesellschafter, die zu einer Minderung des Eigenkapitals der Gesellschaft, d.h. der der Gläubigerbefriedigung dienenden Haftungsmasse führt. Gläubiger mit großem Transaktionsvolumen können jedoch auch hiergegen in ihren Austauschverträgen bilaterale Vorkehrungen treffen, die eine Verschlechterung ihrer Vermögensposition verhindern. So können Gläubiger selbst Kapitalerhaltungsvorschriften bzw. Ausschüttungssperren oder besondere Sicherheiten vereinbaren, die sie gegen Vermögensverschiebungen absichern.
- 27 Die zweite Handlungsweise des Schuldners zu Lasten des Gläubigers besteht im Eingehen größerer geschäftlicher Risiken durch Management oder Gesellschafter, wenn ihre Haftung beschränkt ist, ohne daß diesem höheren Risiko eine entsprechende Risikoprämie gegenüber stünde. Damit keine Mißverständnisse auftreten: Das Haftungsprivileg soll Unternehmern den Anreiz geben, risikoreichere Projekte durchzuführen als dies ohne Haftungsprivileg der Fall wäre. Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist ein solches Investitionsverhalten sogar sehr wünschenswert.<sup>40</sup> Jedoch besteht eben auch die Gefahr, daß Handlungen unternommen werden, die vom rechts- und wirtschaftspolitisch gewünschten Investitionsverhalten abweichen. Dies ist der Fall, wenn dem größeren Risiko kein entsprechend höherer Ertrag gegenüber steht.<sup>41</sup>

<sup>39</sup> So kann die Erfüllung des Vertrages durch eine Partei ohne bereits die vereinbarte Gegenleistung zu erhalten als Kredit gesehen werden.

<sup>40</sup> Vgl. dazu *Hansmann/Kraakman*, *The Anatomy of Corporate Law*, 2004, S. 8 ff.; *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, S. 41 ff.

<sup>41</sup> Ein Beispiel kann diese Problematik noch etwas verdeutlichen: Das Projekt I erbringe einen sicheren Gewinn von 50, während Projekt II einen Gewinn von 150 mit einer Wahrscheinlichkeit von 50% erbringt sowie einen Verlust von 50 mit der gleichen Wahrscheinlichkeit. Der Erwartungswert

- 28 Grundsätzlich können die Gläubiger versuchen, sich auch gegen eine ineffiziente Risikoverteilung selbst zu schützen. Dies erscheint jedoch schwieriger als der Selbstschutz gegen andere „versteckte Handlungsweisen“ haftungsbeschränkter Gesellschaften, weil üblicherweise bei unternehmerischem Handeln nicht ex ante die Ereigniswahrscheinlichkeiten bekannt sind und auch nicht die zu erwartenden Gewinne und Verluste feststehen. Es stellt sich daher die Frage, ob diesem Problem grundsätzlich mit zwingenden gesetzlichen Regelungen zum Kapitalschutz abgeholfen werden kann. Aufgabe des zwingenden Rechts müßte es sein, die Anreize in haftungsbeschränkten Unternehmen in Richtung eines effizienten Investitionsverhaltens zu lenken. Ein solcher Anreiz wird gesetzt, wenn das Management bzw. Gesellschafter mit ihrem Privatvermögen haften müssen, wenn sie trotz Äquivalenz des Ertrags ein risikoreicheres Projekt wählen und damit Risiken ohne Kompensation auf die Gläubiger verlagern.
- 29 In diesem Lichte kann die persönliche Haftung der Gesellschafter bzw. des Managements gesehen werden, die sich unter dem Schlagwort Durchgriffshaftung entwickelt hat, aber auch die deliktische Haftung des § 826 BGB kann in dieser Weise interpretiert werden. Bei beiden Instrumenten stellt sich allerdings erwartungsgemäß das Problem der Justitiabilität. Die Schwierigkeit liegt vor allem in der Bewertung, wann eine Handlung es rechtfertigt, daß das gesetzlich eingeräumte Haftungsprivileg aufgehoben und somit die Haftungsbeschränkung negiert werden soll. Ähnlich ist die Problematik bei § 826 BGB gelagert, denn von seinem Tatbestand her setzt dieser voraus, daß es sich um einen äußerst klaren Fall handelt, in dem die Gesellschafter bzw. das Management Entscheidungen zu Lasten der Gläubiger getroffen haben.
- 30 Insgesamt bleibt festzuhalten, daß sich durchaus Fälle angeben lassen, in denen ein zwingender gesetzlicher Schutz für Gläubiger angebracht erscheint. Vor allem für Gläubiger mit geringem Transaktionsvolumen, wie es beispielsweise für kleine Lieferanten typisch ist, scheinen zwingende Schutzbestimmungen durchaus eine effiziente Problemlösung bieten zu können. Mit der Feststellung, daß ein zwingender gesetzlicher Gläubigerschutz prinzipiell gerechtfertigt werden kann, ist allerdings noch nichts darüber gesagt, wie umfangreich der zwingende Schutz sein sollte und welche Schutzinstrumente hierfür als besonders geeignet erscheinen. So haben sich in der Vergangenheit in den einzelnen Staaten unterschiedliche Schutzphilosophien

---

beider Projekte ist offensichtlich 50. Die aus volkswirtschaftlicher Sicht optimale Wahl ist Projekt I, das mit Sicherheit 50 als Gewinn erbringt. Ein voll haftender Unternehmer wird auch Projekt I als Investition wählen, nicht so hingegen ein haftungsbeschränktes Unternehmen. Ein haftungsbeschränktes Unternehmen wird Projekt II wählen. Angenommen ein haftungsbeschränktes Unternehmen habe ein Eigenkapital von 20. Der Erwartungswert des Gewinns von Projekt II ist weiterhin 75, der Erwartungswert des Verlusts ist durch die Haftungsbeschränkung jetzt hingegen nur -10, so daß aus Projekt II insgesamt ein Erwartungswert von 65 für das Unternehmen resultiert. Ein möglicher Verlust von -15 ist damit durch das haftungsbeschränkte Unternehmen nicht gedeckt. Mit anderen Worten, das unternehmerische Risiko wird in ineffizienter Weise zu einem Teil auf die Gläubiger der Gesellschaft verlagert. Eine weiterführende Diskussion dieser Problematik findet sich beispielsweise in *Posner, Economic Analysis of Law*, 5. Aufl., 1998, S. 431 ff.

herausgebildet, die in unterschiedlichem Maße den Einsatz bestimmter Instrumente betonen.

b. Kapitalschutz im deutschen System des Gläubigerschutzes

- 31 Charakteristikum des deutschen Gläubigerschutzes ist die starke Stellung von Bestimmungen zur Kapitalaufbringung und –erhaltung. Diese Bestimmungen entfalten jedoch nicht nur als einzelne Regelungen eine bestimmte Wirkung, sondern müssen mit ihrer Wirkung auch als Elemente eines Gesamtsystems zum Gläubigerschutzes verstanden werden. So ist das Systemelement Kapitalschutz Bestandteil eines ex ante Schutzes der Gläubiger und ist komplementär zum ex post Schutz, wie er beispielsweise durch das Insolvenzrecht bereitgestellt wird. Flankiert wird der Gläubigerschutz noch durch Bilanzierungsvorschriften, die durch bestimmte Bewertungs- und Offenlegungsvorschriften das haftende Kapital für Gläubiger schützen sollen.
- 32 Wichtig für das Verständnis des deutschen<sup>42</sup> Ansatzes des Kapitalschutzes ist die ihm zugrundeliegende Sicht auf Kapitalgesellschaften – es geht somit um die Grundphilosophie des deutschen Gesellschaftsrechts. Danach ist die Gesellschaft eine Institution, in der sich die konfligierenden Interessen verschiedener *Stakeholder*<sup>43</sup> treffen, die über zwingende Vorschriften zum Ausgleich gebracht und im Interesse aller *Stakeholder* produktiv kanalisiert werden.<sup>44</sup> Die Gruppe der Gläubiger wird dabei als homogen betrachtet und auf sie möglichst unterschiedslos die Regeln zum Gläubigerschutz angewendet. Etwas simplifizierend könnte man auch sagen, daß sich hierin ein egalitäres Grundverständnis der Gesellschaft und ihrer *Stakeholder* widerspiegelt, das über zwingende staatliche Vorschriften aufrechterhalten wird.
- 33 Damit ist jedoch noch nicht erklärt, warum die Vorschriften zum Kapitalschutz eine solche Betonung insbesondere im deutschen Gesellschaftsrecht besitzen. Die starke Betonung des Kapitalschutzes kommt durch die Struktur des deutschen Kapitalmarktes bzw. die deutsche Art der Unternehmensfinanzierung zustande. Solange Unternehmen im wesentlichen fremdfinanziert sind oder auf Selbstfinanzierung durch die Bildung stiller Reserven angewiesen sind, sind Kapitalschutzvorschriften nämlich insofern funktional als sie Vermögensverschiebungen durch attraktive Dividendenzahlungen an die Gesellschafter verhindern oder erschweren. Gesellschafter, die durch die zur Verfügung Stellung von nur wenig Eigenkapital lediglich einen kleinen Teil zur

<sup>42</sup> Im Zusammenhang mit der AG ließe sich durchaus auch von einem europäischen Ansatz des Kapitalschutzes sprechen, da das Recht der Aktiengesellschaften in Europa vor allem durch die 2. gesellschaftsrechtliche Richtlinie (77/91/EWG, ABl. L 26 S. 1 vom 30.1.1977) hinsichtlich der Kapitalisierung harmonisiert wurde.

