

TORSTEN PAPE

# Vergütungs- und Abfindungszahlungen an Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften im Fall feindlicher Unternehmensübernahmen



Juristische Reihe **TENEA** / [www.jurawelt.com](http://www.jurawelt.com) Bd. 80

Torsten Pape Vergütungs- und Abfindungszahlungen

Torsten Pape

80

Juristische Reihe  
**TENEA** / [www.jurawelt.com](http://www.jurawelt.com)



**TENEA**

Inspiziert von den Vorgängen im Zusammenhang mit der Übernahme des Mannesmann-Konzerns durch die britische Vodafone um die Jahreswende 1999/2000 untersucht der Autor die rechtlichen Grenzen für Abfindungszahlungen an Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften.

In einem aktienrechtlich fokussierten Teil werden Abfindungen als Teil der an Vorstände gewährten Gesamtvergütungen betrachtet. Es wird eine Konkretisierung des Angemessenheitsbegriffes des § 87 Absatz 1 AktG und des wohlverstandenen Unternehmensinteresses vorgenommen. Es wird dargestellt, dass sogenannte »Wertsteigerungsbeteiligungen« oder »Anerkennungsprämien« mit dem einschlägigen Recht nicht vereinbar sind und ihre Gewährung eine klare Pflichtwidrigkeit bildet.

Dem konkreten Zeitpunkt der Gewährung der hier bearbeiteten Abfindungen wird in einem übernahmerechtlich orientierten zweiten Bearbeitungsteil Rechnung getragen. Insbesondere werden dabei die Fallgruppen der *golden parachutes* und der *golden parachutes* rechtlich interpretiert.

Problematisiert werden die Probleme bei der Umsetzung der rechtstheoretischen Erkenntnisse in die Rechtspraxis de lege lata. Die erkannten Unzulänglichkeiten münden in ausführlichen und zur Diskussion gestellten Vorschlägen de lege ferenda.

In einer fragmentarisch gehaltenen strafrechtlichen Bearbeitung des Themas wird zu Problemen des Untreuetatbestandes Stellung genommen. Dabei werden die Differenzen bei der Definition des Pflichtwidrigkeitsbegriffes im aktienrechtlichen und im strafrechtlichen Sinne ausgearbeitet und die einschlägige Rechtsprechung diskutiert.

*Torsten Pape* wurde 1974 in Gera/Thüringen geboren. Er studierte Rechtswissenschaften an der Friedrich-Schiller-Universität in Jena. Sein Referendariat absolvierte er in Berlin und New York. Im Jahre 2004 promovierte er an der Friedrich-Schiller-Universität in Jena. Der Autor ist seit 2004 als Rechtsanwalt und Unternehmensjurist in Berlin tätig.

TENEA

ISBN 3-86504-101-9

35 €

# TENEA

Juristische Reihe **TENEA** / [www.jurawelt.com](http://www.jurawelt.com) Bd. 80



**Tenea** (ἡ Τενέα), Dorf im Gebiet von Korinth an einem der Wege in die → Argolis, etwas s. des h. Chiliomodi. Sehr geringe Reste. Kult des Apollon Teneates. T. galt im Alt. sprichwörtl. als glücklich, wohl wegen der Kleinheit [...]  
Aus: K. Ziegler, W. Sontheimer u. H. Gärtner (eds.): *Der Kleine Pauly*. Lexikon der Antike. Bd. 5, Sp. 585. München (Deutscher Taschenbuch Verlag), 1979.

TORSTEN PAPE

Vergütungs- und Abfindungszahlungen  
an Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften  
im Fall feindlicher Unternehmensübernahmen

TENEA



Torsten Pape:

Vergütungs- und Abfindungszahlungen  
an Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften  
im Fall feindlicher Unternehmensübernahmen  
(Juristische Reihe TENE A/www.jurawelt.com; Bd. 80)

Zugleich Friedrich-Schiller-Universität Jena  
Dissertation 2004

Gedruckt auf holzfreiem, säurefreiem,  
alterungsbeständigem Papier

© TENE A Verlag für Medien  
Berlin 2004  
Alle Rechte vorbehalten. All rights reserved.  
Digitaldruck und Bindung:  
Bookstation GmbH · 78244 Gottmadingen  
Umschlaggestaltung: nach Roland Angst, München  
TENE A-Graphik: Walter Raabe, Berlin  
Printed in Germany 2004

ISBN 3-86504-101-9

*Meinen Eltern*





## Inhaltsübersicht

-----

<b>A. Einleitung zur Methodik und zum Fallbeispiel</b>	<b>1</b>
I. Einleitung	1
II. Zum Lösungsansatz	3
III. Systematisierung der betroffenen Zahlungen	4
1. Reguläre Abfindungen	4
2. Sonderfälle im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen	5
IV. Mannesmann und Esser- Das Fallbeispiel	7
 <b>B. Gesellschaftsrechtliche Bewertung im Aktienrecht</b>	 <b>13</b>
I. Abfindungszahlungen als Teil der Vergütungsleistungen	13
II. Darstellung der allgemeinen Vergütungsgrundsätze	16
1. Vergütungspraxis in Deutschland	16
2. Formelle Zuständigkeiten für Vergütungen und Abfindungen	19
3. Inhaltliche gesetzliche Rahmenbedingungen	29
4. Vergütungsfestlegung als unternehmerische Ermessensentscheidung	39
5. Rechtsprechung und unternehmerischer Entscheidungsspielraum	83
6. Zusammenfassung	93
III. Umsetzung der allgemeinen Grundsätze auf Abfindungen und Zahlungen im Übernahmekampf	95
1. Notwendigkeit von Abfindungszahlungen	95
2. Abfindungen in Ansehung des Unternehmensinteresses	99
3. Angemessenheit von Abfindungen	104
4. Finanzielle Zuwendungen anlässlich einer Übernahme	108
5. Zur Justiziabilität: Bedeutung von ARAG/Garmenbeck für Abfindungsvereinbarungen	130
IV. Zusammenfassung zur gesellschaftsrechtlichen Bewertung	134

<b>C. Kapitalmarktrechtliche Bewertung im Übernahme- und Aktienrecht</b>	137
I. Einleitung- Die Unternehmensleitung im Übernahmefall	137
II. Darstellung von Unternehmensübernahmen	138
1. Überblick und Systematik	138
2. Der Übernahmevorgang	145
3. Wertung von Übernahmen	156
4. Zur Ermittelbarkeit eines Unternehmensinteresses	172
III. Überblick über die Rechtslage	176
1. Charakteristik von Übernahmeregelungen	176
2. Die internationale Rechtslage	179
3. Die Rechtslage in der Bundesrepublik Deutschland	188
4. Die Entwicklung des europäischen Rechts (die 13. Gesellschaftsrechtliche Richtlinie)	224
IV. Zusammenfassung zum Kapitalmarktrecht	227
 <b>D. Rechtsfolgen und Haftungsfragen</b>	 230
I. Das Schicksal der vertraglichen Regelung	230
II. Ansprüche gegen Dritte	231
III. Persönliche Haftung von Organmitgliedern	232
1. Haftung von Vorstandsmitgliedern	232
2. Haftung von Aufsichtsratsmitgliedern	236
3. Geltendmachung von Ersatzansprüchen	247
IV. Zusammenfassung zur Haftung	257
 <b>E. Strafrechtliche Bewertung</b>	 260
I. Der Treubruchstatbestand des § 266 StGB	260
II. Weitere Straftatbestände	266
 <b>F. Gesamtergebnis</b>	 268
 <b>G. Vorschläge de lege ferenda</b>	 276
I. Gesetzliche Regelung	276
II. Erweiterung der Kontrollbefugnisse der Aufsichtsbehörde	277
III. Ausweitung von Aktionärsklagerechten	278
VI. Obligatorischer Hauptversammlungsbeschluss	285
V. Stellungnahme	288

**Inhaltsverzeichnis**

-----

<b><u>A. Einleitung zur Methodik und zum Fallbeispiel</u></b>	<b>1</b>
I. Einleitung	1
II. Zum Lösungsansatz	3
III. Systematisierung der betroffenen Zahlungen	4
1. Reguläre Abfindungen	4
2. Sonderfälle im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen	5
IV. Mannesmann und Esser- Das Fallbeispiel	7

<b><u>B. Gesellschaftsrechtliche Bewertung im Aktienrecht</u></b>	13
<b>I. Abfindungszahlungen als Teil der Vergütungsleistungen</b>	13
<b>II. Darstellung der allgemeinen Vergütungsgrundsätze</b>	16
<b>1. Vergütungspraxis in Deutschland</b>	16
a) Vorstandseinkommen deutscher Global Player	16
b) Vorstandsvorsitzender	17
c) US-amerikanische CEO's	18
d) Zusammensetzung aus festen und variablen Bestandteilen	18
<b>2. Formelle Zuständigkeiten für Vergütungen und Abfindungen</b>	19
a) Personalkompetenz des Aufsichtsrats	19
aa) Trennungstheorie	19
bb) Umfassende Aufsichtsratszuständigkeit	20
cc) Vorschlagsrecht des Vorstandes	20
dd) Gehaltsvereinbarung als Teil der Personalkompetenz	21
b) Übertragbarkeit der Personalangelegenheiten auf Ausschüsse	22
aa) Strukturproblematik des Aufsichtsrates	22
bb) Arbeit in Ausschüssen	22
cc) Grenze des Kompetenzzugs	23
c) Aktionärskompetenzen	24
aa) Direkte Vereinbarungen zwischen Aktionären und Vorstand	24
bb) Hauptversammlungskompetenzen	26
cc) Statutarische Richtlinien	26
dd) Initiierung von Aktienoptionsprogrammen	27
d) Zuständigkeit für Abfindungszahlungen	27
<b>3. Inhaltliche gesetzliche Rahmenbedingungen</b>	29
a) Angemessenheit der Gesamtbezüge- § 87 I AktG	30
aa) Aufsichtsrat als Normadressat	30
bb) Einbeziehung aller vermögenswerten Leistungen	30
cc) Kriterien der Ermessensausübung	31
dd) Marktüblichkeit als Vergleichsgröße	32
ee) Fakultative Kriterien	32
ff) Zeitpunkt der Ermessensausübung	33

gg) Relevanz der Vergütungszusammensetzung	33
b) Herabsetzungsmöglichkeit des § 87 II AktG	34
c) Aktienoptionsprogramme: §§ 192, 193 AktG	35
d) Bindung an das Unternehmensinteresse	35
aa) Dogmatische Herleitung	36
bb) Bedeutung des Unternehmensinteresses	37
e) Sittenwidrigkeit und Verbotsgesetze: §§ 134, 138 BGB	37
f) Zusammenfassung zur Gesetzeslage	38
<b>4. Vergütungsfestlegung als unternehmerische Ermessensentscheidung</b>	39
a) Unternehmerisches Ermessen	39
aa) Ermessen von Leitungsorganen	39
bb) Ermessen des Aufsichtsrates	42
b) Ausrichtung am Unternehmensinteresse	44
aa) Konkretisierung des Unternehmensinteresses	44
bb) Shareholder und Stakeholder Value- Theorien	49
cc) Vielfalt der Interessen und Konzepte	50
(1) Aktionärsinteressen	50
(2) Arbeitnehmerinteressen	51
(3) Drittinteressen	52
(4) Allgemeininteressen	53
dd) Favorisierung des Shareholder-Value-Ansatzes für börsennotierte Aktien- gesellschaften	54
c) Leistungsbezogenheit von Vergütungen	58
aa) Verbot der Verschwendung von Gesellschaftsvermögen	58
bb) Marktanalyse zur Bestimmung der Gesamtvergütung	61
cc) <i>Principal-agent</i> -Problematik	63
dd) Effektivität von Überwachung	64
ee) Interessenverknüpfung als Lösung der <i>principal-agent</i> -Problematik	65
d) Darstellung der verschiedenen Vergütungsmodelle	67
aa) Grundgehalt ( <i>base salary</i> )	67
bb) Kurzfristig variable Vergütungsbestandteile ( <i>short-/ mid-term incentives</i> )	68
cc) Langfristig variable Vergütungsbestandteile ( <i>long-term incentives</i> )	70
(1) Aktienoptionsprogramme und verwandte Modelle	70
(2) Aufbau und Zielsetzung	71

(3) Verbundene Probleme und Gefahren	72
(4) Bedingungen an unternehmensinteressengerechte Aktienoptionsprogramme	74
(5) Zweckmäßigkeit von Aktienoptionsprogrammen	75
e) Wertung	76
f) Angemessenheit als Ermessensgrenze	77
aa) Marktüblichkeit als Ausgangspunkt	77
bb) Lage der Gesellschaft	78
cc) Aufgaben des Vorstandsmitglieds	79
dd) Stellenwert der einzelnen Vergütungsteile in der Gesamtbetrachtung	79
ee) Besonderheiten von Aktienoptionsprogrammen	80
<b>5. Rechtsprechung und unternehmerischer Entscheidungsspielraum</b>	<b>83</b>
a) Justiziabilität von unternehmerischen Entscheidungen	84
aa) Entscheidungsprärogative aus ARAG/Garmenbeck	84
bb) Vergleich mit öffentlich-rechtlicher Ermessenslehre	86
cc) Vergleich mit <i>business judgement rule</i>	88
b) Rechtsprechung zur Frage der Angemessenheit von GmbH-Geschäftsleiterbezügen	91
<b>6. Zusammenfassung</b>	<b>93</b>
 <b>III. Umsetzung der allgemeinen Grundsätze auf Abfindungen und Zahlungen im     Übernahmekampf</b>	 <b>95</b>
<b>1. Notwendigkeit von Abfindungszahlungen</b>	<b>95</b>
<b>2. Abfindungen in Ansehung des Unternehmensinteresses</b>	<b>99</b>
a) Grundsätzliches Interesse an Minimierung der Abfindung	99
b) Anstellungsvertrag als Ausgangspunkt	101
c) Abfindungsklauseln im Anstellungsvertrag	102
<b>3. Angemessenheit von Abfindungen</b>	<b>104</b>
a) Vertragliche Restvergütung als Basis der Angemessenheitsprüfung	104
b) Begrenzte Ermittelbarkeit einer Marktüblichkeit	105
c) Innerbetriebliche Abfindungsgerechtigkeit	106
d) Finanzielle Möglichkeiten des Unternehmens als Obergrenze	107
e) Fakultative Faktoren	107
<b>4. Finanzielle Zuwendungen anlässlich einer Übernahme</b>	<b>108</b>
a) Zuwendungen Dritter	108
b) Transaktions-Boni	110

## VII

c) Wertsteigerungsbeteiligungen	111
aa) Wertsteigerungsbeteiligungen im normalen Geschäftsbetrieb	112
bb) Zuständigkeitsproblematik	113
cc) Vergangenheitsbezogenheit von Anerkennungsprämien	114
dd) Beeinflussung der künftigen Tätigkeit des Begünstigten	115
ee) Beeinflussung der künftigen Tätigkeit Dritter	116
ff) Verschwendung von Gesellschaftsvermögen mangels Legitimation der Sondervergütung	117
gg) Legitimation durch Zustimmung des Übernehmers?	120
hh) Verknüpfung von Vorstands- und Aktionärsinteressen im Übernahmekampf?	124
ii) Angemessenheit im Sinne von § 87 I AktG	127
jj) Konsequenzen für das Fallbeispiel	129
<b>5. Zur Justiziabilität: Bedeutung von ARAG/Garmenbeck für     Abfindungsvereinbarungen</b>	130
a) Ausschließliche Orientierung am Unternehmenswohl	130
b) Sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen	131
c) Verantwortungsbewusstes, pflichtgemäßes Handeln	133
<b>IV. Zusammenfassung zur gesellschaftsrechtlichen Bewertung</b>	134

<b><u>C. Kapitalmarktrechtliche Bewertung im Übernahme- und Aktienrecht</u></b>	137
<b>I. Einleitung- Die Unternehmensleitung im Übernahmefall</b>	137
<b>II. Darstellung von Unternehmensübernahmen</b>	138
<b>1. Überblick und Systematik</b>	138
a) Gründe von Unternehmenszusammenschlüssen und –übernahmen	138
b) Systematik	142
<b>2. Der Übernahmeprozess</b>	145
a) Ablauf und Rahmenbedingungen	145
b) Verteidigungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft	148
aa) Präventive Abwehrmaßnahmen	149
(1) Organisatorische Maßnahmen	149
(2) Einwirkungen auf die Kapitalstruktur	150
(3) Installation von <i>poison pills</i>	151
(4) <i>Empire building</i>	151
bb) Aktuelle Abwehrmaßnahmen	152
(1) Öffentlichkeitsarbeit	152
(2) <i>White knight</i>	153
(3) Zukäufe und Verkäufe	153
(4) Gegenangebot- <i>PacMan defence</i>	154
<b>3. Wertung von Übernahmen</b>	156
a) Volkswirtschaftliche Betrachtung	156
aa) Synergieeffekte	157
bb) Erhöhung des Fremdkapitalanteils	157
cc) Markt für Unternehmenskontrolle	158
(1) Lösung des <i>principal-agent</i> -Problems	158
(2) Tendenzielle Förderung des <i>empire building</i>	159
dd) Unerwünschte Übernahmen	160
ee) Internationale Übernahmen	161
ff) Stellungnahme	164
b) Einzelbetrachtung aus Sicht der Beteiligten	166
aa) Übernehmer	166
bb) Aktionäre der Zielgesellschaft	167



cc) Geschäftsleitung der Zielgesellschaft	169
dd) Die übrigen Beteiligten	170
<b>4. Zur Ermittlung eines Unternehmensinteresses</b>	<b>172</b>
 <b>III. Überblick über die Rechtslage</b>	 <b>176</b>
<b>1. Charakteristik von Übernahmeregeln</b>	<b>176</b>
a) Rechtsnatur	176
b) Kompetenzregelungen oder Neutralitätsgebot	176
c) Pflichtangebot	177
d) Sanktions- und Überprüfungsmöglichkeiten	178
<b>2. Die internationale Rechtslage</b>	<b>179</b>
a) Der Williams Act und die Rechtsprechung in den Vereinigten Staaten	179
b) Der City Code in Großbritannien	182
c) Das Schweizerische Kapitalmarktrecht	185
d) Das österreichische Übernahmegesetz	186
<b>3. Die Rechtslage in der Bundesrepublik Deutschland</b>	<b>188</b>
a) Das allgemeine Wertpapier- und Kapitalmarktrecht	189
aa) Handlungsmöglichkeiten des Vorstands	189
bb) Kein abstraktes Neutralitätsgebot	190
(1) Herleitung aus dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz	191
(2) Beschneidung von Hauptversammlungskompetenzen	192
(3) Herleitung aus dem Prinzip der Trennung von Kapital und Leitungsmacht	193
(4) Herleitung aus dem Unternehmensinteresse	193
(5) Herleitung aus dem Prinzip der Fremdinteressenwahrung	194
(6) Notwendigkeit zur Schaffung eines Marktes für Unternehmenskontrolle	196
(7) Ergebnis	197
cc) Installation von <i>golden parachute</i> - Vereinbarungen	199
dd) <i>Golden handshake</i> - Verstoß gegen die Treuepflicht	206
ee) Einzelne Aktienrechtliche Regelungen	209
b) Die konzernrechtliche Regelung	211
c) Das Übernahmerecht	213
aa) Vom Übernahmekodex zum WpÜG	213
bb) Regelungsziele des WpÜG	214
cc) Regelungsinhalt des WpÜG	215

dd) Probleme des WpÜG	217
ee) Konsequenzen für Abfindungszahlungen	221
<b>4. Die Entwicklung des europäischen Rechts (die 13. Gesellschaftsrechtliche Richtlinie)</b>	224
<b>IV. Zusammenfassung zum Kapitalmarktrecht</b>	227
<b><u>D. Rechtsfolgen und Haftungsfragen</u></b>	230
<b>I. Das Schicksal der vertraglichen Regelung</b>	230
<b>II. Ansprüche gegen Dritte</b>	231
<b>III. Persönliche Haftung von Organmitgliedern</b>	232
<b>1. Haftung von Vorstandsmitgliedern</b>	232
<b>2. Haftung von Aufsichtsratsmitgliedern</b>	236
a) Haftung bei Sorgfaltspflichtverletzung, §§ 116, 93 I, II AktG	236
aa) Individualisierter Haftungsmaßstab	236
bb) Haftung für Tätigkeit der Ausschüsse	239
cc) Relevanz des Abstimmungsverhaltens bei Beschlussfassungen	243
dd) Haftungsumfang und Nachweis der Pflichtverletzung	245
b) Weitere Haftungstatbestände	246
<b>3. Geltendmachung von Ersatzansprüchen</b>	247
a) Organklagebefugnis	247
b) Aktionärsklagebefugnis	252
<b>IV. Zusammenfassung zur Haftung</b>	257
<b><u>E. Strafrechtliche Bewertung</u></b>	260
<b>I. Der Treubruchstatbestand des § 266 StGB</b>	260
<b>II. Weitere Straftatbestände</b>	266

<b><u>F. Gesamtergebnis</u></b>	268
<b><u>G. Vorschläge de lege ferenda</u></b>	276
I. Gesetzliche Regelung	276
II. Erweiterung der Kontrollbefugnisse der Aufsichtsbehörde	277
III. Ausweitung von Aktionärsklagerechten	278
VI. Obligatorischer Hauptversammlungsbeschluss	285
V. Stellungnahme	288

### Literaturverzeichnis

-----

- Abeltshausen, Thomas E. Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht,  
Köln/ Berlin/ Bonn/ München 1998
- Achleitner, Ann-Kristin/ Stock Options,  
Wollmert, Peter 2. Auflage, Stuttgart 2002  
(Hrsg.)
- Ackermann, Ulrich/ Repricing von Stock Options- aktienrechtliche Zulässigkeit  
Suchan, Stefan Wilhelm und bilanzielle Behandlung,  
BB 2002, 1497
- Adams, Michael Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der  
in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre  
Eigentümer;  
AG 1990, 243
- Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung  
in der „Deutschland AG“  
AG 1994, 148
- Corporate Governance: Vertragen sich die deutsche Unternehmens-  
verfassung und das Shareholder-Prinzip?,  
ZfB 1997, EH 4 S.21
- Reform des Kostenersatzrechtes bei Aktionärsklagen mit  
Drittwirkung; AG 2000, 396
- Aktienoptionspläne und Vorstandsvergütungen,  
ZIP 2002, 1325
- Assmann, Heinz-Dieter Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote;  
AG 1995, 563
- Assmann, Heinz-Dieter/ Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar,  
Schneider, Uwe H. 3. Auflage, Köln 2003  
(Hrsg.)
- Aubel, Thomas van Vorstandspflichten bei Übernahmeangeboten,  
München 1996
- Axhausen, Michael Anfechtbarkeit aktienrechtlicher Aufsichtsratsbeschlüsse, Frankfurt  
a.M./ Bern/ New York 1986
- Bärmann, Johannes Takeovers in “freiwilliger Selbstkontrolle?”,  
in: Harms/ Heckelmann/ Knöpfle/ Teichmann (Hrsg.), Festschrift  
Horst Bartholomeyscik, 1973

### XIII

- Bassenge, Peter u.a. Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch,  
62. Auflage, München 2003
- Baudisch, Mathias/  
Götz, Alexander Neutralitätspflicht des Vorstands und Entscheidungsbefugnis der  
Hauptversammlung im Übernahmerecht;  
AG 2001, 251
- Bauer, Jobst-Hubertus Rechtliche und taktische Probleme bei der Beendigung von  
Vorstandsverhältnissen; DB 1992, 1413
- Bauer, Jobst-Hubertus/  
Steinau-Steinrück, R. v. Haftung von Organmitgliedern und sanktionierter „Widerruf“ von  
Versorgungszusagen; ZGR 1999, 314
- Bauer, Ulrich Organklagen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat der  
Aktiengesellschaft; Köln/Berlin/Bonn/München 1986
- Baums, Philipp A. Ausschluss von Mehrheitsaktionären,  
Frankfurt a.M. 2001
- Baums, Theodor Der Geschäftsleitervertrag, Köln 1987
- Der Aufsichtsrat- Aufgaben und Reformfragen;  
ZIP 1995, 11
- Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, in: Festschrift für Carsten  
Peter Claussen, Köln/ Berlin/ Bonn/ München 1997
- Bericht der Regierungskommission Corporate Governance- Unter-  
nehmensführung- Unternehmenskontrolle- Modernisierung des  
Aktienrechts, (Hrsg.),  
Köln 2001
- Baums, Theodor/  
Vogel, Hans-Gert/  
Tacheva, Maja Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht;  
ZIP 2000, 1649
- Bayer, Walter Aktionärsklagen de lege lata und de lege ferenda,  
NJW 2000, 2609
- Zulässige und unzulässige Einschränkungen der europäischen  
Grundfreiheiten im Gesellschaftsrecht,  
BB 2002, 2289
- Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche  
Übernahmen,  
ZGR 2002, 588
- Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht,  
BB 2004, 1

- |  |  |
|--|--|
| Becker, Dietrich                       | Anreizsysteme für Führungskräfte: Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements; Stuttgart 1990 |
|  | Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei Feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001), 280                |
| Beckmann, Ralph                        | Übernahmeangebote in Europa, Münster 1995  |
|  | Der Richtlinienentwurf betreffend Übernahmeangebote auf dem Weg zu einer europäischen Rechtsangleichung; DB 1995, 2407 |
| Behrens, Peter                         | Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote; ZGR 1975, 433                   |
| Berg, Hans-Georg                       | Zustimmungsvorbehalte gegen den Willen (der Mehrheit) des Aufsichtsrates, WiB 1994, 382                                |
| Berle, Adolf A./<br>Means, Gardiner C. | The modern corporation and private property, revised edition, Harcourt, New York 1932                                  |
| Bestmann, Uwe (Hrsg.)                  | Kompandium der Betriebswirtschaftslehre, 10. Aufl., München/ Wien 2001   |
| Bezzenberger, Tilman                   | Der Vorstandsvorsitzende der Aktiengesellschaft ZGR 1996, 661  |
| Beyer, Petra D.                        | Minderheitsvertreter im Aufsichtsrat, Baden-Baden 2001 (zugl. Diss., Univ. Osnabrück)                                  |
| Bierbach, Philip                       | Benchmarking - Rechtliche Einordnung unter besonderer Berücksichtigung des Kartellrechts, Frankfurt a.M. u. a. 2002    |
| Bison, Hildegard                       | Missbrauch der Anfechtungsklage durch den Aktionär, Frankfurt a. M. 1997   |
| Bittner, Claudia                       | Die EG-Übernahme-Richtlinie aus englischer Sicht RIW 1992, 183   |
| Blumentritt, Jörg                      | Unternehmensveräußerungen durch den Konzern; Bergisch-Gladbach/Köln 1993   |
| Böbel, Thomas                          | Die Rechtsstellung der besonderen Vertreter gemäß § 147 AktG, Frankfurt a.M. 1999 (zugl. Diss., Univ. Tübingen)        |

Brandi, Axel	Ermittlungspflichten des Aufsichtsrates über die wirtschaftliche Situation des Unternehmens „am Vorstand vorbei“?, ZIP 2000,173
Bressmer, Claus/ Moser, Anton/ Sertl, Walter	Vorbereitung und Abwicklung der Übernahme von Unternehmen, Stuttgart 1989
Brinkschmidt, J. J.	Protokolle des Aufsichtsrats und seiner Ausschüsse, Heidelberg 1992
Bühner, Rolf	Möglichkeiten der unternehmerischen Gehaltsvereinbarung für das Topmanagement; in DB 1989, 2181
Bungert, Hartwin	Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht; NJW 1998, 488
Burgard, Ulrich	Kapitalmarktrechtliche Lehren aus der Übernahme Vodafone-Mannesmann; WM 2000, 611
Busch, Hans Wilhelm	Die Notwendigkeit der spezialgesetzlichen Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten in Deutschland; Sinzheim 1996
Büscher, Dirk	Die qualifizierte faktische Konzernierung- eine gelungene Fortbildung des Rechts der GmbH?, Frankfurt a.M. 1999
Busse, Daniel	Binnenhaftung der Vorstandsmitglieder einer Aktiengesellschaft, JURA 2000, 33
Busse von Colbe, Walther	Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht; ZGR 1997, 271
Cary, William L./ Eisenberg, Melvin Aron	Cases and Materials on Corporations, Seventh Edition, Westbury/ New York 1995
Clark, Robert Charles	Corporate Law, Boston/ Toronto 1986
Däubler, Wolfgang	Balanced Scorecard- ein Problem für Wirtschaftsausschuss und Betriebsrat?; DB 2000,2270
Davies, Paul	Struktur der Unternehmensführung in Großbritannien und Deutschland: Konvergenz oder fortbestehende Divergenz; ZGR 2001, 268
Diekmann, Hans	Hinweise zur Anwendung des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission; WM 1997, 897

- Doralt, Peter                      Ökonomischer Hintergrund und Interessengegensätze bei Übernahmeangeboten in  
Doralt/Nowotny/Schauer (Hrsg.) Takeover-Recht, Wien 1997
- Dreher, Meinrad                      Das Ermessen des Aufsichtsrats; ZHR 158 (1994), 615
- Die Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder,  
in: Ebenroth/ Hesselberger/ Rinne (Hrsg.),  
Festschrift für Karlheinz Boujong, S. 71;  
München 1996
- Drygula, Tim                      Die neue Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die  
Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG,  
ZIP 2001, 1861
- Duvigneau, J.Philipp A.              Die gerichtliche Auflösung des Arbeitsverhältnisses gegen  
Abfindungszahlung gemäß §§ 9, 10 KSchG im System des  
Allgemeinen Kündigungsschutzrechts;  
Berlin 1995
- Ebenroth, Carsten T./  
Daum, Thomas                      Die Kompetenzen des Vorstands einer Aktiengesellschaft bei  
der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, II  
DB 1991, 1157
- Eckardt, Bernd                      Die Beendigung der Vorstands- und Geschäftsführerstellung in  
Kapitalgesellschaften;  
Frankfurt a.M./Bern/New York/Paris 1989
- Elkart, Wolfgang/  
Schmusch, Matthias                      Hintergründe und Intention des KonTraG bei der Reform der  
§§ 192,193 AktG; in Dörner, Dietrich/ Menold, Dieter/ Pfitzer,  
Norbert (hrsg.), Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung  
und Prüfung, Stuttgart 1999
- Emmerich, Volker/  
Sonnenschein, Juergen                      Konzernrecht: das Recht der verbundenen Unternehmen bei  
Aktiengesellschaften, GmbH, Personengesellschaften, Verein  
und Stiftung; 6.Auflage; München 1997
- Feddersen, Dieter                      Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte aus kapitalmarkt-  
rechtlicher und steuerlicher Sicht; ZHR 161 (1997), 269
- Neue gesetzliche Anforderungen an den Aufsichtsrat;  
AG 2000, 385
- Feddersen, Dieter/  
Hommelhoff, Peter/  
Schneider, Uwe (Hrsg.)                      Corporate Governance,  
Köln 1996
- Fey, Gerrit                      Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt,  
Stuttgart 2000



- |  |  |
|--|--|
| Fleischer, Holger  | <p>Informationspflichten der Geschäftsleiter beim Management Buyout im Schnittfeld von Vertrags-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht; AG 2000, 309</p> <p>Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht; ZGR 2001, 1</p> <p>Konkurrenzangebote und Due Diligence, ZIP 2002, 651</p>   |
| Fonk, Hans-Joachim   | <p>Die betriebliche Altersversorgung für Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften; in Festschrift für Johannes Semler, S.139; Bierich/Hommelhoff/Kropff (Hrsg.); W. de Gruyter/ Berlin /New York 1993</p> <p>Rechtsfragen nach der Abberufung von Vorstandsmitgliedern und Geschäftsführern, NZG 1998, 408</p> <p>Personalentscheidungen des Aufsichtsrats; in Semler, Johannes (Hrsg.), Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, München 1999</p> |
| Franks, Julian/<br>Mayer, Colin  | <p>Ownership and Control of German Corporations, The Review of Financial Studies, Vol. 14, No.4, 2001, 943</p>   |
| Fraune, Christian  | <p>Der Einfluß institutioneller Anleger in der Hauptversammlung, Köln/Berlin/Bonn/München 1996 (zugleich Diss.)</p>  |
| Frey, Kaspar/<br>Hirte, Heribert   | <p>Vorzugsaktionäre und Kapitalerhöhung<br/>DB 1989, 2465</p>  |
| Friedrichsen, Sönke  | <p>Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte;<br/>Köln/ Berlin/ Bonn/ München 2000</p>   |
| Gadow W./<br>Heinicken E. (Begr.)/<br>Hopt, Klaus J./<br>Wiedemann, H. (Hrsg.) | <p>Großkommentar Aktiengesetz;<br/>4.Auflage, 11. Lieferung: §§ 92- 94, Berlin 1999,<br/>19. Lieferung: §§ 76- 83, Berlin 2003</p>   |
| Gause, Bernhard  | <p>Europäisches Konzernrecht im Vergleich;<br/>Berlin 2000</p>   |
| Gawrisch, Volker   | <p>Ermessensentscheidungen des Aufsichtsrates und ihre gerichtliche Kontrolle, Frankfurt a.M. 2000</p>   |
| Gehrlein, Markus   | <p>Strafbarkeit von Vorständen wegen leichtfertiger Vergabe von Unternehmensspenden; NZG 2002 463</p>  |
| Geibel, Stephan/<br>Süßmann, Rainer<br>(Hrsg.)                                 | <p>Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG),<br/>Kommentar, München 2002</p>  |

## XVIII

- Geßler, Ernst/  
Hefermehl, Wolfgang/  
Eckardt, Ulrich/  
Kropff, Bruno      Aktiengesetz- Kommentar, München 1990,
- Glanegger, Peter      Heidelberger Kommentar zum Handelsgesetzbuch;  
5.Auflage; Heidelberg 1999
- Godin, Freiherr v./  
Wilhelmi, Hans  
(Begr.)      Aktiengesetz- Kommentar, 4.Auflage  
Walter de Gruyter/Berlin/New York 1971
- Golling, H.-J.      Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder für  
ihre Geschäftsführung innerhalb der nicht konzerngebundenen AG,  
Diss., Köln 1969
- Gollnick, Jörg      Die Beurteilung der Vorstandsleistung durch den Aufsichtsrat, Eine  
Vergleichende Untersuchung zum deutschen und amerikanischen  
Recht; Frankfurt a.M./Berlin/Bern/New York/Paris/Wien 1997
- Goo, S. H.      Minority Shareholders' Protection,  
London 1994
- Götz, Heinrich      Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats nach dem Transparenz- und  
Publizitätsgesetz; NZG 2002, 599
- Grage, Katja      Das Auskunftsrecht des Aktionärs unter besonderer  
Berücksichtigung von Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand  
aktienrechtlicher Auskunftsbegehren,  
Köln 1999 (zugl. Diss., Univ. Köln)
- Gregor, Reinhard      Der Vergütungsanspruch des abberufenen Geschäftsführers;  
in: Ebenroth u. a. (Hrsg.), Festschrift für Karlheinz Boujong;  
München 1996, S. 145 ff.
- Groener, Helmut      Der Markt für Unternehmenskontrollen;  
Berlin 1992
- Groß, Wolfgang      Übernahmekodex für öffentliche Übernahmeangebote:  
Anerkennung und Rolle des begleitenden Wertpapierdienst-  
leistungsunternehmens; DB 1996, 1909
- Großmann, Adolf      Unternehmensziele im Aktienrecht,  
Köln/ Berlin/ Bonn/ München 1980
- Grossfeld, Bernhard      Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht:  
Zur Barabfindung ausscheidender Gesellschafter;  
3. Auflage, Köln 1994

- |  |  |
|--|--|
| Grunewald, Barbara   | Was bringt der Vorschlag einer 13.EG-Richtlinie über Übernahmeangebote für das deutsche Recht ?;<br>WM 1989, 1233<br><br>Die neue Squeeze-out-Regelung,<br>ZIP 2002, 18<br><br>Gesellschaftsrecht, 3.Auflage, 1999 |
| Haarmann, Wilhelm/<br>Riehmer, Klaus/<br>Schüppen, Matthias<br>(Hrsg.) | Öffentliche Übernahmeangebote,<br>Kommentar zum WpÜG,<br>Heidelberg 2002   |
| Habersack, Mathias   | Der Finanzplatz Deutschland und die Rechte der Aktionäre,<br>ZIP 2001, 1230  |
| Habersack, Mathias/<br>Mayer, Christian                                | Der neue Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie- Überlegungen zur Umsetzung in das nationale Recht; ZIP 1997, 2141   |
| Hansen, Herbert  | Unterschätzte Probleme bei Firmenübernahmen und Fusionen;<br>AG 2001, R70  |
| Happ, Wilhelm<br>(Hrsg.)   | Aktienrecht<br>Köln/Berlin/Bonn/München 1995   |
| Hauschke, Christoph/<br>Roth,Thomas                                    | Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht;<br>AG 1988, 181   |
| Heidemann, Karsten   | Das Verhältnis zwischen Management und Aktionären beim Management Buyout in den U.S.A. und Deutschland,<br>Frankfurt a.M./Berlin/Bern/New York/Paris/Wien 1994   |
| Hein, Jan von  | Vom Vorstandsvorsitzenden zum CEO?,<br>ZHR 166 (2002), 464   |
| Heller, Arne   | Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle unter Besonderer Berücksichtigung der Gesamtverantwortung des Vorstands; Heidelberg 1998   |
| Henn, Günter   | Die Rechte des Aktionärs: Rechte und Pflichten in und ausserhalb der Hauptversammlung<br>Köln 1984   |
| Henze, Hartwig   | Die Treuepflicht im Aktienrecht;<br>BB 1996, 489<br><br>Höchststrichterliche Rechtsprechung zum Aktienrecht, 3.Auflage,<br>Köln 1997   |

Prüfungs- und Kontrollaufgaben des Aufsichtsrates in der Aktiengesellschaft; NJW 1998, 3309

Entscheidungen und Kompetenzen der Organe in der AG: Vorgaben der höchstrichterlichen Rechtsprechung; BB 2001, 53

Aspekte und Entwicklungstendenzen der aktienrechtlichen Aktionärsklage; ZIP 2002, 97

- |                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| Herkenroth, Klaus E.                 | Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht: Rechtsvergleichende Untersuchungen der Allokationseffizienz unterschiedlicher Spielregeln von Unternehmensübernahmen; Berlin 1994  |
| Herrmann, Rüdiger                    | Funktion, Kontrolle und Haftung der Leitungsorgane von Aktiengesellschaften in Deutschland, der Schweiz, Australien und den USA; Frankfurt a.M./ Berlin/ Bern/ New York/ Paris/ Wien 1996   |
| Heyder, Stefan                       | Der qualifizierte faktische Aktienkonzern, Frankfurt a.M. 1997  |
| Hirte, Heribert                      | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Köln/ Berlin/ Bonn/ München 2002<br><br>Der Kampf um Belgien- Zur Abwehr feindlicher Übernahmen; ZIP 1989, 1233  |
| Hoerdemann, Christiane               | Aktienrechtsreform und kein Ende- Bedarf es der Verschärfung der Aufsichtsratshaftung?; ZRP 1997, 44<br><br>Zur Bedeutung der verwaltungsrechtlichen Ermessenslehre für die richterliche Kontrolle von Beschlüssen des Aufsichtsrates der Aktiengesellschaft, Konstanz 1999 |
| Hoffmann, Dietrich/<br>Preu, Peter   | Der Aufsichtsrat, 4.Auflage, München 1999   |
| Hoffmann-Becking,<br>Michael (Hrsg.) | Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd.4- AktienG, 2.Auflage; München 1999<br><br>Organisation der Zusammenarbeit im Vorstand, ZGR 1998,497  |
| Hohn, Hansjosef                      | Arbeits- und Dienstverträge für Leitende 6.Auflage; Köln 1995   |
| Holl, Alexander                      | Die Reform des aktienrechtlichen Aufsichtsrats, Frankfurt a.M. 2002   |

- Hommelhoff, Peter      Konzernleitungspflicht: zentrale Aspekte eines Konzernverfassungsrechts; Köln 1988
- OECD- Principles on Corporate Governance; ZGR 2001, 240
- Hopt, Klaus J.      Übernahmeangebote im europäischen Recht, in Festschrift Rittner, München 1991
- Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534
- Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat; in: Immenga/ Möschel/ Reuter (Hrsg.), Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker, S. 909, Baden-Baden 1996
- Europäisches und deutsches Übernahmerecht; ZHR 161 (1997), 368
- Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz, in Festschrift Zöllner, Band 1, Köln/Berlin/Bonn/München 1998
- Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei Feindlichen Übernahmen, in: Schneider, Uwe H. u. a. (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter, S. 1361, Köln 2000
- Hopt, Klaus J./ Wymeersch, Eddy      Comparative Corporate Governance –Essays and Materials- Walter de Gruyter/Berlin/New York 1997
- Hübner, Ulrich      Managerhaftung; München 1992
- Hüffer, Uwe      Mannesmann/ Vodafone: Präsidiumsbeschlüsse des Aufsichtsrats für die Gewährung von „Appreciation Awards“ an Vorstandsmitglieder; BB 2003, Beilage Heft 43
- Aktienbezugsrechte als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern- gesellschaftsrechtliche Analyse, ZHR 1997, 214
- Gesellschaftsrecht, 5.Auflage, München 1998
- Aktiengesetz (Kommentar), 5. Auflage, München 2002
- Immenga, Ulrich/ Noll, Bernd      Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht; Luxemburg 1990

- Jähne, Burkhard/  
 Laufhütte, H. W./  
 Odersky, Walter (Hrsg.)    Leipziger Kommentar zum Strafgesetzbuch,  
    27. Lieferung, §§ 263a; 266, 266 a, b; 284- 287  
    11. Auflage, Walter de Gruyter/ Berlin/ New York 1998
- Kallmeyer, Harald            Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission;  
    AG 1996, 169
- Pflichtangebote nach dem Übernahmekodex und dem neuen  
    Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie; ZIP 1997, 2147
- Neutralitätspflicht des Vorstands und Entscheidungsbefugnis  
    der Hauptversammlung im Übernahmerecht;  
    AG 2000, 553
- Kenntemich, Robert        Die Berechnung der gewinnabhängigen Steuern, der Vorstands-  
    und Aufsichtsratsantien für den Jahresabschluß der AG;  
    WPg 1971, 129
- Zur Bemessungsgrundlage der gewinnabhängigen Vorstands- und  
    Aufsichtsratsvergütungen; WPg 1971, 105
- Kessel, Bernd                Leveraged Buy-out der Aktiengesellschaft  
    Frankfurt a.M. 1998 (zugleich Diss, Univ. Siegen)
- Kessler, Manfred H.        Leitungsmacht des Vorstandes einer Aktiengesellschaft;  
    AG 1995, 120
- Kiem, Roger                 Der Hauptversammlungsentscheid zur Legitimation von  
    Abwehrmaßnahmen nach dem neuen Übernahmengesetz;  
    ZIP 2000, 1509
- Kirchner, Christian         Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands der Zielgesell-  
    schaft im Übernahmerecht; AG 1999, 481
- Szenarien einer „feindlichen“ Unternehmensübernahme:  
    Alternative rechtliche Regelungen im Anwendungstest;  
    BB 2000, 105
- Managementpflichten bei „feindlichen“ Übernahmeangeboten;  
    WM 2000, 1821
- Kirchner, Christian/  
 Ehrlicke, Ulrich            Funktionsdefizite des Übernahmekodex der Börsensachver-  
    ständigenkommission; AG 1998, 105
- Klahold, Christoph         Aktienoptionen als Vergütungselement,  
    Frankfurt a.M./ Berlin/ Bern/ Bruxelles/ New York/ Wien 1999
- Koch, Beate                 Hindernisse für öffentliche Übernahmeangebote im deutschen und  
    britischem Recht;  
    Frankfurt a.M./Berlin/Bern/New York/Paris/Wien 1996

- Kohler, Klaus                      Beteiligung von Führungskräften am AG-Kapital;  
ZHR 161 (1997), 214
- Stock Options für Führungskräfte aus der Sicht der Praxis,  
ZHR 161 (1997), 246
- Körner, Marita                    Die Neuregelung der Übernahmekontrolle nach deutschem und  
europäischem Recht- insbesondere zur Neutralitätspflicht des  
Vorstands; DB 2001, 367
- Kosok, Uwe                        Organmitglieder juristischer Personen zwischen Anstellung und  
Bestellung, Aachen 1995
- Köstler, Roland/  
Kittner, Michael/  
Zachert, Ulrich                   Aufsichtsratspraxis- Handbuch für Arbeitnehmervertreter,  
6.Auflage, Köln 1999
- Kraft, Alfons/  
Kreutz, Peter                      Gesellschaftsrecht; 11.Auflage, Neuwied/ Kriftel 2000
- Krause, Hartmut                  Das obligatorische Übernahmeangebot- eine juristische und  
ökonomische Analyse; Baden-Baden 1996
- BB-Europareport: Die Übernahmerrichtlinie - Anpassungsbedarf  
im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz;  
BB 2004, 113
- Zur „Pool- und Frontenbildung“ im Übernahmekampf und zur  
Organzuständigkeit für Abwehrmaßnahmen gegen „feindliche“  
Übernahmeangebote;  
AG 2000, 217
- Krauss, Lutz                        Status und Kündigungsschutz von arbeitnehmerähnlichen  
Vorstandsmitgliedern der Aktiengesellschaft, Frankfurt a.M./ Bern/  
New York/ Paris 1989
- Krawinkel,, Jutta                  Die Neuregelung des Aufsichtsrats- und Abschlußprüferrechts  
nach dem Kontroll- und Transparenzgesetz,  
Frankfurt a.M. 2000
- Krebs, Karsten                    Interessenkonflikte bei Aufsichtsratsmandaten in der Aktien-  
Gesellschaft, Köln/ Berlin/ Bonn/ München 2002
- Krieger, Gerd                      Personalentscheidungen des Aufsichtsrats,  
Köln/Berlin/Bonn/München 1981
- Aktionärsklage zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsrats-  
Handelns; ZHR 163 (1999), 343

- Kropff, Bruno                      25 Jahre Aktiengesetz- was waren die Ziele und was wurde Erreicht?, in:  
Lutter, Marcus (Hrsg.), 25 Jahre Aktiengesetz : ein Symposium der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., Düsseldorf 1991
- Aktiengesetz 1965, Begründung zum Regierungsentwurf AktG und Bericht des Rechtsausschusses des deutschen Bundestages; Düsseldorf 1965
- Kropff, Bruno/  
Semler, Johannes  
(Hrsg.)                              Münchner Kommentar zum Aktiengesetz,  
2.Auflage, München 2004  
(2. Auflage des GHEK, Aktiengesetz)
- Kübler, Friedrich                Gesellschaftsrecht, 5.Auflage, Heidelberg 1998
- Shareholder Value: Eine Herausforderung für das deutsche Recht, in: Festschrift für Wolfgang Zöllner Bd.1
- Kübler, Friedrich/  
Schmidt, Reinhard H.           Gesellschaftsrecht und Konzentration;  
Berlin 1988
- Kucera, Stefan                    Die arbeitsrechtliche Stellung des Vorstandsmitglieds einer kleinen Aktiengesellschaft; Diss., Münster 1998
- Kugler, Stefan                    Die Anteilsbewertung beim Management Buyout, Eine Rechtsvergleichende Studie zum Recht der Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland;  
Aachen 1998
- Kurth, Thomas                    Aktionärsschutz und öffentliche Kaufangebote: neuere Entwicklungen im Recht der USA, Köln 1987
- Lammers, Brigitte                Verhaltenspflichten von Verwaltungsorganen in  
Übernahmeauseinandersetzungen,  
Frankfurt a.M. 1994 (zugl. Diss., Univ. Bonn)
- Langner, Ralf                      Rechtsposition und praktische Stellung des Aufsichtsrates im unternehmerischen Entscheidungsprozeß, Opladen 1973
- Lehnert, Ingrid                    Unternehmensübernahmen in den USA in den 80iger Jahren, Wiesbaden 1997
- Lerbinger, Paul                    Unternehmensakquisitionen durch LBO;  
Die Bank 1986, 133
- Lieb, Manfred/  
Noack, Ulrich/  
Westermann, Peter  
(Hrsg.)                              Festschrift für Wolfgang Zöllner  
Band 1  
Köln/Berlin/Bonn/München 1998



- |  |   |
|--|---|
| Liebers, Hans-Joachim/<br>Hoefs, Christian | Anerkennungs- und Abfindungszahlungen an ausscheidende<br>Vorstandsmitglieder, ZIP 2004, 97                                   |
| Liebscher, Thomas                          | Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz,<br>ZIP 2001, 853   |
| Lingemann, Stefan/<br>Wasmann, Dirk        | Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht: Das KonTraG<br>tritt in Kraft, BB 1998, 853                                    |
| Lohrer, Stefan                             | Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht;<br>Baden-Baden 2001   |
| Lotmar, Philipp                            | Der Arbeitsvertrag,<br>2. Auflage, Berlin 2001  |
| Lotze, Christine                           | Die insiderrechtliche Beurteilung von Aktienoptionsplänen,<br>München 2000  |
| Lutter, Marcus                             | Europäisches Unternehmensrecht,<br>ZGR Sonderheft 1,<br>3. Auflage, Walter de Gruyter/ Berlin/ New York 1991                  |
|  | Die zivilrechtliche Haftung in der Unternehmensgruppe;<br>ZGR 1982, 244   |
|  | Defizite für eine effiziente Aufsichtsrats Tätigkeit und gesetzliche<br>Möglichkeiten der Verbesserung; ZHR 159 (1995), 287   |
|  | Corporate Governance aus deutscher Sicht; ZGR 2001, 224   |
|  | Die Erklärungspflicht zum Corporate Governance Kodex<br>Gemäß § 161 AktG,<br>ZHR 2002, 523                                    |
| Lutter, Marcus/<br>Krieger, Gerd           | Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats,<br>3. Auflage; Freiburg 1993  |
| Lutter, Marcus/<br>Timm, Wolfram           | Konzernrechtlicher Präventivschutz im GmbH-Recht;<br>NJW 1982, 409  |
| Luttermann, Claus                          | Bewertungsrecht im Internetzeitalter;<br>AG 2000, 459   |
| Mackensen, Marcus                          | Institutionelle Anleger im Unternehmensrecht Deutschlands<br>und der USA,<br>Frankfurt a.M. 2000 (zugl. Diss., Univ. Hamburg) |
| Mäger, Stefan                              | Vergütung des Aufsichtsrats- welchen Spielraum gibt das<br>Aktienrecht, BB 1999, 1389   |

- Maier-Reimer, Georg      Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei Feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001), 258
- Manne, Henry G.          Mergers and the Market for Corporate Control, 73 Journal of Political Economy, S.110 (1965)
- Martens, Klaus-Peter      Das Arbeitsrecht der leitenden Angestellten, Stuttgart 1982
- Der Einfluss von Vorstand und Aufsichtsrat auf Kompetenzen und Struktur der Aktionäre- Unternehmensverantwortung contra Neutralitätspflicht; in Festschrift für Karl Beusch, S.529; Beisse/ Lutter/ Nürger (Hrsg.); W. de Gruyter/ Berlin/ New York 1993
- Der Grundsatz gemeinsamer Vorstandsverantwortung, in: Goerdeler, Reinhard/ Hommelhoff, Peter/ Lutter, Marcus/ Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Festschrift für Hans-Joachim Fleck, Berlin/ New York 1988, S. 191 ff.
- Meier-Schatz, Christian    Managermacht und Marktkontrolle; ZHR 149, 101
- Menichetti, Marco J.      Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management; DB 1996, 1688
- Merkt, Hanno              Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei Feindlichen Übernahmen, ZHR 2001, 224
- US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg, 1991
- Michalski, Lutz            Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht; AG 1997, 152
- Möllers, Thomas M.      Kapitalmarktauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, AG 1999, 433
- Mosiek, Marcus            Risikosteuerung im Unternehmen und Untreue, Wistra 2003, 370
- Mülbert, Peter O./ Bux, Regina              Dem Aufsichtsrat vergleichbare in- und ausländische Kontrollgremien von Wirtschaftsunternehmen, WM 2000, 1665
- Mülbert, Peter O.          Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, ZGR 1997, 129

- |                      |   |
|----------------------|---|
| Müller, Welf         | Die Entscheidungsspielräume der Verwaltung einer Aktiengesellschaft im Verhältnis zu ihren Aktionären;<br>in: Bierich/Hommelhoff/Kropff (Hrsg.),<br>Festschrift für Johannes Semler,<br>W. de Gruyter/ Berlin /New York 1993, S.195 ff. |
| Mundheim, Robert H.  | Vorstandsgehälter in den USA, AG 1993, 563  |
| Mutter, Stefan       | Unternehmerische Entscheidung und Haftung des Aufsichtsrats der Aktiengesellschaft; Köln 1994   |
| Neye, Hans-Werner    | Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission; ZIP 1995, 1464  |
| Nicolaysen, Isaschar | Leitungsermessen und das Shareholder Value-Konzept, Frankfurt a.M. 2002   |
| Nidenhoff, Horst-Udo | Mitbestimmung in der Bundesrepublik Deutschland, 12. Auflage, Köln 2000   |
| Noack, Ulrich        | Zur Klage bei der Abstimmung im Aufsichtsrat unterlegener Aufsichtsratsmitglieder auf Feststellung der Nichtigkeit eines Aufsichtsratsbeschlusses,<br>DZWIR 1994, 341   |
| Nobel, Peter         | Das Schweizerische Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG); WM 1996, 100   |
| Oetker, Hartmut      | Das Recht der Unternehmensmitbestimmung im Spiegel der neueren Rechtsprechung; ZGR 2000, 19   |
| Oltmanns, Martin     | Geschäftsleiterhaftung und unternehmerisches Ermessen: Die Business Judgement Rule im deutschen und im amerikanischen Recht; Frankfurt a.M. 2001 (zugl. Diss., Univ. Bonn)  |
| Planck, Martina      | Aktionärsklagen im französischen und deutschen Recht unter Einbeziehung der neueren Rechtsentwicklung in Belgien<br>Frankfurt a.M. 1995 (zugl. Diss., Univ. Bonn)   |
| Peltzer, Martin      | Haftungsgeneigte Personalentscheidungen des Aufsichtsrates;<br>in Festschrift für Johannes Semler;<br>Bierich/Hommelhoff/Kropff (Hrsg.);<br>W. de Gruyter/ Berlin /New York 1993, S.261   |
|                      | Steuer- und Rechtsfragen bei der Mitarbeiterbeteiligung und der Einräumung von Aktienoptionen (stock options);<br>AG 1996, 307  |
|                      | Die Haftung des Aufsichtsrats bei Verletzung der Überwachungspflicht,<br>WM 1981, 346   |

- Corporate Governance Codices als zusätzliche Pflichtenbestimmung für den Aufsichtsrat,  
NZG 2002, 10
- Potthoff, Erich/  
Trescher, Karl      Das Aufsichtsratsmitglied;  
3. Auflage, Stuttgart 1995
- Raisch, Peter      Zum Begriff und zur Bedeutung des Unternehmensinteresses als  
Verhaltensmaxime von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern,  
in: Fischer, Robert u. a. (Hrsg.),  
Festschrift für Wolfgang Hefermehl,  
München 1976, S. 347
- Raiser, Thomas      Recht der Kapitalgesellschaften  
3. Auflage, München 2001
- Das Unternehmensinteresse,  
in: Reichert-Facilides, Fritz u. a. (Hrsg.)  
Festschrift für Reimer Schmidt,  
Karlsruhe 1976, S. 101
- Das Recht der Gesellschafterklagen;  
NJW 1996, 552
- Empfehlen sich gesetzliche Regelungen zur Einschränkung  
des Einflusses der Kreditinstitute auf Aktiengesellschaften?,  
NJW 1996, 2257
- Das Recht der Gesellschafterklagen;  
ZHR 153, 1
- Ransiek, Andreas      Strafrecht im Unternehmen und Konzern, ZGR 1999, 613
- Rappaport, Alfred      Creating shareholder value, New York 1986  
Deutsche Übersetzung: Shareholder-Value, Wertsteigerung als  
Maßstab für die Unternehmensführung, 1995
- Rebmann, Kurt/  
Säcker, Jürgen/  
Rixecker, Roland  
(Hrsg.)      Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch  
Band 4, Schuldrecht BT II,  
3. Auflage, München 1997
- Reichert, Jochem/  
Harbarth, Stephan      Veräußerung und Einziehung eigener Aktien,  
ZIP 2001, 1441
- Reiserer, Kerstin      Der GmbH\_Geschäftsführer im Arbeits- und  
Sozialversicherungsrecht; Heidelberg 1995
- Rellermeyer, Klaus      Aufsichtsratsausschüsse  
Köln/Berlin/Bonn/München 1986

- |   |   |
|---|---|
| Reul, Juergen   | Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Tübingen 1991  |
| Richter, Eberhard Maria   | Chancen für eine Übernahmeregelung in Europa: das künftige Gemeinschaftsrecht im Vergleich mit dem britischen „City Code on takeovers and mergers“, Aachen 1998   |
| Riechers, Arndt   | Das „Unternehmen an sich“, Tübingen 1996  |
| Riehmer, Klaus/<br>Schröder, Oliver   | Der Entwurf des Übernahmegesetzes im Lichte von Vodafone/<br>Mannesmann; NZG 2000, 820  |
| Ring, Gerhard   | Feindliche Übernahmen nach deutschem und europäischem Recht; BuW 1997, 430  |
| Ringleb, Henrik-M./<br>Kremer, Thomas/<br>Lutter, Marcus/<br>v.Werder, Axel | Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex,<br>München 2003   |
| Rittner, Fritz  | Zur Verantwortung des Vorstandes nach § 76 I AktG 1965;<br>in Festschrift für Ernst Geßler, S.141;<br>Ballerstedt/ Hefermehl (Hrsg.); München 1970  |
| Röder, Gerhard/<br>Lingemann, Stefan  | Schicksal von Vorstand und Geschäftsführer bei Unternehmens-<br>umwandlungen und Veräußerungen; DB 1993, 1341   |
| Roller, Klaus R.  | Die Vergütung des Aufsichtsrats in Abhängigkeit vom Aktienkurs,<br>Frankfurt a.M./Berlin/Bern/Bruxelles/New York 1999   |
| Rollin, Felix   | Die Aktionärsklage in England und in Deutschland;<br>Baden-Baden 2001   |
| Roos, Michael   | Der neue Vorschlag für eine EG-Übernahme-Richtlinie;<br>WM 1996, 2177   |
| Roth, Günter H.   | Die (Ohn-)Macht der Hauptversammlung,<br>ZIP 2003, 369  |
| Roth, Markus  | Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands,<br>München 2001   |
| Rümker, Dietrich  | Übernahmeangebote- Verhaltenspflichten des Vorstandes der<br>Zielgesellschaft und Abwehrmöglichkeiten; in<br>Festschrift für Theodor Heinsius;<br>Kübler/ Mertens/ Werner (Hrsg.); W. de Gruyter/Berlin/New York<br>1991, S.683 |
| Säcker, Franz Jürgen  | Kompetenzstrukturen bei Bestellung und Anstellung von<br>Mitgliedern des unternehmerischen Leitungsorgans, BB 1979, 1321  |

# XXX

Santelmann, Matthias	Angebotsunterlagenhaftung, Berlin 2003
Schäfer, Frank A.	Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland- Praxisprobleme von Equity-linked-Emissionen, in: Lutter, Marcus/ Hirte, Heribert, Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa, Walter de Gruyter/Berlin/New York 2000
Schander, Albert A./ Posten, Olaf H.	Zu den Organpflichten bei Unternehmensübernahmen; ZIP 1997, 1535
Scheffler, Eberhard	Zum Rollenverständnis der Aufsichtsräte, DB 2000, 433
Schenk, Kersten von	Die laufende Information des Aufsichtsrats einer Aktiengesellschaft durch den Vorstand, NZG 2002, 64
Schierenbeck, Henner	Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 15. Auflage, München/ Wien 2000
Schlegelberger, Franz/ Quassowski, Leo (Hrsg.)	Kommentar zum Aktiengesetz 1937; 3. Auflage; Berlin/ Vahlen 1939
Schlömer, Robert	Das aktienrechtliche Überwachungssystem unter Berücksichtigung der Besonderheiten von Unternehmenskrisen, Bergisch-Gladbach 1985
Schmid, Frank A.	Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur, ZfB 1997, 67
Schmidt, Karsten	Die Vereinsmitgliedschaft als Grundlage von Schadensersatz- ansprüchen; JZ 1991,157  Gesellschaftsrecht; 3. Auflage; Köln/ Berlin/ Bonn/ München 1997
Schmidt, Karsten/ Riegger, Bodo (Hrsg.)	RWS-Forum 15, Gesellschaftsrecht 1999, Köln 2000
Schmidt-Hern, Karsten	Der Schutz der außenstehenden Aktionäre im faktischen Konzern; Herdecke 2001 (zugl. Diss., HU Berlin)
Schneider, Uwe H.	Kapitalmarktorientierte Corporate Governance -Grundsätze DB 2000, 2413
Schneider, Uwe H./ Burgard, Ulrich	Übernahmeangebote und Konzerngründung- Zum Verhältnis von Übernahme-, Gesellschafts- und Konzernrecht; DB 2001, 963
Schönke, Adolf (Begr.)/ Schröder, Horst (Fortg.)	Strafgesetzbuch - Kommentar, 26. Auflage, München 2001

- |   |  |
|---|--|
| Schüller, Anette M.   | Vorstandsvergütung,<br>Baden-Baden 2002  |
| Schulze-Osterloh,<br>Joachim                                      | Das deutsche Gesellschaftsrecht im Banne der Globalisierung,<br>ZIP 2001, 1433   |
| Schüppen, Matthias  | To comply or not to comply- that´s the question! Existenzfragen<br>Des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im magischen Dreieck<br>Kapitalmarktorientierter Unternehmensführung;<br>ZIP 2002, 1269  |
| Schütz, Carsten   | Neuerungen im Anfechtungsrecht durch den Referentenentwurf<br>des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des<br>Anfechtungsrechts (UMAG), DB 2004, 419   |
| Schwalbach, Joachim/<br>Graßhoff, Ulrike                          | Managervergütung und Unternehmenserfolg, ZfB 1997, 203   |
| Schwark, Eberhard   | Zum Haftungsmaßstab der Aufsichtsratsmitglieder einer AG,<br>in: Hadding, Walther u. a. (Hrsg.),<br>Festschrift für Winfried Werner, S. 841<br>Walter de Gruyter/ Berlin /New York 1984  |
| Seibert, Ulrich   | Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG),<br>WM 1997, 1  |
| Seibert, Ulrich/<br>Koester, Beate-Katrin                         | Die kleine AG: gesellschaftsrechtliche und steuerrechtliche<br>Aspekte; 2. Auflage<br>Köln 1995  |
| Semler, Johannes  | Leistungs- und erfolgsbezogene Vorstandsvergütungen;<br>in Festschrift für Wolfgang Dieter Budde,<br>Förschle/Kaiser/Moxter, München 1995, S.599<br><br>Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, 2.Auflage,<br>Köln/Berlin/Bonn/München 1996<br><br>Arbeitshandbuch für Aufsichtsräte, (Hrsg.);<br>München 1999 |
| Sinewe, Patrick   | Keine Anfechtungsklage gegen Umwandlungsbeschlüsse bei<br>Wertbezogenen Informationsmängeln;<br>DB 2001, 690   |
| Soergel, Hs.Th.(Begr.)/<br>Siebert, W./<br>Baur, J.F. (neu Hrsg.) | Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch,<br>Band 4/1 Schuldrecht III/1 §§ 516-651,<br>Stuttgart/Berlin/Köln 1997   |
| Spitaler, Armin/<br>Niemann, Ursula                               | Die Angemessenheit der Bezüge geschäftsführender Gesellschafter<br>einer GmbH,<br>6. Auflage, Köln 1991  |

- |                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| Spremann, Klaus                       | Asymmetrische Information;<br>ZfB 1990, 561   |
| Stadler, Markus C.                    | Die Beratung des Vorstandes der Aktiengesellschaft durch den Aufsichtsrat, Berlin 1998  |
| Staudinger, Julius von (Begr.)        | Kommentar zum Bürgerlichen Recht,<br>13.Auflage Berlin/ Sellier de Gruyter,<br>1.Buch, Recht der Schuldverhältnisse §§ 823-825, Stand 1999,<br>2.Buch, Allgemeiner Teil, §§ 134-163, Stand 1996 |
| Steinbeck, Claudia                    | Überwachungspflicht und Einwirkungsmöglichkeiten des Aufsichtsrates in der Aktiengesellschaft, Berlin 1992  |
| Steinmann, Markus                     | Präventive Abwehrmaßnahmen zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechts, Grösch 1989   |
| Steinmeyer, Roland/<br>Häger, Michael | WpÜG,<br>Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Minderheitenausschluss nach §§ 327a ff. AktG, Berlin 2002   |
| Stingl, Harald                        | Zur Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen im Aktien- und Übernahmerecht; GesRZ 1999, 113   |
| Stockenhuber, Peter                   | Take-overs nach österreichischem Übernahmerecht, RIW 1999, 752  |
| Stoffels, Markus                      | Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer „Due Dilligence“, ZHR 165 (2001), 362  |
| Strenger, Christian                   | Das deutsche Übernahmegesetz; WM 2000, 952  |
| Sünner, Eckart                        | Aktionärsklage zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsrats- Handelns; ZHR 163 (1999), 364  |
| Tegtmeier, Stefan                     | Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in Publikumsaktiengesellschaften, Frankfurt a.M./Berlin/Bern/New York/Paris/Wien 1998  |
| Teubner, Gunther                      | Unternehmensinteresse - das gesellschaftliche Interesse des Unternehmens „an sich“, ZHR 148, 470  |
| Thoma, Georg F.                       | Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission; ZIP 1996, 1725  |



- Thümmel, Roderich C. Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten,  
Stuttgart/ München/ Hannover/ Berlin/ Weimar/ Dresden 1996
- Organhaftung nach dem Referentenentwurf des Gesetzes zur  
Unternehmensintegrität und Modernisierung des  
Anfechtungsrechts (UMAG) - Neue Risiken für Manager?,  
DB 2004, 471
- Haftungsrisiken von Vorständen und Aufsichtsräten bei der  
Abwehr von Übernahmeversuchen,  
DB 2000, 461
- Zu den Pflichten des Aufsichtsrats bei der Verfolgung von  
Haftungsansprüchen gegenüber dem Vorstand der AG  
DB 1997, 1117
- Thüsing, Gregor Die Angemessenheit von Vorstandsvergütungen - Mögliche  
Handlungsoptionen zur Sicherstellung,  
DB 2003, 1612
- Tiedemann, Klaus Untreue bei Interessenkonflikten, in:  
Jescheck, Hans-Heinrich/ Vogler, Theo (Hrsg.),  
Festschrift für Herbert Tröndle,  
Walter de Gruyter/ Berlin/ New York 1989, S. 319 ff.
- Tilch, Horst Deutsches Rechtslexikon,  
2.Auflage, München 1992
- Tillmann, Bert Der GmbH-Geschäftsführervertrag, 6.Auflage, Köln 1995
- Timm, Wolfram Missbräuchliches Aktionärsverhalten,  
Köln 1990
- Das Recht der faktischen Unternehmensverbindungen im  
Umbruch; NJW 1992, 2185
- Tuczka, Andreas H. Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der  
Schweiz;  
in Doralt/ Nowotny/ Schauer (Hrsg.), Takeover-Recht  
Wien 1997
- Ulmer, Peter Der Gläubigerschutz im faktischen GmbH-Konzern beim  
Fehlen von Minderheitsgesellschaftern;  
ZHR 148 (1984), 391
- Der Deutsche Corporate Governance Kodex- ein neues  
Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften;  
ZHR 166 (2002), 150
- Vaupel, Christoph/  
Uhl, Laurenz Insiderrechtliche Probleme bei der Übernahme börsennotierter  
Unternehmen, WM 2004, 2126

- Verse, Dirk A.                      Zum zivilrechtlichen Rechtsschutz bei Verstößen gegen die Preisbestimmungen des WpÜG, ZIP 2004, 199
- Vetter, Eberhard                    Beiträge zur inneren Ordnung des Aufsichtsrates der mibestimmten Aktiengesellschaft, Frankfurt a.M. 1982
- Wagner, Oliver                      Standstill Agreements bei feindlichen Übernahmen nach US-Amerikanischem und deutschem Recht; Frankfurt aM./Berlin/Bern/Bruxelles/New York/Wien 2000
- Wallenhorst, Marcus                Schranken der Anfechtungsbefugnis von Aktionären, Frankfurt a.M. 1996 (zugl. Diss., Univ. Göttingen)
- Wanner, Sybille                      Konzernrechtliche Probleme mehrstufiger Unternehmensverbindungen nach Aktienrecht, Konstanz 1998
- Wardenbach, Frank                Interessenkonflikte und mangelnde Sachkunde als Bestellungs- hindernisse zur Wahl des Aufsichtsrats; Köln 1996
- Wellkamp, Ludger                  Organuntreue zum Nachteil von GmbH-Konzernen und Aktiengesellschaften, NStZ 2001, 113
- Weisgerber, Thomas                Der Übernahmekodex in der Praxis; ZHR 161 (1997), 421
- Weisner, Arnd                        Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmever- suche in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht, Hamburg 2000
- Weiss, Daniel M.                    Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln 1999
- Weisser, Ralf Dieter                Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, Konstanz 1994
- Wellkamp, Ludger                  Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionär; Bonn 1998
- Haftung und Haftungsbeschränkung im Gesellschaftsrecht; Bonn 1998
- Werder, Axel von                    Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensleitung in der Arbeit des Aufsichtsrats, DB 1999,2221
- Werder, Axel von/  
Feld, Christa                        Sorgfaltsanforderungen der US-amerikanischen Rechtsprechung an das Topmanagement, RIW 1996, 481
- Werner, W.                          Probleme “feindlicher” Übernahmeangebote im Aktienrecht; Berlin u. a. 1989

- Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht des Vorstands zur Due Dilligence; ZIP 2000, 990
- Westerburg, J. W. Die Kontrolle des Vorstands durch Aufsichtsrat und Abschlussprüfer - Eine Studie anhand von Fallbeispielen; Diss., Jena 2002
- Wiedemann, Herbert Gesellschaftsrecht; 6. Auflage, München 2002
- Wiesner, Peter M. Die neue Übernahmerichtlinie und die Folgen, ZIP 2004, 343
- Winter, Martin/  
Harbarth, Stephan Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen nach dem WpÜG; ZIP 2002, 1
- Wirth, Gerhard/  
Weiler, Lothar Änderung des Übernahmekodex ab 1.1.1998: Das erweiterte Pflichtangebot; in DB 1998, 117
- Witt, Carl-Heinz Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, Köln/ Berlin/ Bonn/ München 1998
- Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“- unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes; NZG 2000, 809
- Wolf, Martin Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten; AG 1998, 212
- Wymeersch, Eddy Gesellschaftsrecht im Wandel ZGR 2001, 294
- Zeißig, Martina Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft- Eine Untersuchung zu Höchststimmrechten und Mehrstimmrechten, Diss., Berlin 1996
- Zeller, Gerhard Steuerliche Beurteilung zu Spenden von Sparkassen; DB 1989, 1991
- Zinser, Alexander Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht, Frankfurt a.M./ Berlin/ Bern/ Bruxelles/ New York/ Oxford/ Wien 2000
- Unternehmensübernahmen in Europa und den USA; RIW 1999, 845
- Pflichtangebotsregelungen in europäischen Staaten; NZG 2000, 573

Zöllner, Wolfgang  
(Hrsg.)

Kölner Kommentar zum Aktiengesetz Bd.2, 2.Auflage  
Köln/Berlin/Bonn/München 1989

Zwissler, Thomas

Übernahmerecht in Österreich,  
AG 1999, 417

## A. Einleitung zur Methodik und zum Fallbeispiel

-----

### I. Einleitung

-----

Die Übernahme des Mannesmann-Konzerns stellte sicher eines der bedeutsamsten Wirtschaftsereignisse zu Beginn des neuen Millenniums dar. Mit dem Ende der 110 Jahre währenden deutschen Firmengeschichte anfangs des Jahres 2000 erlebte man die erste erfolgreiche feindliche Übernahme eines deutschen Großkonzerns durch einen ausländischen Konkurrenten, denn genau darum handelte es sich, auch wenn die Mannesmann-Führung am Ende einlenkte und dem Geschäft formal noch den Charakter eines Mergers gab.

In einer Pressekonferenz am 4. Februar 2000 gegen 22.30 Uhr verkündeten die beiden Hauptakteure des Übernahmekampfes, *Dr. Klaus Esser*, Vorstandsvorsitzender der Düsseldorfer Mannesmann AG, und *Sir Christopher Gent*, CEO des britischen Mobilfunkkonzerns Vodafone AirTouch plc aus Newbury, Berkshire/ England, gemeinsam, dass man sich über die Übernahme des deutschen Traditionsunternehmens geeinigt habe. Damit wurde das mit einem Investitionsvolumen von umgerechnet 372 Milliarden DM weltweit bislang größte Wirtschaftsgeschäft besiegelt. Vorausgegangen war diesem Ereignis eine wochenlange, medienwirksam ausgetragene Übernahmeschlacht zwischen den beiden Unternehmen; ein Kampf um die Mannesmannaktionäre.

Im Nachhinein schrieb noch ein anderer Aspekt der Übernahmeschlacht Schlagzeilen. Einige Vorgänge im Zusammenhang mit der Übernahme Mannesmanns haben sich mittlerweile zu einem der vielbeachteten Wirtschaftskriminalfälle Deutschlands entwickelt. Die erst allmählich bekannt gewordenen, zum Teil selbst zum jetzigen Zeitpunkt, 4 Jahre später, noch immer nicht vollständig aufgeklärten Einzelheiten der Geschehnisse sind derzeit Gegenstand eines Strafverfahrens. Nach anfänglichen Ermittlungen der Staatsanwaltschaft gegen insgesamt elf Personen wegen Untreue und Beihilfe<sup>1</sup> wurde mit Anklageschrift vom 14.02.2003 gegen fünf ehemalige Organmitglieder und einen Angestellten der Mannesmann AG Anklage vor dem Landgericht Düsseldorf (Wirtschaftsstrafkammer) erhoben. Nach Ansicht der Staatsanwaltschaft bestand hinreichender Tatverdacht, dass die sechs Angeklagten bei verschiedenen Tathandlungen den Straftatbestand der Untreue in einem besonders schweren Fall (§ 266 I, III i. V. m. II StGB) beziehungsweise Beihilfe dazu

---

<sup>1</sup> Quelle: Süddeutsche Zeitung vom 22.11.2001.

verwirklicht haben. Das Landgericht Düsseldorf hat mit Beschluss vom 19.09.2003 die Anklage zugelassen und am 21.01.2004 das Hauptverfahren eröffnet.

Den Anlass für dieses Strafverfahren liefern verschiedene Zahlungen, die während beziehungsweise nach der Übernahme an Manager und Personen in Schlüsselpositionen von Mannesmann ausgezahlt oder mit diesen vereinbart wurden. Dabei handelt es sich um Abfindungen, Anerkennungsprämien und Pensionen in einer Höhe von insgesamt mehr als 120 Millionen Euro<sup>2</sup>, welche den Verdacht von persönlicher Bereicherung aufkommen ließen. Die tatsächlichen Hintergründe der Geschehnisse sind nach wie vor nur in sehr begrenztem Umfang rekonstruierbar. Hierzu bleiben die Resultate der Beweisaufnahme des Gerichts abzuwarten. In dieser Arbeit kann daher nur ein Überblick über die Ereignisse gegeben werden, so wie sie sich anhand der publizierten Informationen und Stellungnahmen derzeit<sup>3</sup> darstellen. Im Anschluss daran werden die möglichen Szenarien charakterisiert und einer rechtlichen Bewertung unterzogen.

---

<sup>2</sup> Quelle: FAZ vom 21.09.2003, S. 43.

<sup>3</sup> Stand der Bearbeitung: April 2004.

## II. Zum Lösungsansatz

-----

In dieser Arbeit soll versucht werden, alle vorstellbaren Arten von Abfindungszahlungen an den Vorstand einer Zielgesellschaft im Zusammenhang mit feindlichen Unternehmensübernahmen systematisch zu erfassen, rechtlich einzuordnen und anhand der aktuellen Rechtslage einer Bewertung zu unterziehen. Daneben empfiehlt sich ein vergleichender Blick auf die Marktüblichkeit und Rechtspraxis anderer Staaten. Im Anschluss werden die Probleme der Rechtsprechung und relevante strafrechtliche Aspekte dargestellt. Da die Erörterung insgesamt einige Schwachstellen der aktuellen Rechtslage aufzeigen wird, sollen zum Abschluss Vorschläge de lege ferenda unterbreitet beziehungsweise wiedergegeben und einer kritischen Stellungnahme unterzogen werden.

Das Thema der Dissertation berührt und verbindet zugleich zwei Rechtsgebiete, das Gesellschaftsrecht und das Kapitalmarktrecht. Deshalb wird die Abhandlung auch je einen Blick aus deren beiden Perspektiven auf die Problematik geben, um dann die gewonnenen Erkenntnisse zusammenzufassen.

Gesellschafts- oder genauer aktienrechtlich betrachtet sind Abfindungen als ein Teil der von der Gesellschaft an den Abgefundenen gewährten Vergütungen einzuordnen. Finanzielle Zuwendungen zum Ausscheiden eines Mitarbeiters sind demnach anhand der allgemeinen Regeln zur Vorstandsvergütung zu messen.

Der kapitalmarktrechtliche Einschlag betrifft den Zeitpunkt und die besondere Situation bei der Trennung des Unternehmens vom Vorstandsmitglied. Daraus können spezielle Gründe oder Motivationslagen für Zuwendungen an bestimmte Personen erwachsen. Es muss deshalb herausgearbeitet werden, wer in welcher Situation ein Interesse an einer Zahlung hat und inwieweit diese sowie ihre Entgegennahme von der Rechtsordnung gebilligt wird. Abfindungsvereinbarungen sind dabei ausgehend von den vorhandenen gesetzlichen Regelungen zu Unternehmensübernahmen von Aktiengesellschaften zu bewerten.

Das Fallbeispiel gibt zugleich den Anlass zu einer strafrechtlichen Aufarbeitung des Themas. Ausgehend von den zivilrechtlichen Erkenntnissen, welche die Bearbeitung liefern wird, soll daher noch schwerpunktmäßig die Relevanz des Strafgesetzbuches für einschlägige Fallgruppen diskutiert werden. Interessant ist dabei vor allem das Verhältnis von Strafrecht und Zivilrecht im einschlägigen Untreuetatbestand.

### III. Systematisierung der betroffenen Zahlungen

---

Abfindungszahlungen anlässlich einer Unternehmensübernahme und ihre Höhe können sehr verschiedene Ursachen haben und mit sehr unterschiedlichen Intentionen vereinbart und gezahlt werden.

#### 1. Reguläre Abfindungen

---

Grundsätzlich existiert ein ‚Normalfall‘. Bei der außerordentlichen Trennung eines Unternehmens von Vorstandsmitgliedern, das heißt vor Beendigung der vereinbarten Dienstzeit, werden diese regelmäßig durch einen gewissen Geldbetrag finanziell abzufinden sein. Die Höhe wird bestimmt durch die Summe der nach dem Anstellungsvertrag noch ausstehenden Zahlungen, dem Grund der Trennung, der bisherigen Arbeit des Abgefundenen, seinen persönlichen Verhältnissen, denen des Unternehmens, dessen Kulanz, einer gewissen Marktüblichkeit, den Besonderheiten der jeweiligen Rechtsordnung oder anders gesagt: den konkreten Umständen des Einzelfalls. All diese Faktoren seien an dieser Stelle nur kurz genannt, um zu demonstrieren, dass es in jedem Fall einen Betrag geben wird, der als normal, als korrekt, als angemessen oder als üblich bezeichnet werden wird. Dabei wird dieser Betrag niemals punktueller Natur sein, sondern immer ein nomineller Bereich, innerhalb dessen Grenzen eine derartige Abfindung als angemessen und vertretbar anzusehen ist.