<sup>43</sup> Unter *Stakeholdern* sind nach gängiger Definition alle Gruppen oder Individuen zu verstehen, die eine Organisation (hier: Gesellschaft) beeinflussen können oder von den Aktivitäten der Gesellschaft beeinflusst werden. *Stakeholder* sind damit nicht nur die Gesellschafter (*Shareholder*), sondern beispielsweise auch Arbeitnehmer, Kreditgeber, Kunden oder Lieferanten.

<sup>44</sup> *Kübler*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *Capital Markets and Company Laws*, 2003, S. 95 (104). Siehe auch *Charkham*, *Keeping Good Company*, 1994; *Roe*, *Strong Managers, Weak Owner*, 2000; *ders.*, *Political Determinants of Corporate Governance*, 2003.

Unternehmensfinanzierung beitragen, sollen nicht unangemessen von den Gewinnen der Unternehmung profitieren.<sup>45</sup>

34 Komplementär zu diesem System des ex ante Schutzes ist die Logik des ex post Schutzes durch das deutsche Insolvenzrecht zu sehen. Gemäß der Philosophie des deutschen Insolvenzrechtes stehen die Interessen der Gläubiger im Vordergrund und es wird (noch) die umsichtige Liquidation durch den gerichtlich eingesetzten Insolvenzverwalter favorisiert.<sup>46</sup> Von der Systemlogik her gesehen, ordnen sich hier ebenfalls die Bewertungsvorschriften und –möglichkeiten des deutschen Bilanzrechts ein. Denn im Fall der drohenden Insolvenz ist es für Gläubiger positiv, wenn nach dem Vorsichtsprinzip bilanzierte Aktiva einen höheren Verkaufserlös erzielen oder die Aufdeckung stiller Reserven in der Überschuldungsbilanz - zur Feststellung der Insolvenz<sup>47</sup> - die zur Gläubigerbefriedigung zur Verfügung stehende Vermögensmasse erhöht und möglicherweise die Insolvenz noch abgewendet werden kann. Damit ist freilich nicht gesagt, daß dieses System effizient funktioniert, sondern zunächst lediglich, daß der deutsche Gläubigerschutz aus verschiedenen aufeinander abgestimmten Systemelementen besteht, von denen der Kapitalschutz ein wichtiges darstellt.

35 Der systemische Charakter des deutschen Ansatzes des Gläubigerschutzes wird noch etwas deutlicher, wenn kurz die US-amerikanische Philosophie des Gläubigerschutzes skizziert wird. Nach US-amerikanischer Auffassung ist die Gesellschaft ein Vertragsnetzwerk bilateraler Austauschverträge, in dem die Gesellschafter (*Shareholder*) die dominante Position einnehmen. Das Betreiben der Gesellschaft dient in aller erster Linie den wirtschaftlichen Interessen der Gesellschafter.<sup>48</sup> Sie bringen die Ressourcen ein, tragen das unternehmerische Risiko bis zur Haftungsgrenze und fordern dementsprechend den Gewinn ein. Gläubiger werden aus US-amerikanischer Sicht nicht als homogene Gruppe betrachtet, die einem einheitlichen Schutz unterliegen, sondern sie werden individuell mittels bilateralen Austauschvertrages an das Vertragsnetzwerk angeschlossen und handeln ihr Schutzniveau mit Hilfe geeigneter Sicherheiten im Prinzip selbst aus.

36 Aufgrund der starken Stellung der Gesellschafter bei der Unternehmensfinanzierung und der Existenz eines entsprechenden Eigenkapitalmarktes haben Kapitalschutzvorschriften, die die Gesellschafter binden, um die Fremdfinanzierung von Unternehmen zu erleichtern, eine eher dysfunktionale Wirkung. Sie schränken die Handlungsspielräume der Gesellschafter ein, ohne daß diese Einschränkung mit einem

<sup>45</sup> Kübler, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *Capital Markets and Company Laws*, 2003, S. 95 (104 ff.).

<sup>46</sup> Auch wenn die InsO nunmehr - anders als die alte Konkursordnung - neben der Liquidation auch die (übertragende) Sanierung des Unternehmens als Schuldner vorsieht (vgl. § 1 InsO), stehen dennoch traditionell die Interessen der Gläubiger im Vordergrund. Von dieser Philosophie ist man bisher im deutschen Recht noch nicht abgerückt; vgl. dazu auch Balz, in: Arbeitskreis für Insolvenz- und Schiedsgerichtswesen e.V., Köln (Hrsg.), *Kölner Schrift zur Insolvenzordnung*, 2. Aufl., 2000, S. 3 ff.

<sup>47</sup> BGHZ 125, 141 (146).

<sup>48</sup> Kübler, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *Capital Markets and Company Laws*, 2003, S. 95 (103 ff.).

Vorteil verbunden wäre. Dafür spielen Treuepflichten (*fiduciary duties*) im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht eine bedeutende Rolle. Durch Treuepflichten wird das Management persönlich an die Einhaltung der im Vertragsnetzwerk geschlossenen Verträge gebunden.<sup>49</sup> So ist es beispielsweise ein Verstoß gegen die Treuepflichten, wenn das Management nicht rechtzeitig auf die drohende Insolvenz hinweist und die *Shareholder* geschädigt werden.

37 Während in der Insolvenz in Deutschland die Liquidation zur Befriedigung der Gläubiger durch einen extern bestimmten Insolvenzverwalter noch immer im Vordergrund steht, gibt es in den Vereinigten Staaten unterschiedliche Wege zum Umgang mit in finanziellen Schwierigkeiten steckenden Unternehmen. Ein Weg ist gemäß Chapter 7 US Bankruptcy Code die sofortige Liquidation der Gesellschaft und größtmögliche Befriedigung der Gläubiger. Dieses Verfahren findet vor allem bei kleinen Gesellschaften Anwendung. Bei größeren Gesellschaften wird hingegen meist der Weg eines Verfahren nach Chapter 11 US Bankruptcy Code eingeschlagen, wonach anstelle der Liquidation eine Reorganisation des Unternehmens angestrebt wird.<sup>50</sup> Dabei verzichten die Gläubiger auf Teile ihrer Forderungen, um in Zukunft möglicherweise wenigstens einen Teil ihrer Forderungen beglichen zu bekommen.

38 Diese kurzen Ausführungen hatten nicht den Zweck, auch nur den Versuch zu unternehmen, die deutsche Konzeption des Gläubigerschutzes umfassend darzustellen. Sondern es sollte lediglich im Vergleich zum US-amerikanischen System deutlich werden, daß der Kapitalschutz ein Systemelement des deutschen Gläubigerschutzes ist, der aus den historisch gewachsenen Finanzierungsmodi deutscher Unternehmen resultiert, die ein Reflex auf die traditionell hohe Fremdfinanzierungsquote deutscher Unternehmen sind.<sup>51</sup> Aus diesem Blickwinkel erscheint der deutsche Gläubigerschutz mit seinen Kapitalschutzvorschriften als ein möglicher ökonomischer Pfad, der zur Unterstützung der Unternehmensfinanzierung eingeschlagen werden kann, wenn die Unternehmensfinanzierung im wesentlichen über die Aufnahme von Fremdkapital stattfindet.

39 Mit dieser Feststellung kann eine Wirkungsanalyse der deutschen Kapitalschutzvorschriften aber noch nicht beendet werden; dies aus zwei Gründen: Erstens, wenn Gläubigerschutzsysteme sich in einer parallelen Pfadabhängigkeit zum Finanzsystem einer Jurisdiktion entwickeln, ist eine vergleichende Aussage über deren Effizienz nicht möglich. Es ist aus methodischen Gründen schlicht unmöglich, eine

<sup>49</sup> Aufgabe der Treuepflichten ist es, die Vertragslücken, die durch die Unvollständigkeit der Verträge zwischen Prinzipalen und Agenten bestehen, mittels einer „breiten“ Verpflichtung der Agenten zu „careful and honest services“ zu schließen. Siehe *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, S. 90 ff.

<sup>50</sup> Aus US-amerikanischer Perspektive der Gesellschaft als Vertragsnexus schlüpfen bei der Entscheidung über Liquidation oder Reorganisation die Gläubiger in die Rolle der dominanten *Shareholder* und übernehmen die Kontrolle, um so viel wie möglich von ihrem investierten Fremdkapital zu retten. Siehe zu dieser Argumentation *Brealey/Myers*, *Corporate Finance*, 5. Aufl., 1996, S. 506 ff.