Eine Zahlung in einer Höhe, die sich wesentlich aus diesem hypothetischen Rahmen herausbewegt, welche genauer gesagt daraus herausragt, da aus Sicht des Unternehmens ja nur eine Verschiebung nach oben relevant sein kann, wäre eine Verschwendung von Gesellschaftsvermögen, wenn dafür nicht ein besonderer Grund gegeben ist. Aus einer solchen, zunächst einmal rein ökonomischen Feststellung ergibt sich dann eine rechtliche Bewertung. Vom juristischen Standpunkt aus gesehen stellt sich die Frage der Rechtmäßigkeit einer solchen, wirtschaftlich nicht vertretbaren Zahlung sowie nach den Rechtsfolgen. Dies betrifft Abfindungen per se, also nicht nur die anlässlich der Übernahme eines Unternehmens gezahlten.

Eine Unternehmensübernahme schafft jedoch eine bestimmte Situation, aus der verschiedene typische Motive und Möglichkeiten resultieren. Es lassen sich wegen der Besonderheiten der Umstände einzelne Fallgruppen abstrahieren, die gegenüber dem ‚Normalfall‘ (in rechtmäßiger oder widerrechtlicher Höhe) Differenzen aufweisen und deshalb eine spezielle



Bewertung erfahren müssen. Über diese soll an dieser Stelle ein kurzer Überblick gegeben werden.

## 2. Sonderfälle im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen

-----

Als erster dieser Spezialfälle sei die Installierung sogenannter *change of control*-Klauseln genannt, besser und treffender auch als *golden parachutes* bezeichnet. Im allgemeinen Verständnis handelt es sich dabei sowohl um eine Abfindungsvereinbarung mit Vorständen, als auch um eine Abwehrmaßnahme gegen feindliche Unternehmensübernahmen, meist präventiv angelegt. Es werden hohe Summen als Abfindungen für das Management im Fall einer Unternehmensübernahme vereinbart, um einen aktuellen Übernahmeversuch zu verteuern und abzuwehren oder um potentielle Übernehmer bereits im Vorfeld abzuschrecken.

Eine weitere Fallgruppe bilden die sogenannten *golden handshake*'s. Darunter wird die Zahlung einer Summe vom Übernehmer an das Management der übernommenen Gesellschaft für den Zuschlag beziehungsweise die Unterstützung des Vorhabens gegenüber den eigenen Aktionären verstanden. Durch die Vereinbarung der Zahlung einer solchen Zuwendung wird quasi die Abfindung des nach Erfolg der Übernahme entlassenen Vorstandes geregelt. Eigentlich nicht gezahlt, um die Geschäftsleitung aus ihrem Dienst zu entlassen, stellt ein *golden handshake* damit de facto eine Abfindungsvereinbarung dar, ansonsten sei von Zahlungen anlässlich der Übernahme gesprochen.

Neben diesen beiden Klassikern ergab die Begründung der Millionenzahlung an *Klaus Esser* eine terminologisch neue Abfindungsvariante. Der über die reine Vertragserfüllung hinausgehende Teil der Abfindung<sup>4</sup> wurde von den Beteiligten als „Wertsteigerungszulage“ oder auch als „Anerkennungsprämie“<sup>5</sup> bezeichnet. Dies soll bedeuten, dass die Summe aufgrund der im Verlaufe der Verhandlungen durchgesetzten Erhöhung des Kaufangebotes von Vodafone, und somit parallel auch des Aktienkurses der Mannesmann AG, vergleichbar etwa mit einer Maklercourtage, entrichtet wurde.

Eine letzte vorstellbare Fallgruppe ergibt sich aus den Besonderheiten des dualen Unternehmensleitungsprinzips des deutschen Aktienrechts, verursacht sowohl durch die Zuständigkeit des Aufsichtsrates für die Gehaltsregelungen der Geschäftsleitung als auch der gegenseitigen Kontrolle der beiden Verwaltungsorgane untereinander. So ist im Chaos einer feindlichen Unternehmensübernahme, angesichts der im Regelfall kurz bevorstehenden

<sup>4</sup> 10 Millionen Britische Pfund, also etwa 31 Millionen DM oder 15 Millionen Euro.

<sup>5</sup> Eigentlich als „*appreciation award*“ bezeichnet, also eine Dankbarkeits-Prämie.

Entlassung sowohl der Geschäftsleitung als auch (zumindest der Arbeitgebervertreter) des Aufsichtsrates durchaus vorstellbar, dass in dieser Situation unsachliche Entscheidungen über finanzielle Vereinbarungen oder auch schon direkte Zuwendungen getroffen werden, etwa aus übermäßiger oder falsch interpretierter Kollegialität. In noch übersteigerter Form könnte sich ein solcher Vorgang als eine Art Selbstbedienungstransaktion, in kollusiver Ausführung, während einer Phase der Kontrolllosigkeit darstellen.

Es ergeben sich also neben der Einordnung von Abfindungen als im Allgemeinen unvertretbar oder grundlos zu hoch noch bedingt durch die einzigartige Situation bei einer Unternehmensübernahme verschiedene Spezialfälle, welche gesondert betrachtet werden müssen. Für die rechtliche Bewertung spielen dabei die Motive des jeweiligen Initiators und des Begünstigten eine entscheidende Rolle. Eine Widerrechtlichkeit könnte sich also einerseits aus der unlauteren Motivation oder andererseits aus der sachlich nicht nachvollziehbaren Höhe einer Zahlung ergeben.

#### IV. Mannesmann und Esser- das Fallbeispiel

---

Ende der 90iger Jahre befand sich der Mannesmann-Konzern in einer hervorragenden wirtschaftlichen Situation mit (zumindest vor der Krise der New Economy) guten Zukunftsaussichten<sup>6</sup>. Der Erfolg des Unternehmens (sowie wohl auch das Engagement auf den britischen Inseln mit dem Erwerb des Mobilfunkbetreibers Orange Ltd.) erweckte Aufmerksamkeit beim britischen Mobilfunkkonzern Vodafone, wo man Mannesmann wohl zunehmend als interessantes Kaufobjekt zu betrachten begann. Erste ernsthafte Übernahmeerüchte kamen Ende Oktober 1999 auf. Vodafone hatte schon mit dem Erwerb der US-Firma AirTouch einen Fuß in die Tür von Mannesmann gesetzt, so besaß der britische Konzern zu diesem Zeitpunkt bereits 35 Prozent der Mobilfunktochter D2. Anfang November 1999 vertieften sich die Anzeichen, dass tatsächlich an den Vorbereitungen für eine Übernahme gearbeitet wurde<sup>7</sup>, mit einem Angebotsvolumen von circa 100 Milliarden Euro. Der Kurs der Mannesmann-Aktien schoss sofort in die Höhe und in der Konzernführung begann man, sich auf eine Verteidigung einzustellen.

Nach gescheiterten Vorverhandlungen wurde am 22. Dezember 1999 ein offizielles Übernahmeangebot vorgelegt<sup>8</sup>. Dieses bezog sich auf einen Aktientausch von 53,7 Vodafone-Anteilen gegen eine Mannesmann-Stammaktie oder gemessen am Börsenschlusskurs vom 17. Dezember auf eine Summe von insgesamt 138 Milliarden Euro.

Zunächst schienen die Chancen einer Abwehr des Angriffes recht gut. Viele Aktionäre<sup>9</sup> schienen auf Seiten der Mannesmann-Führung zu stehen. Eine von einzelnen Anteilseignern angestrebte Unterlassungsklage gegen Abwehrmaßnahmen seitens der Mannesmannführung vor dem Landgericht Düsseldorf<sup>10</sup> scheiterte. Mannesmann selbst ergriff Gegenmaßnahmen. Die bereits begonnene Übernahme des britischen Mobilfunkunternehmens Orange wurde erfolgreich vollendet<sup>11</sup>. Damit stand Vodafone vor zusätzlichen kartellrechtlichen Problemen<sup>12</sup>, welche am Ende in einer Verkaufsbedingung von Orange resultierten, um die

---

<sup>6</sup> Mit der Entwicklung des ersten privaten Mobilfunknetzes in Deutschland zu Beginn der Neunziger Jahre schaffte die traditionelle Düsseldorfer Röhrenbaufirma die Entwicklung zu einem modernen, zukunftsorientierten Telekommunikationskonzern. Unter Milliardeneinsatz wurde in Deutschland das D2-Netz installiert. Das Unternehmen expandierte, kaufte im In- und Ausland ein, wie die Telefontochter von RWE und VEBA- Otelio, beteiligte sich am italienischen Handyunternehmen Omnitel und der Festnetzgesellschaft Infostrada und erwarb zuletzt den drittgrößten britischen Mobilfunkbetreiber Orange.

<sup>7</sup> FAZ vom 15.11.99; Der Spiegel 49/1999.

<sup>8</sup> FAZ vom 23.12.99.

<sup>9</sup> Zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots zu 78,8% institutionelle Anleger, davon 40% angelsächsische Fonds (Quelle bei *Schneider* in DB 2000, 2413, 2414).

<sup>10</sup> FAZ vom 7.12.99.

<sup>11</sup> Am 21. Dezember 1999 genehmigte die Europäische Kommission die Übernahme (FAZ vom 24.11.99).

<sup>12</sup> Zur rechtlich interessanten Frage nach den Konsequenzen siehe die unterschiedlichen Meinungen von *Ulmer* und *Lutter* in der FAZ vom 19.1.2000.

Zustimmung der EU-Kommission für den Erwerb von Mannesmann zu erlangen. Widerstand schlug *Gent* auch in der deutschen Öffentlichkeit entgegen<sup>13</sup>. Politiker und Verbraucherschützer warnten vor Machtzusammenballungen zulasten des Wettbewerbs, Gewerkschaften und Arbeitnehmer vor Stellenabbau und Zerschlagung von Wirtschaftsstrukturen. Konzernangestellte protestierten gegen einen Verkauf. Beide Parteien versuchten die öffentliche Meinung zu beeinflussen. Das Medieninteresse war entsprechend groß. Mit Millionenaufwand wurden Werbekampagnen pro und contra Übernahme geschaltet<sup>14</sup>. Insgesamt überstiegen die Kosten, welche für Beratung und Öffentlichkeitsarbeit ausgegeben wurden, für die Durchführung der Übernahme und die der Verteidigung wohl die Milliarden-DM-Grenze<sup>15</sup>.

Der Vodafone von verschiedenen Seiten entgegengebrachte Widerstand nötigte die Unternehmensführung zu mehrfachen Erhöhungen des Angebots auf am Ende 372 Milliarden DM, also circa 186 Milliarden Euro (entsprechend 58,9646 Vodafone-Aktien für eine Mannesmann-Aktie) für einen Konzern, welcher noch 13 Wochen zuvor, das heißt vor bekannt werden der Übernahmegerüchte, an der Börse gerade einmal mit 100 Milliarden DM gewertet worden war<sup>16</sup>. Die anfangs günstige Ausgangsposition von Mannesmann geriet unter Druck. Verhandlungen mit potentiellen Bündniskandidaten von Mannesmann scheiterten<sup>17</sup>. Die letzten Endes entscheidenden Ursachen für das Nachgeben der sich bis dahin siegessicher zeigenden Mannesmann-Führung sind bislang nicht eindeutig rekonstruiert. Als ausschlaggebend wurde eine Allianz von Vodafone mit dem französischen Mischkonzern Vivendi, Aktionär und bis dato potentieller Fusions- oder Bündniskandidat von Mannesmann, Ende Januar 2000 angesehen<sup>18</sup>.

Möglich ist aber auch, das *Esser* auf Druck von Aktionären handelte<sup>19</sup>. Anderen Quellen zufolge soll es Zahlungsversprechen von Vodafone an Entscheidungsträger bei Mannesmann

---

<sup>13</sup> Der Spiegel 6/2000.

<sup>14</sup> Die großangelegte Werbekampagne der Mannesmann AG wurde im Gesamtvolumen auf bis zu 700 Mio. DM geschätzt (so die FAZ vom 5.2. 2000). Später wurden die Kosten für die Abwehrschlacht vom Vorstandsvorsitzenden *Esser* mit 170 Millionen Euro beziffert, davon allein 29 Millionen Euro an Werbung (Quelle: Süddeutsche Zeitung vom 6.Juni 2000).

<sup>15</sup> Schätzung des Magazins Der Spiegel 6/2000; die FAZ berichtet am 28.12. 2000 über Vodafone entstandene Beraterkosten hauptsächlich im Zusammenhang mit der Übernahme Mannesmann von 400 Mio. Pfund bzw. 1,25 Milliarden DM.

<sup>16</sup> Süddeutsche Zeitung 3./4. Februar 2001.

<sup>17</sup> Welchen Anteil *Esser* am Scheitern der Verhandlungen mit AOL Europe und Vivendi Universal hatte, ist unklar. Presseberichten zufolge lag *Esser* zumindest ein unterschrittsreifer Vertrag mit Vivendi am 30. Januar vor, den er jedoch ablehnte (Quelle: Manager-Magazin online; <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,242161,00.html>)

<sup>18</sup> Der Spiegel 6/2000; FAZ vom 31.1.2000.

<sup>19</sup> Insbesondere soll der Vertreter des Großaktionärs Hutchison Whampoa massiven Einfluss auf *Esser* genommen haben (Quelle: Manager-Magazin online, a. a. O.). Die Hutchison Whampoa Ltd. war Anfang Februar

gegeben haben, welche den Meinungsumschwung herbeigeführt haben<sup>20</sup>. Sicher ist nur, dass am 4. Februar der Verkauf des Unternehmens zwischen den beiden Spitzenmanagern *Gent* und *Esser* vereinbart wurde; Mannesmann kapitulierte<sup>21</sup> und *Esser* wurde vorübergehend „Vizechef“ von Vodafone<sup>22</sup>.

Sicher ist jedenfalls, dass nach erfolgter Übernahme einige Personen in Schlüsselpositionen bei Mannesmann mit Zahlungen in Millionenhöhe abgefunden wurden. Diese Vereinbarungen und Zahlungen verdienen wegen ihrer Höhe und ihres Zwecks, soweit ermittelbar, eine genauere Betrachtung.

Der Vorstandsvorsitzende *Dr. Klaus Esser* erhielt nach eigenen Angaben<sup>23</sup> eine Zahlung von 58 Mio. DM. Davon sollen 28 Mio. DM als Abfindung für seine ausstehenden Bezüge inklusive Leistungsboni bis zum regulären Ende seiner Amtszeit verstanden worden sein und 31 Mio. DM als Anerkennungsprämie für seine Verdienste bei der Arbeit für Mannesmann im Allgemeinen und während der Dauer des Übernahmeangebots im Besonderen<sup>24</sup>. Zusätzlich erhielt *Esser* später noch eine Zahlung in Höhe von 2 Millionen Euro als Abfindung seines im Dezember 1999 mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden von Mannesmann vereinbarten lebenslangen Anspruchs auf einen Wagen mit Fahrer und ein Büro mit Sekretärin<sup>25</sup>. Laut *Esser* soll die besondere Anerkennungsprämie auf Anregung von *Canning Fok*, Vertreter des Großaktionärs Hutchison Whampoa Ltd., zur Diskussion gestellt und vom zuständigen Ausschuss des Aufsichtsrats beschlossen worden sein<sup>26</sup>.

Dieser Personalausschuss des Aufsichtsrates von Mannesmann bestand zu jener Zeit aus vier Mitgliedern: *Professor Dr. Joachim Funk* (früherer Vorstandsvorsitzender der Mannesmann AG und seit 1998 Honorarprofessor der Ludwig-Maximilians-Universität zu München) als Aufsichtsratsvorsitzender, *Josef Ackermann* (Vorstand und bereits damals designierter Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank AG), *Klaus Zwickel* (damals Vorsitzender der IG Metall) und der Konzernbetriebsrat *Jürgen Ladberg*. Die Abfindung für *Esser* sowie weitere

---

2000 nach Abgabe ihrer zuvor gehaltenen Orange-Aktien mit etwa 10 % an der Mannesmann AG beteiligt (Quelle: *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 4).

<sup>20</sup> Dieser Verdacht bestand nach Berichten der Süddeutschen Zeitung (22.November 2001) und des Spiegels (24/2001) auch bei der ermittelnden Staatsanwaltschaft.

<sup>21</sup> FAZ vom 4.2.2000.

<sup>22</sup> So das Manager-Magazin online a. a. O.

<sup>23</sup> *Esser* in einem Interview in der Welt am Sonntag vom 18.März 2001.

<sup>24</sup> Eigentlich „*appreciation award*“ in Höhe von 10 Mio. brit. Pfund als Dankbarkeit für die Zusammenarbeit.

<sup>25</sup> Quelle: *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 5

<sup>26</sup> Welt am Sonntag vom 18.März 2001.

Abfindungen an einzelne Mannesmann-Manager, aber auch an den Aufsichtsratsvorsitzenden *Funk* wurde in einer Sitzung des Ausschusses am 4. Februar 2000 vereinbart<sup>27</sup>.

Im Nachhinein sind insbesondere die Gewerkschaftsvertreter in große Erklärungsnöte bezüglich der Höhe der Zahlung an *Esser* geraten. Deshalb wohl dementierte *Zwickel* zunächst seine Beteiligung und sein Wissen über die umstrittene Zahlung<sup>28</sup>. Später musste auch er einräumen, an der Entscheidung beteiligt gewesen zu sein<sup>29</sup>. Verschiedene Gerüchte über mögliche unlautere Motive bei der Vergabe der Prämien und Abfindungen<sup>30</sup> führten am 23. Februar zu einer (ersten) Strafanzeige gegen *Klaus Esser*<sup>31</sup>. Die darauf folgenden Ermittlungen der Staatsanwaltschaft Düsseldorf wurden jedoch nach kurzer Zeit eingestellt. Nach wie vor fehlt die sichere Kenntnis, woher letzten Endes die Anregung zu der Zahlung tatsächlich kam. Genau diese könnte aber für eine rechtliche Bewertung entscheidend sein.

Nicht nur wegen dieser Zahlung an den Vorstandsvorsitzenden, sondern auch wegen anderer Prämien und Pensionen gerieten die zuständigen Personen wieder ins Visier staatsanwaltschaftlicher Ermittlungen. Insgesamt sollen in der Phase des Überganges Abfindungsgelder in einer Höhe von mehr als 120 Mio. Euro an Manager, Aufsichtsräte und Vorstandspensionäre der Mannesmann AG ausgezahlt worden sein<sup>32</sup>. Besonders prekär mutet dabei eine Zahlung an den Aufsichtsratsvorsitzenden *Funk* in Höhe von 6 Mio. DM an, die angeblich auf sein eigenes Verlangen ins Gespräch kam<sup>33</sup>.

Nicht nur über die Moralität, sondern auch über die Rechtmäßigkeit dieser Zahlungen bestehen erhebliche Zweifel. Es ist fraglich, ob die Verantwortlichen eine ausreichende Rechtsgrundlage dafür nachweisen können. Auch dies soll jetzt im Zuge des Strafverfahrens vor dem Landgericht Düsseldorf geklärt werden<sup>34</sup>.

Die öffentliche Resonanz auf den Fall Mannesmann war und ist hoch. Die Übernahme des renommierten Unternehmens und die anschließenden Diskussionen um die Abfindungen weckten das Interesse eines breiten Publikums. Ein solch polarisierendes Thema ist natürlich

---

<sup>27</sup> Zum genauen Hergang und Einzelheiten des Beschlussvorgangs und -protokolls sowie zu weiteren Sitzungen des Aufsichtsratsausschusses *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 3 ff.

<sup>28</sup> In einer Presseerklärung der IG Metall vom 18. Februar 2000.

<sup>29</sup> Der Spiegel 36/2001.

<sup>30</sup> Angeblich sollte im Sitzungsprotokoll des Ausschusses vom 17. Februar 2000 die Bemerkung enthalten sein, dass es sich bei der Sonderprämie für *Esser* um eine Entscheidung des Vodafone-Boards handelte, welche lediglich genehmigt wurde (Der Spiegel 35/2001). Zu ähnlichen Erwägungen gaben wohl auch Nebenregelungen des Fusionsvertrages (*Supplementary Listing Particulars*) Anlass.

<sup>31</sup> FAZ vom 7. 3. 2000

<sup>32</sup> Quelle: FAZ vom 21. 09. 2003, S. 43.

<sup>33</sup> Der Spiegel 26/2001, bestätigend unter Bezugnahme auf das Sitzungsprotokoll vom 4. 2. 2000 *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 4.

<sup>34</sup> Dazu schon in der Einleitung.

zu verschiedensten Gelegenheiten im und aus dem Zusammenhang diskutiert und auch gezielt verwendet worden, um Stimmungen hervorzurufen und zu fördern, weshalb diesbezügliche Diskussionen in der Öffentlichkeit oft leider in erheblichem Maße von Polemik getragen werden.

Die Ereignisse machten in jedem Fall eines deutlich: Die vielbeschworene Globalisierung der Finanzmärkte birgt neben großen Möglichkeiten auch Risiken. Die Sorge um eine Wiederholung oder gar um einen Ausverkauf der deutschen Wirtschaft, vorrangig der bei einem Unternehmenskauf drohende Verlust von Arbeitsplätzen einerseits, der Schutz der Interessen der Aktionäre, insbesondere der Kleinaktionäre gegenüber einer zu großen und unkontrollierten Macht in den Händen konzernleitender Manager andererseits belegten einen politischen Handlungsbedarf. Fraglich ist allerdings, bei aller Einigkeit über die Unerlässlichkeit einer gewissen Steuerung des Marktes, inwieweit ein nationaler Gesetzgeber überhaupt in der Lage ist, auf eine solchermaßen international geprägte Materie wirksam Einfluss zu nehmen.

Auf nationaler sowie auf europäischer Ebene wurden seither die Bemühungen um ein akzeptables Regelwerk auf dem bisher nur unzureichend regulierten Gebiet der Unternehmensübernahmen verstärkt. In der Bundesrepublik ist seit Beginn des Jahres 2002 das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) in Kraft. Auf europäischer Ebene kämpfte man lange um eine konsensfähige Regelung, die Verabschiedung und Veröffentlichung der 13. Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie der Europäischen Union soll in naher Zukunft erfolgen<sup>35</sup>.

Neben der wirtschaftlichen und politischen Frage nach einer funktionalen Lösung der Übernahmeproblematik steht die persönliche Streitfrage um das Verhalten der beteiligten Personen. Diese betrifft zum einen die Höhe der Summe. Wie viel darf und soll ein Angestellter, ein Vorstandsmitglied verdienen? Gibt es hier Grenzen, Grenzen der Vernunft, der Wirtschaftlichkeit und nicht zuletzt der Rechtsordnung? Zum anderen stellt sich die Frage nach der Lauterkeit der Beweggründe der Beteiligten. Besiegelte ein sogenannter „goldener Handschlag“ das Ende Mannesmanns?; nur eine Pietätlosigkeit oder vielleicht gar ein Gesetzesverstoß? Die öffentliche Resonanz und die Kritik hinsichtlich der Umstände der Mannesmann-Übernahme und der Abfindung *Essers* waren hoch, jedenfalls hoch genug, dass

---

<sup>35</sup> Zum Stand der Entwicklung *Krause*, BB 2004, 113.

dem Fall sogar ein eigener Paragraph<sup>36</sup> im neuen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz gewidmet wurde.

Seine besondere rechtswissenschaftliche Brisanz liegt jedoch darin, dass scheinbar Unklarheiten über die tatsächliche Rechtslage betreffend solcher und ähnlicher Abfindungszahlungen bestehen<sup>37</sup>. Diese wird im Folgenden erörtert werden. Dabei werden auch die Veränderungen durch die Neuregelung im Übernahmerecht dargestellt. Es wird sich allerdings herausstellen, dass diese Lücken besitzt, dass aber andererseits dem allgemeinen Aktienrecht präzise Aussagen entnommen werden können. Aus dessen allgemeinen Grundsätzen und Rechtsgedanken lässt sich eine für die praktische Anwendung durchaus geeignete rechtliche Bewertung der Thematik gewinnen. Deshalb liegen die tatsächlichen Probleme dieses Themengebietes auch nicht in der Feststellung, sondern, auch das wird sich noch zeigen, in der Realisierung geltenden Rechts.

---

<sup>36</sup> § 33 III WpÜG verbietet Leistungen an Organmitglieder der Zielgesellschaft sowie deren Inaussichtstellung.

<sup>37</sup> Zur Aufarbeitung verschiedener Teilsaspekte der Thematik wurden bereits mehrere Rechtsgutachten gefertigt, deren Ergebnis zum Teil erheblich von dem dieser Untersuchung abweicht. Dem Verfasser liegen zwei im Auftrag von Vodafone erstellte, bislang unveröffentlichte Gutachten von *Baums* sowie ein im Auftrag der Deutschen Bank von *Hüffer* erstattetes Gutachten (veröffentlicht in BB 2003, Beilage Heft 43) vor. Dem Ergebnis dieser Gutachten treten auch sowohl *Lutter* und *Zöllner* in einem gemeinsamen Artikel in der FAZ vom 10. 2. 2004, als auch *Bayer* in einem Artikel in der FAZ vom 24. 4. 2004 gegenüber.



## **B. Gesellschaftsrechtliche Bewertung im Aktienrecht**

---

### **I. Abfindungszahlungen als Teil der Vergütungsleistung**

---

Gesellschaftsrechtlich gesehen stellen Abfindungen den Anteil der an das Vorstandsmitglied geleisteten Vergütungen dar, welcher anlässlich seines Ausscheidens aus dem Unternehmen gezahlt wird. Als ein solcher Teil im Gesamtkonzept der Bezüge sind sie auch rechtlich zu behandeln. Die in diesem Abschnitt zu beantwortende Frage ist daher die, welche gesetzlichen Regeln es für Vorstandsbezüge gibt und welche Besonderheiten für Abfindungsvereinbarungen herausgearbeitet werden können.

Dazu kann zunächst festgestellt werden, dass im Gesetz keine Auskunft über nominelle Beträge gegeben wird, die als Verdienst per annum angemessen seien, ebenso wenig wie konkrete Richtlinien oder andere obligatorische numerische Vorgaben wie sie etwa Flächentarifverträge darstellen. Die Festlegung von konkreten Summen obliegt im Einzelnen also den Entscheidungsträgern in den Unternehmen. Schon auf den ersten Blick erscheint dies auch sinnvoll, handelt es sich doch um ganz spezielle Einzelfälle, welche abstrakt kaum erfassbar sind. Dazu kommt, dass Personalfragen gewissen Trends unterliegen. Nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage verschieben sich permanent die Verhältnisse auf dem Markt für Führungskräfte. Auf diese Entwicklungen muss und kann nur im Einzelfall eingegangen werden.

Die gesetzgeberischen Vorgaben zu diesem Thema sind deshalb richtigerweise recht vage. Um den Bereich der Personalführung dennoch nicht gänzlich einer Kontrolle zu entziehen, setzten jüngere Gesetzesnovellen vor allem auf Schaffung von Transparenz, um diesen so sensiblen Geschäftsbereich in die Verantwortlichkeit unternehmensinterner Kontrollinstanzen zu legen und zusätzlich den Druck der öffentlichen Meinung zu nutzen, um die verantwortlichen Personen einer effektiven Überwachung auszusetzen. Das Prinzip privater Verantwortlichkeit durch Publizität prägt deshalb heute den Regelungsbereich. Zielgruppe der Maßnahmen sind zum einen die Aufsichtsräte und zum anderen die Aktionäre der Gesellschaften, welchen in Modifizierung des grundlegenden Konzepts der Kapitalgesellschaften, der Trennung von Eigentum und Kontrolle am Unternehmen, als Eigentümern zunehmend Rechte und Einfluss in der Geschäftsführung zuerkannt werden.

Begonnen mit dem Bilanzrichtliniengesetz vom 19.12.1985<sup>38</sup> wurde die Pflicht eingeführt, in der Bilanzierung zumindest den Gesamtbetrag der als Bezüge an das Geschäftsführungsorgan ausgezahlten Gelder anzugeben<sup>39</sup> (§ 285 Nr. 9 HGB). Mit den im Zuge des Gesetzes für Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27.4.1998<sup>40</sup> veränderten Vorschriften der Rechnungslegung wurde diese auf Bezugsrechte ausgedehnt (§ 285 Nr. 9a HGB). Mit dem Namensaktiengesetz<sup>41</sup> wurde die Stimmrechtsausübung in den beschlussfassenden Hauptversammlungen neu gestaltet (§§ 128 ff. AktG). Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>42</sup> traf Regelungen zu Zahlungen im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen. Zuletzt sind mit dem Transparenz- und Publizitätsgesetz vom 19.7.2002 (TransPublG)<sup>43</sup> weitere Offenlegungspflichten für Unternehmensleitungen festgelegt worden, wobei insbesondere auf den neuen § 161 AktG hinzuweisen ist, welcher die Stellungnahme zur Anwendung des Deutschen Corporate Governance Kodexes (DCGK) vorschreibt. Weitere Änderungen sind wohl demnächst mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) zu erwarten, welches derzeit als Referentenentwurf des Bundesministeriums für Justiz (BMJ) vorliegt<sup>44</sup>.

All dies soll Aktionären, vor allem auch Kleinanlegern, die Möglichkeit garantieren, sich einen Überblick über die Ausgaben für die Unternehmensführung zu verschaffen. Auch bei Nichtanwendung der detaillierten Offenlegungsregeln des DCGK lassen aus den obligatorischen Angaben anhand von Richtwerten und Durchschnittsgrößen auch Rückschlüsse auf Einzelpersonen ziehen. Seitdem besteht dahingehend zumindest ein potentieller, permanenter Erklärungsbedarf seitens der Unternehmensführungen, speziell in wirtschaftlich schlechten Zeiten, in denen die Anleger Verluste hinzunehmen haben. Schließlich schmälern die Personalkosten ja direkt den Unternehmensgewinn und somit die ausgeschüttete Dividende. Deshalb müssen Vorstände heute besonders in solchen Situationen wenigstens mit dem Unwillen der Aktionäre rechnen und sich mit Fragen nach einer Rechtfertigung ihrer hohen Bezüge oder außerordentlicher Boni konfrontieren lassen.

In dieser Arbeit können lediglich die normativen Vorgaben und deren Umsetzung in der Judikative losgelöst von Einzelfällen dargestellt und erläutert werden. Zentrale Aufgabe ist es,

---

<sup>38</sup> BGBl. 1985, 2355.

<sup>39</sup> *Niedener*, HeidelbergerKomm, §§ 284, 285 Rdnr. 4a.

<sup>40</sup> BGBl. 1998, 786.

<sup>41</sup> BGBl. 2001, 123.

<sup>42</sup> BGBl. 2001, 3822.

<sup>43</sup> BGBl. 2002, 2681.

<sup>44</sup> Einzelheiten dazu finden sich etwa in den Beiträgen von *Schütz*, DB 2004, 419 und *Thümmel*, DB 2004, 471.

den gesetzgeberischen Rahmen zu kennzeichnen, innerhalb welchem Aktiengesellschaften frei sind, ihre Unternehmensleitung nach eigenem Belieben und selbsteingeschätzter Notwendigkeit zu vergüten und insbesondere abzufinden, an welchen Kriterien diese Entscheidungen auszurichten sind und wo, falls vorhanden, Grenzen der Zulässigkeit gezogen sind. Dazu soll auch auf andere Rechtsordnungen geschaut werden, in denen das Problem schon zu einer noch umfangreicheren Debatte Anlass gegeben hat und vor allem auch durch die Rechtsprechung genauer konkretisiert worden ist.

## II. Darstellung der allgemeinen Vergütungsgrundsätze

---

### 1. Vergütungspraxis in Deutschland

---

Vor der Behandlung der theoretischen Hintergründe bietet sich aber ein Blick in die Praxis an. Die deutschen Aktiengesellschaften sind bisher, wie erwähnt, nicht zur Publizierung der einzelnen Vorstandsbezüge verpflichtet. Obligatorisch ist lediglich die Veröffentlichung der insgesamt an die Unternehmensleitung gezahlten Summe sowie gemäß § 161 AktG eine Stellungnahme über die Nichtveröffentlichung detaillierterer Angaben nach dem Deutschen Corporate Governance Kodex. Somit sind verlässliche Angaben zu einzelnen Gehältern nur in Ausnahmefällen zu erlangen. Statistische Erhebungen beziehen sich daher meist auf arithmetische Mittelwerte und schließen davon auf die einzelnen Beträge.

#### a) Vorstandseinkommen deutscher Global Player

---

Als Vergleichsgrundlage werden dieser Arbeit die Angaben einer Studie von Arthur Andersen aus dem Jahre 2001<sup>45</sup> zugrundegelegt. Darin wurde die Gesamtbarvergütung (ohne noch zusätzlich zu berücksichtigende Einkünfte aus Aktienoptionsprogrammen) von Vorständen ausgewählter deutscher Global Player ausgearbeitet. So wurde beispielsweise im Jahr 1999 für die Schering AG ein Durchschnittseinkommen von 1,31 Millionen Euro ermittelt, für die Deutsche Telekom AG 1,08 Millionen Euro, für die Siemens AG 2,19 Millionen Euro, für die DaimlerChrysler AG 3,26 Millionen Euro und für die Deutsche Bank AG 5,40 Millionen Euro.

Im Geschäftsjahr 2000 steigerten sich die Einkommen dann bei der Schering AG auf 1,34 Millionen Euro, bei der Deutschen Telekom AG auf 1,50 Millionen Euro, bei der Siemens AG auf 1,81 Millionen Euro, bei der DaimlerChrysler AG auf 3,73 Millionen Euro und bei der Deutschen Bank AG auf 7,93 Millionen Euro.

Zu zumindest vergleichbaren Ergebnissen kommt auch eine Studie von Spencer Stuart aus dem Jahr 2000<sup>46</sup>. Danach verdienten im Jahr 1999 die Vorstände der im DAX gelisteten Unternehmen durchschnittlich 2,5 Millionen DM (1,3 Millionen Euro), dabei lagen die

---

<sup>45</sup> Quelle: Arthur Andersen, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mbH, Eschborn. Erstellt wurde die Studie im Auftrag der Vodafone Deutschland AG.

<sup>46</sup> Quelle: Süddeutsche Zeitung vom 26. Juni 2000 in Zusammenarbeit mit Spencer Stuart Personalberatung, München.

Vorstände der deutschen Bank an der Spitze mit 8,4 Millionen DM (4,3 Millionen Euro) Jahreseinkommen, mehr als dreimal so viel übrigens wie noch zwei Jahre zuvor. Das durchschnittliche Vorstandseinkommen für die 17 Vorstandsmitglieder von Daimler-Chrysler lag bei 6,3 Millionen DM (3,2 Millionen Euro).

Addiert man jedoch zu den Grundgehältern der Andersen Studie die theoretischen Werte<sup>47</sup> gewährter Aktienoptionen dazu, ergeben sich für das durchschnittliche Vorstandsmitglied der Schering AG schon 1,80 Millionen Euro, der Siemens AG 2,94 Millionen Euro, der DaimlerChrysler AG 6,25 Millionen Euro und der Deutschen Bank AG immerhin 11,98 Millionen Euro. Wie hoch die tatsächlich realisierten Gewinne aus Aktienoptionen in diesem Jahr waren, ist leider nicht bekannt. Eine Abweichung nach oben ist grundsätzlich nicht ausgeschlossen, allerdings kam es in der Folgezeit zu Kursverlusten nahezu aller Börsenwerte.

## **b) Vorstandsvorsitzender**

-----

Von diesen durchschnittlichen Einkommen lässt sich das Einkommen des jeweiligen Vorstandsvorsitzenden nur schätzen. Sicher ist, dass diesen wohl in der Regel der höchste Anteil des Gesamteinkommens des Vorstandes zusteht. Der Anteil gewährter Optionen, welcher üblicherweise dem Vorstandsvorsitzenden gewährt wird, liegt zwischen 20 und 40 % des gesamten Vorstandsvolumens<sup>48</sup>. Als bestbezahlter deutscher Manager im Jahr 2002 gilt mit 10,8 Millionen Euro der Vorstandsvorsitzende der Daimler-Chrysler AG Jürgen Schrempp<sup>49</sup>.

In der internationalen Praxis liegt der Anteil des CEO in der Regel höher, um die 40 %<sup>50</sup>, was auch die vergleichsweise höhere Machtstellung des CEO widerspiegelt<sup>51</sup>. Beispielsweise verdiente im Jahr 2001 *Chris Gent* als Chief Executive Officer der britischen Vodafone AirTouch plc 6,88 Millionen Pfund Sterling (*total cash* inklusive *benefits*; das heißt ohne Gewinne aus Aktienoptionen)<sup>52</sup>, also nach einem Wechselkurs von 0,625 Pfund Sterling für 1 Euro<sup>53</sup> eine Summe von rund 11 Millionen Euro.

---

<sup>47</sup> Berechnung nach Black-Scholes.

<sup>48</sup> Quelle: Fn. 45.

<sup>49</sup> Quelle: Welt am Sonntag vom 28. 12. 2003, S. 25; wobei sich aus der Angabe nicht ergibt, ob realisierte Aktienoptionen miteinbezogen sind.

<sup>50</sup> Quelle: Fn. 45.

<sup>51</sup> Zu Unterschieden des Kollegialprinzips deutscher AG-Vorstände und der Führungsstruktur US-amerikanischer Aktiengesellschaften siehe von *Hein*, ZHR 2002, 464.

<sup>52</sup> Quelle: Fn. 45.

<sup>53</sup> FAZ vom 5. 12. 2001, S. 33.

In diesem Zusammenhang lässt sich dann auch der Teil der *Esser*-Abfindung einordnen, mit welchem ausstehende Bezüge seines bis 2004 laufenden Anstellungsvertrages abgegolten werden sollten. Die gewährten 28 Millionen DM (rund 14 Millionen Euro) ergäben somit verteilt auf die 4 Jahre Restlaufzeit seines Vertrages eine Zahlung von etwa 3,5 Millionen Euro per annum, als Verdienst also vergleichsweise bescheiden.

### c) US-amerikanische CEO's

-----

Zum Vergleich verdienten 1997 die bestbezahlten CEO's in den USA Beträge zwischen 49 (*Robert Shapiro*, Monsanto: Platz 10) und 231 (*Sanford Weill*, Travelers Group: Platz 1) Millionen US-Dollar per annum<sup>54</sup>. Das Durchschnittseinkommen lag immerhin noch bei 8,7 Millionen US-Dollar. Im selben Jahr betrug das Durchschnittsgehalt der Vorstände bei den 30 DAX-Unternehmen lediglich 1,66 Millionen DM. Selbst wenn man davon ausgehen kann, dass deutsche Manager seitdem kräftig aufgeholt haben, dürfte man hierzulande noch immer weit hinter den amerikanischen Kollegen zurückliegen.

### d) Zusammensetzung aus festen und variablen Bestandteilen

-----

Bedeutsam bei der Bewertung von Einkünften ist aber nicht nur deren absolute Höhe, sondern auch die Zusammensetzung, insbesondere der risikobehaftete Anteil der Gesamtbeträge. Hierbei zeigt der internationale Vergleich deutsche Eigenheiten auf. So war im Jahr 1997 hierzulande der Anteil der Führungskräfte, welche variable Vergütungsbestandteile beziehen, nach unterschiedlichen Studien<sup>55</sup> schon recht hoch, die Angaben reichten von 84% bis zu einer beinahe vollständigen Abdeckung, wie sie etwa in Großbritannien erreicht wurde.

Der Anteil der festen Bestandteile an der Vergütung ist, als Ergebnis der zunehmenden Verbreitung von Aktienoptionsprogrammen, tendenziell rückläufig. Im Jahr 1997 ging man in der Regel noch von einem Anteil zwischen 50 % und 70 % der Gesamtbezüge aus<sup>56</sup>.