<sup>51</sup> *Charkham*, *Keeping Good Company*, 1994; *Roe*, *Strong Managers, Weak Owner*, 2000; *ders.*, *Political Determinants of Corporate Governance*, 2003.

Aussage über die Effizienz eines einzelnen Systemelements, wie den deutschen Kapitalschutz, zu machen, wenn die Wirkung des betrachteten Elements ganz entscheidend vom Kontext abhängig ist, in dem es seine spezifische Wirkung entfaltet.<sup>52</sup> Zweitens, wenn die deutschen Kapitalschutzvorschriften im Zuge der Rechtswahlfreiheit durch Gewährleistung von Niederlassungsfreiheit für Gesellschaften in der Europäischen Union in den Wettbewerb eintreten, fragt sich, welche Eigenschaft des deutschen Kapitalschutzes einen Wettbewerbsvorteil für das deutsche Gesellschaftsrecht darstellen könnte. Dieser Wettbewerbsvorteil könnte in dem Seriositätsindiz liegen, das mit der Wahl einer deutschen Rechtsform verbunden ist. Inwiefern die Wahl einer deutschen Kapitalgesellschaft aus ökonomischer Sicht tatsächlich ein Seriositätsindiz darstellt, soll deshalb im folgenden Abschnitt geklärt werden.

### 3. Kapitalstruktur und die Signalisierung von Informationen

40 Die Absicherung von Gläubigern gegen opportunistisches Verhalten von Managern und Gesellschaftern ist zweifellos ein wichtiges Anliegen des deutschen Ansatzes zum Kapitalschutz. Dabei mag es an dieser Stelle letztlich offen bleiben, inwieweit die deutschen Vorschriften geeignet sind, einen effektiven Gläubigerschutz in der Praxis zu gewährleisten und ob die Ausgestaltung des Kapitalschutzes in anderen Staaten möglicherweise der deutschen Konzeption überlegen ist.<sup>53</sup> An dieser Stelle soll ein anderer Aspekt des Kapitalschutzes betrachtet werden. Neben ihrer direkten Gläubigerschutzwirkung haben Vorschriften zur Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung nämlich noch eine andere Wirkung, sie nehmen Einfluß auf die Kapitalstruktur von Unternehmen. Dadurch machen sie Vorgaben über das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital und damit über die Finanzierungsmodalitäten des Realkapitals, das die Güter und Dienstleistungen des Unternehmens hervorbringt.

41 Daß Unternehmen eine Kapitalstruktur haben und daß Vorschriften zur Kapitalaufbringung und –erhaltung einen Einfluß auf sie ausüben, steht außer Frage. Die ökonomisch bedeutsamen Fragen sind daher etwas anders gelagert. Die *erste* Frage ist, ob die Kapitalstruktur einen Einfluß auf den Unternehmenswert hat. Nur wenn das der Fall ist, macht es überhaupt Sinn, sich mit Fragen des Verhältnisses von Fremd- und Eigenkapital zu beschäftigen. Die *zweite* Frage ist, inwiefern das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital die Finanzierungsmöglichkeiten des Unternehmens beeinflußt. Gibt es ein Mischungsverhältnis, das die Finanzierungskosten minimiert? Und die *dritte* Frage ist schließlich, ob sich aus der Finanzierungsperspektive heraus Gründe dafür angeben lassen, die es als sinnvoll erscheinen lassen, daß es sanktionsbewehrte Kapitalschutzvorschriften gibt. Warum wählen Unternehmen nicht selbst die Kapitalstruktur, die die Finanzierungskosten minimiert und damit sowohl den Interessen

---

<sup>52</sup> Hathaway, Iowa Law Review 2001, 601 ff.; Roe, in: Newman (Hrsg.), The New Palgrave of Economics and the Law, Vol. 1, 1998, S. 339 ff.

<sup>53</sup> Ein Überblick findet sich beispielsweise bei: Mülbart, Der Konzern 2004, 151 ff.; Schön, Der Konzern 2004, 162 ff.; Enriques/Macey, Cornell Law Review 2001, 1165 ff.

von Anlegern als auch Gläubigern gedient ist? Kann es für Unternehmen möglicherweise profitabel sein, sich rigiden Kapitalschutzvorschriften freiwillig zu unterwerfen?

- 42 Die erste Frage kann zweifellos mit Ja beantwortet werden. Die Kapitalstruktur hat einen Einfluß auf den Unternehmenswert; die Finanzierungsseite eines Unternehmens ist nicht nur ein neutraler „Schleier“ über den realen Kapitalgütern, die die Güter und Dienstleistungen eines Unternehmens hervorbringen. Dies ist keinesfalls eine Trivialität, denn im Modigliani/Miller-Theorem<sup>54</sup> wird genau das Gegenteil nachgewiesen, wonach die Finanzierungsquellen für den Wert eines Unternehmens unerheblich sind, weil es lediglich auf die zukünftigen *Cash Flows* aus der realen Tätigkeit für den Wert eines Unternehmens ankomme. An dieser Stelle kann keine ausführliche Diskussion der Bedeutung des Modigliani/Miller-Theorems geführt werden, empirisch hat sich jedoch gezeigt, daß die Kapitalstruktur und die hierauf Einfluß nehmenden Institutionen sehr wohl eine Rolle spielen.<sup>55</sup> Zudem kann das Theorem so verstanden werden, daß mit ihm gar keine Aussage über die Realität bezweckt ist, sondern es den Beginn einer systematischen Diskussion der wertbestimmenden Faktoren eines Unternehmens markiert.<sup>56</sup> Dafür spricht schon, daß das Theorem nur unter sehr restriktiven Annahmen Gültigkeit besitzt, die in der Realität regelmäßig nicht gegeben sind.
- 43 Vor diesem finanzierungstheoretischen Hintergrund ist es etwas leichtfertig, wenn beispielsweise Schön in einem Beitrag zur „Zukunft der Kapitalaufbringung/ -erhaltung“ schreibt: „Ein materieller Zusammenhang zwischen den betriebswirtschaftlichen Finanzierungserfordernissen eines Unternehmens und der Höhe des gesetzlichen (oder gezeichneten) Kapitals besteht nicht“<sup>57</sup>. Dabei bezieht er sich direkt und ausschließlich auf *Modigliani* und *Miller* (1958). Die zu klärende Frage ist wohl eher, in welcher Form und in welchem Maße die deutschen Vorschriften des Kapitalschutzes die Kapitalstruktur von Unternehmen und damit die Finanzierungsmöglichkeiten beeinflussen. Von einer Irrelevanz der Kapitalstruktur kann jedenfalls nicht ausgegangen werden.
- 44 Dies führt zur zweiten Frage, der nach dem „optimalen“ Mischungsverhältnis von Fremd- und Eigenkapital. Zu diesem Problemkomplex gibt es mittlerweile eine verästelte Diskussion.<sup>58</sup> Hier soll lediglich ein Aspekt dieser Diskussion herausgegriffen werden und zwar die Frage nach den Signalen, die die Kapitalstruktur eines

<sup>54</sup> *Modigliani/Miller*, American Economic Review 1958, 261 ff.; *dies.*, American Economic Review 1963, 433 ff.

<sup>55</sup> *Mayer/Sussman*, Oxford Review of Economic Policy 2001, 457 ff.; *Pagano/Volpin*, Oxford Review of Economic Policy 2001, 502 ff.

<sup>56</sup> *Laitenberger/Lodowicks*, Das Modigliani–Miller–Theorem mit ausfallgefährdetem Fremdkapital, Mimeo 2004.

<sup>57</sup> *Schön*, Der Konzern 2004, 165.

<sup>58</sup> Für einen Überblick siehe *Brealey/Myers*, Corporate Finance, 5. Aufl., 1996, S. 474 ff.

Unternehmens in den Kapitalmarkt sendet und welche Konsequenzen dies für die Finanzierungsbedingungen eines Unternehmens hat.