Die Quote von erfolgsabhängigen Faktoren in den Vergütungen war 1997 mit circa 20 % noch sehr niedrig und wurde auch vom Topmanagement selbst als zu gering empfunden. In Großbritannien beinhalteten im selben Jahr demgegenüber nahezu sämtliche Managergehälter *stock option*-Programme. Im Jahr 2001 ermittelte Towers Perrin<sup>57</sup> hierzulande schon eine

<sup>54</sup> Studie des Manager Magazins 1998, Heft 9, 214, 216f. Obwohl sich die Quelle dazu nicht äußert ist aufgrund der Höhe der Summen wohl davon auszugehen, dass es sich um Angaben inklusive Aktienoptionen handelt.

<sup>55</sup> Quellen bei *Elkart/ Schmusch*, stock options und Shareholder Value, S. 85.

<sup>56</sup> *Kohler*, ZHR 161, 268.

<sup>57</sup> Quelle Capital – Magazin 2001, Heft 15 S. 54 f.

Verbreitung von 60 %, für das Jahr 2003 stand eine Prognose von immerhin 95 %; man ist also dabei, kräftig nachzuholen.

## **2. Formelle Zuständigkeiten für Vergütungen und Abfindungen**

-----

Aktiengesellschaften sind juristische Personen des Privatrechts. Alle tatsächlichen wie rechtswirksamen Handlungen müssen deshalb von Organen oder Personen stellvertretend für sie ausgeführt werden.

### **a) Personalkompetenz des Aufsichtsrats**

-----

Das deutsche Aktienrecht legt fest, dass das üblicherweise für die Gesellschaft geschäftsführend tätige Organ, also gemäß § 76 I AktG der Vorstand, nicht autonom Bestellungen und Anstellungsverträge regeln, also nicht sein eigenes Honorar bestimmen kann. Für die Regelung der vertraglichen Verhältnisse zwischen der Gesellschaft und den Vorstandsmitgliedern von Aktiengesellschaften gibt es einen klaren Grundsatz: Sie unterliegt der Zuständigkeit des Aufsichtsrates (§§ 84 I, 112 AktG), und zwar des Gesamtaufichtsrates. Diese Personalkompetenz des Aufsichtsrates ist zu befürworten. Alle ‚Insichgeschäfte‘ bergen ein hohes Risiko der Schädigung des Vertretenen. Auch eine gegenseitige Kontrolle einzelner Vorstandsmitglieder würde keine hinreichende Garantie dagegen bieten können. Es wäre mindestens zu befürchten, dass die Interessen der Gesellschaft aus „kollegialer Rücksichtnahme“ nur nachlässig verfolgt würden<sup>58</sup>. Ein solcher Interessenkonflikt erschiene jedenfalls wenig konstruktiv für eine ökonomische und erfolgsorientierte Unternehmensführung.

### **aa) Trennungstheorie**

-----

Für das Verhältnis eines Vorstandsmitgliedes zur Gesellschaft ist zwischen den korporationsrechtlichen und den vertraglichen Beziehungen zu differenzieren. Diese Unterscheidung folgt aus der sogenannten Trennungstheorie<sup>59</sup>, welche das Verhältnis in die Bestellung und die Anstellung des Vorstandes unterteilt.

---

<sup>58</sup> BGH, ZIP 1991, 796.

<sup>59</sup> Ganz h.M.: BGHZ 78, 82, 84; BGHZ 89, 48, 52; *Hüffer*, AktG, § 84 Rdnr. 2; *Hefermehl*, GHEK, § 84 Rdnr. 6; *Mertens*, KölnKomm, §84 Rdnr. 2; *Henze*, HRR Aktienrecht, Rdnr. 302.; a.A. nur *Baums*, Geschäftsleitervertrag, S. 3 ff., welcher sich entgegen der Entstehungsgeschichte und dem Wortlaut der Norm zur sogenannten Einheits Theorie bekennt.

Gesetzlich wird der Trennungstheorie in den §§ 84 I S. 1 und 5, III S. 1 und 5 AktG Ausdruck verliehen. Unter der Bestellung wird dabei die Regelung der Organstellung des Mitgliedes verstanden. Die Anstellung dagegen betrifft die Regelung der vertraglichen Verhältnisse mit der Gesellschaft, also den Dienstvertrag gemäß §§ 611, 675 BGB<sup>60</sup>.

#### bb) Umfassende Aufsichtsratszuständigkeit

-----

Zuständig sowohl für die Bestellung als auch für den Anstellungsvertrag ist der Aufsichtsrat, §§ 84 I S.1 und 5 AktG. Als Teil seiner Personalkompetenz ist es dessen Aufgabe, die AG in den Verhandlungen mit den Unternehmensleitern um deren vertragliche und organschaftliche Stellung zu vertreten.

Die sorgfältige Besetzung von Führungsstellen gibt dem Aufsichtsrat die Möglichkeit, die Grundrichtung für die Zukunft des Unternehmens zu bestimmen und einen Rahmen für die Geschäftspolitik zu setzen. Gegenüber dem amtierenden Vorstand stellt die Personalkompetenz ein nicht zu unterschätzendes Machtinstrument und Druckmittel dar, ist er doch zwingend nur auf Zeit bestellt (§ 84 I AktG - höchstens für fünf Jahre) und somit in seiner Zukunft von einer erneuten Bestätigung abhängig. Somit entsteht ein gewisser Grad an Abhängigkeit, der ein stetiges Gefühl der Bindung an das Unternehmenswohl vermitteln soll. Die Personalkompetenz ist deshalb vielleicht die wichtigste und nachhaltigste Einwirkungsmöglichkeit des Aufsichtsrats<sup>61</sup>.

#### cc) Vorschlagsrecht des Vorstandes

-----

Die Zuständigkeit des Aufsichtsrats in Personalangelegenheiten wird im Allgemeinen als ausschließlich bezeichnet<sup>62</sup>, das heißt, dass kein anderes Organ inner- oder außerhalb der Gesellschaft in der Sache entscheidungsbefugt ist. Allerdings wird dem oftmals sachnäheren Vorstand ein Vorschlagsrecht eingeräumt<sup>63</sup>, dies sollte insbesondere bei der Evaluation und Förderung von unternehmenseigenem Führungsnachwuchs sinnvoll sein<sup>64</sup>. Dabei darf er jedoch die Entscheidung nur indirekt beeinflussen, eine rein beratende Funktion ausüben.

<sup>60</sup> Palandt, BGB, Einf. v. § 611 Rn. 23. Es handelt sich beim Anstellungsvertrag um einen Dienstvertrag, aber nicht um ein Arbeitsverhältnis.

<sup>61</sup> Steinbeck, Überwachungspflicht und Einwirkungsmöglichkeiten des AR, S. 137, speziell für mitbestimmte Unternehmen Oetker, ZGR 2000, 19, 57; Vetter, Beiträge zur inneren Ordnung, S. 76 ff.

<sup>62</sup> H.M.: Mertens, KölnKomm, § 84 Rn.2; Hüffer, AktG, § 84 Rn.5; Lutter/Krieger, AktR, § 4 Rn.121.

<sup>63</sup> Hüffer, AktG, § 84 Rn.5.

<sup>64</sup> Peltzer, NZG 2002, 10, 13.



Obgleich dies in der Praxis gelegentlich ganz anders gewichtet sein mag<sup>65</sup>, ist die Rechtslage hier eindeutig und unumstritten: Die Entscheidung liegt beim Aufsichtsrat, er trifft sie souverän und ungebunden<sup>66</sup>. Er darf sich ihrer nicht an den Vorstand begeben<sup>67</sup>. Tatsächlich sollen an diesem Punkt Recht und Rechtswirklichkeit weit voneinander entfernt sein<sup>68</sup>. Eine gesetzeswidrige faktische Kompetenzverlagerung auf den Vorstand, etwa durch Überlassung der Auswahl eines neuen Mitglieds und bloße Bestätigung der Entscheidung, stellt jedoch eine klare Sorgfaltspflichtverletzung dar<sup>69</sup>, die unter Umständen, also im Schadensfall, eine Haftung begründen könnte.

#### dd) Gehaltsvereinbarung als Teil der Personalkompetenz

-----

Als Teil seiner Personalkompetenz obliegt dem Aufsichtsrat auch die Festsetzung der Bezüge, welche im Anstellungsvertrag geregelt werden, wobei allerdings der Terminus des § 87 AktG hier nicht zu wörtlich genommen werden sollte, denn natürlich handelt es sich dabei um eine Übereinkunft, die gemeinsam mit dem betroffenen Vorstandsmitglied ausgehandelt wird. Genauer sollte man daher von einer durch den Aufsichtsrat wahrzunehmenden Vertretungsbefugnis der Gesellschaft gegenüber dem Vorstand sprechen.

Seitens der Aktiengesellschaft handelt es sich bei der Vergütungsregelung also grundsätzlich um eine Entscheidung des Aufsichtsrats. Gleichwohl kann es dabei einige Besonderheiten zu beachten geben.

Von speziellem Interesse sind hierbei eine etwaige Delegation von Befugnissen an einen Personalausschuss, das heißt an einzelne Mitglieder, und eine Einflussnahme der Aktionäre, also der Hauptversammlung.

---

<sup>65</sup> So stellt *Wellkamp* (Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionär, S. 23) im Jahr 1998 fest, dass in der Unternehmenswirklichkeit viele Vorstände für sich das Recht belegen, geeignete Kandidaten selbst auszusuchen. *Peltzer* (FS-Semler, S. 263) spricht gar von einer gewohnheitsrechtlichen Bestellungskompetenz des Vorstands.

<sup>66</sup> BGHZ 41, 282, 286; BGH, WM 1993, 1330, 1336 begründet dies mit der Wichtigkeit der Aufgabe (der Personalkompetenz), die das Gesetz dem Aufsichtsrat zuweist.

<sup>67</sup> Zur Nichtigkeit eines entgegen dieser Regel vom Vorstand abgeschlossenen Rechtsgeschäfts siehe BGH, WM 1993, 1630, 1631.

<sup>68</sup> *Peltzer*, NZG 2002, 10, 12.

<sup>69</sup> HM: *Wiesner*, MünchHdb des GesR, AktG, § 20 Rn. 1 ff.; *Wellkamp*, Fn. 65, S. 24.; *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 158 ff., 198.; a.A. *Martens*, FS *Fleck*, S. 202 f., der eine Pflicht des Vorstandes zumindest zur Mitentscheidung postuliert.

## b) Übertragbarkeit der Personalangelegenheiten auf Ausschüsse

---

### aa) Strukturproblematik des Aufsichtsrates

---

Eine häufige Ursache von Unstimmigkeiten bei der Regelung von Personalangelegenheiten liegt in der inneren Ordnung von Aufsichtsräten begründet. Diese bestehen bei den großen Aktiengesellschaften aus bis zu 21 Mitgliedern (§ 95 AktG). Insbesondere in Gesellschaften, in denen deren Zusammensetzung gesetzlich geregelt ist, bei Geltung des Mitbestimmungs-, des Montan-Mitbestimmungs- oder des Betriebsverfassungsgesetzes, erschwert schon allein die Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder eine unkomplizierte und effektive Arbeitsweise des Gesamtorgans<sup>70</sup>.

Eine deshalb wünschenswerte Verkleinerung war zuletzt im Entwurf des KonTraG vorgesehen<sup>71</sup>, wurde aber nicht umgesetzt<sup>72</sup>. Doch nicht allein die Größe, natürlich auch die Zusammensetzung aus Aktionärs- und Arbeitnehmervertretern mit häufig divergierenden oder gar gegensätzlichen Handlungs- und Entscheidungsmotiven verkompliziert Sitzungen und Beschlussfassungen<sup>73</sup>.

### bb) Arbeit in Ausschüssen

---

Der Hauptteil der Tätigkeit wird deshalb in Ausschüssen erledigt (§ 107 III S. 1 AktG). Üblicherweise befasst sich ein Personalausschuss mit den Vorstandsverträgen, sowie Bestellungen und Abberufungen<sup>74</sup>.

Grundsätzlich erscheint eine solche Vorgehensweise als durchaus sinnvoll. Die Bildung von fachlich qualifizierten Ausschüssen zur Steigerung der Effizienz der Aufsichtsratsarbeit und der Behandlung komplexer Sachverhalte wird deshalb auch von der Fachwelt als

---

<sup>70</sup> Peltzer, NZG 2002, 10, 13. Einen kurzen Einblick in die Probleme der paritätischen Mitbestimmung gewährt der Aufsatz von Florian Schilling in der FAZ vom 26. 11. 2001, S. 25; sehr kritisch auch Seibert, WM 1997, 1, 4; ausführlicher zum Themenbereich Niedenhoff, Mitbestimmung, S. 395 ff., 483 ff.

<sup>71</sup> Art. 5 des Referentenentwurfs (ZIP 1996, 2129 ff.).

<sup>72</sup> Aufgrund des Widerstandes seitens der Gewerkschaften, welche eine Verschiebung von Wertigkeiten innerhalb der Parität befürchteten- dazu Seibert, WM 1997, 1, 4.

<sup>73</sup> Zum Problem der Verfolgung von Sonderinteressen der verschiedenen „Lager“ von Aufsichtsratsmitgliedern Krebs, Interessenkonflikte bei AR-Mitgliedern, S. 31 ff., 65 ff.

<sup>74</sup> Rellermeyer, Aufsichtsratsausschüsse, S. 49 ff., 270 ff.

empfehlenswert angesehen<sup>75</sup>, insbesondere auch die Regelung der Vorstandsvergütung innerhalb eines solchen Ausschusses<sup>76</sup>.

Problematisch wird es allerdings, wenn ein Ausschuss oder gar nur der Vorsitzende in Personalangelegenheiten in einer Weise aktiv wird, welche die Kompetenz des Aufsichtsrats als Gesamtorgan beschneidet. Dies wäre der Fall, wenn in den Vorverhandlungen bereits alle Sachfragen geklärt und Vorauswahlen getroffen würden, so dass dem Gesamtplenum praktisch nur die formelle Ausführung der Entscheidung bliebe<sup>77</sup> (ohne dass die Wichtigkeit formeller Korrektheit der Beschlussfassung unterschätzt werden sollte<sup>78</sup>). Eine eigene Meinungsbildung wäre diesem dann nicht möglich, sondern es bliebe nur die Möglichkeit der Ablehnung.

Erschwerend kommt hinzu, dass oftmals Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vom Personalausschuss ferngehalten werden<sup>79</sup>, obwohl dies unzulässig ist<sup>80</sup>, oder gar nur der Aufsichtsratsvorsitzende in Koordination mit dem Vorstandsvorsitzenden<sup>81</sup> in Aktion tritt.

#### cc) Grenze des Kompetenzzugs

-----

Eine solche Praxis ist zumindest dann illegal, wenn entgegen § 107 III S. 2 AktG die Beschlussfassung über Bestellung und Abberufung dem Aufsichtsrat entzogen wird<sup>82</sup>. Die Übertragung der Kompetenz zum Abschluss eines Anstellungsvertrages, und somit unter anderem auch der Regelung der Vergütung, ist dagegen prinzipiell zulässig<sup>83</sup>. Das gilt nicht nur für die Vorbereitung und Aushandlung, sondern auch für den Vertragsschluss.

Allerdings ist dabei zu beachten, dass keine Vorwegnahme der Entscheidung des Aufsichtsrats herbeigeführt werden darf<sup>84</sup>. Eine solche wäre darin zu sehen, dass bereits ein Anstellungsvertrag verbindlich vor der Entscheidung über die Bestellung geschlossen würde<sup>85</sup>

<sup>75</sup> Vergleiche die Endfassung des Corporate Governance Kodex, NZG 2002, 273, 275 unter Punkt 5.3.1.

<sup>76</sup> Endfassung des Corporate Governance Kodex, Punkt 5.3.3.

<sup>77</sup> *Rellermeyer*, Aufsichtsratsausschüsse, S. 45 f.

<sup>78</sup> So lehnte der BGH erst kürzlich (ZIP 2000, 1336 f.) die Wirksamkeit der Kündigung eines Sparkassenvorstandes wegen fehlerhafter Einberufung des Verwaltungsrates ab.

<sup>79</sup> So *Köstler/ Kittler/ Zachert*, Aufsichtsratspraxis, S. 219; *Rellermeyer*, Aufsichtsratsausschüsse, S. 120 ff.

<sup>80</sup> Zur Nichtigkeit der Wahl eines Personalausschusses ohne Beteiligung von Arbeitnehmervertretern siehe BGH, ZIP 1993, 1079.

<sup>81</sup> *Langner*, Rechtsposition und praktische Stellung des Aufsichtsrates, S. 110 f.; bestätigend *Scheffler*, DB 2000, 433, 434.

<sup>82</sup> BGHZ 65, 190, 192 f.; BGHZ 79, 38, 42 f.

<sup>83</sup> Allg. Ansicht: BGHZ 65, 190, 191; *Hoffmann/ Preu*, Aufsichtsrat, Rdnr. 222; *Tegtmeier*, Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern, S. 273; *Happ*, Aktienrecht, S. 486.

<sup>84</sup> Kritisch *Krieger*, Personalentscheidungen des AR, S. 166 ff., betont die Mitwirkung des Plenums an maßgeblichen Details des Anstellungsvertrages.

<sup>85</sup> *Säcker*, BB 1979, 1321, 1322; BGH, ZIP 1989, 1190; dazu *Henze*, Rechtsprechung zum Aktienrecht, Rdnr. 317.

(dieser wäre dann konsequenterweise gemäß § 134 BGB nichtig<sup>86</sup>) oder bei Präjudizierung durch eine ähnlich geartete Beeinflussung der Konkurrenz von Kandidaten für ein Vorstandsmandat<sup>87</sup>. Gleiches gilt auch für die mit der Beendigung einer Geschäftsleitertätigkeit zusammenhängenden Rechtshandlungen<sup>88</sup>.

Im Übrigen ist die Regelung von Personalangelegenheiten in einem entsprechenden Ausschuss rechtlich unbedenklich. Ein Personalausschuss kann also mit einem Vorstandsmitglied verbindliche Regelungen über dessen Bezüge treffen.

Die Schwierigkeiten einer derartigen Usance zeigen sich dann allerdings bei näherer Betrachtung der Haftungsproblematik, welche noch erörtert werden wird<sup>89</sup>. Die dabei entscheidende Frage bezüglich der Rechtsfolgen von finanziellen Vereinbarungen des Aufsichtsrates mit Vorstandsmitgliedern ist, ob sich aus der Möglichkeit der Delegation von Verantwortung hinsichtlich der Vertragsgestaltung auch die Konsequenz einer Freistellung von der damit verbundenen Einstandspflicht gemäß §§ 116, 93 I AktG ergibt.

### **c) Aktionärskompetenzen**

-----

Neben der Rolle des Aufsichtsrats und in Korrelation mit diesem der des Vorstands selbst sind die Möglichkeiten der Einflussnahme von Anteilseignern auf Personalangelegenheiten interessant. Eine solche ist auf verschiedenen Wegen vorstellbar.

#### **aa) Direkte Vereinbarungen zwischen Aktionären und Vorstand**

-----

Zum einen könnte natürlich ein Aktionär selbst und direkt mit dem Vorstand in Verbindung treten und mit ihm einen Vertrag schließen, in dem eine Regelung über Vergütungen oder überhaupt über finanzielle Zuwendungen enthalten ist.

Eine solche Frage stellt sich etwa innerhalb eines Konzerns, in dem Führungspersonal von der Muttergesellschaft zu einer Tochter gesandt wird. Ausgenommen, es besteht zwischen beiden Unternehmen ein Beherrschungsvertrag im Sinne von § 308 I AktG, ist die Unternehmensführung unabhängig von Weisungen der Anteilseigner. Eine finanzielle Zuwendung würde also keinerlei Verbindlichkeit im Hinblick auf das Verhältnis von

---

<sup>86</sup> Mertens, KölnKomm, § 84 Rdnr. 9; Hüffer, AktG, § 84 Rdnr. 5.

<sup>87</sup> Säcker, BB 1979,1321,1322.

<sup>88</sup> Zur Beendigung des Organverhältnisses durch Kündigung des Anstellungsvertrages BGHZ 79, 38 („Poullain“).

<sup>89</sup> Siehe Abschnitt D.

Vorstand als Leistungsempfänger und Aktiengesellschaft als Vertragspartner seines Anstellungsvertrages begründen, selbst wenn die Zuwendung von einem Mehrheitsaktionär stammte.

Auf die Vorstandstätigkeit des Vertragsschließenden würde und dürfte eine Bezahlung durch einen Aktionär keinen Einfluss haben, da er bei seiner Tätigkeit für die Gesellschaft nur dieser vertraglich und gesetzlich verpflichtet ist. Die Sonderbehandlung eines Aktionärs würde gegen die Grundsätze der ordentlichen Geschäftsführung aus § 93 AktG sowie die Treupflicht gegenüber der Gesellschaft verstoßen. Sollte die Aktiengesellschaft durch eine solche Sorgfaltspflichtverletzung einen Schaden erleiden, entstünde ihr ein Ersatzanspruch aus § 93 II AktG.

Es könnte also selbst ein 90-prozentiger Mehrheitsaktionär nicht persönlich mit Wirkung für und gegen die AG einen Anstellungsvertrag inklusive Vergütungsregelungen mit einem Vorstandsmitglied schließen. Dazu kann er nur seinen Einfluss auf die Organe der Gesellschaft nutzen. Allerdings sind auch solch indirekte Eingriffe eines Aktionärs in die Leitung der Gesellschaft nicht unbedenklich, wie sich noch herausstellen wird.

Streng dogmatisch gesehen macht eine direkte vertragliche Regelung zwischen Aktionär und Vorstandsmitglied also keinen Sinn, sie ist im Gegenteil im Hinblick auf die Loyalitätspflicht von Organmitgliedern<sup>90</sup> gegenüber der Aktiengesellschaft mit äußerster Vorsicht zu behandeln. Das gesellschaftsrechtliche System der gegenseitigen Kontrolle von in ihrem Entscheidungsbereich souveränen Organen versucht, einen Missbrauch von Machtstellung zur Verfolgung gesellschaftsfremder Interessen zu verhindern. Eine finanzielle Zuwendung an den vorgesehenen Kanälen vorbei würde dagegen die Balance von Kompetenz- und Machtverteilung sowie deren Kontrolle durch die regulär zuständigen Organe torpedieren.

Im Fall von Zahlungen an ein Vorstandsmitglied in einer solchen Konstellation zeichnen sich damit schon aufgrund der Kompetenzregelungen des allgemeinen Aktienrechts Probleme ab. Jede Durchbrechung dieses Systems legt bereits den Verdacht einer Pflichtverletzung nahe, zu denken ist beispielsweise an den § 53a AktG, das Gebot der Gleichbehandlung aller Aktionäre durch die Geschäftsleitung.

Da eine freiwillige Zuwendung ja typischerweise nicht ohne Grund und nicht ohne Gegenleistung erfolgen wird, ist stets die Frage nach Sinn und Zweck zu stellen. Ein auf diese Weise erkaufte Vorteil eines Einzelaktionärs, sowie auch jedes anderen außerhalb der Gesellschaft stehenden Interessenträgers, legt den widerrechtlichen Charakter der

---

<sup>90</sup> Diese ergibt sich aus seiner Bestellung (h. M.: für Viele *Hüffer*, AktG, § 84 Rdnr. 8 f.; *Mertens*, KölnKomm AktG, § 93 Rdnr. 57 ff.) im Unterschied zur Loyalitätspflicht der Aktionäre, welche sich aus der Mitgliedschaft ergibt (*Hüffer*, AktG, § 53 a Rdnr. 13 ff.).

Vereinbarung nahe. Zumindest sollte eine derartige Zuwendung Anlass genug zu einer kritischen Überprüfung des damit zusammenhängenden Verhaltens und der im Hinblick darauf getroffenen Entscheidungen des Vorstandes bieten.

#### bb) Hauptversammlungskompetenzen

-----

Üblicherweise, oder besser, in regulärer Art und Weise findet der Kontakt von Aktionären mit der Geschäftsführung aber nicht persönlich, sondern mittels Beschluss in der Hauptversammlung statt (§ 118 I AktG). Hier besteht in der Sache tatsächlich eine teilweise Parallelzuständigkeit für Vergütungsfragen.

So kann die Aktionärsversammlung genauso wie der Aufsichtsrat oder dessen Personalausschuss dem Vorstand eine Tantieme gewähren. Allerdings ist dies nur möglich im Rahmen der Beschlussfassung über die Gewinnverteilung für das abgelaufene Geschäftsjahr<sup>91</sup>, wenn gemäß § 58 III S. 2 AktG eine entsprechende Befugnis in der Satzung vorgesehen ist<sup>92</sup>. Anders als Aufsichtsrat oder Personalausschuss ist die Aktionärsversammlung bei der Zuwendung von Gewinnbeteiligungen nicht an § 86 AktG gebunden<sup>93</sup>, sie kann die Höhe ganz nach eigenem Ermessen bestimmen<sup>94</sup>.

#### cc) Statutarische Richtlinien

-----

Eine zweite, zwar nur generelle und deshalb weniger flexible, aber weitaus intensivere Einflussmöglichkeit auf die Personalpolitik des Aufsichtsrats haben die Anteilseigner durch Vorgaben im Gesellschaftsvertrag: sogenannte statutarische Richtlinien<sup>95</sup>. So können in der Satzung bereits die genauen Beträge, ein Ermessensrahmen oder ein anderer Schlüssel für die Festlegung der Vorstandsbezüge enthalten sein.

Solche Vergütungsrichtlinien beschränken jedoch die freie Auswahl der Vorstandsmitglieder durch den Aufsichtsrat sowie dessen Verhandlungsspielraum. Damit greifen sie je nach Ausgestaltung direkt oder mittelbar in die Personalkompetenz des Aufsichtsrates ein. Ihre Zulässigkeit und Gültigkeit ist deshalb umstritten<sup>96</sup>.

---

<sup>91</sup> Mertens, KölnKomm, § 86 Rdnr. 4; Hefermehl, GHEK, § 86 Rdnr. 9.

<sup>92</sup> Mertens, KölnKomm, § 86 Rdnr. 3; Hefermehl, GHEK, § 86 Rdnr. 9.

<sup>93</sup> Siehe Abschnitt B. II. 2.

<sup>94</sup> Mertens, KölnKomm, § 86 Rdnr. 4; Hefermehl, GHEK, § 86 Rdnr. 9.

<sup>95</sup> Dazu Krieger, Personalentscheidungen, S. 13 ff; Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 116 ff.; Hoffmann/Preu, Aufsichtsrat, Rdnr. 223.

<sup>96</sup> Auf eine ausführliche Darstellung soll hier verzichtet werden. Für eine genaue Darstellung des Streitstandes siehe Tegmeier, Fn. 83, S. 267 ff.

Allgemein wird ein am objektiven Unternehmensinteresse orientierter Aufsichtsrat für kompetenter und sein Handeln für effektiver gehalten als der auf eine abstrakte Betrachtung angewiesene Satzungsgeber<sup>97</sup> und deswegen eine Kompetenz der Anteilseigner abgelehnt. Als unbedenklich gelten aber unverbindliche Empfehlungsrichtlinien, die lediglich den Willen der Hauptversammlung artikulieren, ohne eine direkte Bindungswirkung zu entfalten.

#### dd) Initiierung von Aktienoptionsprogrammen

-----

Noch eine dritte Kompetenz der Hauptversammlung besteht bei der Einräumung von Aktienoptionsplänen für Vorstandsmitglieder gemäß § 193 II Nr. 4 AktG. Die Hauptversammlung entscheidet zum einen über die Zulässigkeit solcher Programme und zum anderen über die Aufteilung auf Geschäftsführung und Arbeitnehmer. Die konkrete inhaltliche Ausgestaltung in Bezug auf die Vorstandsmitglieder obliegt dann aber wieder ausschließlich dem Aufsichtsrat<sup>98</sup>.

Mit Einschränkung der genannten Ausnahmen gibt das deutsche Aktienrecht also weder den Aktionären, noch dem Vorstand selbst die Möglichkeit, auf die Vergütung der Geschäftsleitung einzuwirken. Die Personalkompetenz des Aufsichtsrates ist somit weitestgehend unantastbar. Ihm obliegt die Regelung der Vorstandsbezüge und er kann deren konkrete Gestaltung normalerweise einem Personalausschuss überlassen.

#### d) Zuständigkeit für Abfindungszahlungen

-----

Für die Festlegung von Abfindungszahlungen sind formell keine Besonderheiten ersichtlich. Sie obliegt der Zuständigkeit und dem Ermessen des Aufsichtsrates. Aus Gründen der Zuständigkeitskontinuität und Rechtsklarheit ist dieser neben der Abberufung und Kündigung auch für die Aufhebung des Dienstvertrages und die damit verbundenen finanziellen Regelungen verantwortlich<sup>99</sup>.

Eine direkte Einflussnahme eines Aktionärs oder eines außerhalb der Gesellschaft stehenden Dritten mittels Zahlungen oder anderer direkter Zuwendungen an ein Vorstandsmitglied, zum Beispiel eine Abfindung zur Beendigung der Vorstandstätigkeit, ist im Aktiengesetz nicht vorgesehen und entfaltet daher keine rechtlich bindende Wirkung im Verhältnis zwischen

<sup>97</sup> Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 117.

<sup>98</sup> Hüffer, AktG, § 87 Rdnr. 2a; Klahold, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 215.

<sup>99</sup> Happ, AktRecht, S. 486.

dem Unternehmen und dem Begünstigten. Im Gegenteil wäre eine solche irreguläre Zuwendung im Hinblick auf die gesetzlich vorgesehene Kompetenzregelung und die damit bezweckte Intention von Machtverteilung und -kontrolle auf verschiedene Organe, welche Missbrauch von Macht und Einfluss der Organstellung zu gesellschaftsfremden Zwecken verhindern will, als bedenklich einzustufen. Eine Umgehung von vorgeschriebenen und durchaus sinnvollen Zahlungsströmen sowie damit einhergehenden Einflussmöglichkeiten und Abhängigkeiten impliziert geradezu den Verdacht eines gesetzes- und somit gesellschaftswidrigen Eingriffes.

Somit ergibt sich bereits aus den Kompetenzregelungen des Aktienrechts ein erster Hinweis auf die Einordnung und Behandlung einer der für diese Untersuchung maßgeblichen Abfindungsvarianten. Die Gewährung von finanziellen Mitteln seitens der übernehmenden Partei an ein Vorstandsmitglied umgeht die gesetzlichen Zuständigkeitsregelungen. Die Zahlung eines Dritten, um Einfluss auf die Vorstandstätigkeit auszuüben, steht im Widerspruch zur Ausschließlichkeit der Personalkompetenz des Aufsichtsrates der betreffenden Aktiengesellschaft. Ein *golden handshake*, also die in irgendeiner Weise durch den Käufer entlohnte Unterstützung der Übernahme des eigenen Unternehmens verstößt somit gegen die in §§ 84 I, 112 AktG festgelegte Zuständigkeit des Aufsichtsrates in Personal- und den damit verbundenen Vergütungsfragen.

Die Tatsache der Umgehung von Zuständigkeiten allein löst in diesem Fall zwar noch keine Rechtsfolgen aus, bildet jedoch bereits einen Anhaltspunkt für die Möglichkeit eines Widerspruchs zur Rechtsordnung, welcher sich durch weitere Aspekte noch konkretisieren und verstärken wird.



### 3. Inhaltliche gesetzliche Rahmenbedingungen

-----

Die Vertretung der Gesellschaft obliegt also dem Aufsichtsrat, §§ 84 I, 112 AktG. Er hat beim Aushandeln der Verträge mit einem Vorstandsmitglied die Partei des Unternehmens zu ergreifen und ausschließlich dessen Interessen zu verfolgen.

Im Grundsatz herrscht im Zivilrecht bei der Gestaltung von Verträgen bekanntlich Vertragsfreiheit. Zwei voll geschäftsfähige, einander ebenbürtige Parteien sollen im Prinzip vereinbaren können, was sie wollen.

Doch dieser Grundsatz der Privatautonomie ist für viele Rechtsgebiete und für viele Personengruppen eingeschränkt. Der Gesetzgeber fand es in zahllosen Fällen sinnvoll zu intervenieren, besonders um vermeintlich schwächere Vertragspartner vor Übervorteilung zu schützen<sup>100</sup>, um die Interessen Dritter zu wahren<sup>101</sup> oder um seine Missbilligung für bestimmte Vertragsinhalte zum Ausdruck zu bringen<sup>102</sup>.

Historisch, bis zur Einführung des Aktiengesetzes 1937, bestand auch bei der Aushandlung eines Anstellungsvertrages zwischen einem Vorstandsmitglied und dem zuständigen Aufsichtsratsgremium Vertragsfreiheit, ebenso bei der Regelung über die Vergütung. In einem solchen Szenario kann und wird jede der Parteien natürlich versuchen, für sich die vorteilhafteste Vereinbarung auszuhandeln. In einer fairen Wettbewerbssituation sollte ein solcher Vorgang theoretisch zu einem für alle Beteiligten optimalen Ergebnis führen. Die Praxis widerlegte dies aber, vor allem aufgrund der Betroffenheit von Drittinteressen<sup>103</sup>.

Früher bestand die einzige zu beachtende Schranke für Anstellungsverträge von Geschäftsleitern in den guten Sitten und der Beachtung gesetzlicher Verbote, §§ 138 und 134 BGB. Dies erwies sich jedoch als ein zu großer Gestaltungsspielraum für die beiden Vertragsschließenden, zumindest wurden Resultate vielfach als unbefriedigend empfunden<sup>104</sup>. So wurden hohe Gehälter gezahlt und Gewinnbeteiligungen gezogen ohne Rücksicht auf die Lage der Gesellschaft und ohne auf die Person des dermaßen Bedachten oder dessen Leistung einzugehen.

---

<sup>100</sup> Als Paradebeispiele seien nur die Regelungen zum AGBG oder Haustürwiderrufsgesetz genannt, welche sich heute in den §§ 305 ff., 312 BGB wiederfinden.

<sup>101</sup> Dazu lassen sich wohl alle Schutznormen im Sinne des § 823 II BGB anführen, es sei auf die entsprechende Kommentierung verwiesen.

<sup>102</sup> Erinnert sei nur an die wettbewerbsrechtlichen Vorschriften im UWG und im GWG.

<sup>103</sup> *Schlegelberger/ Quassowski*, AktG 1937, § 78 Rdnr. 1; *Mertens*, KölnKomm, §87 Rdnr. 2; *Hefermehl*, GHEK, § 87 Rdnr. 1.

<sup>104</sup> *Schlegelberger/ Quassowski*, a.a.O.

Der Gesetzgeber sah deshalb Handlungsbedarf und führte eine Regelung ins Aktienrecht ein<sup>105</sup>, die dem Schutz der Gesellschaft und der mit ihr verbundenen Personen vor unsachlichen Vorstandsbezügen dienen soll<sup>106</sup>.

#### **a) Angemessenheit der Gesamtbezüge - § 87 I AktG**

-----

Die zentrale und wichtigste Norm dabei, und im Übrigen eine Besonderheit des deutschen Aktienrechts<sup>107</sup>, bildet § 87 I AktG. Danach haben die Gesamtbezüge eines Vorstandsmitglieds in einem angemessenen Verhältnis zu seinen Aufgaben und der Lage der Gesellschaft zu stehen. Die gesetzgeberische Intention war es, die Bezüge der einzelnen Mitglieder auf ein Maß zu begrenzen, welches eine als akzeptabel oder zumindest als vertretbar empfundene Höhe nicht überschreitet.

##### **aa) Aufsichtsrat als Normadressat**

-----

Adressat der Norm ist der Aufsichtsrat, der dieses Gebot bei den Vertragsverhandlungen sowie bei späteren Entscheidungen über Zuwendungen zu beachten hat.

Die Bestimmung ist kein Verbotsgesetz, so dass eine Vereinbarung über unangemessene Bezüge wirksam bleibt<sup>108</sup>. Rechtsfolge eines Verstoßes könnten aber gestützt auf §§ 93 II, 116 AktG Schadensersatzansprüche gegen den Aufsichtsrat sein, unter Umständen auch gegen den Vorstand.

##### **bb) Einbeziehung aller vermögenswerten Leistungen**

-----

Im Paragraphen wird von Gesamtbezügen gesprochen und exemplarisch dargestellt, was darunter zu verstehen sein soll. Die Formulierung „Nebenleistungen jeder Art“ stellt klar, dass diese Aufzählung nicht abschließend sein soll. Der Gesetzgeber macht damit deutlich, dass er sämtliche vermögenswerte Leistungen der Gesellschaft an das Vorstandsmitglied, die im Rahmen seiner Tätigkeit erfolgen, in die Betrachtung mit einbezogen haben will, also neben

---

<sup>105</sup> In den Grundsätzen entspricht die 1937 ins Aktiengesetz eingeführte Regelung des § 78 dem heutigen § 87 AktG.

<sup>106</sup> Mertens, KölnKomm, § 87 Rdnr. 2.

<sup>107</sup> Eine vergleichbare Regelung fehlt in anderen bedeutenden nationalen Rechtssystemen zum Beispiel der Vereinigten Staaten oder Großbritanniens- ein Unterschied, welcher im Zuge vergleichender Betrachtungen nationaler Gehälter mit internationalen Pendanten gern außer Acht gelassen wird.

<sup>108</sup> Mertens, KölnKomm, § 87 Rdnr. 3; Meyer-Landrut, GroßKomm, § 87 Rdnr. 4; Hefermehl, GHEK, § 87 Rdnr. 10.

den in Absatz 1 Satz 1 und 2 genannten zum Beispiel einen Dienstwagen oder Vorzugskonditionen beim Warenbezug<sup>109</sup>, ebenso Aktienoptionen<sup>110</sup> und natürlich auch Abfindungszahlungen.

#### cc) Kriterien der Ermessensausübung

-----

Hauptgegenstand und zentraler Interpretationsansatz des § 87 I AktG ist die Konkretisierung der Angemessenheit. Rechtlich gesehen ist dieser Grundsatz der Angemessenheit eine flexible, den allgemeinen Standards der §§ 134, 138 BGB vorgelagerte Schranke für eine Ermessensausübung des Aufsichtsrates<sup>111</sup>.

Als Bewertungskriterien nennt die Norm zum einen die Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zum anderen die Lage der Gesellschaft. Sie fordert also, einen persönlichen Bezug zur Tätigkeit des Vergüteten herzustellen sowie, kumulativ, die objektive Gesamtsituation des Vergütenden zu berücksichtigen, welche im Übrigen ja auch von der Arbeit des Ersteren beeinflusst wird. Entscheidend für die Einordnung des Aufgabenbereichs bei der Gehaltsfestlegung soll dabei weniger der Umfang des jeweiligen Tätigkeitsfeldes, sondern das Maß an übertragener Verantwortung sein<sup>112</sup>. Unter der Unternehmenslage ist die gesamtwirtschaftliche Situation der Gesellschaft zu verstehen, es muss also eine umfassende Berücksichtigung aller Interessen vorgenommen werden.

Damit werden als Ausgangspunkt für jegliche personellen Entscheidungen die aus diesen Komponenten resultierenden finanziellen Möglichkeiten gesetzt. Eine Bewertung ist also nach der Situation und der Lage des einen Beteiligten, der Gesellschaft, und des Verhältnisses beider Beteiligter zueinander vorzunehmen. Damit wird ein Rahmen gesetzt und die Notwendigkeit zu einer innerbetrieblichen Abstufung vorgegeben.

Insoweit ist zumindest klar, dass die Angemessenheit für die Gehälter der einzelnen Vorstandsmitglieder einer Aktiengesellschaft in einer Gesamtschau bewertet werden muss. Da die Aufgaben der einzelnen Mitglieder von unterschiedlichem Gewicht sein werden, ist die Situation in jedem Einzelfall gesondert zu betrachten und die Vergütung entsprechend anzupassen.

---

<sup>109</sup> Mertens, KölnKomm, § 87 Rdnr. 8; Hefermehl, GHEK, § 87 Rdnr. 4.

<sup>110</sup> Kohler, ZHR 1997, 246, 255.

<sup>111</sup> Hüffer, AktG, § 87 Rdnr. 1.

<sup>112</sup> Meyer-Landrut, Großkomm, § 87 Rdnr. 3.

Es ist also ein stimmiges Konzept für ein Vergütungssystem zu entwickeln, das insgesamt den finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens gerecht wird und in dem jedes einzelne Vorstandsmitglied gemäß seiner Aufgaben berücksichtigt wird. In diesem Sinne sind die wörtlichen Vorgaben des § 87 I AktG zu verstehen.

#### dd) Marktüblichkeit als Vergleichsgröße

-----

Diese Betrachtungsweise allein reicht jedoch nicht aus, um die Angemessenheit von Vorstandsbezügen abschließend zu bewerten. Das eigene Unternehmen kann nicht losgelöst vom wirtschaftlichen Umfeld behandelt werden. Um eine objektive und relativierte Beurteilung der Situation zu ermöglichen, bedarf es daher noch einer weiteren Vergleichsgröße, welche den Bezug zu allgemeingültigen Maßstäben herstellt.

Eine solche kann nur die Marktsituation darstellen, das heißt der Vergleich mit den Einkommen vergleichbarer Vorstandsmitglieder in vergleichbaren Unternehmen<sup>113</sup>. Derartige Angaben lassen sich zum Beispiel aus Erhebungen von Wirtschaftsprüfer- und Unternehmensberatungsgesellschaften gewinnen, wie sie eingangs dargestellt wurden<sup>114</sup>.

Dabei bedarf eine solche Statistik einer äußerst spezifizierten, auf das Unternehmen und den konkreten Zeitpunkt bezogenen Anwendung. Es muss im Moment der Entscheidung die Frage gestellt werden, wie viel die Gesellschaft für einen gleich qualifizierten, gleich fähigen und gleich arbeitenden Mitarbeiter investieren müsste. Diese Orientierungsgröße bildet dann einen objektiven Fixpunkt, welcher den Ansatz für eine Einzelfallbewertung zu bilden hat.

#### ee) Fakultative Kriterien

-----

Darüber hinaus stellt die Beurteilung eines Mitarbeiters ein komplexes Verfahren dar, in das auch viele weitere Komponenten einfließen müssen, die nicht ausdrücklich in § 87 I Satz 1 AktG genannt sind. Anerkannterweise noch zu beachtende Aspekte sind zum Beispiel: Alter, familiäre Verhältnisse, Dauer der Zugehörigkeit zum Unternehmen und bisherige Leistungen<sup>115</sup>.

Diese Kriterien sind jedoch im Einzelnen alle fakultativ. Ein geschlossenes, objektives System zur Ableitung eines bestimmten Entgeltes stellen sie nicht dar<sup>116</sup>. Für die Entwicklung

<sup>113</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 87 Rndr. 5; *Hefermehl*, GHEK § 87 Rndr. 7; *Semler*, FS *Budde*, S. 601 f.

<sup>114</sup> Siehe Vergütungspraxis in Abschnitt B. 2. 1.

<sup>115</sup> *Hüffer*, AktG, § 87 Rndr. 2; *Mertens*, KölnKomm, § 87 Rndr. 6; *Hefermehl*, GHEK, § 87 Rndr. 7; zur GmbH siehe auch BGHZ 111, 224, 228 sowie BGH NJW 1992, 2894, 2896.

<sup>116</sup> *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung und Haftung des Aufsichtsrats, S. 84.

eines derartigen Systems mangelte es schon an einem verwendbaren betriebswirtschaftlichen Verfahren zur Systematisierung, auf welches der Gesetzgeber hätte aufbauen können. Eine Nichtbeachtung dieser Parameter bildet daher auch keine Verletzung der in § 87 I S. 1 AktG konkretisierten Sorgfaltspflicht des Aufsichtsrates. Umgekehrt könnte eine solche Pflichtverletzung aber durchaus bei Überbewertung fakultativer Kriterien gegenüber den beiden obligatorischen Kriterien des Paragraphen, wie sie in Absatz 1 genannt werden, angenommen werden<sup>117</sup>.

#### ff) Zeitpunkt der Ermessensausübung

-----

Zeitlich gesehen bezieht sich das Gebot der Angemessenheit auf die Festsetzung der Bezüge, also auf den Vertragsschluss oder den Zeitpunkt der Festlegung von ermessensabhängigen Zuwendungen<sup>118</sup>. Anders war dies etwa noch im entsprechenden § 78 des Aktiengesetzes in der Fassung von 1937 geregelt, welcher eine ständige Anpassungspflicht an ein angemessenes Niveau vorsah<sup>119</sup>.

Eine nachträgliche Änderung der Verhältnisse ist heute nur von Bedeutung, wenn die Voraussetzungen von § 87 II AktG vorliegen oder im Vertrag eine Befugnis zur Anpassung vorgesehen ist, des weiteren unter den Voraussetzungen des § 313 BGB, also einer Störung der Geschäftsgrundlage.

#### gg) Relevanz der Vergütungszusammensetzung

-----

Zunächst kann man davon ausgehen, dass § 87 I AktG ein Gebot für den Aufsichtsrat enthält, bei der Gestaltung der Höhe der Vorstandsbezüge mit den finanziellen Ressourcen des Unternehmens verantwortungsvoll umzugehen. Die absolute Menge der finanziellen Belastungen des Unternehmens durch die Personalkosten der obersten Leitungsebene darf dieses nicht schädigen.

Indem sich § 87 I AktG nur zu der Gesamtheit der Bezüge äußert, scheint er auf den ersten Blick keine Vorgaben in Bezug auf die singulären Abreden im Detail zu geben. Die Vergütungsbestandteile können aber einer Bewertung im Einzelnen nicht vollständig entzogen werden. In die Betrachtung der Gesamtbezüge hat auch die konkrete Ausgestaltung

---

<sup>117</sup> *Godin-Wilhelmi*, § 87 Rdnr. 3.

<sup>118</sup> *Hefermehl*, GHEK, § 87 Rdnr. 9; *Mertens*, KölnKomm § 87 Rdnr. 1.

<sup>119</sup> *Mertens* a.a.O.

mit einzufließen, weil nicht nur die absolute Höhe allein, sondern auch der unterschiedliche Risikogehalt der einzelnen Teile einen Wertfaktor darstellt.

Üblicherweise erfolgt eine Vergütung auf der Führungsebene nur zu einem Teil in Form eines Festgehalts. Wesentliche Bestandteile sind flexibel und erfolgsabhängig. Es werden auf verschiedenen Grundlagen Tantiemen ausgezahlt und in zunehmendem Maße Aktienoptionen ausgegeben. Diese gestalten sich am Ende nach der Leistung des Vergüteten selbst, des Unternehmens und der allgemeinen Wirtschaftssituation, hängen also in ihrer anfallenden Höhe von internen wie externen Faktoren ab.

Da diese für den Empfänger risikobehaftet sind beziehungsweise aus besonderen Gründen für besondere Leistungen ausgezahlt werden, können sie nicht mit fixen Gehältern auf eine Stufe gestellt werden, welche pauschal und verlässlich ausgezahlt werden. So können differierende Vergütungsmodelle trotz des gleichen Gesamtgehalts bei Zerlegung in ihre Einzelteile eine unterschiedliche Gewichtung zu erfahren haben. Insoweit haben auch bei der Frage nach der Angemessenheit von Gesamtbezügen detailliertere Überlegungen zu Bestandteilen eine Rolle zu spielen.

## **b) Herabsetzungsmöglichkeit des § 87 II AktG**

Ein besonderes Gestaltungsrecht gewährt dem Aufsichtsrat § 87 II S. 1 AktG. Für den Fall der wesentlichen Verschlechterung der gesellschaftlichen Verhältnisse hat er eine Möglichkeit zur angemessenen Herabsetzung der Vorstandsbezüge.

Durch einseitige Festlegung kann er somit auf eine nachträgliche, das heißt nach Vertragschluss mit dem Vorstand, eingetretene negative Entwicklung der wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft reagieren. Diese Entwicklung muss in ihren Auswirkungen auf die AG von solcher Intensität sein, dass eine Weiterzahlung der Bezüge für diese eine schwere Unbilligkeit bedeuten würde<sup>120</sup>. Keinen Grund zur Ausübung dieser Option stellt die simple Feststellung dar, dass die Bezüge überhöht sind, ohne dass sich die Lage der Gesellschaft wesentlich geändert hat. Eine solche, nachträgliche, Erkenntnis ist kein Fall des § 87 II AktG, ebenso wenig wie etwa eine enttäuschende Leistung des Vorstandsmitglieds<sup>121</sup>.

Die Herabsetzungsmöglichkeit des § 87 II S. 1 AktG gewinnt also nur Relevanz in einer wirtschaftlichen Krisensituation der Gesellschaft. Für eine generelle Bewertung der Vorstandsvergütung oder deren nachträgliche Korrektur ist diese Vorschrift nicht geeignet.

<sup>120</sup> Hüffer, AktG, § 87 Rdnr. 6.

<sup>121</sup> Hüffer a. a. O.

### c) Aktienoptionsprogramme: §§ 192, 193 AktG

---

Eine spezielle gesetzliche Regelung für Aktienoptionsprogramme (*stock option plans*) findet sich in den im Zuge des KonTraG<sup>122</sup> reformierten §§ 192, 193 AktG. Darin festgelegt ist die Durchführung der Bereitstellung des benötigten Kapitals sowie die notwendige Beschlussfassung durch die Hauptversammlung.

Der Gesetzgeber hat es in diesem Fall den Aktionären überlassen, über die grundsätzlichen Modalitäten solcher Programme wie die Höhe und den Kreis der Bedachten selbst zu entscheiden (§ 193 II AktG), da die von der Ausgabe der Optionen begünstigten Organe als befangen angesehen wurden<sup>123</sup>. Die konkrete Ausgestaltung obliegt dann allerdings wieder dem Aufsichtsrat<sup>124</sup>.

### d) Bindung an das Unternehmensinteresse

---

Eine ordentliche Geschäftsführung hat als primäres Ziel natürlich das Wohl des Unternehmens zu verfolgen, dies gilt auch für die Tätigkeit des Aufsichtsrates. Im Unterschied zur Gesellschaft als lediglich juristischer Rechtsträger wird in diesem Sinne die komplexe Struktur des Unternehmens aus dem Zusammenspiel der einzelnen Personen, Arbeitsleistungen und Kapitalströme insgesamt gebildet<sup>125</sup>. Im Begriff des Unternehmens finden sich deswegen erst einmal alle beteiligten Personen- und Interessengruppen gleichermaßen wieder.

Deshalb auch fordert die Rechtsprechung, angeführt von Bundesverfassungsgericht<sup>126</sup> und Bundesgerichtshof<sup>127</sup>, ebenso wie nahezu die gesamte Literatur<sup>128</sup> einhellig von den leitenden Organen einer Aktiengesellschaft, das heißt von allen Aufsichtsrats- und Vorstandsmitgliedern, die Verfolgung des Unternehmensinteresses bei allen Handlungen und Entscheidungen bezüglich der Gesellschaft. Jede Wahrnehmung der Unternehmerfunktion für die Gesellschaft ist demnach an diesem zu messen.

---

<sup>122</sup> BGBl. 1998, 786.

<sup>123</sup> BT-DrS. 13/9712 S. 11.

<sup>124</sup> Hüffer, AktG, § 87 Rdnr. 2a; Klahold, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 215.

<sup>125</sup> Ausführlich zu den verschiedenen Unternehmenstheorien Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 6 ff.

<sup>126</sup> BVerfGE 34, 103, 112.

<sup>127</sup> BGHZ 62, 193, 197; BGHZ 64, 325, 330 f.

<sup>128</sup> Ganz herrschende Meinung: für viele Lutter/Krieger, Rechte und Pflichten des AR, Rdnr. 303 ff.; Scheffler, DB 2000, 433; Semler, Leitung und Überwachung der AG, S. 33 f. m. w. N.; ebenso die Endfassung des Corporate Governance Kodex, NZG 2002, 273, 274 ff.; Ziffer 4.3.3. des DCGK, dazu Ringleb, in: Ringleb/Kremer/Lutter/ v. Werder, DCGK, S. 167; kritisch: Schüller, Vorstandsvergütung, S. 135 f.

## aa) Dogmatische Herleitung

-----

Begründet wird die Bindung an das Unternehmensinteresse mit der indizierten Fremdnützigkeit des Amtes<sup>129</sup> und den organschaftlichen Treuebindungen zur Aktiengesellschaft, resultierend aus der Bestellung und den Verträgen mit der AG.

Eine weitere, spezielle Herleitung für den Aufsichtsrat ergibt sich aus § 111 I AktG durch die Verpflichtung zur Überwachung der Geschäftsführung, da diese ebenso durch die Bestellung gemäß § 84 I AktG und durch den Anstellungsvertrag das Unternehmenswohl als Ziel ihrer Tätigkeit zu verstehen hat. Jede Einflussnahme auf die Tätigkeit des Vorstandes, wozu sich gerade die Vergütungspolitik hervorragend eignet, stellt sich auch als präventive Überwachungsmaßnahme dar. Auch dadurch kann dem Vorstand eine Richtung vorgegeben werden, welche dann im Rahmen der Geschäftsleitungstätigkeit zu einem konkreten Weg für das Unternehmen spezifiziert wird.

Der Aufsichtsrat hat bei seiner Tätigkeit genauso wie der Vorstand die Sorgfalt eines gewissenhaften und ordentlichen Geschäftsmannes zu wahren (§§ 116, 93 AktG). In seiner Doppelfunktion als Verschuldensmaßstab und objektive Verhaltenspflicht<sup>130</sup> bildet § 93 AktG eine Generalklausel, aus der sich durch Konkretisierung Einzelpflichten ergeben, solange sie nicht schon anderweitig tatbestandlich umschrieben sind<sup>131</sup>. § 87 I AktG stellt insoweit eine Konkretisierung der allgemeinen Bindung an das Unternehmensinteresse für Vorstandsbezüge dar. Dieser erfasst das Problem jedoch nicht abschließend, sondern äußert sich ausdrücklich nur zur Höhe der Gesamtbezüge, also einem Teilaspekt. Die Bindung an das Unternehmensinteresse stellt deshalb ein sowohl rechtlich erhebliches, wie auch praktisch bedeutsames weiteres Kriterium bei der Beurteilung von Vorstandsvergütungen dar.

Die Existenz der Konzeption des Unternehmensinteresses und der damit einhergehenden Pflicht zur Ausführung desselben ist deshalb allgemein anerkannt, ganz anders dagegen dessen Definition, dessen detaillierter Inhalt und die sich aus dieser Verpflichtung ergebenden Konsequenzen in der praktischen Anwendung. Die darüber bestehenden Meinungsverschiedenheiten bilden seit langem die Grundlage von Diskussionen in der Fachwelt.

---

<sup>129</sup> *Semler*, Arbeitshandbuch für Aufsichtsräte, Rdnr. A 178.

<sup>130</sup> H.M.: *Hefermehl*, GHEK, § 93 Rdnr. 9; *Mertens*, KölnKomm, § 93 Rdnr. 6 f.

<sup>131</sup> *Hüffer*, AktG, § 93 Rdnr. 1.



## bb) Bedeutung des Unternehmensinteresses

---

Das Unternehmensinteresse ist grundsätzlich als Leitbild zu verstehen, an dem sich alle Entscheidungen des Aufsichtsrats zu orientieren haben. Dies gilt auch bei den hier relevanten Personalentscheidungen.

Für diese lassen sich aus diesem Grundsatz zwei konkrete Schlussfolgerungen ziehen. Die Vergütung des Vorstandes ist zum einen in absoluter Höhe so zu gestalten, dass sie die finanziellen Mittel des Unternehmens nicht überstrapaziert und innerhalb dieser Möglichkeiten die bestmöglichen Resultate erzielt.

Zum anderen soll sie durch ihre Effekte auf die Arbeit des Vorstandes dem Unternehmen zugute kommen. Hier spielt vor allem eine geschickte Aufgliederung eine Rolle. Es gilt daher, soweit wie möglich, im Sinne des Unternehmens leistungsbezogene Anreize zu schaffen, den tatsächlichen Nutzen für das Unternehmen zu honorieren, also eine auf das Interesse der Gesellschaft abgestellte sinnvolle Art und Weise der Bezahlung zu finden. Die Personalpolitik muss Personalführung und Unternehmensleitung miteinander verknüpfen, also eine Brücke zwischen Erbringung und Honorierung von Leistung bilden<sup>132</sup>.

## e) Sittenwidrigkeit und Verbotsgesetze: §§ 134, 138 BGB

---

Eine allgemeine, wegen der näheren Konkretisierungen der §§ 84 ff. AktG beziehungsweise §§ 93, 116 I AktG aber nur sekundäre Grenze alles vertraglich Regelbaren bilden die Sittenwidrigkeit<sup>133</sup> des Inhalts und die Verletzung von Verbotsgesetzen.

Selbstverständlich, und deshalb nur am Rande erwähnt, sind Vergütungsvereinbarungen oder allgemein finanzielle Zuwendungen, die im Zusammenhang mit einer Verletzung der Schranke zur Sittenwidrigkeit stehen, gemäß § 138 I BGB nichtig. Werden Verbotsgesetze verletzt, folgt die Nichtigkeit aus § 134 BGB. Die Beteiligten sind gegebenenfalls haftbar. In diesem Kontext sind insbesondere Verletzungen der Straftatbestände der §§ 263 und 266 StGB, unter Umständen auch § 299 StGB zu beachten<sup>134</sup>.

Ein Rückgriff auf die §§ 134 und 138 BGB dürfte jedoch wegen der vorrangigen und den gesamten Problembereich abdeckenden Regelungen des Aktienrechts praktisch kaum erforderlich sein.

---

<sup>132</sup> Dazu im Folgenden noch genauer.

<sup>133</sup> Zur Sittenwidrigkeit einer Abfindungsvereinbarung für den Fall einer Kündigung aus wichtigem Grund eines GmbH-Geschäftsführers BGH, ZIP 2000, 1442 ff.

<sup>134</sup> Auf Haftungsfragen wird ebenso wie auf die strafrechtlichen Aspekte noch in gesonderten Kapiteln eingegangen werden.

**f) Zusammenfassung zur Gesetzeslage**  
-----

Nach Auswertung des, zumindest in quantitativer Hinsicht, doch sehr überschaubaren gesetzlichen Regelwerkes zum Thema Vergütungszahlungen an Vorstandsmitglieder lässt sich zusammenfassend feststellen, dass eine Beurteilung letzten Endes anhand zweier Kriterien vorgenommen werden muss. Zum einen ist das die Angemessenheit der Gesamtbezüge und zum anderen die Ausrichtung am Unternehmensinteresse. Schwerpunktmäßig ist also zu prüfen, ob in den richtigen Dimensionen und mit den richtigen Intentionen geleistet wird.

Um die Konkretisierung und Interpretation dieser beiden unbestimmten Rechtsbegriffe bemüht sich deshalb auch die gesamte Literatur und Rechtsprechung zu diesem Thema, welche im Folgenden dargestellt und einer kritischen Betrachtung unterzogen werden soll. Vorweg ist dabei zu klären, inwieweit überhaupt eine juristische Intervention in derartige wirtschaftliche Entscheidungen innerhalb von Unternehmen erfolgen kann.

#### 4. Vergütungsfestlegung als unternehmerische Ermessensentscheidung

---

##### a) Unternehmerisches Ermessen

---

Eingeschränkt durch die dargestellten gesetzlichen Vorgaben ist der Aufsichtsrat frei in der Gestaltung der Vorstandsbezüge. Es besteht keine Weisungsgebundenheit. Weder Vorstandsmitglieder noch die Anteilseigner sind zu einer Intervention berechtigt. Der Aufsichtsrat hat als gesetzlicher Vertreter der Gesellschaft für diese zu handeln (§§ 84 I, 87 I AktG).

##### aa) Ermessen von Leitungsorganen

---

Beim Handeln für einen Dritten ist der Vertreter ausschließlich den Interessen des von ihm Vertretenen verpflichtet. Grundlage dafür kann die im Innenverhältnis zwischen Vertreter und Vertretenem getroffene Vereinbarung über die Vertretung, also ein Rechtsgeschäft, sein oder aber, wie bei den Organen einer Aktiengesellschaft gemäß § 76 I, 112 AktG, eine gesetzliche Regelung. Missbraucht der Vertreter diese ihm übertragene Vertretungsmacht gegenüber einem Vertragspartner oder kollusiv mit diesem, zum Schaden des Vertretenen, kann sich das auf die Wirksamkeit des Rechtsgeschäftes niederschlagen (§ 138 I BGB<sup>135</sup>).

Ergänzend kann ein solcher Missbrauch eine Haftung des Vertreters gegenüber dem Vertretenen begründen, wobei sich diese aus dem Rechtsverhältnis, welches die Grundlage der Ermächtigung bildet (also etwa §§ 611, 280 I BGB) oder den Pflichten der Organstellung (also aus §§ 93 II, 116 AktG<sup>136</sup>) herleiten kann.

Zudem ließe sich prinzipiell auch eine Haftung gegenüber dem Dritten erwägen. Eine solche kann jedoch nur in Ausnahmefällen greifen, insbesondere aber nicht aus § 93 II AktG<sup>137</sup>. Eine direkte Haftung von Organmitgliedern kann sich bei deliktischen Schädigungen ergeben<sup>138</sup> sowie bei Inanspruchnahme besonderen Vertrauens gemäß §§ 311 III, II, 241 II BGB. Eine Haftung wegen Mängeln der Vertretungsmacht gemäß § 179 I BGB ist dagegen kaum vorstellbar. Diese ist geregelt und in ihrer Wirksamkeit grundsätzlich nur an den Akt der

---

<sup>135</sup> BGH, NJW-RR 89, 642 f.

<sup>136</sup> Zur dogmatischen Einordnung des § 93 II als gesetzlicher Tatbestand der Organhaftung oder Anwendungsfall von positiver Vertragsverletzung Hüffer, AktG, § 93 Rdnr. 11; Hefermehl, GHEK, § 93 Rdnr. 8; Hopt, Großkomm, § 93 Rdnr. 20.

<sup>137</sup> (Unstr.) vergleiche Hüffer, AktG, § 93 Rdnr. 20.

<sup>138</sup> Zu denken ist eine Verletzung von Schutzgesetzen in Verbindung mit § 823 II BGB; vergleiche im Einzelnen Hüffer, AktG, § 93 Rdnr. 20, 20a.

Bestellung geknüpft (§§ 84 I, 101 I AktG). In ihrem Umfang kann sie gegenüber Dritten nicht wirksam beschränkt werden (§ 82 I AktG)<sup>139</sup>. Somit ist eine Haftung gegenüber Dritten nur im Ausnahmefall gegeben.

Grundsätzlich haften Vorstand und Aufsichtsrat aber im Rahmen ihres Handelns für die Gesellschaft dieser nach §§ 93 I, 116 AktG für Verletzungen der ihr geschuldeten Sorgfaltspflicht<sup>140</sup>.

Maßgeblich bei der Tätigkeit für die Aktiengesellschaft sind ausschließlich deren Interessen. Die Organe der AG haben als Vertreter zu ermitteln, wie die Interessen des Vertretenen in dem konkreten Fall sind und wie sie diese am besten wahrzunehmen haben. Dieser Grundsatz gilt auch bei einer Interessenwahrnehmung des Aufsichtsrates in den Personalangelegenheiten der Gesellschaft.

Bei der Vertretung einer Kapitalgesellschaft ergibt sich eine auf der Hand liegende Besonderheit. Eine Aktiengesellschaft selbst kann als rein juristische Person natürlich keine Weisungen erteilen. Bei rechtlich erheblichem Handeln für die Gesellschaft hat daher die Unternehmensführung selbst nach eigenem billigen Ermessen zu entscheiden, wo genau das Unternehmensinteresse lokalisiert ist. Dies bedeutet für Vergütungsentscheidungen eine Definition des Idealergebnisses, auf welches im Interesse der AG hinarbeiten ist und eine Definition von Grenzen der Zumutbarkeit, also der Vertretbarkeit einer vertraglichen Vereinbarung.

Bei einer solchen Entscheidung im ‚billigen Ermessen‘ wird dem Entscheidungsträger ein gewisser Spielraum zugestanden. Ermessen als Rechtsbegriff kennt man vorrangig aus dem Verwaltungsrecht (etwa bei § 40 VwVfG, § 5 AO, § 36 SGB-X, § 114 VwGO oder § 102 FGO). Es findet jedoch ebenso Anwendung im Privatrecht (materiellrechtlich zum Beispiel im §§ 315 I, III BGB). In beiden Fällen bedeutet es abstrakt gleiches, nämlich eine rechtlich gebundene Wahlmöglichkeit, im Unterschied zu Verhaltensfreiheit im Sinne von Beliebigkeit<sup>141</sup>. Gefordert wird eine Ausübung gemäß dem Zweck der Ermächtigung und im Rahmen der gegebenen Schranken<sup>142</sup>.

In Fragen der Geschäftsleitung bedeutet das eine Abwägung der unterschiedlichen, im betroffenen Unternehmen angelegten Interessen bezogen auf die maßgeblichen

<sup>139</sup> Zur Ausschließlichkeit der Vertretungskompetenz des AR und ihrer unbegrenzten sachlichen Reichweite bei Rechtsgeschäften mit dem Vorstand BGHZ 26, 236, 238; BGHZ 130, 108, 111 f.; Hüffer, AktG, § 112 Rdnr. 2.

<sup>140</sup> Einzelheiten zu Haftungsfragen in Abschnitt D. III.

<sup>141</sup> Semler, Leitung und Überwachung der AG, S. 73; Dreher, ZHR 1994, 615, 622.

<sup>142</sup> Tilch, Deutsches Rechtslexikon, siehe „Ermessensausübung“.

Einzelfallumstände, die eine Mehrzahl von rechtmäßigen Entscheidungen ermöglichen, bezeichnet auch als „unternehmerisches Ermessen“<sup>143</sup>. Gefordert wird eine Entscheidungsfindung in Wahrung der gebotenen Sorgfalt, und zwar in einem Maße, wie sie einem ordentlichen Geschäftsmann in verantwortlich leitender Stellung bei selbstständiger Wahrnehmung fremder Vermögensinteressen zusteht<sup>144</sup>.

Eine daraufhin erfolgte Kompetenzausübung wird folgerichtig als „unternehmerische Entscheidung“ bezeichnet. Darunter wird die bewusste Auswahl einer unternehmerischen Handlungsmöglichkeit von besonderer wirtschaftlicher Tragweite aus mehreren Handlungsalternativen verstanden<sup>145</sup>. Aufgrund der Komplexität der bei der Leitung eines Unternehmens zu entscheidenden Vorgänge wird es im Einzelfall meist unmöglich sein, nur eine einzelne Alternative als rechtmäßig zu kennzeichnen. Dies gilt insbesondere bei der prognostischen Einschätzung künftiger Geschehensabläufe. Betriebswirtschaftlich spricht man in solchen Fällen von Entscheidungen in Unsicherheit<sup>146</sup>. Darunter wird verstanden, dass für die denkbaren Konsequenzen von Entscheidungen keine zuverlässige Eintrittswahrscheinlichkeit angegeben werden kann. Die Schlussfolgerung ist, dass dann eine Entscheidung anhand individueller Regeln getroffen werden muss<sup>147</sup>.

Grundsätzlich ist es daher unstreitig, dass den Entscheidungsträgern ein breiter unternehmerischer Ermessensspielraum eingeräumt werden muss<sup>148</sup>. Selbst wenn sich im Rahmen einer Nachbetrachtung eine getroffene Entscheidung als falsch erweist, kann die Ermessensausübung aus einer Sichtweise ex ante trotzdem richtig gewesen sein. Die mit der Führung eines Unternehmens einhergehende Notwendigkeit zur Eingehung von Risiken macht einen gewissen Handlungsspielraum unabdingbar. Es werden in der Regel schon unter rein wirtschaftlichen Gesichtspunkten mehrere akzeptable Alternativen zur Verfügung stehen. Eine juristische Betrachtung muss den Rahmen des Möglichen eher noch weiter öffnen, um dem kapitalgesellschaftsrechtlichen Prinzip der Trennung von Leitung und Haftung gerecht zu werden. Eine unternehmerische Entscheidung trifft deshalb immer eine Wahl aus einer

---

<sup>143</sup> Anerkannt beispielsweise in BGHZ 135, 244, 253 (ARAG/ Garmenbeck); BGHZ 136, 133, 140 (Siemens/ Nold); zur Begriffsherleitung *Hoerdemann*, Bedeutung der verwaltungsrechtlichen Ermessenslehre, S. 20.

<sup>144</sup> BGHZ 129, 30, 34; OLG Düsseldorf 1997, 231, 235.

<sup>145</sup> *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung und Haftung des AR der AG, S. 23.

<sup>146</sup> *Hopt*, Großkomm, AktG § 93 Rdnr. 81 mit Nachweisen; zur betriebswirtschaftlichen Entscheidungslehre *Schierenbeck*, Grundzüge der BWL, S. 177 ff.; *Bestmann*, Kompendium der BWL, S. 352 ff.

<sup>147</sup> *Bestmann*, Kompendium der BWL, S. 354 ff. mit Ausführungen zu anerkannten Entscheidungsregeln, insbesondere der Minimax-Entscheidungsregel, der Minimum-Regret-Regel und der Hurwicz-Regel.

<sup>148</sup> H.M.: BGHZ 135, 244, 253 (ARAG/ Garmenbeck); BGHZ 136, 133, 140 (Siemens/ Nold); *Hefermehl/ Spindler*, in: *Kropff/ Semler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 24 ff. m. w. N.; *Hüffer*, AktG, § 93 Rdnr. 13a; *Mertens*, KölnKomm, § 76 Rdnr. 10 ff.; *Hopt*, FS Mestmäcker, S. 919 ff.; *Henze*, NJW 1998, 3309, 3310; *Roth*, Unternehmerisches Ermessen, S. 74 ff.

ganzen Palette von Möglichkeiten, deren Maßstäbe und Grenzen nur schwer abzustecken sind.

Ihre besondere wirtschaftliche Tragweite ist immer dann anzunehmen, wenn die Entscheidung nach Umfang oder Risiko von hoher Bedeutung für die Vermögens- oder Ertragslage des Unternehmens ist oder aufgrund ihrer andauernden Gestaltungswirkung das Unternehmen so prägt, dass durch diese Ausrichtung dessen künftige Entwicklung in seiner Gesamtheit vorgezeichnet wird<sup>149</sup>.

Der Vorstand nimmt bei der Leitung der Gesellschaft die Unternehmerfunktion wahr, und zwar in eigener Verantwortung. Es ist somit sein unternehmerisches Ermessen, welches über Zielkonzeption, Organisation, Führungsgrundsätze und Geschäftspolitik des in Form der Aktiengesellschaft verfassten Unternehmens bestimmt<sup>150</sup>. Bei alltäglichen wie außergewöhnlichen Geschäften für sein Unternehmen steht ihm also ein gesetzlich eingeräumter Entscheidungsspielraum zur Verfügung, den er bei seiner Tätigkeit nach bestem Wissen und Gewissen auszufüllen hat.

#### bb) Ermessen des Aufsichtsrates

-----

Aufbauend auf diese Überlegungen stellt sich die Frage, ob und inwieweit sich auch der Aufsichtsrat bei seinen Entscheidungen auf einen adäquaten Ermessensspielraum stützen kann. Dies wäre wohl zu verneinen, wenn ein unternehmerisches Ermessen nur an die Ausübung der Unternehmerfunktion, also der Geschäftsleitung, geknüpft würde. Denn diese Stellung ist nach der Konzeption der Aktiengesellschaft ausschließlich dem Vorstand vorbehalten, wie ein Vergleich von § 76 I AktG mit § 111 I AktG schon auf den ersten Blick verdeutlicht, und im § 111 IV AktG unmissverständlich zum Ausdruck gebracht wird.

Die Kennzeichnung einer Entscheidung als „unternehmerische“ ist jedoch nicht funktional an die Organstellung des Ausführenden gebunden, sondern inhaltlich und nach ihren Konsequenzen für die Gesellschaft zu beurteilen. Durch seinen mittelbaren Einfluss auf die Geschäftsleitung könnte demnach auch der Aufsichtsrat unternehmerische Kompetenzen wahrnehmen. Die Einordnung in diese Charakteristik wird bei allen Entscheidungen in Form einer Ermessensausübung anhand ihrer Bedeutsamkeit und ihren Auswirkungen für das Unternehmen sowie des direkten Bezugs zu dessen Geschäftspolitik vorgenommen.

---

<sup>149</sup> *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung, S. 23.

<sup>150</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 76 Rdnr. 10.

Personalentscheidungen des Aufsichtsrates in ihren einzelnen Komponenten erfüllen diese Anforderungen. Von allen seinen Handlungen und Aufgaben tragen zuallererst sie den Charakter einer solchen unternehmerischen Entscheidung. Durch die Besetzung der Unternehmensleitung werden die Meilensteine für die künftige Unternehmenspolitik gesetzt. Die Auswahl der Person des Leitenden hat einen erheblichen Einfluss auf das Unternehmen und dessen Geschäftsgebaren.

Die Festlegung der Vorstandsbezüge wird man davon nicht trennen können, sie bildet einen essentiellen Teil dieser Aufgabe. Sie bestimmt zum einen den überhaupt in Frage kommenden Personenkreis und regelt im Einzelnen auch den vielleicht wichtigsten Aspekt der Beziehung zur Gesellschaft<sup>151</sup>. Die besondere wirtschaftliche Tragweite wird man einer Vergütungsregelung im Millionenbereich ebenfalls nicht absprechen können. Die Regelung der Vorstandsvergütung lässt sich daher in Kombination dieser beiden Argumente definitionsgemäß als Entscheidung unternehmerischen Charakters, mit allen Konsequenzen inklusive der Einräumung eines „unternehmerischen“ Ermessensspielraums subsumieren<sup>152</sup>.

Man kann also davon ausgehen, dass dem Aufsichtsrat bei der Gehaltsfestlegung ein unternehmerisches Ermessen zusteht. Eine Entscheidung kann daher nur rechtswidrig sein, wenn sie den Ermessensrahmen überschreitet. Es gilt daher, im Einzelnen dessen Modalitäten zu ermitteln. Es ist also nach Kriterien und Schranken der Ermessensausübung zu suchen.

---

<sup>151</sup> Zum Zusammenhang der Bereitstellung von Geld und der Auswahl des Personenkreises *Mutter*, *Unternehmerische Entscheidung*, S. 156; *Fonk*, FS *Semler*, S. 150.

<sup>152</sup> Ebenso OLG Düsseldorf, ZIP 1995, 1183, 1190; *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 104 ff.

## b) Ausrichtung am Unternehmensinteresse

---

Wie bereits festgestellt finden sich im Aktienrecht nur sehr vage Bestimmungen zu diesem Thema.

Als Ermessensschränke für das Gehalt eines Vorstandsmitglied lässt sich lediglich aus § 87 I AktG extrahieren, dass es in seiner gesamten Höhe angemessen sein muss. Zu Einzelheiten und Details der konkreten Ausgestaltung gibt es keine gesetzlichen Vorgaben außer die für alle Entscheidungen von Verwaltungsorganen der Aktiengesellschaft geltende: dass sie am Unternehmensinteresse orientiert sein muss<sup>153</sup>.

Der Ermächtigungszweck der Ermessenausübung wird also durch die Förderung des Unternehmensinteresses bestimmt. Das Unternehmensinteresse bildet daher den zentralen Ansatzpunkt bei der Bewertung von unternehmerischen Entscheidungen. Diese Orientierung gilt bei Personalentscheidungen sogar in doppelter Hinsicht: zum einen hat der Aufsichtsrat im Interesse des Unternehmens den geeignetsten Vorstandskandidaten zu den für das Unternehmen günstigsten Konditionen auszuwählen, zum anderen hat er mittels der Vergütungspolitik dann auch den Vorstand noch einmal aktiv an das Unternehmensinteresse zu binden<sup>154</sup>.

### aa) Konkretisierung des Unternehmensinteresses

---

Eine Definition des Unternehmensinteresses, ja schon allein eine Darlegung der Idee des Unternehmensinteresses<sup>155</sup> im Sinne einer Existenzberechtigung bereitet große Probleme.

Da das Unternehmen viele Interessengruppen vereint und mithin deren zum Teil auch gegenläufige Interessen in sich zusammenfügt, könnte man die Geschäftsführung auch direkt an ausgewählte Einzelinteressen binden und die Unternehmensleitung als mediative Tätigkeit mit dem Ziel einer stetigen Konsensbildung verstehen. Teilweise wird das Unternehmensinteresse auch in einem solch unmittelbaren interessenpluralistischen Ansatz verstanden<sup>156</sup>. In der Praxis mag der Geschäftsleitung auch im Einzelfall eine solche Vermittlerrolle, etwa zwischen den Interessen der Mitarbeiter und der Aktionäre, zukommen.

---

<sup>153</sup> kritisch: *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 135 f.

<sup>154</sup> Dazu siehe bereits oben B. II. 3. d.

<sup>155</sup> Obwohl heute weitgehend unstrittig, dazu bereits oben unter B. II. 3. d.

<sup>156</sup> Zu den einzelnen Ansätzen noch genauer im Folgenden.



Es macht jedoch Sinn, das Unternehmensinteresse abstrakt zu verstehen<sup>157</sup>. Nur eine solche Handhabung ist praktikabel und vor allem auch justiziabel. An einer konstruierten Figur des Unternehmensinteresses lässt sich die Einhaltung allgemeiner Regeln unternehmerischer Tätigkeit dokumentieren. Nur eine Abstraktion ermöglicht die systematische Erfassung unternehmerischen Verhaltens und die Formulierung von Regeln und Richtlinien, welche dann wieder für den Einzelfall konkretisiert werden können<sup>158</sup>. Es ist nicht die Aufgabe der Unternehmensleitung, den einzelnen, artikulierten Interessen im Unternehmen nachzugeben, sondern umgekehrt ist es ihre Aufgabe, a priori diese Interessen zu kennen, eine für das Interessenkonvolut „Unternehmen“ optimale Entscheidung zu treffen und diese dann gegen die Vertreter der Singulärinteressen im Unternehmen zu verteidigen und durchzusetzen. Nur so lässt sich das Unternehmensinteresse in einer Einzelfrage festlegen und dabei auf anerkannte und erfolgreiche Methoden der Unternehmensführung zurückgreifen. Die Beachtung dieser allgemeingültigen, wissenschaftlich fundierten und praktisch erprobten Grundsätze bei der Konkretisierung des Unternehmensinteresses kann dann auch einen Ansatz für die Justiziabilität der Entscheidung liefern.

Der Begriff des Unternehmensinteresses lieferte Stoff für umfangreiche Diskussionen. Jahrzehntlang versucht sich die Fachwelt an einer Definition, mit immer wieder neuen Ideen und Ansatzpunkten<sup>159</sup>. Dabei ist insbesondere in der Literatur der letzten Dekade, angeregt von globalwirtschaftlichen Betrachtungen, eine zunehmende Amerikanisierung feststellbar, sowohl inhaltlich, als auch in der Begrifflichkeit.

Bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben lassen die gesetzlichen Vorgaben im Aktienrecht den handelnden Organen einen weiten Spielraum für das Selbstverständnis und die Durchführung einer pflichtgemäßen Geschäftsleitung. Deshalb wurden und werden zu deren näherer Interpretation von Verbänden und privaten Interessengemeinschaften sowie einer Regierungskommission<sup>160</sup> Grundsätze entwickelt, die diesen Raum ausfüllen sollen<sup>161</sup>. Anknüpfend an die Tätigkeit dieser Regierungskommission wurde von einer Expertengruppe

<sup>157</sup> A. A. Schüller, *Vorstandsvergütung*, S. 135 f.

<sup>158</sup> Dahingehende Ansätze liefern etwa der Deutsche Corporate Governance Kodex oder Regeln ordnungsgemäßer Unternehmensführung; dazu gleich im Folgenden.

<sup>159</sup> Zur historischen Entwicklung des Bildes vom Unternehmensinteresse Schüller, *Vorstandsvergütung*, S. 131 ff.