- 45 Mit *Signalisierung der Kapitalstruktur* ist gemeint, daß das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital Anlegern und Gläubigern Informationen über die wahrscheinlichen zukünftigen Ertragsaussichten des Unternehmens liefert. Gläubiger können somit aus der Kapitalstruktur Rückschlüsse auf einen möglichen Forderungsausfall ziehen. Dabei wird ein Unternehmen, das gute Geschäftsaussichten hat, ein Interesse daran haben, dies durch die Kapitalstruktur seinen Investoren mitzuteilen, um in den Genuß möglichst günstiger Finanzierungsbedingungen zu kommen; das heißt, möglichst niedrige Risikoaufschläge auf den Zins bei Fremdfinanzierung zu bezahlen.
- 46 Das Interesse von Unternehmen mit Hilfe der Kapitalstruktur Signale in den Kapitalmarkt abzugeben, resultiert aus der Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Gläubiger bezüglich der Unternehmensdaten, die einen genauen Rückschluß auf die Kreditwürdigkeit des Unternehmens zuließen.<sup>59</sup> Aufgrund dieser Intransparenz werden potentielle Gläubiger Unternehmen durchschnittlichen Risikoklassen zuordnen und entsprechende Risikoaufschläge verlangen. Unternehmen die in eine solche Risikoklasse eingeordnet werden, aber tatsächlich eine höhere Bonität besitzen, werden sich jedoch als falsch „geratet“ betrachten und auf die Aufnahme von für sie zu teuren Krediten verzichten, auch wenn die Kreditaufnahme unter betriebswirtschaftlichen Aspekten durchaus sinnvoll wäre. Demgegenüber werden Unternehmen mit schlechterer Bonität gern die für sie billigen Kredite ausschöpfen, wohlwissend daß sie Probleme bei der Bedienung der Schuld haben werden. Ohne hier den Prozeß adverser Selektion im Detail nachzeichnen zu können, ist das Ergebnis des Prozesses eine erhebliche Störung auf dem Fremdkapitalmarkt, die nicht nur betriebswirtschaftliche, sondern auch volkswirtschaftliche Schäden verursacht.<sup>60</sup> Durch den Zwang zur Bilanzierung nach bestimmten einheitlichen Grundsätzen läßt sich dieses Problem zwar vermindern, aber nicht beseitigen, wie nicht nur die Bilanzskandale der letzten Jahre gezeigt haben, sondern bestimmte Informationen lassen sich schlicht nicht adäquat durch eine Bilanz kommunizieren, wie beispielsweise das unternehmerische Können eines Managements in Hinblick auf die Wahrnehmung zukünftiger Marktchancen. Hinzu kommt noch, daß die Einhaltung elaborierter Bilanzierungsstandards mit erheblichen Kosten verbunden ist, was das Kosten-Nutzen Verhältnis der Bilanzierung insbesondere für kleinere Unternehmen negativ werden läßt. Das Instrument der Bilanzierung ist damit kein Allheilmittel, um das Problem der Informationsasymmetrie zu lösen.
- 47 Mit Hilfe der Kapitalstruktur können Unternehmen mit guten Ertragsaussichten nun aber versuchen, Kreditgeber von ihrer unternehmerischen Leistungsfähigkeit zu

---

<sup>59</sup> Vgl. auch Abschnitt 2.2.1.

<sup>60</sup> Zu den volkswirtschaftlichen Problemen adverser Selektion auf Kreditmärkten siehe *Stiglitz/Weiss*, *American Economic Review* 1981, 393 ff.; siehe ebenfalls *Amour*, *Modern Law Review* 2000, 355 ff.

überzeugen. So haben *Leland/Pyle*<sup>61</sup> und *Ross*<sup>62</sup> den Nachweis erbracht, daß bestimmte Finanzierungsinstrumente in der Tat geeignet sind, Investoren Informationen glaubwürdig zu signalisieren.<sup>63</sup> *Ross* hat beispielsweise gezeigt, daß eine Ausweitung der Verschuldung ein glaubwürdiges Signal hinsichtlich einer positiven Einschätzung der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse ist. Denn eine Ausweitung der Verschuldung kann nur von einem Management betrieben werden, das eine gute Geschäftsentwicklung erwartet. Andernfalls würde das Unternehmen die Insolvenz riskieren, womit die Manager nicht nur ihren Arbeitsplatz verlieren würden, sondern auch auf dem Arbeitsmarkt für Manager ihre Reputation beschädigen, was ihre zukünftigen Einkommensmöglichkeiten erheblich mindern kann. Daraus läßt sich dann der Schluß ziehen, daß je höher die Qualität eines Unternehmens ist, es einen umso höheren Verschuldungsgrad aufweist.<sup>64</sup>

48 Die empirische Überprüfung von Signalansätzen, insbesondere des *Ross*-Modells, ist allerdings bislang nicht sonderlich erfolgreich gewesen. Dies spricht aber nicht gegen Signalansätze im allgemeinen, sondern dürfte daran liegen, daß die meisten Signalansätze in ihren Annahmen bislang sehr restriktiv sind und erst noch einer Verfeinerung bedürfen. So besteht beispielsweise die Vermutung, daß erhebliche Anstrengungen zur Signalisierung insbesondere von Unternehmen mit mittleren Ertragsaussichten unternommen werden, während Unternehmen mit besonders guten oder schlechten Ertragsaussichten auf Signalisierung eher verzichten, da sie von Kapitalgebern bereits hinreichend gut eingeschätzt werden können.<sup>65</sup> Dies verweist darauf, daß Unternehmen von unterschiedlichen Signalisierungsstrategien Gebrauch machen werden, es somit für bestimmte Unternehmensformen, Unternehmensgrößen oder auch für bestimmte Branchen unterschiedlich geeignete Signale gibt, um ihre Finanzierungsmöglichkeiten zu optimieren.

49 Zentrales Element jedes Signalmechanismus ist, daß er glaubwürdig sein muß. Denn nur dann macht es für Kapitalgeber überhaupt Sinn, auf das Signal zu achten und ihm einen Informationswert beizumessen. Dies führt nun zur dritten Frage, nämlich der Frage danach, ob es für Unternehmen nicht auch lohnend sein könnte, sich Kapitalaufbringungs- und erhaltungsvorschriften zu unterwerfen, wie sie das deutsche Gesellschaftsrecht bereitstellt.

50 Ausgangspunkt der folgenden Überlegungen ist, daß Unternehmen nach einem Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital streben werden, das ihre Finanzierungskosten minimiert. Bei der Verfolgung dieses Ziels kann es durchaus sein, daß die deutschen Vorschriften zur Kapitalaufbringung und –erhaltung dysfunktional sind. Dies mag insbesondere auf Gesellschaften zutreffen, die ein großes Transaktionsvolumen mit

<sup>61</sup> *Leland/Pyle*, *Journal of Finance* 1977, 371 ff.

<sup>62</sup> *Ross*, *Bell Journal of Economics* 1977, 23 ff.

<sup>63</sup> *Schuhmacher*, *ZfB* 2004, 1113 ff.

<sup>64</sup> *Schuhmacher*, *ZfB* 2004, 1113 ff.

<sup>65</sup> *Schuhmacher*, *ZfB* 2004, 1113 ff.

ihren Gläubigern haben. In diesem Fall haben Schuldner und Gläubiger einen Anreiz, maßgeschneiderte private Sicherungsmechanismen (siehe Abschnitt 2.1 und 2.2) zu vereinbaren, die einen sehr viel effektiveren Schutz darstellen als es die deutschen Kapitalschutzvorschriften sein können.

51 Private Sicherungsmaßnahmen könnten natürlich im Prinzip von allen Unternehmen ergriffen werden, somit auch von kleinen und mittelgroßen Unternehmen, die typischerweise in der Rechtsform der GmbH firmieren. Allerdings kann es für kleine und mittlere Unternehmen mit erheblichen Kosten verbunden sein, maßgeschneiderte private Sicherungsmechanismen effizient zu verhandeln. Zudem sind kleine und mittlere Unternehmen seltener am Kapitalmarkt aktiv, so daß Fremdkapitalgebern häufig Erfahrungswerte über die „Zahlungsmoral“ dieser Unternehmen fehlen mit der Folge, daß kleine und mittlere Unternehmen aufgrund des mangelnden Vertrauens tendenziell schlechtere Finanzierungskonditionen erhalten. Um diese Vertrauenslücke zu schließen, gibt es für Unternehmen sicherlich eine ganze Reihe von Möglichkeiten, wobei es jedoch entscheidend ist, daß diese Mechanismen nicht nur transaktionskostengünstig in der Gestaltung sein müssen, sondern daß sie auch glaubwürdig sind, was wiederum erhebliche Kosten für das Unternehmen erzeugen kann. Dadurch können die Kosten, einen privaten Gläubigerschutz zu betreiben, höher sein als einen teureren Kredit aufzunehmen oder auf eine Finanzierungsmöglichkeit zu verzichten. Beide Handlungsalternativen führen in ihrem Ergebnis zu mehr oder weniger ökonomisch ineffizienten Ergebnissen. Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen werden daher ein großes Interesse daran haben, einen kostengünstiges Instrument zur Verfügung gestellt zu bekommen, das ihre Bonität signalisiert und damit ihre Finanzierungsmöglichkeiten verbessert.