<sup>160</sup> Eine am 6. 9. 2001 von der Bundesministerin für Justiz Prof. Dr. Herta Däubler-Gmelin ins Leben gerufene Expertenkommission, welche im Juli 2001 ihren Abschlußbericht vorlegte (BT-Dr 14/7515; in Buchform herausgegeben von Baums).

<sup>161</sup> Siehe die Endfassung des Corporate Governance Kodex, NZG 2002, 273; zur vorangegangenen Diskussion die Stellungnahme der Grundsatzkommission Corporate Governance (siehe Schneider/ Strenger, AG 2000, 106); Berliner Initiativkreis „German Code of Corporate Governance“ (siehe Peltzer/ von Werder, AG 2001, 1); oder die Schriftenreihe von Feddersen/ Hommelhof/ Schneider, *Corporate Governance*.

der Deutsche Corporate Governance Kodex entwickelt<sup>162</sup>. Es handelt sich um eine Zusammenfassung geltender Rechtsregeln verbunden mit einem gemessen an den Zielen des Kodex<sup>163</sup> am sinnvollsten erachteten Interpretationsansatz für alle konkreten Aspekte der Unternehmensleitung, also der Tätigkeit von Vorstand, Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfern sowie der Rolle der Aktionäre. Die Grundsätze von Corporate Governance setzen vor allem auf Offenlegung der Gestaltung und Ergebnisse von Unternehmensleitung innerhalb der Gesellschaften. Es werden Standards vorgegeben, denen Geschäftsleiter folgen sollen und deren Nichtbeachtung darzulegen ist<sup>164</sup> (§ 161 AktG).

Die Grundsätze von Corporate Governance haben dabei keinen normativen Charakter<sup>165</sup>, sondern sollen ihre Gültigkeit über den Einfluss der Anlagemärkte erlangen. Sie bilden Richtlinien, zu deren Befolgung sich die Unternehmen per Satzungsakt verpflichten können. Gesetzlich sind Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Aktiengesellschaften nach dem neuen § 161 AktG<sup>166</sup> nur verpflichtet, sich jährlich in einer gemeinsamen Erklärung zur Befolgung des Corporate Governance Kodex der Regierungskommission zu äußern (sogenannte Entsprechenserklärung beziehungsweise *comply or explain*-Regelung). Damit müssen Abweichungen der Unternehmensführung von den Vorgaben der Kommission im Einzelnen bekannt gemacht werden. Anleger können also grundsätzlich auf die Befolgung der Corporate Governance Grundsätze vertrauen und sich anhand der publizierten Abweichungen überlegen, ob sie die Geschäftspraxis der Unternehmensführung billigen.

Unabhängig davon könnten Corporate Governance-Grundsätze bei zunehmender Verbreitung irgendwann den Status einer kaufmännischen Übung erlangen, im Sinne eines Handelsbrauchs<sup>167</sup>. Dazu bleibt jedoch abzuwarten, ob ein dafür notwendiger Grad an Akzeptanz und tatsächlicher Anwendung durch die Majorität von Unternehmen auch tatsächlich erreicht wird.

---

<sup>162</sup> NZG 2002, 273 ff.; kommentiert bei *Ringleb/ Kremer/ Lutter/ v.Werder*, DCGK; insbesondere zu Vergütungsfragen (Ziffer 4. 2. 2. des Kodex) siehe dort S. 150 ff.; vergleiche auch *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance.

<sup>163</sup> Negativ formuliert als Korrektur der wesentlichen Kritikpunkte an der deutschen Unternehmensverfassung- siehe Einleitung zur Endfassung des Corporate Governance Kodex, NZG 2002, 273.

<sup>164</sup> Präambel des Kodex, NZG 2002, 273.

<sup>165</sup> *Cromme* nimmt in der Einleitung zur Endfassung des Corporate Governance Kodex, NZG 2002, 273 zum Rechtscharakter Stellung, indem er den Kodex als Akt der Selbstorganisation der deutschen Unternehmenspraxis bezeichnet. *Lutter*, ZGR 2001, 224, 225 spricht von „soft law“. Gegen eine rechtliche Bindungswirkung sprechen sich auch *Hefermehl/ Spindler*, in: *Kropff/ Semler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 36; *Ringleb*, in: *Ringleb/ Kremer/ Lutter/ v.Werder*, DCGK, Vorb. 34 ff., 55 aus, weitere Gedanken zur Rechtsqualität geben *Schüppen*, ZIP 2002, 1278 und *Ulmer*, ZHR 2002, 158 ff.

<sup>166</sup> Eingefügt mit dem TransPublG, BGBl. 2002, 2681; dazu *Ringleb*, in: *Ringleb/ Kremer/ Lutter/ v.Werder*, DCGK, Vorb. 39 ff., Präambel Rdnr. 97 ff.; *Schüppen*, ZIP 2002, 1269 ff.; *Götz*, NZG 2002, 599 ff.; *Lutter*, ZHR 2002, 523 ff.

<sup>167</sup> *Peltzer*, NZG 2002, 10, 11.

Zunächst hofft man erst einmal, durch die Selbstunterwerfung von Unternehmen unter diese Grundsätze und die damit verbundene Transparenz der Prinzipien der Unternehmensführung die Anlegerentscheidung positiv beeinflussen zu können und das Vertrauen von Investoren in die Unternehmensführung deutscher Gesellschaften zu stärken<sup>168</sup>. Daneben könnten Corporate Governance-Grundsätze, ihre Anerkennung und Praktizierung vorausgesetzt, durchaus in der Lage sein, im Wege der Ausfüllung unbestimmter Rechtsbegriffe mittelbar Rechtsverbindlichkeit zu erlangen<sup>169</sup>. Der Weg dazu wäre eine stärkere Einbindung der Rechtsprechung in die Kontrolle der unternehmerischen Tätigkeit<sup>170</sup>.

Gesetzlich ist die Pflichtenbindung der Unternehmensleitung an das Unternehmenswohl in den §§ 76 I, 93 I, 116 AktG statuiert. Die Sorgfalt einer ordentlichen Geschäftsführung im Sinne der Norm gebietet und gestattet jedoch die Einbeziehung wirtschaftstheoretischer, rechtsdogmatischer, sonstiger wissenschaftlicher, gesellschaftlicher und politischer Erkenntnisse sowie persönlicher und individueller Erfahrungswerte<sup>171</sup>. Die Festlegung klarer und verbindlicher Richtlinien erscheint aufgrund der Vielfalt der Einzelfaktoren und der wohl unüberbrückbaren Differenzen der Streitstände in den einzelnen wissenschaftlichen Fachgebieten nahezu unmöglich.

Zumindest jedoch herrscht weitestgehend Einigkeit darüber, dass der Vorstand nicht ausschließlich auf das Ziel eines nachhaltig zu erwirtschaftenden, möglichst hohen Gewinns verpflichtet ist, sondern die Berücksichtigung anderer Ziele durchaus zulässig ist. Genannt werden zum Beispiel Vergütungsgerechtigkeit, betriebliche Arbeitsbedingungen, politisches und gesellschaftliches Engagement, Nachwuchsförderung, soziale Integration, ökologische sowie gesamtwirtschaftliche Aspekte<sup>172</sup>. Der gesetzliche Rahmen für die Ausübung der Geschäftstätigkeit von Vorstand und Aufsichtsrat, insoweit letzterem ein solcher zugestanden wird, ist also weit offen. Die sehr abstrakte Behandlung des Themas durch den Gesetzgeber lässt deshalb Raum für eine Vielzahl von Interpretationen.

Da keine Legaldefinition des Unternehmensinteresses existiert, muss dieser Begriff von einer abstrahierenden Beurteilung praktischer unternehmerischer Erfahrungen ausgefüllt werden.

---

<sup>168</sup> Einleitung des Kodex, NZG 2002, 273.

<sup>169</sup> *Schulz-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1436 und *Schüppen*, ZIP 2002, 1271, gehen davon aus, dass unabhängig von der Akzeptanz in den Unternehmen allein die Kompetenz und Autorität der Kodexkommission die Gerichte anhalten wird, den Kodex zur Konkretisierung aktienrechtlicher Rechtsbegriffe heranzuziehen. Gegen eine rechtliche Bindungswirkung des Kodex an sich argumentieren *Hefermehl/ Spindler*, in: *Kropff/ Semler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 36.; *Ringleb*, in: *Ringleb/ Kremer/ Lutter/ v. Werder*, DCGK, Vorb. Rdnr. 34 ff, insbesondere Rdnr. 55 f.

<sup>170</sup> Zu den Realitäten und Möglichkeiten siehe unten Abschnitt D. II. 3.

<sup>171</sup> Dazu *Hopt*, Großkomm, § 93 Rdnr. 86 ff.

<sup>172</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 76 Rdnr. 11 m. w. N.

Die Grundlagen dieser Konzeption sind wirtschaftswissenschaftlich zu suchen<sup>173</sup>. Die juristische Bewertung hat sich an den ökonomischen Notwendigkeiten zu orientieren und diese mit den obligatorischen (weil gesetzlich gebotenen) sozialen, ökologischen, politischen und anderen maßgeblichen Bedürfnissen in Einklang zu bringen<sup>174</sup>.

Zweifellos lässt sich einem Unternehmen, als Summe der darin gesammelten Interessenträger, eines unterstellen: Als Wirtschaftsobjekt verfolgt es den Zweck der Gewinnerzielung sowie seiner dauerhaften substantiellen Existenzsicherung am Markt, kurz: seinen Unternehmenserfolg<sup>175</sup>. Das Problem an dieser Stelle liegt jedoch darin, dass das Unternehmen nicht abstrakt ein Interesse kennt, da es selbst, als reines Rechts- oder Wirtschaftskonstrukt, natürlich kein Interessenträger ist. Es bildet sich vielmehr aus einer Gesamtheit von beteiligten Personen- und Interessengruppen, welche im Einzelfall einander gegenüberstehen können.

Eine über die Minimalformel der Existenzsicherung hinausgehende Homogenität in den Erwartungen und Absichten der Beteiligten eines Unternehmens lässt sich deshalb kaum feststellen. Die Aufgabe der Unternehmensleitung ist es, die differenzierten Einzelinteressen in einem allseitig akzeptablen, zugleich aber auch funktionalen und erfolgreichen Konsens zu berücksichtigen und zu werten. Einer unternehmerischen Entscheidung sind (wirtschafts)-wissenschaftliche und empirische Erkenntnisse zugrunde zu legen. Bei der Ermittlung des Unternehmensinteresses ist darauf abzustellen, welche Einzelinteressen beachtet werden sollen, welche Gewichtung sie erfahren und unter welchen Gesichtspunkten Entscheidungen treffen sind.

Dieser Abwägungsprozess bei jeder Entschlussfassung bildet eine ständige unternehmerische Aufgabe für die Verwaltungsorgane, denn es kann niemals eine konstante, dauerhafte Größe gefunden werden<sup>176</sup>. Vielmehr muss das Unternehmensinteresse für jede unternehmerische Entscheidung stets neu interpretiert werden.

---

<sup>173</sup> Zur betriebswirtschaftlichen Entscheidungstheorie *Großmann*, Unternehmensziele, S. 37 ff.; zu den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensführung *Hefermehl/ Spindler*, in: *Kropff/ Semler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 33 f.; *Mertens*, KölnKomm AktG, § 111 Rdnr. 29 f.; *v.Schenk*, NZG 2002, 64, 66; *v.Werder*, in: *Ringleb/ Kremer/ Lutter/ v.Werder*, DCGK, S. 111 ff. m. w. N.

<sup>174</sup> Zum Meinungsstand in der Literatur *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 133 ff.

<sup>175</sup> Wie hier *Teubner*, ZHR 148, 470; *Raiser*, FS Schmidt, S. 103 ff.; *Raisch*, FS Hefermehl, S. 349 ff.; *Riechers*, Das Unternehmen an sich, S. 172 ff.

<sup>176</sup> *Semler*, Leitung und Überwachung der AG, S. 34.

## bb) Shareholder und Stakeholder Value-Theorien

---

Bei der Sichtung des umfassenden Schrifttums zur Definition ordnungsgemäßer Unternehmensführung lassen sich generell zwei theoretische Grundströmungen extrahieren, von denen eine in den letzten Jahren zunehmend gewichtig wurde. Seit Beginn der Neunziger Jahre hat in der deutschen Wirtschafts- und Rechtsliteratur ein unter dem Schlagwort Shareholder Value<sup>177</sup> bekannt gewordenes Konzept Einzug gehalten<sup>178</sup>. Grundsätzlich handelt es sich dabei um ein Bilanzierungssystem, welches den Aktionären zeigen soll, welches Renditepotential in einem Unternehmen steckt<sup>179</sup>. Der Shareholder Value ist der finanzielle Wert des Eigenkapitals, also dessen Ertragswert, für den Eigentümer<sup>180</sup>. Daraus ergibt sich konsequenterweise eine an der Maximierung des Shareholder Value orientierte Geschäftsführung, um eine möglichst hohe Kursentwicklung zu erzielen, also den Wert des Unternehmens zu steigern.

Als eine, im Ergebnis, Unternehmensphilosophie für börsennotierte Aktiengesellschaften, die sich ausschließlich an den Gewinninteressen der Aktionäre orientiert, fordert dieses Konzept eine aktienkursorientierte Art der Unternehmensführung. Das Unternehmensinteresse wird demnach von den Vertretern des Shareholder Value-Konzepts sehr nahe, beziehungsweise ausschließlich, am Interesse der Aktionäre (*stock-* oder eben auch *shareholder*) orientiert.

Demgegenüber steht eine ganze Palette von interessenpluralistischen Ansätzen, welche sich bei der Ermittlung des Unternehmensinteresses um einen Ausgleich zwischen allen Beteiligten bemühen<sup>181</sup>. Nach diesen Auffassungen soll ein Konsens zwischen den Interessen der Eigentümer und der Arbeitnehmer, teilweise unter Einbeziehung der Gläubiger und Vertragspartner oder sogar der Öffentlichkeit gefunden werden.

Diese Sichtweise hat in Deutschland eine lange Tradition und herrschte in der juristischen Betrachtung des Problems sowie in den Führungsetagen der Wirtschaft lange Zeit vor<sup>182</sup>. Doch auch in der angelsächsischen Literatur findet sich dieser Ansatz im Begriff des

---

<sup>177</sup> Die Grundlage zu diesem Ansatz lieferte 1986 *Alfred Rappaport* (*Rappaport, Creating Shareholder value*) auf Basis der Arbeiten von *Markowitz* (Portofolitheorie) und *Miller* (Unternehmensfinanzierung).

<sup>178</sup> Unter Anderen äußern sich zu diesem Thema: *Adams*, ZfB 1997, EGH 4; *Busse von Colbe*, ZGR 1997, 271 f.; *Elkert/Schmusch*, in: *Dörner/Menold/Pfitzer*, S. 79; *Hüffer*, ZHR 1997, 214; *Kübler*, FS *Zöllner*, S. 321 ff.; *Mülbart*, ZGR 1997, 129 ff.; *Wellkamp*, Vorstand, AR und Aktionär, S. 5; *Wymeersch*, ZGR 2001, 294.; *Nicolaysen*, Leitungsermessen, S. 60 ff.

<sup>179</sup> *Wellkamp*, Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionär, S. 5.; *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 50 ff.

<sup>180</sup> *Busse von Colbe*, ZGR 1997, 271, 272 f. mit im Nachfolgenden einer detaillierten Darstellung der Berechnungsmethodik.

<sup>181</sup> Zu den verschiedenen Ansätzen etwa *Hopt*, Großkomm, § 93 Rdnr. 86 ff.; eine umfangreiche Darstellung der verschiedenen Fachliteratur findet sich auch bei *Semler*, Leitung und Überwachung der AG, Fn. 94.

<sup>182</sup> *Busse von Colbe*, ZGR 1997, 271, 272.

*stakeholder value* wieder. Bei der Definition des Unternehmensinteresses existieren also im Wesentlichen ein interessenmonistischer und ein interessenpluralistischer Ansatz, welche unter den Schlagwörtern der Shareholder- und Stakeholder-Theorie diskutiert werden<sup>183</sup>; zwei Alternativen, zwischen denen es zu entscheiden gilt.

#### cc) Vielfalt der Interessen und Konzepte

-----

Allen Beteiligten und allen, die ein positives Interesse am und im Unternehmen haben, konnte zumindest ein gemeinsamer Nenner unterstellt werden: der Bestand und Erhalt der Gesellschaft an sich.

Die verantwortungsvolle Verfolgung subjektiver Einzelziele beschränkt sich auf Maßnahmen, welche das ‚Gemeinschaftsprojekt‘ Unternehmen in seinen substantiellen Bestandteilen nicht in Gefahr bringen. Vernünftigerweise kann man deshalb davon ausgehen, dass die Geschäftsführung sich bei ihrer Tätigkeit an der Erzielung eines zur Sicherung der Kapital- und Ertragskraft ausreichenden Gewinns orientieren muss<sup>184</sup>. Der Erhaltung der Unternehmenssubstanz ist in jedem Fall erste Priorität einzuräumen. Alle anderen Interessen müssen dahinter zurücktreten. Entscheidungen, die nicht auf Unternehmenserfolg ausgerichtet sind und dadurch den Bestand des Unternehmens gefährden, sind deshalb schlicht rechtswidrig<sup>185</sup>.

Eine über diesen Konsensminimum hinausgehende Unternehmenspolitik wird von den einzelnen Interessenträgern sehr differenziert wahrgenommen und bewertet, wobei nur zum Teil wirtschaftlich-ökonomische Aspekte im Vordergrund stehen. Ausgehend von den verschiedenen Standpunkten und Sympathien mit den einzelnen Interessengruppen ergeben sich deshalb auch die variierenden Konzepte rechtlicher Betrachtungen, nach deren Ausrichtung die Geschäftsleitung die Gesellschaft führen soll.

#### (1) Aktionärsinteressen

-----

Eine den Prinzipien der Shareholder Value-Theorie folgende Unternehmensleitung fühlt sich ausschließlich, oder besser: vorrangig, den Eigentümern des Unternehmens verpflichtet.

Die möglichst hohe Gewinnausschöpfung bildet die einzige Maxime, der nur eingeeengt durch die gesetzlichen Vorschriften und geschäftlichen Gepflogenheiten zugearbeitet werden soll.

---

<sup>183</sup> Vgl. Literatur unter Fn. 178.

<sup>184</sup> Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 21.

<sup>185</sup> Mertens a. a. O., Rdnr. 17.

Die Geschäftsstrategie ist stets und ständig auf die Steigerung des Börsenwertes ausgerichtet. Eine gute Performance des Aktienkurses bedeutet demnach Erfolg, ein nicht mit branchenweiten Entwicklungen entschuldbarer Kursrückgang ist gleichbedeutend mit Versagen. Andere Interessen im Unternehmen sind nur sekundär zu berücksichtigen, wenn dadurch der Shareholder Value nicht beeinträchtigt wird. Auf ein derartiges Verständnis von Geschäftsführung drängen natürlich vor allem die Interessenvertreter von Anlegern und Investoren.

Eine solche Vorgehensweise birgt natürlich auch Gefahren. Die Verpflichtung, jederzeit und überall rentabel zu arbeiten, beinhaltet immanent eine gewisse Kurzfristigkeit der Perspektive. Längerfristige und kostenintensive, aber womöglich prinzipiell trotzdem richtige Investitionen können den Börsenwert vorübergehend senken<sup>186</sup>. Eine vernünftige, aber eher vorsichtige Unternehmenspolitik, die langfristig auf Erhalt und Bestand orientiert geschäftliche Risiken meidet, kann bilanziell hinter einer wagnisfreudigeren Konkurrenz zurückbleiben, diese aber vielleicht gerade deswegen überleben. Temporäre Krisen können sich als eine Katastrophe auswirken, die sie vielleicht gar nicht sein müssten. Über solch reale Gefahren hinaus ist die Diskussion um das Shareholder Value-Konzept jedoch vielerorts unsachlich und ideologisch überfrachtet<sup>187</sup>.

## (2) Arbeitnehmerinteressen

-----

Bei einer derartigen Gewinnmaximierung zugunsten der Anteilseigner um jeden Preis sehen natürlich die anderen Beteiligten, insbesondere die Arbeitnehmer, die Wahrung ihrer Interessen bedroht. Die Angestellten des Unternehmens, vom Arbeitnehmer bis auch zum Vorstandsvorsitzenden (dieser noch wesentliche Punkt der Eigeninteressen leitender Angestellter sei hier schon einmal hervorgehoben) sind verständlicherweise vorrangig interessiert an der Erhaltung ihres Arbeitsplatzes, ihrer Einkünfte und der betrieblichen Altersvorsorge.

Dagegen kann es im Rahmen einer am Shareholder Value orientierten Unternehmensführung notwendig sein, als Rationalisierungsmaßnahme zur Kostensenkung Arbeitsplätze abzubauen. Ebenso läuft diese Art der Geschäftsführung grundsätzlich den finanziellen Forderungen der Mitarbeiter entgegen, denn Personalkosten belasten den Gewinn.

---

<sup>186</sup> Als Anschauungsbeispiel sei die Vergabe der UMTS-Lizenzen genannt. Ob sich deren Erwerb für die betreffenden Unternehmen rentiert, wird sich erst Jahre nach der Entstehung der Kosten erweisen.

<sup>187</sup> Treffend wurde *Jürgen Schrempp* (Vorstandsvorsitzender der Daimler-Chrysler AG) folgendermaßen zitiert (bei *Kübler, FS Zöllner*, S. 322): „Ein Gespenst geht wieder mal um in Europa. Diesmal ist es nicht der Kommunismus. Diesmal ist es der Shareholder Value, der Angst und Aufregung verbreitet.“

Allerdings steht die sachgerechte Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen aber auch nicht im vollkommenen Gegensatz zu einer Ausrichtung auf Gewinnsteigerung. Prinzipiell kann eben auch nur ein florierendes Unternehmen expandieren, Personal einstellen und seine Mitarbeiter womöglich auch finanziell am Erfolg beteiligen. Dagegen sind überhöhte Personalkosten Passiva, die den Unternehmensgewinn in nicht vertretbarer Weise belasten können. Im Übrigen führt der Arbeitsmarkt ein Eigenleben, welches von einem einzelnen Unternehmen nicht kontrolliert werden kann. Es wird sich hier allgemeinen Vorstellungen und Gepflogenheiten beugen und für sein Personal die Kosten aufbringen und die Maßnahmen ergreifen müssen, die notwendig sind, aber eben nicht mehr als diese. Vor unseriösen Maßnahmen sind Arbeiter und Angestellte ausreichend durch ihre Verträge und geltendes Arbeits- sowie Mitbestimmungsrecht geschützt. Dieses setzt sie in die Lage, ihre Interessen wirkungsvoll zu artikulieren und nachhaltig durchzusetzen und so tatsächliche Unbilligkeiten zu beseitigen.

Es ist deshalb nicht sachgerecht, die Interessen von Arbeitnehmern und Angestellten bei der Ermittlung des Unternehmensinteresses per se mit denen der Eigentümer gleichzustellen. Als Unternehmensbeteiligte sind ihre Interessen von der Geschäftsleitung jedoch in abgestuftem Maß oder zumindest sekundär zu berücksichtigen.

### (3) Drittinteressen

-----

Etwas anderes gilt für Gläubiger, Geschäftspartner und Kunden. Sie sind nicht Teil des Unternehmens und unterstehen somit nicht dem Verantwortungsbereich der Geschäftsleitung. Als Außenstehende können sie sich vertraglich ausreichend vor wirtschaftlichen Einbußen schützen, vor Verlusten durch dingliche oder personale Sicherheiten. Im Gegensatz zu den Eigentümern und Mitarbeitern sind sie in der Lage, jeden einzelnen wirtschaftlichen Kontakt zu dem Unternehmen selbst zu überprüfen und eine separate Entscheidung über dessen Rentabilität zu fällen. Die Betriebsleitung muss natürlich im Rahmen des § 93 I AktG alle Gesetze zum Gläubigerschutz mit der gegebenen Sorgfalt beachten, darüber hinaus bildet die Wahrnehmung von Gläubigerinteressen keine Verhaltensmaxime im Rahmen der Unternehmensführung.



#### (4) Allgemeininteressen

-----

Im heutigen Aktienrecht existiert keine ausdrückliche Bindung an das Gemeinwohl mehr<sup>188</sup>. Aus Art. 14 II GG wird dennoch eine Bindung der Aktiengesellschaft an den Grundsatz der Sozialpflichtigkeit entnommen<sup>189</sup>. Allerdings wird dessen Gewichtung im Rahmen der Interessenabwägung dem Ermessen des Vorstandes überlassen. Nur soweit sich dieses öffentliche Interesse in Rechtssätzen niederschlägt, resultiert deren gebotene Einhaltung auch in dessen obligatorischer Wahrnehmung<sup>190</sup>. Wenn es jedoch nicht durch Spezialgesetze geboten ist und auch nicht der Gewinnerzielung dient, ist eine darüber hinaus gehende Verfolgung eines öffentlichen oder sozialen Interesses für die Organe der AG nicht zwingend<sup>191</sup>.

Aufgrund dieser Interessenbewertung und der Betrachtung der gesetzlichen Lage ist es deshalb juristisch nicht zu beanstanden, wenn sich der Vorstand auf den Standpunkt stellt, den Belangen der Allgemeinheit und der Arbeitnehmer in ausreichendem Maße gerecht zu werden, wenn er alle Gesetze strikt beachtet, vor allem angesichts der Dichte der sozialen Inpflichtnahme der Unternehmen durch den Gesetzgeber<sup>192</sup>.

Im Gegenteil kann es ihm aber zum Vorwurf gemacht werden, wenn er diese Interessen unter Vernachlässigung des Unternehmenserfolges überbetont<sup>193</sup>. Der Vorstand hat in erster Linie auf den Unternehmensbestand zu achten. Dieser kann nur gewährleistet werden, wenn das Unternehmen rentabel arbeitet. Das setzt die Erwirtschaftung eines ausreichenden Gewinns voraus. Es wäre daher nicht vertretbar und somit sorgfaltswidrig, wenn der Unternehmensgewinn unter einer zu großzügigen Verfolgung anderer Ziele leidet und sich infolgedessen die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft verschlechtert.

---

<sup>188</sup> Eine solche war noch im § 70 I AktG von 1937 enthalten.

<sup>189</sup> BVerfGE 12, 263, 282; BVerfGE 14, 263, 282; *Hefermehl*, GHEK, § 76 Rdnr. 21.

<sup>190</sup> *Meyer-Landrut*, Großkomm, § 76 Rdnr. 9.

<sup>191</sup> H.M.: *Hefermehl*, GHEK, § 76 Rdnr. 21; *Mertens*, KölnKomm, § 76 Rdnr. 16; *Steinbeck*, Überwachungspflicht und Einwirkungsmöglichkeiten des AR, S. 79; *Semler*, Leitung und Überwachung der AG, S. 38 f. m. w. N.; *Rittner*, FS *Geßler*, S. 142.

<sup>192</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 76 Rdnr. 18.

<sup>193</sup> *Mertens* ebenda.

## dd) Favorisierung des Shareholder Value-Ansatzes für börsennotierte Aktiengesellschaften

---

Für eine grundlegende Bevorzugung von Aktionärsinteressen sprechen vor allem die stärkeren wirtschaftlichen, aber auch die stärkeren juristischen Argumente.

Zum einen sind die Aktionäre die Eigenkapitalgeber des Unternehmens. Daraus resultiert das Vermögen, den Aktienkurs des Unternehmens zu bestimmen. Kauf- und Verkaufsentscheidungen aktueller und potentieller Aktionäre bestimmten den Preis der Anteile im Handel. Dessen Gewicht für das Unternehmen und die Unternehmensbewertung findet zunehmend auch in der Rechtsprechung Niederschlag<sup>194</sup>. Auch die Kapazität eines Unternehmens, Fremdkapital aufzunehmen, hängt vom Marktwert seines Eigenkapitals ab. Somit werden sämtliche Finanzierungsquellen vom Aktienwert bestimmt. Demzufolge hängt die Fähigkeit der Gesellschaft, die Ansprüche ihrer stakeholder zu erfüllen, zu einem maßgeblichen Teil vom Verhalten der Anteilseigner ab. Die Befriedigung der Interessen dieser Gruppe muss daher Vorrang haben<sup>195</sup>.

Zum anderen tragen sie schließlich das unternehmerische Risiko, zumindest das Residual- oder Restrisiko. Im Konkursfall werden sie meist leer ausgehen. Zwar steht ihnen theoretisch jederzeit die Möglichkeit zu, ihre Anteile zu verkaufen, aber in Krisensituationen werden sie kaum, oder nur unter Verlusten in der Lage sein, ihr Kapital zu sichern, indem sie sich von der Gesellschaft lösen, da kein Anspruch auf Einlagenrückzahlung besteht.

Nicht zuletzt spricht die derzeitige Wirtschaftssituation für den Shareholder Value-Ansatz. Schließlich handelt es sich hierbei um börsennotierte Aktiengesellschaften. Sie sind in ihrem Bestehen vom globalen Finanzmarkt abhängig. Diesen beherrschen in zunehmendem Maße institutionelle Anleger, insbesondere die großen Pensionsfonds<sup>196</sup>. Deren Bindung an ein Unternehmen ist natürlich von rein rationalen Gesichtspunkten getragen, vorrangig von Investitionssicherheit, Rendite- und Gewinnerwartungen. Für eine darüber hinausgehende, emotionale und auch wirtschaftliche Schwächeperioden tolerierende Beziehung zu einer Gesellschaft, wie sie vielleicht durch Belegschaftsaktien vermittelt wird, ist in einem solchen Geschäftskonzept kein Raum. Die Abwertung von Aktien aufgrund schlechter Gewinnerwartungen kann deshalb deren Verkauf bedeuten, was unter Umständen die Selbstständigkeit des Unternehmens kosten kann. Schließlich kann es selbst einem florierenden Unternehmen mit exzellenten Zukunftsaussichten passieren, von einem

---

<sup>194</sup> Zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Abfindung außenstehender Aktionäre BVerfG, NZG 2000, 28 ff.= AG 2000, 40; dazu *Luttermann*, AG 2000, 461 f.

<sup>195</sup> Rappaport, *Creating Shareholder Value*, S. 13.

<sup>196</sup> Aus den Ländern, deren Altersversorgung im wesentlichen auf dem Kapitalstockverfahren beruht, also etwa den USA, Großbritannien, Niederlande, Schweiz und Schweden.

Konkurrenten übernommen zu werden, wie immer wieder Fälle in der Wirtschaftsgeschichte zeigen<sup>197</sup>. Wirtschaftliche Schwächeperioden und damit verbundene Kursrückgänge sowie Vertrauensverluste der Anleger erhöhen natürlich ein solches Risiko. An solchen Übernahmen verdienen dann paradoxerweise wieder die verkaufenden Aktionäre, negativ betroffen sind meist die Arbeitnehmer, denen Entlassung droht. Daran lässt sich erkennen, dass eine Vernachlässigung der Anteilseignerinteressen etwa zugunsten derer der Angestellten und Arbeitnehmer sich ganz schnell gegen die vorübergehend Bevorzugten wenden kann.

Dem Einwand, dass es sich bei dem Konzept des Shareholder Value lediglich um ein Diktat der Finanzmärkte handle, dem jedoch jedwede gesetzliche Grundlage fehle und welches deshalb keinen Maßstab für die Gerichtskontrolle hergebe<sup>198</sup>, kann mit den §§ 76 I und 93 I AktG entgegengetreten werden. Es obliegt dem Geschäftsführer, mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes verantwortungsvoll für seinen Vertretenen zu agieren. Da sich dieser in einer derartigen Abhängigkeit vom internationalen Kapitalmarkt befindet, würde sich eine Vernachlässigung der Aktionärsinteressen, resultierend in einer Schädigung der Gesellschaft, als Pflichtwidrigkeit, als Verstoß gegen die Sorgfaltspflicht darstellen. Ein solcher wäre im Angesicht der gesetzlichen Regelung durchaus auch der gerichtlichen Kontrolle unterworfen.

Diese Überlegungen lassen das Shareholder Value-Konzept als im Ergebnis alternativlos erscheinen. Zwar steht einer Unternehmensleitung bei der Definition und Ausübung ihrer über die substanziellen Maßnahmen zur Bestandsicherung und Erhaltung der Ertragskraft hinausgehenden Tätigkeit ein unternehmerisches Ermessen grundsätzlich zu. Aufgrund der wirtschaftlichen Notwendigkeiten eines globalisierten Kapitalmarktes ist es jedoch für eine pflichtgemäße Unternehmensleitung als unabdingbar anzusehen, die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit an den Finanzmärkten sicherzustellen<sup>199</sup>. Sollte es dazu nur ein einziges probates Mittel geben, eine Ausrichtung der Geschäftsstrategie am Shareholder Value-Konzept<sup>200</sup>, dann begründet dieser Grundsatz Handlungspflichten für die Unternehmensführung.

Vergleichbar ist diese Situation mit der aus dem Verwaltungsrecht bekannten Figur der Ermessensreduktion auf Null, welche einen eigentlich gesetzlich garantierten

---

<sup>197</sup> Wofür die übernommene Mannesmann AG ein gutes Beispiel liefert (siehe Handelsblatt vom 11.1.2000; FAZ vom 9.2.2000), an welcher zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots zu 78,8% institutionelle Anleger, davon 40% angelsächsische Fonds beteiligt waren (Quelle bei Schneider in DB 2000, 2413, 2414).

<sup>198</sup> Gawrisch, Ermessensentscheidungen des AR, S. 228.

<sup>199</sup> Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 22.

<sup>200</sup> Zu einem möglichen anderen Konzept, der Balanced Scorecard (BSC) siehe Däubler, DB 2000, 2270.

Ermessensspielraum in dem Fall, dass nur eine Entscheidungsalternative pflichtgemäß ist, auf diese reduziert. Genauso erscheint nach gegenwärtigem Stand der Wirtschaft und Wissenschaft für börsennotierte Aktiengesellschaften letzten Endes nur eine einzige Geschäftsleitungsstrategie tragbar, orientiert am Shareholder Value.

Dies bedeutet jedoch nicht, das Unternehmensinteresse unter allen Umständen mit den Aktionärsinteressen gleichzusetzen.

Zum einen bilden die Aktionäre keine homogene Gruppe mit identischen Anlage- und Investitionsstrategien, zum anderen geht es nicht darum, den tatsächlich erklärten oder vermuteten Weisungen der Anteilseigner zu folgen. Der Unternehmenserfolg beruht allein darin, das Anlageverhalten aktueller und potentieller Investoren zu steuern und die Aktien für diese attraktiv zu machen. Maßstab für den Erfolg einer Unternehmensführung ist nur eine nachhaltige Steigerung des Börsenkurses. Beispielsweise mögen einzelne Substanzveräußerungen (ein sogenanntes *asset stripping*) durch eine Gewinnausschüttung zwar punktuell lukrativ für Anteilseigner sein, welchen lediglich Gewinnmaximierung als Ziel gilt, aber nicht dem Unternehmensinteresse entsprechen, welchem Erhaltung und Bestand als oberste Priorität voransteht.

Ein solcher Ausverkauf widerspräche im Übrigen auch der Shareholder Value-Strategie, welche den Aktionären ein Interesse an der Steigerung des Börsenwertes und Dividendenausschüttung unterstellt, also auf Erhaltung und Mehrung der eingebrachten Investitionen bedacht ist, nicht jedoch um den Preis der Zerstörung der Unternehmenssubstanz. Dies gilt generell für geschäftsschädigende Eingriffe zugunsten eines Aktionärs oder der Aktionärs Gesamtheit<sup>201</sup>. Natürlich haben die Aktionäre jederzeit das Recht, Strukturmaßnahmen in ihrem Sinne zu ergreifen (§ 119 AktG), jedoch nur im Rahmen ihrer Kompetenzen durch Beschlussfassung in der Hauptversammlung (§§ 121, 179 AktG)<sup>202</sup>. Ohne einen direkten Hauptversammlungsbeschluss wäre ein solches Aktionärsinteresse für den Vorstand deshalb rechtlich unmaßgeblich<sup>203</sup>.

---

<sup>201</sup> Eine Parallele kann an dieser Stelle zur bei der GmbH bekannten Fallgruppe sogenannter existenzschädigender oder -vernichtender Eingriffe gezogen werden, welche mit BGH, NJW 2001, 3622 = GmbHR 2001, 1036 („Bremer Vulkan“) und BGH, GmbHR 2002, 902 („KBV“) Einzug in die Rechtsprechung genommen hat; mit dem Unterschied der Weisungsgebundenheit des GmbH-Geschäftsführers an Beschlüsse der Gesellschafter, § 37 I GmbHG.

<sup>202</sup> Vergleiche etwa BGHZ 106, 184, 190 ff.; insbesondere zu Rechten von Aktionärs minderheiten und zur gerichtlichen Kontrolle eines Auflösungsbeschlusses.

<sup>203</sup> Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 24.

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass das Unternehmenswohl, zumindest bei börsennotierten Aktiengesellschaften, sehr eng mit den Interessen der Aktionäre verknüpft ist. Eine am Shareholder Value orientierte Unternehmensführung wird dem am ehesten gerecht. In einem Konsens aller beteiligter Interessen erweist sich diese als unabdingbar und letzten Endes auch als für alle Seiten akzeptabel<sup>204</sup>. Generell kann man daher sagen, dass oberste Priorität die angemessene Gewinnerzielung zugunsten der Kapitalgeberseite haben muss. Erst wenn diese gewährleistet ist, dürfen im Rahmen der verbleibenden Entscheidungsalternativen die anderen Komponenten des Unternehmensinteresses, speziell die der Arbeitnehmer, eine Gewichtung erfahren.

Diese Grundsätze gelten auch, oder sogar im Besonderen, für Personal- und Vergütungsentscheidungen. Entscheidungen oder Vereinbarungen von Vorstandsvergütungen betreffen normalerweise längerfristige Zeiträume in der Zukunft. Solche Entscheidungen müssen a priori getroffen werden und sind somit erst einmal nicht durch konkrete Ereignisse und Resultate geprägt. Demzufolge können sie nur an allgemeinen Erkenntnissen ausgerichtet sein. Die Vergütung muss und kann also nur an der Förderung des Shareholder Value orientiert werden.

### **c) Leistungsbezogenheit von Vergütungen**

---

<sup>204</sup> Ein weiterer Vorteil dieser Interpretation des Unternehmenswohls liegt in der größeren Praktikabilität der Rechtssprechung. Ein solcher monistischer Ansatz ist justiziabel, im Gegensatz zu allen anderen Formen der Ausgleichsfindung der im Unternehmen angelegten Interessen, welche der Geschäftsführung doch einen erheblich weiteren Spielraum einräumen (ebenso Kübler, FS Zöllner, S. 334).

-----

Es stellt sich für den zuständigen Aufsichtsrat dann konsequenterweise die Frage, wie die Vergütungsstrategie am Besten an diesen Grundsatz gekoppelt werden kann; und zwar gleich in zweifacher Hinsicht.

Zum einen soll der bestmögliche Kandidat bei geringst möglicher Beanspruchung der finanziellen Ressourcen des Unternehmens gefunden werden. Zum anderen soll der gefundene Kandidat bei Aufnahme und Ausübung seiner Tätigkeit möglichst nachhaltig an das Unternehmensinteresse gebunden werden, auch mittels seiner Vergütung.

Dabei lässt sich die folgende These voraussetzen:

aa) Verbot der Verschwendung von Gesellschaftsvermögen

-----

Unternehmen als Wirtschaftsobjekte sind zuallererst geschaffen, um wirtschaftlich erfolgreich zu sein. Dies wird spezifiziert und möglicherweise eingeschränkt durch den jeweiligen Gesellschaftszweck. Als Grundintention bleibt jedoch das Ziel einer möglichst nachhaltigen Gewinnerzielung bestehen. Ressourcen und Produktivkräfte sind deshalb immer effektiv und zum Nutzen des Unternehmens einzusetzen. Das gilt natürlich auch oder sogar im Besonderen für dessen liquide Mittel.

Diese ökonomische Selbstverständlichkeit ergibt im Umkehrschluss, dass jeder Einsatz von Gesellschaftsmitteln auch einer Rechtfertigung bedarf, welche dieser grundlegenden Aufgabenstellung gerecht wird. Immer wenn Gesellschaftsmittel eingesetzt werden, hat dies zum Nutzen der Gesellschaft zu erfolgen, es muss also zumindest die Erlangung eines im weitesten Sinne vermögenswerten Äquivalents möglich und bezweckt sein. Ein solches Äquivalent muss dabei nicht notwendigerweise einen direkt liquidierbaren Geldwert besitzen. Es kann sich ebenso um einen Vorteil oder eine Besserstellung am Markt, in der Öffentlichkeit, bei für das Unternehmen bedeutsamen Entscheidungsträgern oder um vergleichbare Konstellationen handeln. Beispielsweise können Ausgaben für Werbung oder karitative Zwecke das Bild des Unternehmens in der Öffentlichkeit, also auch bei potentiellen Geschäftspartnern verbessern, was wiederum positive Effekte auf den Absatz von Produkten haben kann. Damit soll demonstriert werden, dass die Spannbreite legitimer Ziele eines Einsatzes von Gesellschaftsmitteln im hier vertretenen Sinne sehr vielfältig ist und weit gefasst sein muss.

Ebenso soll hiermit keine Erfolgshaftung von Vorstandsmitgliedern konstruiert werden<sup>205</sup>. Die Geschäftsleitung soll in Kapitalgesellschaften nicht für unternehmerischen Misserfolg und dafür haften, dass anvisierte Ziele nicht immer wie anfänglich geplant realisierbar sind, sondern lediglich für unsorgfältiges Verhalten. Auch eine erfolglose, aber mit den richtigen Intentionen vorgenommene Leistung oder Transaktion kann im Interesse des Unternehmens liegen und pflichtgemäß sein.

Fehlt jedoch eine solche Rechtfertigung für den Einsatz von Gesellschaftsmitteln ganz, dann handelt es sich um Verschwendung von Gesellschaftsvermögen. Selbst in der eher zurückhaltenden US-amerikanischen Rechtssprechung wirkt ein solcher Tatbestand (*waste of corporate assets*)<sup>206</sup> als Verletzung der *duty of care* haftungsbegründend<sup>207</sup>. Für Vergütungsleistungen (*executive compensation*) resultiert dies in einem *reasonable relationship test*<sup>208</sup>.

Im deutschen Aktienrecht kann im Prinzip nichts anderes gelten<sup>209</sup>. Die Verpflichtung der Geschäftsleitung zur Verfolgung des Unternehmensinteresses bedingt zunächst unabhängig von dessen Definition oder Konkretisierung im Einzelfall, dass der Veranlasser in der Lage sein muss, eine ökonomische Rechtfertigung für den Einsatz von Gesellschaftsmitteln darzulegen. Erst auf einer weiteren Ebene wäre dann anhand einer konkreten Interpretation des Unternehmensinteresses zu prüfen, ob der Einsatz genau dieser Mittel im eingesetzten Maße zur Erreichung des angestrebten Ziels pflichtgemäß erfolgt ist. Ist jedoch überhaupt kein positiver Effekt für die Gesellschaft bezweckt oder von Anfang an nicht erreichbar, kann also kein wenigstens potentieller Nutzen oder auch nur die theoretische Chance eines Vorteils

<sup>205</sup> Die Unternehmensleitung einer Kapitalgesellschaft soll nicht das unternehmerische Risiko tragen (vgl. Hefermehl/ Spindler, in: Kropff/ Semler, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 3).

<sup>206</sup> So das U. S. Court of Appeals, 7th Circuit "Cohen v. Ayers", 1979 596 F. 2d 733; auch „illegal waste or gift of corporate assets“ (Alabama Supreme Court „Adams v. Smith“, 153 So. 2d 221); Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 192, 286 f.; „waste of corporate property“ Baums, Gutachten Vodafone vom 3. 6. 2002, S. 27, 28 m. w. N.; Merkt: „Verschwendung (waste) oder Plünderung (looting)“, (US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 311 m. w. N.).

<sup>207</sup> Siehe etwa die Regelungen der Staaten Delaware und New York im Delaware General Corporation Law §§ 141(h), 157 bzw. in section 713 des New York Business Corporation Law; dazu das U. S. Court of Appeals, 7th Circuit "Cohen v. Ayers", 1979 596 F. 2d 733: „in accord with these general principles of law ... applicable in deciding issues of waste or corporate gifts.“ (dieser und weitere Fälle zitiert bei Cary/ Eisenberg, Cases and Materials, S. 689 ff.). Ebenso äußert sich beispielsweise das NYSE Listed Company Manual in section 303A.10 (Code of Business Conduct and Ethics): „carelessness and waste of company assets“. Weitere Quellen finden sich bei Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 311 f. Zur bei diesen Fällen ebenso oft einschlägigen „duty of loyalty“ Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 271 ff., 285 ff.

<sup>208</sup> „...the amount of compensation must bear a reasonable relationship to the value of the services performed for the corporation.“ (Clark, Corporate Law, S. 192), auch Glenmore Distilleries Co. v. Seideman“, 267 F. Supp. 915 (E.D.N.Y. 1967)); „fairness- und reasonableness-standard“ (Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 286 ff. m. N.).

<sup>209</sup> Eine vergleichbare deutsche Rechtsprechung existiert dagegen (noch) nicht, weshalb die Betrachtung auch leider größtenteils auf der theoretischen Ebene bleiben muss. Zu den wenigen relevanten Entscheidungen wird noch im Kapitel B. II. 5. Stellung genommen.

für das Unternehmen dargelegt werden, dann sind die erbrachten Aufwendungen schlicht und einfach verschwendet worden. Eine solche Verschwendung von Gesellschaftsvermögen bedeutet zugleich auch einen klaren Verstoß gegen das Unternehmensinteresse.

Ein derart eindeutiger Verstoß gegen das Unternehmensinteresse wäre gemessen am Maßstab der einschlägigen Regelungen in §§ 76 I, 93 I und 116 AktG sicher ein Verstoß gegen die Sorgfaltspflicht des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters. Mangels spezialgesetzlicher Regelung bleibt hier nur der Rückgriff auf die Generalklauseln. Trotzdem ist die Einordnung eines solchen Falles eindeutig. Jenseits der Diskussion über unternehmerische Risikoentscheidungen<sup>210</sup> und unternehmerischen Ermessenspielraum<sup>211</sup> stellt die schlichte Verschwendung von Gesellschaftsvermögen eine klare Verletzung der von Organmitgliedern der Gesellschaft geschuldeten Sorgfaltspflicht bei der Führung des Unternehmens dar. Worin sonst sollte eine Pflichtverletzung zu sehen sein, wenn nicht in der ersatzlosen Weggabe von Mitteln der Gesellschaft aus Motiven, die jedenfalls nicht dem Unternehmensinteresse entsprechen, also in ausschließlich nachteiligen Geschäften<sup>212</sup>. Selbst wenn der handelnde Unternehmensleiter dabei keine persönlichen Interessen verfolgt, womit wohl ein vorsätzlicher Pflichtverstoß gegeben wäre, läge zumindest ein (unter Ausklammerung der Verschuldensfrage im Übrigen wohl auch haftungsbegründender) Fall von fahrlässiger Pflichtverletzung vor.

Die Konsequenzen dieses Verschwendungsverbots speziell für Vergütungsfragen liegen auf der Hand<sup>213</sup>.

Jede Zahlung an Organmitglieder, welche nicht notwendig ist und dem Unternehmen keinen Vorteil bringt oder bringen kann, stellt einen Verstoß des Veranlassers gegen das Unternehmensinteresse dar. Kann dieser nicht darlegen, dass eine Zahlung beziehungsweise die Verpflichtung des Unternehmens zu einer Zahlung in der vorgenommenen Höhe dem Unternehmen entweder durch die Leistung des Begünstigten oder in anderer Weise zugute kommt oder wenigstens kommen kann, dann bedingt der immanente Verstoß gegen das Unternehmensinteresse eine Pflichtverletzung des für das Unternehmen Handelnden.

Ein solcher Verstoß gegen das Unternehmensinteresse stellt natürlich, wie bereits angedeutet, eine klare Verletzung der Sorgfaltspflicht gemäß §§ 76 I, 93 I beziehungsweise 116 AktG dar.

---

<sup>210</sup> BGHZ 69, 207, 213 ff.

<sup>211</sup> Vgl. dazu schon oben unter B. II. 4. a.

<sup>212</sup> Hefermehl/ Spindler, in: Kropff/ Semler, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 23.

<sup>213</sup> Zu Parallelen im US-amerikanischen Recht und zum „reasonable relationship test“ Clark, Corporate Law, S. 191 f.; Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 286 ff.



Der anhand der These vom Verbot der Verschwendung von Gesellschaftsmitteln herausgearbeitete Gedankengang ordnet sich als Teil der Maxime für Unternehmensleitungen zur Verfolgung des Unternehmensinteresses ein. Eigentlich manifestiert sich darin lediglich ein so einleuchtendes und überzeugendes Grundprinzip der ökonomischen Ausrichtung des Aktienrechts, welches über jeden Zweifel erhaben sein sollte. Eine Übertragung der in der US-amerikanischen Rechtspraxis entwickelten Doktrin ins deutsche Aktienrecht ist daher möglich, im Grundprinzip. Die konkrete Rechtsprechung selbst dürfte im Einzelfall dagegen dem strengen Maßstab der §§ 76 I, 93 I AktG nicht gerecht werden<sup>214</sup>.

Das Verbot der Verschwendung von Gesellschaftsvermögen wird auch bei der konkreten rechtlichen Aufarbeitung des Fallbeispiels noch eine entscheidende Rolle spielen.

#### bb) Marktanalyse zur Bestimmung der Gesamtvergütung

-----

Eine weitergehende Zugrundelegung ökonomischer Grundprinzipien bei Vergütungsfragen ergibt zudem, dass die an ein Vorstandsmitglied als Vergütung erbrachten Leistungen der Gesellschaft optimalerweise genau so hoch sein sollten, dass der geeignetste Kandidat zum für das Unternehmen günstigsten Preis gefunden werden kann. Somit wird das beste Aufwand-Nutzen-Verhältnis erreicht, ganz im Sinne des sogenannten ökonomischen Prinzips<sup>215</sup>.

Dies verpflichtet den Aufsichtsrat, vor Einstellung eines Vorstandsmitglieds oder bei Verhandlungen über den Vertrag eines schon vom Unternehmen angestellten Managers Informationen über die Marktlage hinsichtlich geeigneter Kandidaten und üblicher Gehälter zu sammeln. Es sind dazu sorgfältige Recherchen bezüglich marktüblicher Preise und Verfügbarkeit von geeigneten Alternativkandidaten vorzunehmen.

Die praktische Gewinnung der dafür notwendigen Daten stellte sich bisher als Problem dar. Ob sich diese im Zuge der Neuregelung des § 161 AktG<sup>216</sup> künftig einfacher gestaltet, bleibt noch abzuwarten<sup>217</sup>.

Die Vergleichsgruppe zur Ermittlung der Marktüblichkeit muss ausreichend exakt definiert, gleichzeitig sind jedoch alle ermittelbaren Daten erschöpfend zu berücksichtigen. Es genügt

---

<sup>214</sup> Vergleiche dazu die Ausführungen zu Theorie und Praxis bei *Clark*, Corporate Law, S. 192 ff.

<sup>215</sup> Im Einzelnen dazu etwa *Bestmann*, Kompendium der BWL, S. 9 ff.; *Schierenbeck*, Grundzüge der BWL, S. 3 ff.

<sup>216</sup> Danach haben sich künftig Geschäftsleitungen zur Nichtanwendung von Ziffer 4.2.4. des DCGK (NZG 2002, 275), also einer individualisierten und aufgegliederten Offenlegung der Vorstandsbezüge, zu erklären.

<sup>217</sup> Nach einem Bericht der Tageszeitung vom 24. März 2004, S. 18 waren zu diesem Zeitpunkt lediglich 10 der 30 DAX-Unternehmen den Offenlegungsvorgaben des Kodex bezüglich Vorstandsvergütungen gefolgt.

insbesondere nicht der Hinweis auf einige wenige Unternehmen mit besonders exzessiver Vergütungspolitik, um eine außergewöhnlich hohe Vorstandsvergütung zu rechtfertigen. Wenn sich ein Aufsichtsrat zur Zahlung besonders üppiger Apanagen unter Hinweis auf einzelne Ausnahmefälle entschließt, dann muss auch der Bezugspunkt zu diesen Fällen nachvollziehbar sein, insbesondere auch der Ausnahmecharakter der Zahlungshöhe begründet werden können, also aufgrund ökonomischer Notwendigkeiten unabdingbar sein.

Ansonsten sollte in einem repräsentativen Querschnitt ein von etwa bei anderen Unternehmen bestehenden Missständen bereinigter Wert gefunden werden, der eine dem Interesse des Unternehmens entsprechende Vergütung der vakanten Position darstellt. Dieser sollte dann nicht ohne besondere Gründe überschritten werden. Vergleichswerte sind dabei am Unternehmen zu orientieren, also dessen Größe, Geschäftsbereich und wirtschaftliche Lage sowie den Besonderheiten der zu besetzenden Position, insbesondere dem Maß der getragenen Verantwortung.

Notfalls ist zur Ermittlung einer geeigneten Vergleichsbasis ein separates Unternehmen zu beauftragen, was sich vor allem bei der Besetzung einer Führungsposition angesichts der Höhe der damit verbundenen Vergütungen rechnen sollte. Zudem liefert eine solche externe Studie dem zuständigen Aufsichtsrat neben der notwendigen Souveränität bei Vertragsverhandlungen auch ein Mittel, eigene Sorgfalt im Umgang mit Gesellschaftsmitteln zu belegen. Wichtig ist jedoch, dass in diese Überlegungen sämtliche Vergütungsbestandteile einbezogen werden, sowohl bei der Ermittlung der Vergleichsgruppe als auch bei der zu vergebenden Vorstandsposition. Dies gilt insbesondere auch für etwaige Aktienoptionsprogramme.

Neben der absoluten Gehaltshöhe spiegelt sich das Unternehmensinteresse bei Vergütungsfragen aber noch in einem anderen Aspekt wieder. Die Unternehmensleitung sollte bei ihrer Arbeit durch die Art und Weise ihrer Besoldung möglichst direkt zur Verfolgung der ermittelten interessenkonformen Zielstrategien angehalten werden.

Dies ist eine Aufgabe, die schon konzeptionelle Schwierigkeiten bereitet.

cc) *Principal-agent*-Problematik

-----

Die möglichst optimale Bindung des Vorstandes an das Unternehmenswohl zum Nutzen der Gesellschaft stellt sich als ein Problem dar, an dessen Lösung bereits seit Jahrzehnten gearbeitet wird. Neben der Wertschätzung ihrer Vorteile wurde der Aktiengesellschaft als Organisationsform schon seit ihrem Bestehen die Kritik entgegengehalten, die personale Trennung von Management und Eigentümern führe zu einer Ineffizienz bei der Allokation von Kapital<sup>218</sup>.

Wann immer eine Aktiengesellschaft nicht durch einen beherrschenden Aktionär kontrolliert wird, kann sich deren Geschäftsleitung einer direkten Verantwortung entziehen. Das Informationsgefälle zwischen Kapitaleignern und Kapitalverwaltern eröffnet letzteren Handlungsspielräume jenseits einer direkten Kontrolle. Je mehr dabei die Streuung des Aktienbesitzes zunimmt und je komplexer die Unternehmensstrukturen werden, desto schwieriger wird es für die einzelnen Eigentümer, die Machtbefugnisse der Geschäftsleitung zu kontrollieren<sup>219</sup>. Selbst die Anstrengung einer solchen Überwachung des Managements dürfte sich für den einzelnen Anteilseigner verbieten, die Kosten stünden in keinem Verhältnis zu dem daraus resultierendem Gewinn, man spricht deshalb von einer „rationalen Apathie“<sup>220</sup>. Deshalb wurde schon 1932 in einer grundlegenden und vielfach zitierten Arbeit<sup>221</sup> festgestellt, die Konstruktion Kapitalgesellschaft berge die Gefahr, dass angestellte Manager bei der Leitung des ihnen anvertrauten Unternehmens andere Ziele verfolgen als von deren Aktionären erwartet. Eine solche intentionale Differenz schadet der Gesellschaft in ihrer Entwicklung und schadet ihren Eigentümern. Aus dieser These entstand die Diskussion um das sogenannte *principal-agent*-Problem als Teil der Debatte um Corporate Governance.

Die praktische Konsequenz dieser Problematik ist<sup>222</sup>, dass eine bestehende Interessendivergenz in jedem Fall Kosten (*agency costs*) verursachen wird, entweder durch nicht optimale Wahrnehmung von Geschäftschancen für den Anteilseigner (Residualverlust) oder durch einen entsprechenden Aufwand zur Kontrolle der Tätigkeit des Managements (Observationsverlust).

---

<sup>218</sup> Schmidt, ZfB 1997, 68.

<sup>219</sup> Herkenroth, Konzernierungsprozesse S. 301 f.; Schüller, Vorstandsvergütung, S. 47.

<sup>220</sup> Gollnick, Beurteilung der Vorstandsleistung S. 23 m. w. N.; für institutionelle Anleger: Mackensen, S. 148.

<sup>221</sup> Berle/Means, The modern corporation and private property; weitere Quellen bei Roth, ZIP 2003, 360 Fn. 4.

<sup>222</sup> Gollnick, Beurteilung von Vorstandsleistungen S. 23; Mackensen, Institutionelle Anleger S. 29 f.; Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 6 ff.

## dd) Effektivität von Überwachung

-----

Soweit aus Sicht der Aktionäre ihr Vermögen nicht mehr optimal verwaltet wird, muss versucht werden, durch Kontrollen sicherzustellen, dass die Unternehmensführung zu einer besseren Nutzung des Vermögens angehalten wird.

Traditionelles Instrumentarium zur Kontrolle der Vorstandstätigkeit ist in Deutschland die Überwachung durch den Aufsichtsrat. Diese allein wird jedoch den Anforderungen der heutigen Zeit nicht mehr gerecht<sup>223</sup>. Trotz seiner ausdrücklichen Pflicht zur Kontrolle und Prüfung der Tätigkeit des Vorstandes erweist sich dieser als ein eher ineffektives Überwachungsorgan<sup>224</sup>.

Die Ursachen für diese Feststellung sind vielschichtig<sup>225</sup>, es seien nur einige mögliche hier genannt. Das Amt eines Aufsichtsratsmitgliedes ist gesetzlich als Nebentätigkeit konzipiert - mit den Folgen einer wohl nicht hinreichend professionellen Handhabung. An einzelne Personen werden zu viele Mandate vergeben. Zudem bereiten die unternehmensübergreifenden personalen Verflechtungen von Vorstands- und Aufsichtsratsämtern Schwierigkeiten. Desweiteren mangelt es an einer erfolgsbezogenen Vergütung. Zuletzt ergibt sich aufgrund mangelhafter Informationsflüsse und zu geringer Zustimmungserfordernisse oft eine zu große Distanz zur Geschäftsleitung.

Obschon an der Beseitigung dieser Schwachstellen des Kontrollsystems gearbeitet wurde (es sind hierzu durch die Einführung des KonTraG viele positive Akzente gesetzt worden) bleibt nach wie vor ein leider nur mangelhafter Befund auszustellen. Dies lenkt natürlich den fragenden Blick auf andere Möglichkeiten, auf andere Interessenträger.

Als weiteres Kontrollorgan würden sich dabei neben den Abschlussprüfern<sup>226</sup> insbesondere die Aktionäre anbieten<sup>227</sup>. Indirekt kann man ihnen (genauer der Gesamtheit der Anleger) durch die Kraft zur Bestimmung des Unternehmenswertes die Ausübung einer Bewertungsfunktion zur Tätigkeit der Unternehmensleitung ja bereits zuschreiben<sup>228</sup>. So kann man durchaus den Standpunkt vertreten, dass eine erfolglose Unternehmensleitung durch den Kapitalmarkt entlassen wird. Wird die Performance der Aktie beschädigt, sind personelle Konsequenzen meist sehr schnell die Folge, wenn der Aufsichtsrat sich zum Handeln

---

<sup>223</sup> Zur Kritik an der Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrats siehe *Mülbert/ Bux*, WM 2000, 1665, 1666 f.; *Bühner*, DB 1989, 2181; zur deutschen Corporate Governance *Lutter*, ZGR 2001, 226 ff.

<sup>224</sup> Zur Überwachung und Ermittlungspflicht des Aufsichtsrats etwa *Brandi*, ZIP 2000, 173 ff.; zum Vergleich mit dem britischen Board *Davies*, ZGR 2001, 268.

<sup>225</sup> Dazu näher *Lutter*, ZGR 2001, 224, 227 f.; ders. in ZHR 1995, 278 ff.

<sup>226</sup> Ausführlich die Dissertation von *Krawinkel*; *Hommelhoff*, ZGR 2001, 238.

<sup>227</sup> Zu Möglichkeiten und Gefahren der Einflußnahme von institutionellen Anlegern ausführlich die Dissertation von *Fraune*.

<sup>228</sup> *Fey*, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 13 ff.

entschließen kann. Sollte dieser jedoch, aus welchen Gründen auch immer, untätig bleiben, obwohl Maßnahmen geboten wären, stehen den Aktionären keine direkten und unmittelbaren Eingriffsmöglichkeiten zur Verfügung<sup>229</sup>. Im Krisenfall sind sie daher nicht in der Lage, die Interessen des Unternehmens durchzusetzen. Da die Problemstellung also nicht, wie im geltenden Recht vorgesehen, allein personell, durch die Kontrollinstanz des Aufsichtsrates, befriedigend gelöst werden kann, muss nach funktionellen Methoden Ausschau gehalten werden.

#### ee) Interessenverknüpfung als Lösung der *principal-agent*-Problematik

---

Die Suche nach einer effizienten Lösung dieses Problems ist Gegenstand der Debatte über die sogenannten *agency*-Kosten<sup>230</sup>. Diese im Zusammenhang mit Corporate Governance, also den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensführung, geführte Diskussion sucht nach Wegen, die Interessen von Leitung (*agent*) und Eigentümern (*principal*) des Unternehmens zu harmonisieren.

Das angestrebte Ziel ist, die bereits festgestellten Abweichungen in den Interessen der Unternehmensführung vom oben definierten Unternehmensinteresse zu korrigieren oder wenigstens ihre negativen Effekte einzudämmen. Dabei werden jetzt hierzulande vor allem zwei Wege vorgeschlagen und, nachdem wie zuletzt mit dem KonTraG gesetzliche Hürden aus dem Weg geräumt wurden, in zunehmendem Maße auch von der Wirtschaft eingeschlagen. Zum einen setzt man auf mehr Transparenz der Unternehmensführung<sup>231</sup>, um eine Kontrolle durch den Kapitalmarkt zu ermöglichen, und zum anderen versucht man mit leistungsorientierten Vergütungsmodellen den Vorstand am Unternehmenserfolg und Gewinn der Aktionäre zu beteiligen.

Ökonomische Modelle gehen davon aus, dass die für eine bessere Leistung notwendige erhöhte Anstrengung durch eine leistungsabhängige Entlohnung des Managements erreicht werden kann<sup>232</sup>. Dies soll geschehen, wenn die je nach Situation maßgeblichen Führungskräfte besonders motiviert sind, ihr Tun und Handeln am dauerhaften Erfolg und

---

<sup>229</sup> Dazu näher im Abschnitt D.

<sup>230</sup> Literaturdarstellung bei Baums, ZIP 1995, 11 f.; Gollnick, Beurteilung der Vorstandsleistungen durch den AR S. 23 ff.; zur parallel geführten US-amerikanischen Diskussion Herkenroth, Konzernierungsprozesse S. 308 ff.

<sup>231</sup> Eine kritische Betrachtung der Novellierungen auf diesem Gebiet gibt Möllers, AG 1999, 433 ff.

<sup>232</sup> Rappaport, Shareholder value, S. 179 ff.; Baker/ Jensen/ Murphy in Financial Journal 1988, 593; Spremann, ZfB 1990, 561, 581; Becker, Anreizsysteme, S. 10; Tegtmeier, Fn. 83, S. 49 ff.; Schüller, Vorstandsvergütung, S. 50 ff.

einer entsprechenden Wertsteigerung des Unternehmens auszurichten, weil sie an diesen Effekten persönlich beteiligt sind<sup>233</sup>.

Gelegentlich geäußerte Zweifel, ob eine quantitative Steigerung der Arbeitsleistung bei der heutigen Belastung mancher Vorstandsmitglieder überhaupt noch erreicht werden kann, sind sicherlich berechtigt<sup>234</sup>, es handelt sich wohl eher um eine qualitative Verbesserung und eine im Sinne des Unternehmens bessere, weil opportune Gestaltung von Handlungs- und Entscheidungsmotivationen, also deren Koordinierung im Interesse des Unternehmens. Verschiedentlich wird eine motivierende Wirkung von leistungsbezogenen Vergütungen generell bestritten mit dem empirischen Argument, dass in der Praxis kein positiver Effekt feststellbar sei, sondern lediglich eine demotivierende Wirkung im Fall von Unzufriedenheit über die Entlohnung<sup>235</sup> beziehungsweise, dass eine Einbeziehung der Unternehmensleitung in das unternehmerische Risiko in einer Risikoaversion münde<sup>236</sup>. Dem muss und kann durch eine entsprechend gut durchdachte Ausgestaltung der Verträge entgegengetreten werden, insbesondere müssen die Anreizziele wohlüberlegt und möglichst exakt definiert werden sowie ergebnisverzerrende Fremdeinflüsse ausgeschaltet werden<sup>237</sup>.

Die *principal-agent*-Theorie bildet den theoretischen Bezugsrahmen für die Analyse der leistungsorientierten Managementvergütung. Die Verringerung potentieller Interessenkonflikte wird unbestreitbar positive Einflüsse auf die Unternehmensführung haben. Außerdem wächst durch eine stärkere Bindung an das Unternehmen die persönliche Identifikation mit dem Unternehmen. Inwieweit sich diese Effekte dann tatsächlich empirisch nachweisen lassen, ist eine Frage der konkreten Ausgestaltung und anderer branchen- und unternehmensspezifischer Umstände.

Ein weiterer Grund für eine stärkere Leistungsbezogenheit von Vergütungen ergibt sich aus der zunehmenden Internationalisierung von Unternehmen und Managementteams in Unternehmen. Die damit einhergehende Konfrontation mit unterschiedlichen Unternehmenskulturen macht eine Auseinandersetzung mit adäquaten Anreizsystemen notwendig<sup>238</sup>. Die auf einem internationalen Markt um Führungspersonal konkurrierenden Unternehmen werden auch von diesem gezwungen, den sich aus dem angelsächsischen Wirtschaftsraum global verbreitenden Forderungen nach leistungsorientierter Bezahlung in

---

<sup>233</sup> Zum verhaltenswissenschaftlichen Ansatz Schüller, Vorstandsvergütung, S. 55 ff.

<sup>234</sup> Gollnick, Die Beurteilung der Vorstandsleistung durch den AR, S. 42.

<sup>235</sup> Herzberg, HBR 1968, 53 ff.; Gollnick, a. a. O., S. 42 ff.

<sup>236</sup> Gollnick, a. a. O., S. 43 f.

<sup>237</sup> Zu sogenannten „windfall profits“ unten noch genauer.

<sup>238</sup> Schwalbach/ Graßhoff, ZfB 1997, 203, 217.

zunehmendem Maße zu entsprechen, da offenbar ein beiderseitiges Interesse an einer solchen Vergütungspraxis besteht.

All diesen Fakten wird sich ein Aufsichtsrat nicht verschließen dürfen. Im Bereich von Personalentscheidungen gebietet die obligatorische Orientierung am Unternehmensinteresse eine möglichst leistungsbezogene Ausrichtung der Vergütung von Vorstandsmitgliedern.

#### **d) Darstellung der verschiedenen Vergütungsmodelle**

-----

Moderne Vergütungen lassen sich im Wesentlichen in drei Bestandteile untergliedern, das Grundgehalt, kurzfristige variable Vergütungen (Boni, Tantiemen etc.) und langfristige variable Vergütungen (Optionen etc.).

##### **aa) Grundgehalt (*base salary*)**

-----

Nach wie vor bildet ein festes Grundgehalt die Basis jeder Managementvergütung<sup>239</sup>. Feste Gehaltsbestandteile sind pauschale Zahlungen, die weder variabel und noch leistungsbezogen sind.

Somit tragen sie zur Lösung der eben dargestellten *agency*-Problematik nichts bei. Der Vorteil fester Gehaltsbestandteilen ist vor allem ihre exakte Kalkulierbarkeit, was sich sowohl für die Gesellschaft als auch für den Zahlungsempfänger positiv darstellt. Auf der Seite der Gesellschaft ist es insbesondere auch für die Aktionäre von Bedeutung, die tatsächlich gezahlten Summen an den Vorstand nachvollziehen zu können, sofern dies der Pflicht zur Offenlegung unterworfen ist<sup>240</sup>. Das bereitet bei diesem Vergütungsbestandteil sicher die geringsten Probleme. Das Festgehalt hat auch insoweit eine besondere Bedeutung, als auf dessen Grundlage die Pensionsbezüge errechnet werden.

Auf eine pauschale Bezahlung der Vorstandsarbeit wird deshalb sicher nicht verzichtet werden wollen. Dazu kommt ein permanent steigender Anteil an variablen Vergütungsbestandteilen.

---

<sup>239</sup> Siehe oben Vergütungspraxis.

<sup>240</sup> Bisher gilt das nur für die Vergütung des Gesamtorgans (§ 285 Nr. 9a HGB). Nach § 161 AktG haben sich künftig Geschäftsleitungen auch zur Nichtanwendung von Ziffer 4.2.4. des DCGK (NZG 2002, 275), also einer individualisierten und aufgegliederten Offenlegung der Vorstandsbezüge, zumindest zu erklären. Dies allein könnte schon ausreichend sein, eine solchen Praxis zum Einzug in die Konzernabschlussberichte zu verhelfen.

## bb) Kurzfristige variable Vergütungen (*short-term/ mid-term incentives*)

---

In der Tradition deutscher Aktiengesellschaften wurde und wird dieser Anteil meist mittels Tantiemenvereinbarungen ausgefüllt. Sinn und Zweck ist es, das Management am Geschäftserfolg partizipieren zu lassen<sup>241</sup>.

Tantiemen sind in deutschen Aktiengesellschaften ein üblicher Bestandteil der Vorstandsvergütung. Verbreitet werden darunter alle Zahlungen verstanden, die nicht als Gehalt ausgewiesen sind<sup>242</sup> und nach dem allgemeinen Verständnis nicht als Nebenleistungen bezeichnet werden. Nach ihrer Zweckbestimmung handelt es sich um Vergütungsbestandteile, die den Empfänger am Unternehmenserfolg partizipieren lassen sollen<sup>243</sup>. Dabei sind sie in der Regel, doch nicht ausschließlich variabel. Die verschiedenen Erscheinungsformen werden nach ihrer Berechnungsgrundlage als Gewinn-, Umsatz- oder Ermessenstantieme bezeichnet. Daneben kennt man noch Mindest- und Garantietantieme<sup>244</sup>.

Die Zuwendung von Tantiemen und Sonderboni stellt eine sinnvolle und vielseitig einsetzbare Methode der Personalpolitik dar. Die derartige Honorierung besonderer Leistungen oder die Verknüpfung von Gehaltszahlung und Unternehmenserfolgen erfreut sich deshalb einer großen Beliebtheit und ist Teil nahezu jeder Managervergütung<sup>245</sup>.

Bis vor kurzem gesetzlicher Regelfall<sup>246</sup> und wohl auch praktizierter Normalfall ist die schon erwähnte Gewinnstantieme.

Eine etwas seltenere, aber durchaus nicht unübliche<sup>247</sup> Variante bildet die am Umsatz orientierte Tantiemenvergabe. Auch diese wird als grundsätzlich zulässig erachtet<sup>248</sup>. Obwohl sich sicherlich Fragen zur Zweckmäßigkeit einer reinen Umsatzmaximierung ohne Berücksichtigung des Gewinns und der Rentabilität stellen, mag eine solche Regelung im Einzelfall durchaus sinnvoll sein. Grundsätzlich ist eine der Förderung des Unternehmenswohls dienende Umsatzstantieme bis zur Grenze des § 87 I AktG vertretbar<sup>249</sup>.

Eine andere verbreitete Tantiemenart stellt die Ermessenstantieme dar. Dabei wird die Gewährung einer Tantieme im Anstellungsvertrag verbindlich vereinbart, die Höhe jedoch in

---

<sup>241</sup> BGH, WM 1975, 761, 763.

<sup>242</sup> Hüffer, AktG, § 86 Rdnr. 2.

<sup>243</sup> Tegtmeier, Fn. 83, S. 290.

<sup>244</sup> Im Einzelnen bei Wiesner, MünchHB AktG, § 21 Rdnr. 34.

<sup>245</sup> Siehe Einführung zur Vergütungspraxis.

<sup>246</sup> § 86 AktG wurde durch das TransPublG gestrichen.

<sup>247</sup> BGH, WM 1976, 1226, 1227 zur GmbH.

<sup>248</sup> BGH a. a. O; bestätigt noch einmal in BGH ZIP 1992, 1152, 1154.

<sup>249</sup> Henze, HRR Aktienrecht, S. 127; Tegtmeier, Fn. 83, S. 300.



das Ermessen des Aufsichtsrates gestellt<sup>250</sup>. Meist wird die Ermessensausübung an die Erfüllung konkreter Ziele gebunden. Damit besitzt der Aufsichtsrat eine komfortable Möglichkeit, ex post in Kenntnis der Resultate zu urteilen und sich nicht auf Prognosen verlassen zu müssen. Außerdem kann man durch klar definierte Einzelziele auf deren Erreichung hinarbeiten lassen und so einen sehr direkten Einfluss auf die Unternehmensführung nehmen. Besondere, über den normalen Geschäftsalltag hinausgehende Erfolge, wie zum Beispiel ein bedeutsamer Geschäftsabschluss oder die geglückte Übernahme eines anderen Unternehmens, sowie überdurchschnittliche Leistungen können so besonders honoriert werden. Insoweit ist die Regelung einer Ermessenstantieme mit dem Prinzip des Unternehmensinteresses sehr gut vereinbar<sup>251</sup>. Bedenklich wäre lediglich eine zu starke Einflussnahme des Aufsichtsrats auf den Geschäftsbetrieb, der ja dem Vorstand vorbehalten ist, ebenso wie in eine eventuelle Willkürlichkeit der Entscheidung<sup>252</sup>.

Generell besteht bei der Anwendung von Tantiemen eine gewisse Missbrauchsgefahr. Die Verbreitung und die Flexibilität dieser Zahlungsform prädestiniert diese geradezu, außerordentliche Zuwendungen unter dem Deckmantel einer Tantiemeregelung zu vollziehen. Einer besonderen finanziellen Zuwendung an einen Mitarbeiter sollte deshalb auch eine über den gewöhnlichen Pflichtenrahmen hinausgehende, erbrachte Leistung zugrunde liegen. Die Ausübung des Ermessens des Aufsichtsrats bei der Festlegung der Höhe solcher Zahlungen muss immer nachvollziehbar sein. Zur Wahrung der Vergütungsgerechtigkeit und Transparenz der Entscheidungsfindung bildet deshalb die Berechnung nach einem im Vorhinein festgelegten Schlüssel sicher die empfehlenswerteste Variante.

Bei einer zielorientierten Ausgestaltung stellen Tantiemen aber ein durchaus adäquates Mittel dar, die Interessen der Geschäftsleitung mit Interessen des Unternehmens zu verbinden und somit den Geschäftserfolg zu fördern. Als Nachteile werden die rückwärtsgewandte Fixierung, auf das vorige Geschäftsjahr und die potentielle Diskrepanz mit Bilanzierungsvorschriften (etwa dem Vorsichtsprinzip, das einer bilanziellen Gewinnmaximierung entgegensteht) und die damit verbundene Manipulationsgefahr bei Gewinnstantiemen genannt<sup>253</sup>. Dabei sollte jedoch nicht verkannt werden, dass auch Tantiemen als leistungsorientierte Vergütungsform ihre Steuerungswirkung im Sinne des Unternehmens in der Zukunft entfalten, indem sie zwar bisherige Leistungen von

---

<sup>250</sup> Tegtmeier, Fn. 83, S. 303.

<sup>251</sup> Tegtmeier, a. a. O.

<sup>252</sup> „Entscheidung nach Gutsherrenart“ (Schüller, Vorstandsvergütung, S. 30).

<sup>253</sup> Klahold, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 19.

Angestellten honorieren, aber zugleich eine Erwartungshaltung für deren künftige Tätigkeit schaffen.

cc) Langfristige variable Vergütungen (*long-term incentives*)

-----

#### (1) Aktienoptionsprogramme und verwandte Modelle

-----

Eine populäre Vergütungsvariante bildet die Ausgabe sogenannter Aktienoptionen (*stock options*)<sup>254</sup>. Im Verlaufe einer stärkeren Fixierung der Unternehmenspolitik auf die Maximierung des Börsenkurses entstand auch hierzulande ein großes Interesse an diesen vor allem in den USA verbreiteten Programmen<sup>255</sup>. Seit der Neuregelung der §§ 192, 193 AktG mit Einführung des KonTraG<sup>256</sup> bestehen umfangreiche Möglichkeiten zur Gestaltung von Aktienoptionsprogrammen.

Neben Aktienoptionsprogrammen bestehen noch andere, verwandte, längerfristige Vergütungsmodelle<sup>257</sup>. Weniger verbreitet sind sogenannte Aktienpläne (*restricted stock plans*), nach denen Vorstandsmitglieder die Möglichkeit zum Erwerb von Aktien erhalten bei gleichzeitiger Vereinbarung einer Haltefrist. Bekannt sind auch sogenannte Wertsteigerungsrechte (*stock appreciation rights*), virtuelle Aktien (*phantom stocks*) und virtuelle Optionen (*phantom options*). Bei diesen geringer verbreiteten Abwandlungen „echter“ Aktienoptionspläne handelt es sich um Programme, die eine Beteiligung an der Entwicklung des Aktienkurses nur simulieren, anstatt direkt Optionen auf Aktien zu gewähren. Die Finanzierung erfolgt nicht über einen Erwerb von Aktien, sondern die Differenz von vereinbartem Basispreis und Aktienkurs zur Zeit der Ausübung wird in Bar entrichtet.

In der Bewertung anhand des Unternehmensinteresses und des § 87 I AktG sind diese Arten von *long-term incentives* rechtlich gleich zu behandeln, Unterschiede ergeben sich lediglich bei der bilanz- und steuerlichen Behandlung<sup>258</sup>.

---

<sup>254</sup> Ausführlich Baums, FS Claussen, Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder; Klahold, Aktienoptionen als Vergütungselement S.19.; umfassende Literaturdarstellung bei Frey, GroßKomm, § 192; Schüller, Vorstandsvergütung; S. 60 ff.; zur US-amerikanischen Praxis Clark, Corporate Law, S. 202 ff.

<sup>255</sup> Eine Darstellung der Aktienoptionspläne verschiedener deutscher Großunternehmen findet sich bei Schüller, Vorstandsvergütung, S. 72 ff.

<sup>256</sup> BGBl. 1998, 786.

<sup>257</sup> Becker, Anreizsysteme, S. 36 ff.; Schüller, Vorstandsvergütung, S. 63 ff.; Clark, Corporate Law, S. 200 ff.

<sup>258</sup> Dazu etwa Friedrichsen, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte, S. 326 ff., 335 ff.; zur Problematik der Verbuchung von Aktienoptionen Adams, ZIP 2002, 1336 f., einen gegenläufigen Trend zur Verbuchungspraxis verzeichnet Wirtschaftswoche 2002, Nr. 36, S.100; weitere Literaturhinweise bei Hüffer, AktG, § 86 Rdnr. 2a.