52 Die Kapitalschutzvorschriften des deutschen Gesellschaftsrechts können als ein solcher Signalisierungsmechanismus verstanden werden. Indem sich Unternehmen den rigiden deutschen Schutzbestimmungen unterwerfen, geben sie das Signal ab, daß sie wirtschaftlich in der Lage und willens sind, ihren Forderungen nachzukommen. Insofern können die deutschen Kapitalschutzvorschriften beziehungsweise die Wahl deutschen Gesellschaftsrechts als ein Seriositätsindiz über die unternehmerische Qualität von Gesellschaftern und das Management verstanden werden, wie es in der juristischen Literatur behauptet wird.<sup>66</sup> Das Signal, das von deutschen Kapitalschutzvorschriften ausgeht, besteht dabei aus zwei Teilen. Der erste Teil sind die Bestimmungen über Kapitalisierung bzw. des Kapitalschutzes selbst, wobei es nicht der tatsächliche Schutz der Vorschriften ist, der für Gläubiger informativ ist, sondern, daß die Einhaltung der Vorschriften von den Gesellschaftern bzw. vom Management eine gewisse unternehmerische Umsicht und Anstrengung verlangt, was unseriöse Unternehmer eher abschrecken wird. Der zweite Teil des Signals besteht in der Sanktionsbewehrtheit der Vorschriften durch den Staat. Damit bekommt das Signal zusätzliche Glaubwürdigkeit und zwar zu verhältnismäßig niedrigen Kosten, da nicht

<sup>66</sup> Vgl. u.a. *Lutter/Bayer*, in: *Lutter/Hommelhoff* (Hrsg.), *GmbHG*, 16. Aufl., 2004, § 5, Rdnr. 1; *Heermann*, in: *Theobald* (Hrsg.), *Entwicklungen zur Durchgriffs- und Konzernhaftung*, 2002, S. 7 (31).

allein auf die Selbstdurchsetzung der gewählten Kapitalschutzvorschriften gesetzt werden muß, sondern der Staat als Dritter die Einhaltung der Regeln gewährleistet.

- 53 Wenn die deutschen Kapitalschutzvorschriften in der eben beschriebenen Weise als Signal der Seriosität eines Unternehmens fungieren können, stellt sich im nächsten Schritt die Frage, unter welchen Umständen es sich für Unternehmen lohnt, die Kosten für eine Signalisierung durch Wahl einer deutschen Rechtsform aufzuwenden. Damit ist dann auch die Frage angesprochen, wann es aus volkswirtschaftlicher Sicht wünschenswert ist, daß der Staat Gesellschaftsrecht mit Kapitalschutzvorschriften ausstattet und Unternehmen in die Lage versetzt, sich dieses Signalisierungsmechanismus zu bedienen.
- 54 Ein wichtiger Aspekt für die Glaubwürdigkeit und damit für die Funktionsfähigkeit des Signalisierungsmechanismus ist nicht nur die absolute Höhe der mit den deutschen Kapitalschutzvorschriften verbundenen Kosten, sondern auch daß diese Kosten dauerhaft anfallen beziehungsweise „versunken“ sind. Dahinter steckt die Überlegung, daß die Wahl deutscher Kapitalschutzvorschriften als Seriositätsindiz nur dann wirklich glaubhaft ist, wenn sie nicht ohne weiteres umgangen werden können und die aufgewendeten Kosten auch wirklich entstehen, das Signal somit informativ ist.
- 55 Von seiner Konzeption her sorgt das deutsche Kapitalgesellschaftsrecht tatsächlich im Großen und Ganzen dafür, daß Umgehungen bei der Kapitalaufbringung und –erhaltung verhindert werden und die mit der Wahl deutschen Kapitalgesellschaftsrechts verbundenen Kosten entstehen. Dies schließt keineswegs aus, daß sich in der Vergangenheit auch die ein oder andere Umgehungsmöglichkeit aufgetan hat; beispielsweise die unterschiedlich gestalteten Fälle „verdeckter Gewinnausschüttungen“<sup>67</sup>, in denen unter Rückgriff auf die Möglichkeit, daß das Eigenkapital legal im Unternehmen verbraucht werden kann, Zahlungen an die Gesellschafter erfolgen. Das deutsche Kapitalgesellschaftsrecht versucht, solche Lücken jedoch immer wieder zu schließen und damit seine Systemlogik durchzusetzen. In diesem Sinne kann auch die ex post Haftung mittels Durchgriff, Insolvenverschleppungshaftung sowie die Haftung aus § 826 BGB verstanden werden, die einen Kapitalverzehr zu Lasten der Gläubiger in unterschiedlichen Situationen sanktionieren.
- 56 Daß ein Signal glaubwürdig ist, sagt allerdings zunächst nur etwas darüber aus, daß es in der Lage ist, seine Funktion als Signal zu erfüllen. Und deswegen könnte argumentiert werden, daß der deutsche Kapitalschutz zwar durchaus ein glaubwürdiges Signal an potentielle Gläubiger darstelle, dies aber keineswegs etwas über seine Wirkung auf die Effizienz von Kreditmärkten aussage. Zum einen wäre es nämlich denkbar, daß es günstigere Signalisierungsmechanismen als die Wahl einer deutschen Rechtsform gibt, zum anderen könnte es sein, daß die entstehenden Signalisierungskosten nicht durch entsprechend verbesserte Finanzierungsbedingungen

<sup>67</sup> Vgl. u.a. OLGR Stuttgart 1999, 355 ff.; KG, AG 1999, 319.

amortisiert werden. In beiden Fällen wäre der deutsche Kapitalschutz aus volkswirtschaftlicher Sicht eine ineffiziente Institutionenwahl.

57 Da niemand die mit den deutschen Kapitalschutzvorschriften verbundenen Kosten genau kennt, scheint es auf den ersten Blick keine Möglichkeit zu geben, etwas über die Effizienz des deutschen Kapitalschutzes als Signal aussagen zu können.<sup>68</sup> Denn der deutsche Kapitalschutz als Signal mag bei manchen Unternehmen zu einem Effizienzgewinn führen bei anderen wiederum nicht. Diese auf den ersten Blick unbefriedigende Aussage hat jedoch eine wichtige Implikation: Wenn die Signalisierung durch die Wahl deutschen Kapitalgesellschaftsrechts nämlich nur für einen Teil der Unternehmen rentierlich ist, folgt daraus, daß Unternehmen auch tatsächlich eine gesellschaftsrechtliche Wahlmöglichkeit eingeräumt werden muß, die den Kapitalschutz miteinschließt. Werden hingegen die deutschen Kapitalschutzvorschriften von der gesellschaftsrechtlichen Rechtswahlmöglichkeit in Europa ausgeschlossen oder die Wahlmöglichkeiten deutscher Rechtsformen durch „Wegzugssperren“<sup>69</sup> behindert, kann ein Gläubiger aus dem unterschiedslos geltenden Kapitalschutz keine zusätzlichen Informationen über seinen potentiellen Schuldner ziehen. In diesem Fall wird der deutsche Kapitalschutz in der Tat die Finanzierungskosten von Unternehmen erhöhen, ohne daß dem ein Gegenwert gegenübersteht. Erst eine umfassende Rechtswahlfreiheit ermöglicht daher das Entstehen eines sogenannten *separating equilibrium*, das Unternehmen verschiedener Qualitäten sortiert<sup>70</sup> und damit hilft, Informationsasymmetrien zwischen Gläubiger und Schuldner zu reduzieren.

58 Mit Bezug zur Reformdiskussion der deutschen Kapitalschutzvorschriften lassen sich an dieser Stelle vor allem drei Schlußfolgerungen ziehen. (1) Die ökonomische Relevanz der deutschen Vorschriften liegt weniger in ihrem effektiven Schutz von Gläubigern, sondern in dem Signal, das über die Unternehmensqualität ausgesendet wird. (2) Zur Optimierung der Unternehmensfinanzierung und zur Sicherung von Gläubigern gibt es unterschiedliche Instrumente, die für Unternehmen je nach Größe, Branche usw. unterschiedlich gut geeignet sind. (3) Dies impliziert, daß es Unternehmen ermöglicht werden muß, deutsches Gesellschaftsrecht *inklusive* der deutschen Kapitalschutzvorschriften abzuwählen. Denn erst wenn mit der Wahl des Gesellschaftsrechts auch eine Wahl des präferierten Kapitalschutzregimes verbunden ist, können Unternehmen aus dem „Rauschen des Kapitalmarktes“ heraustreten und ein Signal senden, das einen Rückschluß auf ihre spezifische Unternehmensqualität zuläßt.

<sup>68</sup> Mit Bezug zum US-amerikanischen Gesellschaftsrecht siehe aber die Analyse von *Iacobucci*, *American Law and Economics Review* 2004, 319 ff.

<sup>69</sup> Dies ist der Fall, wenn der Wegzugsbeschluß als Auflösungsbeschluß gewertet wird. Siehe *BayObLG, GmbHR* 1992, 529 ff.

<sup>70</sup> *Iacobucci*, *American Law and Economics Review* 2004, 334 ff.; *Aghion/Hermalin*, *Journal of Law, Economics, and Organization* 1990, 381 ff.

### III. Kapitalschutz und der Wettbewerb der Rechtsordnungen

59 Nachdem im letzten Abschnitt die Ausgestaltung, Wirkung und Begründungsmöglichkeiten der deutschen Kapitalschutzvorschriften betrachtet wurden und sich zeigen ließ, daß es durchaus für Unternehmen vorteilhaft sein kann, ein Kapitalschutzsystem deutschen Typs zu wählen, weil damit ein positives Signal an potentielle Kapitalgeber gesendet werden kann, soll nun danach gefragt werden, wie sich das deutsche System der Kapitalaufbringung und –erhaltung in den europäischen Binnenmarkt einpaßt. Kann sich der deutsche Kapitalschutz auch unter der Gründungstheorie behaupten? Und welcher Regelungen bedarf es auf Ebene der Europäischen Union, damit es zu einem fairen Wettbewerb zwischen den verschiedenen Gläubigerschutzphilosophien kommt? Von zentraler Bedeutung für die Beantwortung dieser Fragen ist dabei das Wissensproblem, das bezüglich der effizienten Ausgestaltung des Gesellschaftsrechts besteht.

#### 1. Das Wissensproblem

60 Wie bereits eingangs erläutert, besteht das Wissensproblem im Gesellschaftsrecht darin, daß es zwar wie bei der Gläubigerschutzproblematik durchaus möglich ist, einen allgemeinen *Regulierungsbedarf* festzustellen, es aber keineswegs klar ist, mit welchem regulativen Instrument diesem Regulierungsbedarf am besten begegnet werden kann. Soll es eher einen *ex ante* oder einen *ex post* Schutz geben? Sollen eher rigide Kapitalschutzvorschriften durchgesetzt werden oder soll es Gläubiger und Schuldner weitgehend selbst überlassen werden, geeignete Schutzmechanismen auszuhandeln? Bei dieser Bandbreite der Meinungen ist es nicht erstaunlich, daß sich in den EU-Mitgliedstaaten unterschiedliche Vorschriften zum Schutz der Gläubiger herausgebildet haben.

61 Man könnte sich nun auf den Standpunkt stellen, daß jede Rechtsordnung im Zeitverlauf gelernt habe, mit dem Problem des Gläubigerschutzes auf ihre spezifische Weise umzugehen und somit das Wissensproblem hinreichend gelöst habe.<sup>71</sup> Das englische Recht setzt beispielsweise stärker auf den *ex post* Schutz, während das deutsche Recht mit seinen ausgeprägten Kapitalschutzvorschriften den *ex ante* Schutz betont. Die letztlich resultierende Schutzwirkung für Gläubiger kann in beiden Fällen aber durchaus vergleichbar sein. Daher sei eine Rechtswahlmöglichkeit zwischen Gesellschaftsrechten nicht unbedingt erforderlich.

62 Ein solcher Standpunkt ist jedoch in zweierlei Hinsicht unbefriedigend. Zum einen ist nämlich nicht ausgeschlossen, daß gerade aus der Rechtswahlmöglichkeit ein Anstoß zum *wechselseitigen* Lernen resultiert, der wichtige Impulse zur Verbesserung des

---

<sup>71</sup> Insofern könnte man auch sagen, daß sich in den Mitgliedstaaten hinsichtlich des Gläubigerschutzes funktionale Äquivalente herausgebildet haben, so daß der Gläubigerschutz zwar unterschiedliche Formen angenommen haben mag, aber das Steuerungsziel das gleiche ist. Zur Bedeutung funktionaler Äquivalente in der Governance siehe *Gerum*, in: Glaser u.a. (Hrsg.), *Organisation im Wandel der Märkte*, 1998, S. 136 ff. sowie *Heine*, *Regulierungswettbewerb im Gesellschaftsrecht*, 2003, S. 194 ff.

Regulierungswissens leistet. Zum anderen ist die Umwelt, in der eine Rechtsordnung ihre Vorschriften zum Gläubigerschutz zur Anwendung bringt, nicht statisch, sondern unterliegt Veränderungen, so daß auch immer wieder ein Wissensproblem hinsichtlich der besten Anpassung an veränderte Umweltbedingungen besteht. In dieser Hinsicht stehen die deutschen Kapitalschutzvorschriften vor einer doppelten Herausforderung: Durch die unmittelbare Geltung der Niederlassungsfreiheit für Gesellschaften und der Verdrängung der Sitztheorie im europäischen Gesellschaftsrecht genießt das deutsche Gesellschaftsrecht keinen Schutz mehr, sondern ist von Abwahl durch die Rechtsnachfrager bedroht, wenn es nicht attraktive gesellschaftsrechtliche Lösungskonzepte bereithält. Darüber hinaus steht das kontinental-europäische und insbesondere das deutsche System der Unternehmensfinanzierung unter einem wachsenden Druck durch die Finanzierungserfordernisse international tätiger Unternehmen. Für große deutsche Unternehmen, die international agieren, ist die Einhaltung der deutschen Kapitalschutzvorschriften nämlich eine kostenmäßige Belastung, die zu Nachteilen im Wettbewerb mit Unternehmen auf globalen Gütermärkten führt, die solche Vorschriften nicht beachten müssen.<sup>72</sup> Vor diesem Hintergrund spricht viel dafür, Unternehmen die Freiheit zu geben, dasjenige Gesellschaftsrecht zu wählen, das aus ihrer Sicht den Unternehmensinteressen am meisten nutzt. Kapitalschutzvorschriften sollten von diesem Wettbewerb um die beste Lösung nicht ausgenommen werden.

63 Es wird nun freilich befürchtet, daß mit Schaffung umfangreicher gesellschaftsrechtlicher Wahlmöglichkeiten ein Regulierungswettbewerb „nach unten“ in Gang gesetzt würde, in dem Staaten beim Versuch, Unternehmen zur Inkorporation in ihr Gesellschaftsrecht zu bewegen, Schutzvorschriften immer weiter lockern würden. Dabei wird häufig auf das US-amerikanische Gesellschaftsrecht verwiesen, in dem die Gründungstheorie gilt und sich der kleine Bundesstaat Delaware mit seinem Gesellschaftsrecht als Marktführer herausgebildet hat, der ein besonders liberales Gesellschaftsrecht anbietet, das als sehr managementfreundlich angesehen wird. Der Regulierungswettbewerb trage somit keineswegs zur Entdeckung der besten gesellschaftsrechtlichen Regeln bei, sondern im Gegenteil, es würden lediglich die Interessen von Management und Mehrheitsgesellschaftern bedient.<sup>73</sup>

64 Hier kann und soll nicht die gesamte Diskussion nachgezeichnet werden, die sich um die Frage entwickelt hat, ob es zu einem *race to the bottom* oder einem *race to the top* kommt, wenn durch einheitliche Anwendung der Gründungstheorie

<sup>72</sup> *Enriques/Macey*, Cornell Law Review 2001, 1195; Kosten entstehen bei der *Kapitalaufbringung*, indem der Prozeß der Gründung einer Gesellschaft verlangsamt wird. Dies ist insbesondere für *Start-up* Unternehmen problematisch, die zwar häufig ein wertvolles *Know-How* besitzen, aber Schwierigkeiten bei der Finanzierung haben. Kosten bei der *Kapitalerhaltung* entstehen beispielsweise dadurch, daß Aktienrückkäufe restringiert werden und damit die finanzierungsstrategischen Handlungsoptionen eines Unternehmens beschränkt werden. Siehe hierzu *Kübler*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *Capital Markets and Company Laws*, 2003, S. 95 (101 ff.).

<sup>73</sup> Für eine Zusammenfassung der Diskussion siehe *Heine*, *Regulierungswettbewerb im Gesellschaftsrecht*, 2003; siehe auch *Schanze/Jüttner*, AG 2003, 30 ff.; *dies.*, AG 2003, 661 ff.

gesellschaftsrechtliche Wahlfreiheit geschaffen wird. Daher nur zwei Bemerkungen: In empirischen Studien hat sich gezeigt, daß der Unternehmenswert von in Delaware inkorporierten Unternehmen signifikant höher ist als derjenige von Unternehmen, die in anderen Bundesstaaten inkorporiert sind. Dies deutet darauf hin, daß Delaware-Gesellschaftsrecht für alle *Stakeholder* des Unternehmens Vorteile bieten muß.<sup>74</sup> Des Weiteren mag gesellschaftsrechtlicher Wettbewerb in der Tat zu einer Liberalisierung des Gesellschaftsrechts führen, aber ist dies schon gleichbedeutend mit einem *race to the bottom*, das Ineffizienzen mit sich bringt? Eine Liberalisierung des Gesellschaftsrechts könnte auch einfach als Deregulierung auf ein effizientes Regulierungsniveau verstanden werden.<sup>75</sup>

65 Sowohl von Kritikern als auch Befürwortern eines gesellschaftsrechtlichen Wettbewerbs in Europa wird angenommen, daß das deutsche Gesellschaftsrecht keine Nachfrager mehr haben wird und erhebliche gesellschaftsrechtliche Anpassungen vorgenommen werden müssen, wobei insbesondere die Vorschriften zur Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung gelockert oder gar abgeschafft werden müßten. Aus einer Perspektive, die den „Markt für Gesellschaftsrechte“ von einer einheitlichen Nachfrage bestimmt sieht, die sich gerade einmal unterteilt in eine Nachfrage nach einer Rechtsform mit offenem (AG) oder geschlossenem Gesellschafterkreis (GmbH) mag eine solche Schlußfolgerung nahe liegen. Sobald jedoch weitere Heterogenitäten der Nachfrage zugelassen werden, ist eine solche Schlußfolgerung keineswegs mehr plausibel. Es ist vielmehr anzunehmen, daß sich gesellschaftsrechtliche Teilmärkte herausbilden werden, die spezifische Präferenzen der Rechtsnachfrager abbilden.<sup>76</sup> Diese Idee liegt auch dem Konzept des Regulierungswettbewerbs immanent zugrunde, indem nämlich die rechtlichen Wahlmöglichkeiten erweitert werden, wird es möglich, ein größeres Spektrum an rechtlichen Präferenzen zu befriedigen. Der Sinn des Regulierungswettbewerbs ist somit nicht ausschließlich, Druck auf den Gesetzgeber auszuüben, das von ihm angebotene Recht auf einen bestimmten Standard hin fortzuentwickeln, sondern die Effizienzwirkung des Regulierungswettbewerbs liegt auch ganz entscheidend in der Befriedigung *unterschiedlicher* Regulierungsbedürfnisse. Ein effizientes Marktergebnis des Wettbewerbs zwischen europäischen Gesellschaftsrechten kann deshalb sein, daß sich Mitgliedstaaten auf die Nachfrager eines spezifischen Regulierungsangebots konzentrieren und damit sehr erfolgreich auf dem Markt für Gesellschaftsrechte sind. Einzelne Mitgliedstaaten könnten sich beispielsweise auf das Angebot von Gesellschaftsrecht für große offene Kapitalgesellschaften konzentrieren, während andere Mitgliedstaaten sich auf geschlossene Gesellschaftsformen spezialisieren, die auf die Bedürfnisse von kleinen und mittleren Unternehmen hin optimiert sind.

<sup>74</sup> *Daines*, Journal of Financial Economics 2001, ff. 525; kritisch *Subramanian*, Journal of Law, Economics and Organization 2004, 32 ff.

<sup>75</sup> *Kirchner*, in: FS Immenga, 2004, S. 607 (616).

<sup>76</sup> *Posner/Scott* (Hrsg.), Economics of Corporation Law and Securities Regulation, S. 111; *Baysinger/Butler*, Journal of Law and Economics 1985, 179 ff.

66 Es ist deshalb von der Nachfrageseite des gesellschaftsrechtlichen Wettbewerbs aus gesehen keineswegs gesagt, daß das deutsche Gesellschaftsrecht generell nicht wettbewerbsfähig ist. Es ist vielmehr zu fragen, für welches Segment von Unternehmen das deutsche Gesellschaftsrecht eine attraktive Rechtswahl sein kann und wie für dieses Segment das Gesellschaftsrecht fortentwickelt werden kann. Wie im letzten Abschnitt gezeigt wurde, kann die Wahl eines Gesellschaftsrechts mit rigiden Regeln zum Kapitalschutz ein glaubwürdiges Signal an Investoren sein, daß eine Gesellschaft eine verantwortungsvolle Unternehmenspolitik betreibt. Damit richtet sich das deutsche Rechtsformangebot an Unternehmen, die ihre hohe Qualität signalisieren wollen. Es stellt aber auch eine attraktive Rechtswahl für Unternehmen dar, die vor allem auf dem deutschen Markt geschäftlich aktiv sind und es überwiegend mit kleineren deutschen Transaktionspartnern zu tun haben. Solche Transaktionspartner werden nämlich regelmäßig nicht die Kosten aufwenden wollen, ihre Gläubigerposition durch einen speziellen bilateralen Vertrag abzusichern. In einem solchen Fall ist es für Unternehmen attraktiv, ein Qualitätssignal über die Rechtsformwahl auszustrahlen. Wird ein solches Qualitätssignal nicht ausgesendet, werden tendenziell Geschäftsabschlüsse unterbleiben und somit auch Geschäfte, die aus volkswirtschaftlicher Sicht wünschenswert wären.

67 Damit keine Mißverständnisse aufkommen, es geht hier um keine Verteidigung des deutschen Kapitalschutzes, sondern es geht darum, aufzuzeigen, daß es durchaus eine Nachfrage nach deutschem Kapitalgesellschaftsrecht geben kann. Diese Nachfrage muß sich freilich dem Selektions- und Entdeckungsverfahren des Regulierungswettbewerbs stellen. Dabei ist klar, daß bestimmte Unternehmen eher kein deutsches Gesellschaftsrecht wählen werden. Dies werden vor allem Unternehmen sein, für die es einen kostengünstigeren Signalisierungsmechanismus als die Wahl einer deutschen Rechtsform gibt, um Investoren von der Qualität des Unternehmens zu überzeugen, oder die große Transaktionsvolumina mit ihren Gläubigern haben, so daß es für beide Seiten lohnend ist, den Gläubigerschutz mittels bilateraler Verträge auszuhandeln. Beide Merkmale werden typischerweise eher von Großunternehmen erfüllt.

68 Die Frage, die sich für das deutsche Gesellschaftsrecht mit seinen Kapitalschutzvorschriften in Europa stellt, ist aus Sicht der Theorie des Regulierungswettbewerbs also keine Frage des Alles oder Nichts, auf die der Gesetzgeber mit einer sofortigen Abschaffung der Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsvorschriften reagieren müßte. Denn ob der deutsche Kapitalschutz obsolet ist, muß im Wettbewerb der Rechtsordnungen erst noch entdeckt werden. Dies schließt keineswegs aus, daß Reformen am deutschen Kapitalschutz vorgenommen werden, aber es spricht viel dafür, den Wettbewerb als Entdeckungsverfahren im Bereich des europäischen Gesellschaftsrechts erst ein mal anlaufen zu lassen. Mit den in diesem Entdeckungsverfahren gewonnenen Informationen können dann sehr viel zielgerichteter entsprechende Reformen vorgenommen werden.

## *2. Elemente einer Ordnung für den Wettbewerb der Rechtsordnungen*

69 Mit der Feststellung, daß ein institutioneller Wettbewerb zwischen verschiedenen Gesellschaftsrechten vorteilhaft ist, hat man zwar ein Argument dafür gewonnen, daß es

in der EU einen Wettbewerb der Gesellschaftsrechte geben sollte, nicht geklärt ist damit aber die Frage, unter welchen Wettbewerbs- oder Metaregeln dieser Wettbewerb stattfinden sollte. Denn auch der Regulierungswettbewerb bedarf einer Ordnung, genauso wie der Wettbewerb auf Gütermärkten einer Ordnung bedarf. Ohne einer solchen Wettbewerbsordnung ist nicht anzunehmen, daß der Wettbewerb im Gesellschaftsrecht funktionsfähig ist.

70 Eine Ordnung für den gesellschaftsrechtlichen Wettbewerb muß vor allem eines leisten: Sie muß Wettbewerb herstellen und Beschränkungen des Wettbewerbs durch die Mitgliedstaaten verhindern.

71 Die Herstellung von gesellschaftsrechtlichem Wettbewerb in der Europäischen Union gelingt, wie bereits mehrfach erwähnt, durch einheitliche Anwendung der Gründungstheorie und damit Geltung des Herkunftslandprinzips auch im Gesellschaftsrecht.<sup>77</sup> Der einheitlichen Anwendung der Gründungstheorie kommt dabei die Funktion einer Metaregel zu, das heißt einer Regel, durch deren Existenz überhaupt erst Regulierungswettbewerb möglich wird. Mit Bezug zum Kapitalschutz wird die Gründungstheorie als Wettbewerb schaffende Metaregel jedoch in zweierlei Hinsicht konterkariert. Eine erste Einschränkung besteht durch die zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie<sup>78</sup>, die zu einer Angleichung der Kapitalschutzvorschriften der Aktienrechte der europäischen Mitgliedstaaten geführt hat, wobei die deutschen Kapitalschutzvorschriften - abgesehen von einigen wenigen Ausnahmen<sup>79</sup> - für die Richtlinie Pate standen.<sup>80</sup> Das Ergebnis ist, daß die Mitgliedstaaten im Bereich der Kapitalschutzvorschriften, soweit sie das Aktienrecht betreffen, nur noch höchst eingeschränkt in Wettbewerb miteinander treten können. Aus wettbewerbstheoretischer Sicht kann eine solche Einschränkung des Wettbewerbs mit dem kollektiven Bestreben der Mitgliedstaaten erklärt werden, durch Kartellierung des institutionellen Angebots sich dem Wettbewerb zu entziehen. Wie auf Gütermärkten hat eine solche Kartellierung des institutionellen Angebots als negative Konsequenz zum einen, daß das Preis-Leistungsverhältnis des angebotenen Rechts verschlechtert wird (statischer Wohlfahrtsverlust) und zum anderen, daß die Innovationsanreize zur Verbesserung des Rechts verringert werden (dynamischer Wohlfahrtsverlust).<sup>81</sup>

<sup>77</sup> Es bestehen durchaus berechtigte Bedenken gegen das Denken in den Kategorien Sitz-/Gründungstheorie im Kontext der Niederlassungsfreiheit. Jedoch machen die EuGH-Entscheidungen zur Niederlassungsfreiheit deutlich, daß es den Mitgliedstaaten nicht frei steht unter kollisionsrechtlichen Aspekten das Gesellschaftsstatut beliebig anzuknüpfen, vielmehr muß der Wahl der Gründungsrechtsordnung durch die Akteure Rechnung getragen werden. Der Geltungsbereich der Niederlassungsfreiheit beschränkt sich jedoch nicht nur auf das Gesellschaftsstatut, sondern auch auf die tatsächlichen von den Regelungen der Mitgliedstaaten ausgehenden Beschränkungen, ohne daß es auf ihre dogmatische Begründung ankäme. Vgl dazu *Behrens*, IPRax 2004, 20 ff.

<sup>78</sup> 77/91/EWG, ABl. L 26, S. 1 vom 30.1.1977; geändert durch RI. 92/101/EWG, ABl. L 347, S. 64 v. 28.11.1992.

<sup>79</sup> So hinsichtlich des Erwerbs eigener Aktien.

<sup>80</sup> *Grundmann*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2004, Rdnr. 314.

<sup>81</sup> *St. Sinn*, Constitutional Political Economy 1992, 177 ff.

- 72 Ein Regelwerk wie die zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie kann jedoch nicht nur Ergebnis einer kollektiven Vereinbarung sein, sondern auch Ergebnis einer individuellen Strategie des *raising rivals' cost*<sup>82</sup> eines Mitgliedsstaats. Nach dieser Strategie versucht ein Mitgliedstaat, seine Wettbewerbsposition dadurch zu verbessern, daß er sein Recht möglichst weitgehend auf die anderen Mitgliedstaaten überträgt. Gelingt dies, so kann der übertragende Mitgliedstaat sein Recht konservieren und es entstehen ihm keine weiteren Kosten, während den anderen Mitgliedstaaten entsprechende Anpassungskosten entstehen.<sup>83</sup> Es müssen beispielsweise weitere Rechtsbereiche mit dem „transplantierten“ Recht kompatibel gemacht werden, um Reibungsverluste zu verhindern. In diesem Sinne könnte die zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie auch als eine Strategie des *raising rivals' cost* Deutschlands im Bereich des Gesellschaftsrechts verstanden werden.
- 73 Aber nicht nur die zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie ist ein Beispiel dafür, wie die Gründungstheorie als Wettbewerb schaffende Metaregel ins Leere laufen kann. Eine weitere Gefahr droht der Entfaltung des gesellschaftsrechtlichen Regulierungswettbewerbs durch eine „Dekonstruktion“ des Gesellschaftsrechts. Ausgangspunkt ist dabei, daß sich die Rechtsformwahl auf das Gesellschaftsstatut erstreckt und nun verschiedene Wege denkbar sind, Regelungen dem Gesellschaftsstatut und damit nicht nur der Rechtswahl sondern vor allem dem direkten Wettbewerb zu entziehen. Ein denkbarer Weg könnte über die Definition des Gesellschaftsstatutes, d.h. die Bestimmung der Regelungsbereiche des Gesellschaftsstatutes führen. So trifft man in der deutschen gesellschaftsrechtlichen Diskussion neuerdings auf folgende Argumentation: Das deutsche Gesellschaftsrecht läßt sich konzeptionell in eine Innen- und Außenbeziehung des Unternehmens unterteilen.<sup>84</sup> Während die Innenbeziehung die organisationsrechtlichen Bereiche des Gesellschaftsrechts umfaßt, betrifft die Außenbeziehung die gesellschaftsrechtlichen Transaktionen mit Dritten, zu denen auch die Gläubiger des Unternehmens gezählt werden. Durch eine enge Definition des Gesellschaftsstatutes, bei der nur die Innenbeziehungen erfaßt werden,<sup>85</sup> würden die die Außenbeziehungen überlagernden gesellschaftsrechtlichen Vorschriften nicht zur Disposition der Wählenden stehen. Dies könnte für die deutschen gesellschaftsrechtlichen Kapitalschutzvorschriften bedeuten, daß sie kollisionsrechtlich von anderen Teilen des Gesellschaftsrechts abgetrennt und dem Wettbewerb entzogen würden.
- 74 Bereits aus juristischer Perspektive können gegen dieses Vorgehen Zweifel angemeldet werden, würde es doch das Prinzip der Einheit des Gesellschaftsstatutes aufheben<sup>86</sup> und eine eindeutige Zuordnung von gesellschaftsrechtlichen Regelungen zu den jeweiligen Beziehungen voraussetzen. Zudem müßte sich die Anwendbarkeit

<sup>82</sup> *Salop/Scheffman*, American Economic Review (Papers and Proceedings) 1983, 267 ff.

<sup>83</sup> *Vaubel*, ORDO 2000, 487.

<sup>84</sup> *Kirchner*, in: FS Immenga, 2004, S. 607 (618).

<sup>85</sup> Vgl. *Horn*, NJW 2004, 893 ff., der diesbezüglich auch auf die *Common Law* Länder verweist.

<sup>86</sup> Vgl. dazu *Behrens*, IPRax 2004, 20 ff.

nationaler Vorschriften auf ausländische Gesellschaften an der Niederlassungsfreiheit messen lassen. Aber auch aus Perspektive des Regulierungswettbewerbes ist eine solche „Aufspaltung“ des Gesellschaftsrechts in letztlich wählbare und nicht wählbare Teile höchst kritisch einzuschätzen. Diese Einschätzung resultiert daraus, daß es wohl möglich sein mag, das Innen- vom Außenverhältnis rechtsdogmatisch zu trennen, in der ökonomischen Realität sind beide Bereiche jedoch so eng miteinander verflochten, daß eine Aufspaltung der Wahlbereiche des Gesellschaftsrechts sachlogisch wenig Sinn macht. Es sollte deshalb das Gesellschaftsrecht in seiner Gesamtheit sein, das das wählbare Rechtsformangebot eines Staates kennzeichnet. Und es ist gerade die spezifische Mischung von Innen- und Außenrecht eines jeden Gesellschaftsrechts, das die Systemleistung eines Gesellschaftsrechts insgesamt hervorbringt. Ein beliebiges Mischen von Teilen verschiedener nationaler Gesellschaftsrechte dürfte nur in den seltensten Fällen zu einer Verbesserung der Leistungsfähigkeit führen.<sup>87</sup>

#### IV. Schlußbemerkung

75 Die Diskussion um eine Ordnung für das Europäische Gesellschaftsrecht sollte sich nach dem Gesagten weniger den Fragen der Rechtsvereinheitlichung und Harmonisierung widmen oder sich mit der Konstruktion dogmatischer Argumentationsketten beschäftigen, die das Ziel haben, Teile des Gesellschaftsrechts vor Wettbewerb zu schützen. Vielmehr sollte sie sich auf die Frage konzentrieren, wie auf der Basis von Herkunftslandprinzip und Gründungstheorie die gesellschaftsrechtlichen Wahlmöglichkeiten möglichst groß gehalten werden können. Dazu gehört auch, daß sich die deutschen Kapitalschutzvorschriften dem Wettbewerb stellen müssen. Im Wettbewerbsprozeß selbst kann dann herausgefunden werden, wie funktionsfähig der deutsche Kapitalschutz tatsächlich ist. Denn es ist sehr wohl möglich, daß in Europa eine Nachfrage nach deutschem Gesellschaftsrecht und seinen eher rigiden Kapitalschutzvorschriften besteht. Dabei ist auch zu berücksichtigen, daß es bei den unterschiedlichen Präferenzen, die Rechtsnachfrager haben, kein rechtspolitisches Ziel sein kann, daß sich nur ein Gesellschaftsrechtstyp in Europa durchsetzt, sondern die heterogene Nachfrage durch ein vielfältiges rechtliches Angebot befriedigt wird. Die Herausbildung von gesellschaftsrechtlichen Teilmärkten unter einem kollisionsrechtlichen Regime der Gründungstheorie wäre deshalb als Indiz für die Effizienz des gesellschaftsrechtlichen Wettbewerbs zu deuten und nicht als die

<sup>87</sup> Eine ausführliche Diskussion des Problems der Komplementarität von einzelnen Teilen des Gesellschaftsrechts findet sich in *Heine*, Regulierungswettbewerb im Gesellschaftsrecht, 2003. Siehe ebenfalls *Schmidt/Grohs*, in: Grundmann (Hrsg.), Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, S. 99 ff. Daß es sich im Zusammenhang von Regulierungswettbewerb und der Konsistenz von Rechtsordnungen um verwickelte Probleme handelt, wird besonders deutlich bei *Kirchner*, in: FS Immenga, 2004, S. 607 (621), der die Unterscheidung von Innen- und Außenrecht ausführlich problematisiert; mit Bezug zum System des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts, in dem Regelungsziele des deutschen bzw. europäischen Kapitalschutzes nicht über Vorschriften eines *legal capital* gelöst werden, sondern über *fraudulent transfer rules*, siehe *Kahan*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), Capital Markets and Company Laws, 2003, S. 145 ff.

Schwäche eines einzelnen Gesellschaftsrechts. Oder als Frage formuliert: „[If] states are competing for charter business, wouldn't one expect some product specialization?“<sup>88</sup>

---

<sup>88</sup> Posner/Scott (Hrsg.), *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, S. 111.