## (2) Aufbau und Zielsetzung

-----

Aktienoptionen räumen ihrem Inhaber das Recht ein, Aktien zum sogenannten Ausübungspreis oder Bezugskurs erwerben zu können, welcher bei Einräumung der Option vereinbart wird. Der Optionsinhaber kann dann innerhalb der festgelegten Laufzeit, nach Ablauf einer bestimmten Haltefrist (Sperrfrist), dieses Recht ausüben und die Aktie zum Bezugskurs erwerben. Je höher der Kurs (Zielkurs) zum diesem Zeitpunkt (Ausübungszeitpunkt) ist, desto höher ist der Gewinn. Somit wird die Höhe der Vergütung durch den Markt beeinflusst. Schätzt er die Performance einer Gesellschaft als überdurchschnittlich ein, wird er mit überdurchschnittlichen Kurssteigerungen reagieren<sup>259</sup>.

Durch Einräumung solcher Optionen an Unternehmensvorstände werden die finanziellen Interessen des Managements mit dem Börsenkurs der Aktie des Unternehmens verknüpft. Wenn der Vorstand im Rahmen seiner Vergütung die Möglichkeit erhält, selbst Aktionär zu werden beziehungsweise am Gewinn der Aktionäre teilzuhaben, sollte er erwartungsgemäß stärker im Interesse (aller) Aktionäre handeln. Im theoretischen Ansatz bildet scheint dies die Lösung der *agency*-Problematik und die optimale Durchsetzung der Kapitaleignerinteressen zu sein. Große deutsche Aktiengesellschaften versuchen deshalb aufgrund der US-amerikanischen Erfahrungen<sup>260</sup> schon seit langem, *stock options*-Programme zu initiieren, mit einigen Problemen aufgrund der früheren Rechtslage<sup>261</sup>, weshalb sich auch der Gesetzgeber veranlasst sah, mit der Einführung der §§ 192, 193 AktG durch das KonTraG zu reagieren, um dies adäquat zu ermöglichen.

---

<sup>259</sup> Roller, Aufsichtsratsvergütung in Abhängigkeit vom Aktienkurs, S. 39.

<sup>260</sup> Einen Überblick gibt z.B. die Diskussionsreihe der ZHR 1997 mit Beiträgen von Hüffer (S. 214 ff.), Kohler (S. 246 ff.) und Feddersen (S. 269 ff.).

<sup>261</sup> Zur Zulässigkeit siehe zum Beispiel OLG Braunschweig in ZIP 1998, 1585 zur Volkswagen AG; OLG Stuttgart in ZIP 1998, 1482 zur Daimler Benz AG. Ansonsten bestanden die Probleme vor allem in der Beschaffung des notwendigen Aktienmaterials wegen des Verbots des Erwerbs eigener Anteile.

### (3) Verbundene Probleme und Gefahren

---

Aktienoptionsprogramme bieten allerdings auch Anlass zu Kritik<sup>262</sup>. Hauptangriffspunkte sind dabei vor allem deren Höhe und die dadurch insgesamt als überhöht empfundenen Vorstandsgehälter<sup>263</sup>. In der Regel werden Aktienoptionen nämlich zusätzlich zum Grundgehalt gewährt<sup>264</sup>, was sich vorrangig im Rahmen der Angemessenheit im Sinne des § 87 I AktG als bedenklich darstellen kann.

Desweiteren könnte man die Vernachlässigung von Arbeitnehmerinteressen befürchten. Schließlich bezwecken diese Programme ja die Förderung des Shareholder Value. Zu diesem Punkt wurde allerdings schon Stellung bezogen<sup>265</sup>.

Eine tatsächliche permanente Gefahr der negativen Beeinflussung der Arbeitsweise der Unternehmensführung droht aus einem naheliegenden Anreiz zu Kurzfristdenken (Horizontproblem)<sup>266</sup>, um den Börsenkurs nicht durch womöglich kapitalintensive, auf längere Sicht angelegte Geschäfte zu beunruhigen. Längerfristige Investitionen können jedoch gleichfalls notwendig sein. An diesem Punkt besteht die Gefahr, dass die eigentlich bezweckte Interessenverbindung von Geschäftsführung und Unternehmen fehlschlägt.

Neben Zweifeln an der generellen Effizienz der Kapitalmärkte und der Erkennbarkeit der Managementleistung im Börsenkurs des Unternehmens sind auch die Auswirkungen branchenweiter Nebeneffekte problematisch, die sich ebenfalls im Börsenkurs widerspiegeln<sup>267</sup>. So kann sich dessen Performance aufgrund externer Faktoren verändern und das Management ohne sein Zutun Gewinne einstreichen (sogenannte *windfall profits*), die nicht Grundlage seiner eigenen Leistung sind.

Eine realistische Einzelbewertung der Managerleistung ist mit diesem System ebenfalls nicht möglich, da sich, wenn überhaupt, lediglich das Auftreten des Gesamtvorstands als Kollegialorgan in der Bewertung widerspiegeln kann (Trittbrettfahrerproblem - *free rider*)<sup>268</sup>, es kann also höchstens ein Gruppenanreiz für ein effektiveres (Zusammen-)Arbeiten gesetzt werden. Eine Individualisierung kann nur durch den Verteilungsschlüssel der Aktienoptionen

---

<sup>262</sup> Etwa Klahold, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 22 ff.; Adams, ZIP 2002, 1325; Weiss, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, S. 82 ff.

<sup>263</sup> Dazu siehe oben die Vergütungspraxis.

<sup>264</sup> Adams, ZIP 2002, 1326.

<sup>265</sup> Dazu siehe oben B.II.4.b.

<sup>266</sup> Baums, FS Claussen, S. 9 f. bzw. S. 20; Weiss, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, S. 91 ff.; Schüller, Vorstandsvergütung, S. 89 ff.

<sup>267</sup> Baums, FS Claussen, S. 12; Schüller, Vorstandsvergütung, S. 94 ff.; Thüsing DB 2003, 1612, 1613; ders., ZGR 2003, 450, 495.

<sup>268</sup> Weiss, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, S. 87 f.; Schüller, Vorstandsvergütung, S. 97.

innerhalb des Programms erfolgen, der den einzelnen Vorstandsmitgliedern einen am Aufgabenbereich bemessenen Anteil gewährt.

Für die Aktionäre besteht bei großangelegten Aktienoptionsprogrammen das Problem der Verwässerung der bestehenden Anteile<sup>269</sup>. Inwieweit ein Verwässerungseffekt für Altaktien eintritt, hängt dabei wesentlich von der Höhe des Basispreises ab, ob also der geleistete Beitrag für den Erwerb der neuen Aktien auch zu einer adäquaten Erhöhung des Eigenkapitals führt.

Zuletzt besteht die Gefahr einer missbräuchlichen Handhabung durch Kursmanipulationen der Optionsinhaber im Hinblick auf den Ausübungszeitpunkt. In diesem Zusammenhang spielt auch die Insiderproblematik eine Rolle<sup>270</sup>.

Neben diesen generellen Kritikpunkten geben auch spezielle Ausprägungsformen herkömmlicher Aktienoptionsprogramme Anlass zur Kritik<sup>271</sup>. So ist es nicht unüblich, die Ausübungspreise der Aktien Jahr für Jahr anzupassen (*repricing*)<sup>272</sup> oder sich von der Hauptversammlung eine bestimmte Anzahl von Aktien genehmigen zu lassen und den Ausübungspreis jährlich nach Höhe des bestehenden Aktienkurses festzusetzen<sup>273</sup>. Durch solche Praktiken wird jedoch die Bindungswirkung von Vergütung und somit von Vorstandsarbeit an den Aktienkurs zerstört<sup>274</sup>. Das Motiv der Verknüpfung von Unternehmensinteresse und Vorstandsarbeit wird durch nachhaltige Einflussnahme zugunsten der Geschäftsführung ad absurdum geführt. Eine solche Handhabung von Optionen vermittelt eher den Eindruck einer zusätzlichen, pauschalen Managementvergütung als einer leistungsbezogenen, am Unternehmensinteresse orientierten.

Eine weitere systemwidrige Trennung der mittels Optionen gewährten Vergütungen von der damit bezweckten Bindung der Begünstigten an das Unternehmensinteresse stellen vorzeitige Veräußerungsgeschäfte dar. Solcherart könnte versucht werden, das mit der Gewährung von Unternehmensaktien verbundene Risiko auszuschalten. So könnte beispielsweise ein Berechtigter aus einem Aktienoptionsplan versuchen, durch Tausch des Aktienpaketes

<sup>269</sup> Baums, FS Claussen, S. 41; Menichetti, DB 1996, 1688, 1692; Friedrichsen, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte, S. 128, 172 ff.

<sup>270</sup> Zu dem Problemkreis Lotze, Die insiderrechtliche Beurteilung von Aktienoptionsplänen, S. 58 ff.; Friedrichsen, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte, S. 237 ff.; Elkart/ Schmusch, in: Dörner/ Menold/ Pfitzer, Reform des AktR, S. 89 ff.; Baums, FS Claussen, S. 14 ff.

<sup>271</sup> Adams, ZIP 2002, 1325 am Beispiel der Aktienoptionsprogramme von DaimlerChrysler und Telekom. Eine Darstellung und Kategorisierung von Aktienoptionsplänen deutscher Unternehmen findet sich bei Schüller, Vorstandsvergütung, S. 72 ff.

<sup>272</sup> Dazu Ackermann/ Suchan, BB 2002, 1497; Thüsing DB 2003, 1612f.

<sup>273</sup> Baums, FS Claussen, S. 17 m. w. N.; v. Einem/ Pajunk, in: Achleitner/ Wollmert, S. 100 f.

<sup>274</sup> Kritisch auch Friedrichsen, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte, S. 179.; Baums, FS Claussen, S. 17; Klahold, Aktienoptionen, S. 42 f.

beziehungsweise dessen Ertragswertes gegen ein anderes Portfolio mit identischem Marktwert (*equity swaps*) oder Aufhebungsgeschäfte (*hedging*-Geschäfte, Erwerb von *put*- Optionen) sich vom Unternehmen zu diversifizieren beziehungsweise seinen Risikoanteil am Unternehmenserfolg zu egalisieren. Zumindest könnte eine frühzeitige Ausübung der Optionen und ein frühestmöglicher Verkauf der Aktien angestrebt werden. Die Verknüpfung der Interessen des Unternehmens mit dem des Vorstandes wäre danach aufgehoben.

#### (4) Bedingungen an unternehmensinteressengerechte Aktienoptionsprogramme

-----

Um das Risiko eines Versagens der bezweckten Anreizwirkung und eines eventuellen Missbrauchs auszuräumen, gebietet deshalb eine am Interesse des Unternehmens orientierte Vergabe von Aktienoptionen, verschiedene Modalitäten zu beachten.

Erstens sollten Aktienoptionsprogramme ausnahmslos in Verknüpfung an einen Branchenindex gewährt werden (*benchmarking*)<sup>275</sup>. Nur die Orientierung an einen Marktindex oder an zu Konkurrenzunternehmen relative Erfolge stellt eine echte leistungsorientierte Vergütung dar. Die Partizipierung der Vorstandsmitglieder an *windfall profits* der Branchenentwicklung auf Kosten des Unternehmensgewinns widerspricht der eigentlich bezweckten Anreizwirkung für die Begünstigten. Dieser Aspekt wird von der Praxis bisher allerdings ignoriert<sup>276</sup>, was im Lichte der Verpflichtung an das Interesse des Unternehmens bei der Gewährung von Optionen bedenklich ist. Doch selbst der gegenteilige Effekt ist bei Abwesenheit einer indexorientierten Optionsvergabe vorstellbar. Ohne eine Kompensation branchentypischer Börsentrends kann während einer Baisse-Phase trotz ausgezeichneter Unternehmensführung der Kurs sinken, wodurch die angestrebte Motivationswirkung natürlich verloren geht. Auch um solche Fehlentwicklungen zu vermeiden ist die Koppelung an einen Branchenindex zu empfehlen, wodurch die Notwendigkeit zu einem nachträglichen *repricing* entfallen würde.

Zweitens sind nachträgliche Eingriffe in ein einmal initiiertes Aktienoptionsprogramm zu vermeiden. Solche sowie bereits deren Inaussichtstellung wirken kontraproduktiv zur bezweckten Motivationswirkung auf den Vorstand, wenn sie die Interessenverknüpfung von Geschäftsführung und Unternehmen dämpfen oder zerstören. Veräußerungsgeschäfte vor

<sup>275</sup> Zur Konkretisierung von benchmarks *Friedrichsen*, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte, S. 153 ff.; *Weiss*, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, S. 93 ff.; *Klahold*, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 33 f.; zu allgemeinen Grundlagen *Bierbach*, Benchmarking, S. 35 ff.

<sup>276</sup> *Adams*, ZIP 2002, 1334.

Ablauf der Sperrfrist sollten deshalb vertraglich untersagt werden. Ein *repricing* oder eine nachträgliche Festsetzung von Ausübungspreis oder Bezugskurs hat zu unterbleiben.

Drittens sollte die Publizität der realisierten beziehungsweise realisierbaren Gewinne der einzelnen Vorstandsmitglieder aus dem Aktienoptionsprogramm sichergestellt werden. Bei der Initiierung eines solchen Programms dürfte es den Aktionären wohl in der Regel nicht gewärtig sein, welche tatsächlichen Summen damit den Begünstigten zugesprochen werden, da normalerweise nur die Anzahl der gewährten Optionen ohne Hinweis auf den tatsächlichen Marktwert, nachträgliche Anpassungsmöglichkeiten, bare Ausgleichszahlungen und die Kosten für das Unternehmen angegeben wird<sup>277</sup>. Besonders die wirtschaftlichen Gesamtbelastungen inklusive des Steueraufkommens sind als Entscheidungsgrundlage der Hauptversammlung zugänglich zu machen, sowie die Auswirkungen der nachträglichen Einzelfallgestaltung und -zuteilung durch den Aufsichtsrat.

#### (5) Zweckmäßigkeit von Aktienoptionsprogrammen

-----

Trotz aller Kritik sind Aktienoptionen in einer sachgerechten Ausprägung wohl das zukunftsweisende Mittel einer unternehmensinteressengerechten Entlohnung. Die Reaktionen auf die Gesetzesänderungen zur Einführung von Aktienoptionsprogrammen (§§ 192, 193 AktG) waren deshalb auch weitgehend positiv<sup>278</sup>. *Stock options* für Führungskräfte bilden das klassische Instrument zur Steigerung des Shareholder Value. Globalwirtschaftliche Unternehmenskämpfe sowie die Bedürfnisse und Erwartungen eines internationalen Finanzmarktes fordern dessen nachdrückliche Verfolgung. Auch der Markt für Führungskräfte an sich drängt Unternehmen, die um die Weltelite von Managern für die Besetzung ihrer Führungsstellen konkurrieren müssen, zu einer Etablierung von Aktienoptionsprogrammen. Ohne solche sind die im internationalen Maßstab Besten unter Umständen nicht zu gewinnen<sup>279</sup>. Insbesondere wichtig für junge und für wirtschaftlich angeschlagene Unternehmen ist der zusätzliche Vorteil, dass sie die Liquidität schonen, was in der Gründungs- oder auch während einer Sanierungsphase von wesentlicher Bedeutung sein kann.

Den aufgezählten Problemen und Risiken von Optionsprogrammen ist bei der Vergabe Rechnung zu tragen. Die Berücksichtigung der herausgearbeiteten Grundsätze sollte einer im

---

<sup>277</sup> Adams, ZIP 2002, 1340 mit kritischer Bewertung des Urteils des OLG Stuttgart, ZIP 2001, 1367 zu den Bedingungen des HV-Beschlusses zum Aktienoptionsplan der DaimlerChrysler AG.

<sup>278</sup> Laut Seibert (S. 21) gab es selbst von Seiten der Gewerkschaften (mit Ausnahme der IG Metall) keine durchgängige Ablehnung.

<sup>279</sup> Kohler, ZHR 1997, 256, a. A. Adams, ZIP 2002, 1339.

Interesse des Unternehmens leistungsorientierten Vergütung mittels Aktienoptionen aus rechtlicher Sicht jedoch genügen.

#### e) Wertung

-----

Um die Vergütung der Vorstandsmitglieder pflichtgemäß am Unternehmensinteresse auszurichten, muss der Aufsichtsrat viele Faktoren berücksichtigen und für den Einzelfall entscheiden. Eine Patentlösung wird es sicher nicht geben. Ein festes Grundgehalt wird für den Empfänger nicht verzichtbar sein, aus Sicherheitsgründen und weil die variablen Bestandteile auch von durch ihn nicht beeinflussbaren Faktoren abhängen. Flexible Vergütungsbestandteile, insbesondere Aktienoptionsprogramme, sind als Mittel zum Leistungsanreiz und als Steuerungselement ebenso essentiell. Speziell bei der Diskussion und dem Einsatz von *stock options* spiegelt sich die herausragende Bedeutung wieder, die Vergütungskonzepte als Führungsinstrument für die Unternehmen erlangt haben<sup>280</sup>.

Entscheidend dürfte es sein, den richtigen „Mix“ zu finden<sup>281</sup>. Dieser hängt ab von der Zielformulierung: von der Person des Managers, von seinem Einsatzgebiet, von der Situation der Gesellschaft, der allgemeinen Branchensituation und den Erwartungen der Aktionäre.

---

<sup>280</sup> Kohler, ZHR 1997, 256.

<sup>281</sup> Baums, FS Claussen, S. 5.



## f) Angemessenheit als Ermessensgrenze

-----

Neben der Orientierung am Unternehmenswohl bildet die Angemessenheit das zweite Leitbild bei der Vergütungsfestsetzung. Gemäß § 87 I AktG ist eine Gesamtbetrachtung vorzunehmen. Die Summe aller Vergütungsleistungen der Gesellschaft an das Vorstandsmitglied darf ein angemessenes Maß nicht überschreiten. Regelungsgegenstand der Norm sind sämtliche vermögenswirksame Leistungen der Gesellschaft, das heißt insbesondere auch, dass gewährte Aktienoptionen als Teil der Gesamtvergütung in die Betrachtung mit einzubeziehen sind<sup>282</sup>. Dabei ist laut Gesetz die Lage der Gesellschaft genauso wie der Aufgabenbereich des Managers zu berücksichtigen. Wie bereits festgestellt, liefern den notwendigen Vergleichsmaßstab die auf dem Markt üblichen Vergütungsstrukturen.

Die Prüfung nach § 87 I AktG ist mit der obigen Interessenproblematik im Zusammenhang zu sehen. Eine thematische Trennung wird kaum möglich sein. Schwerpunktmäßig lässt sich unterscheiden, dass bei der Ausrichtung am Unternehmenswohl die richtige inhaltliche Ausgestaltung in Ansehung der verfolgten Intentionen im Vordergrund steht, während es bei der Angemessenheit primär darum geht, ob in der absoluten Höhe der richtige Rahmen gewahrt wurde. Übermäßige Bezüge, also in sachlich unbegründeter Höhe, verstoßen gegen § 87 I AktG.

### aa) Marktüblichkeit als Ausgangspunkt

-----

Ausgangspunkt für die Vergütungsfestlegung von Mitgliedern der Vorstandsebene bildet der relativ transparente<sup>283</sup> Markt für ebensolche Führungsdienstleistungen. Diesem Spielfeld im Wettbewerb um geeignetes Personal wird sich kein Unternehmen entziehen können. Die primäre Vergleichsbasis muss also die Höhe der in vergleichbaren Unternehmen für eine vergleichbare Position gezahlten Gehälter sein<sup>284</sup>.

Dabei werden wohl einige große Publikumsaktiengesellschaften nationale Relationen sprengen. Ein global agierendes Unternehmen kann und muss die weltweit besten Führungskräfte rekrutieren, um im Wettbewerb bestehen zu können. Dafür wird es unvermeidbar auch hohe Aufwendungen in Kauf nehmen müssen. Maßstab wird also mehr und mehr das Weltspitzenniveau sein, welches derzeit wohl im Allgemeinen von US-

---

<sup>282</sup> Allgemeine Ansicht: *Adams*, ZIP 2002, 1338; *Baums*, FS *Claussen*, S. 3; *Fonk*, in: *Semler*, ArbeitsHB für AR-Mitglieder, Fn. 277; *Krieger*, Münchner HB des Gesellschaftsrechts, § 63 Rdnr. 27.

<sup>283</sup> Statistische Erhebungen dazu gibt es von führenden Unternehmensberatungsgesellschaften.

<sup>284</sup> Inklusive vergleichbarer GmbH Geschäftsführer-Gehälter, da diese mit den Aktiengesellschaften auf dem Personalmarkt in Konkurrenz stehen. (*Mertens*, KölnKomm, § 87 Rdnr. 5; *Baums*, FS *Claussen*, S. 30).

amerikanischen Managern gehalten wird<sup>285</sup>. Eine differenzierte, rein deutsche Betrachtung, gemessen an einheimischen Vorstellungen von Vergütungsgerechtigkeit und -bescheidenheit, ist unter globalwirtschaftlichen Verhältnissen nicht mehr zeitgemäß. Unter diesem Gesichtspunkt können sich unter Umständen auch Vergütungssätze, die das Einkommen eines einfachen Angestellten um mehr als ein Hundertfaches übersteigen, als durchaus üblich und angemessen erweisen.

Andererseits muss sich jedoch ein übermäßig hohes Gehalt auch aus einer Notwendigkeit begründen. Beispielsweise darf eine Orientierung an womöglich höheren amerikanischen Managergehältern auch nur dann erfolgen, wenn eine tatsächliche Konkurrenzsituation mit dortigen Unternehmen um Führungspersonal besteht, was jedoch (wenn überhaupt) dann nur einige wenige, große Aktiengesellschaften betreffen dürfte<sup>286</sup>. Vor allem aber kann eine übermäßige Vergütung, welche aus der Vergabe von Aktienoptionen im Rahmen eines Optionsprogramms resultiert, nicht einfach mit dem Hinweis auf die Kursentwicklung rechtfertigt werden, welche schließlich viele Ursachen haben kann.

#### bb) Lage der Gesellschaft

-----

Gesetzlich ist als Parameter für die Beurteilung der Angemessenheit die Lage der Gesellschaft festgelegt. Die Gesellschaftssituation ergibt sich zunächst aus der Betrachtung von recht gut messbaren Werten wie Unternehmensgröße, Branche, Anzahl der Beschäftigten, Umsatz, Betätigungsgebiet etc. und natürlich aus der Performance an der Börse. Das Ergebnis dient erst einmal zur Findung der beschriebenen marktüblichen Vergleichsgröße. Diese ist dann in Ansehung des konkreten Einzelfalls zu modifizieren. Es ist die aktuelle Geschäftslage zu analysieren, Zukunftsprognosen sind anzustellen. Anhand dieser möglichst konkreten und objektiven Einschätzung der Unternehmenssituation ist dann ein vernünftig angepasster Vergütungsplan aufzustellen. Es sollte so viel gezahlt werden, um die jeweiligen Positionen richtig besetzen zu können, ohne die Gesellschaft finanziell zu überlasten<sup>287</sup>.

Das soll jedoch nicht bedeuten, dass etwa in einer wirtschaftlichen Krisensituation am Führungspersonal gespart werden muss<sup>288</sup>. Im Gegenteil kann es gerade dann, womöglich im

---

<sup>285</sup> Siehe zur Vergütungspraxis unter B.II.1.

<sup>286</sup> Gegen verschiedentliche Behauptungen, es gäbe praktisch keinen Austausch von Führungskräften mit dem Ausland, somit auch keine Konkurrenzsituation, die eine Berücksichtigung von der internationalen Marktüblichkeit zulasse, wenden sich mit Beispielen *Liebers/ Hoefs*, ZIP 2004, 97, 100.

<sup>287</sup> Als Negativbeispiel für unkritische Freigiebigkeit kann die ehemalige Schieflage der Grundig AG genannt werden, deren Probleme unter anderen aus der jährlichen Apanage von 50 Mio. DM an die Gründerwitwe herrührten. (so ein Bericht der Berliner Zeitung vom 12.02.2000).

<sup>288</sup> *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung, S. 85; *Mertens*, KölnKomm, § 87 Rdnr. 6.

gleichen Atemzug mit Personalabbau, notwendig sein, mehr zu zahlen, um einen geeigneten Mann zu finden, der das Unternehmen wieder in Fahrt bringt. Angemessenheit in diesem Zusammenhang bedeutet keineswegs soziale Gerechtigkeit, sondern vielmehr ökonomische Notwendigkeit.

#### cc) Aufgaben des Vorstandsmitglieds

-----

Die andere gesetzliche Bezugsgröße bilden die Aufgaben des Vorstandsmitglieds. Hier ist eine individuelle Leistungs- und Funktionsbewertung vorzunehmen. Es sind die Tätigkeit des Managers zu betrachten, sein Aufgabengebiet, insbesondere das von ihm getragene Maß an Verantwortung, aber auch an seine Person gebundene Faktoren wie Qualifikation, sein Marktwert sowie Dauer und Erfolg seiner bisherigen Tätigkeit für das Unternehmen. Die Bezüge eines Managers sollten im Kontext betrachtet werden. Bei mehrköpfigen Vorständen wird der Aufsichtsrat seiner Leitungsverantwortung nicht durch unkoordinierte Einzelentscheidungen gerecht werden können<sup>289</sup>. Aus Gründen der Vergütungsgerechtigkeit<sup>290</sup> sowie des Betriebsfriedens empfiehlt es sich, einen Gesamtplan für die Entlohnung der Vorstandsmitglieder aufzustellen, um so intern dem Angemessenheitsgedanken gerecht werden zu können.

#### dd) Stellenwert der einzelnen Vergütungsteile in der Gesamtbetrachtung

-----

Obwohl die Angemessenheit in § 87 I AktG *expressis verbis* nur auf die Gesamtsumme der Vergütung bezogen wird, bedeutet dies nicht, dass deren Zusammensetzung außer Acht gelassen werden könnte. Feste und variable Bezüge können keine gleichrangige Bewertung erfahren<sup>291</sup>. Variable Bestandteile sind zum einen, wie bereits erwähnt, für den Empfänger mit einem gewissen Risiko behaftet, zum anderen sind sie schließlich in ihrer Höhe auch ein Ergebnis der Qualität seiner Tätigkeit, oder sollten es zumindest sein, wenn Bezugskriterien richtig definiert wurden. So kann sich ein Jahresgehalt als unangemessen darstellen, wenn es insgesamt als Festgehalt ausgezahlt wurde, während es in nominell gleicher Höhe angemessen sein kann, wenn es im Wesentlichen ein Resultat von leistungsbezogenen Boni für eine überdurchschnittliche Arbeit ist. Leistung und Gegenleistung stehen dann in einer

---

<sup>289</sup> Hüffer, ZHR 1997, 214, 234.

<sup>290</sup> Zur Anwendbarkeit des Prinzips des arbeitsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes auf Manager BGH, WM 1990, 1461, 1462. sowie Martens, Arbeitsrecht leitender Angestellter, S. 125; die Relativität der Gleichbehandlung betonend Hoffmann/ Preu, Der Aufsichtsrat, RdNr. 325.

<sup>291</sup> Tegmeier, Fn. 83, S. 281 ff.

gewissermaßen wertbildenden Beziehung<sup>292</sup>, die eine außerordentliche Würdigung rechtfertigen kann.

#### ee) Besonderheiten von Aktienoptionsprogrammen

-----

Ursache von geradezu phänomenalen Bezügen, die immer wieder für Schlagzeilen sorgen, sind zumeist Einkünfte aus Aktienoptionsprogrammen<sup>293</sup>. Diese stehen deshalb, auch international<sup>294</sup>, immer wieder in der Kritik.

Die Personalzuständigkeit des Aufsichtsrates macht vor Gewinnen aus Aktienoptionen nicht Halt. Zwar werden diese Programme von der Hauptversammlung beschlossen (§ 192 AktG), jedoch erstreckt sich die Verantwortung des Aufsichtsrates bei der Ausarbeitung eines Beschlussvorschlages (§ 124 III AktG) gleichwohl dahin, auf die Einhaltung der Grundsätze des § 87 I AktG Einfluss zu nehmen<sup>295</sup>. Die Kontrolle der Hauptversammlung bei der Vergabe und Festlegung der Optionsbedingungen ist nur sehr eingeschränkt möglich, der Aufsichtsrat ist zudem wesentlich sachnäher positioniert<sup>296</sup>. Die nähere Ausgestaltung und die Zuwendung der beschlossenen Erwerbsrechte für den Vorstand obliegen ohnehin dem Aufsichtsrat. Er ist also das für die optimale Umsetzung des Aktienoptionsplans wesentliche Organ und hat bei seiner Pflichtenausübung auf die Wahrung angemessener Gehaltssummen zu achten<sup>297</sup>.

Solange sich die realisierten Kursgewinne als Resultat der Leistungen des Managements niederschlagen, sind sie prinzipiell nicht zu beanstanden. Um jedoch nicht den Maßstab des § 87 I AktG zu sprengen, kann die Festlegung einer absoluten Obergrenze im Vorhinein geboten sein<sup>298</sup>. Außerdem ist es wohl notwendig, dass, um zwischen dem Optionswert und der Vorstandsleistung eine gewisse Korrelation zu erhalten, durch *benchmarking* eine Verknüpfung an einen möglichst konkret ermittelten Branchenindex erfolgt. Die meisten exorbitanten Kursentwicklungen waren bisher kaum das Ergebnis einer außergewöhnlichen Managerleistung, sondern folgten lediglich allgemeinen Börsentrends. Eine unübliche, besonders hohe Vergütungssumme, die sich nur als Partizipierung an den sogenannten

---

<sup>292</sup> Tegtmeier, a. a. O.

<sup>293</sup> Adams, ZIP 2002, 1338.

<sup>294</sup> Jedoch mehr in der Kritik der Öffentlichkeit als der Teilhaber. Diese interessieren eher die Eignung der Manager, weniger deren Bezahlung - so zumindest Mundheim, Vorstandsgehälter in den USA (AG 1993, 563, 565).

<sup>295</sup> Frey, GroßKomm, § 192 Rdnr. 106.

<sup>296</sup> Klahold, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 214 f.

<sup>297</sup> Klahold, S. 215 ff.

<sup>298</sup> Für diesen Fall so empfohlen von Baums, FS Claussen, S. 30 f.; Semler, FS Budde, S. 610; Hüffer, ZHR 1997, 214, 235.

*windfall profits* darstellt, kann schwerlich als angemessen gelten, wenn kein Bezug zur Lage der Gesellschaft mehr gegeben ist<sup>299</sup>.

Vor diesem Hintergrund sind wohl einige Aktienoptionsprogramme deutscher Unternehmen zu überdenken, will sich die Geschäftsführung nicht schadenersatzpflichtig machen<sup>300</sup>. Die Beschränkung auf angemessene Gesamtbezüge stellt eine Besonderheit des deutschen Aktienrechts dar. Es ist deshalb auch eine besondere Situation hinsichtlich der Obergrenze von Vergütungen im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen anzunehmen. Dies kann bis zu einem gewissen Grad durch den Vergleichswert der Marktüblichkeit zumindest für Unternehmen relativiert werden, welche im internationalen Wettbewerb tätig sind und auf dem Weltmarkt um Personal konkurrieren müssen<sup>301</sup>. Eine derartige Konkurrenzsituation darzulegen muss der Aufsichtsrat jedoch auch in der Lage sein. Die Weltspitzeneinkünfte von Topmanagern können auch nur dann als angemessen gelten, wenn eine tatsächliche Notwendigkeit besteht, diese Preise für adäquate Führungskräfte zu bezahlen. Absolut verboten wird sich aber wegen § 87 I AktG, für deutsche Manager neue Maßstäbe nach oben zu setzen, für die kein internationales Äquivalent zu ermitteln ist und insofern also überhaupt keine wirtschaftlich begründbare Notwendigkeit besteht.

Der Vergleich sollte jedoch vorrangig zu Gehaltsstrukturen deutscher Global Player gezogen werden. Dazu weist *Adams*<sup>302</sup> auf die bemerkenswerte Sonderstellung der BMW AG hin. Dieses erfolgreiche, weltweit agierende Unternehmen befindet sich bekannterweise in der Kontrolle einer Aktionärsfamilie, ist also von der *agency*-Problematik weitgehend unbelastet. Es wurde kein Aktienoptionsprogramm aufgestellt und die Vorstandsvergütung bewegt sich eher am unteren Teil der Skala vergleichbarer Unternehmen<sup>303</sup>. Es ist aber nicht davon auszugehen, dass bei der BMW AG geringer qualifizierte oder befähigte Manager arbeiten. Die interessante Frage, welche sich manche Geschäftsleitungen von Unternehmen mit breitem Streubesitz an Aktien und den genannten Corporate Governance Problemen stellen müssen ist daher, warum bei ihnen ein höheres Einkommen angemessen sein soll als bei einer vom Eigentümer straff kontrollierten Gesellschaft.

---

<sup>299</sup> *Klahold*, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 217; *Thüsing*, DB 2003, 1612, 1613; *ders.*, ZGR 2003, 450, 495.

<sup>300</sup> *Adams*, ZIP 2002, 1325 ff hält die Aktienoptionspläne von Telekom und DaimlerChrysler für rechtswidrig, da selbst bei fallenden Kursen Gewinne aus Optionen realisiert werden können.

<sup>301</sup> Siehe schon im letzten Abschnitt.

<sup>302</sup> Fn. 220.

<sup>303</sup> Siehe Aufstellung bei *Adams*, ZIP 2002, 1325 f.

Einem verantwortlichen Aufsichtsrat genügt deshalb der schlichte Hinweis auf eine überzogene Marktüblichkeit nicht, um ein übermäßiges Gehalt zu rechtfertigen. Um die Anforderungen des § 87 I AktG zu erfüllen, muss nachgewiesen sein, dass kein gleich qualifizierter Mitarbeiter zu einem vernünftigeren Preis gefunden werden konnte beziehungsweise dass für die Höhe der gezahlten Vergütung inklusive gewährter Aktienoptionen eine hinreichende Notwendigkeit besteht. Die Orientierung an unangemessenen Ausnahmegehältern kann ihrerseits wieder eine Schadensersatzpflicht begründen.

Ebenso problematisch im Hinblick auf § 87 I AktG würde sich eine vorrangig aus Optionsgewinnen erzielte Vergütung in Ansehung der mangelnden Individualisierung der Bewertung erweisen. Da absolute oder relative Börsenkurssteigerungen kaum auf die Tätigkeit des einzelnen Vorstandsmitglied zurückgeführt werden können, mangelt es ihnen an dem erforderlichen Bezug zum personellen Aufgabenbereich<sup>304</sup> (§ 87 I AktG: „...Aufgaben des Vorstandsmitglieds...“). Eine Kompensation über das Fixum und sonstige Gehaltsbestandteile sind deshalb erforderlich<sup>305</sup>.

---

<sup>304</sup> Hüffer, AktG, § 87 Rdnr. 2; Peltzer, AG 1996, 307, 313; Klahold, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 216.

<sup>305</sup> Hüffer, ZHR 1997, 214, 235; Menichetti, DB 1996, 1688, 1689.

## 5. Rechtsprechung und unternehmerischer Entscheidungsspielraum

---

Nach der bisherigen theoretischen und systematischen Betrachtung der Rechtslage zur Vergütung von Vorstandsmitgliedern als unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrates soll nun dargestellt werden, inwieweit diese Erkenntnisse bereits Einzug in die Rechtspraxis gefunden haben.

Dazu ist zunächst festzustellen, dass es konkrete deutsche Rechtsprechung zur Angemessenheit von Geschäftsleiterbezügen bei AG-Vorständen bislang nicht gibt<sup>306</sup>. Es kann daher nur auf die vorangestellten Ausführungen verwiesen werden. Geschäftsleitervergütungen sind lediglich bei der GmbH im Zusammenhang mit steuerlichen Fragen beziehungsweise im Kontext mit der Problematik der verdeckten Gewinnausschüttung an Gesellschafter-Geschäftsführer einer gerichtlichen Überprüfung unterzogen wurden, welche wohl auch zur Prognose einer gerichtlichen Entscheidung bei der AG mit herangezogen werden kann<sup>307</sup>.

Für eine unternehmerische Entscheidung des Aufsichtsrates stellt sich jedoch vorweg die generelle Frage nach deren gerichtlicher Überprüfbarkeit. Wenn einem Gesellschaftsorgan ein Ermessensspielraum eingeräumt wird, dann muss dieser quasi als Pendant auch in einem Gerichtsprozess respektiert werden. Andererseits unterliegen aber auch Ermessensentscheidungen einer gewissen gerichtlichen Überprüfbarkeit.

---

<sup>306</sup> Die Bezeichnung „dead letter law“ (Thüsing DB 2003, 1612) ist deshalb wohl treffend.

<sup>307</sup> Dazu im Anschluss.

## a) Justiziabilität von unternehmerischen Entscheidungen

---

### aa) Entscheidungsprärogative aus ARAG/Garmenbeck

---

Die aktuelle Rechtsprechung zu diesem Thema stützt sich auf ein Grundsatzurteil des Bundesgerichtshofs aus dem Jahre 1997, in dem dieser zu Haftungsfragen von Aktiengesellschaftsorganen und deren Durchsetzung Stellung nimmt. Dieses noch immer Maßstäbe setzende Urteil zu unternehmerischen Entscheidungen entstand aus dem Fall „ARAG/Garmenbeck“<sup>308</sup>.

In diesem wird dem Vorstand und somit zugleich dem Aufsichtsrat, soweit er ihm übertragene unternehmerische Aufgaben wahrnimmt, ein autonomer unternehmerischer Ermessensspielraum eingeräumt. Dieser mündet in einer sogenannten „Entscheidungsprärogative“, also in einer Beschränkung der gerichtlichen Nachprüfbarkeit.

Das bedeutet, dass eine persönliche Inanspruchnahme und Haftung ausgeschlossen wird, wenn die genannten Voraussetzungen erfüllt sind. Beim bewussten Eingehen von geschäftlichen Risiken besteht immer die Gefahr von Fehlbeurteilungen und Fehleinschätzungen, die nicht zu einer Schadensersatzpflicht führen dürfen, um eine vernünftige und erfolgreiche Geschäftsführung überhaupt erst möglich zu machen. Es wäre fatal, und außerdem auch mit dem System der Kapitalgesellschaft unvereinbar, wenn das Management bei jeder Entscheidung im Falle eines Misserfolgs eine persönliche Inanspruchnahme zu befürchten hätte. Geschäftsführer sollen nicht das unternehmerische Risiko tragen und deshalb nicht für unternehmerischen Misserfolg haften, sondern nur für unsorgfältiges Verhalten<sup>309</sup>.

Als Voraussetzungen für die Haftungsfreistellung fordert der Bundesgerichtshof<sup>310</sup> die ausschließliche Orientierung am Unternehmenswohl, die sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen und ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, pflichtgemäßes Handeln.

Nachdem festgestellt wurde, dass Personal- und Vergütungsentscheidungen unternehmerische Aufgaben des Aufsichtsrates sind, kann er sich bei diesen innerhalb des durch die Einhaltung der drei Bedingungen gesteckten Rahmens der „Entscheidungsprärogative“ in Sicherheit wiegen. Zu einer exakten Klärung dieses Rahmens ist die einheimische Judikative bislang

---

<sup>308</sup> BGHZ 135, 244.

<sup>309</sup> Wellkamp, Vorstand, AR und Aktionär, S. 195.

<sup>310</sup> BGHZ 135, 244, 253 f.



jedoch nicht gelangt. Auch der Gesetzgeber, der mit einer der letzten Gesetzesnovellen (etwa mit Einführung des KonTraG) die Gelegenheit hätte wahrnehmen können, hat sich dieser Frage leider nicht gewidmet. Somit ist die Rechtslage weiterhin äußerst unbestimmt, Rechtssicherheit in weiter Ferne.

Fortschritte in diesem Bereich erhofft man sich von der neuesten Initiative des Bundesministerium für Justiz, welches in einem Referentenentwurf vom 28. 1. 2004<sup>311</sup> das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vorschlägt. Teil des Entwurfs ist eine Ergänzung des § 93 I AktG im Sinne einer Umsetzung der abstrakten Vorgaben der ARAG/Garmenbeck-Entscheidung<sup>312</sup>. Entscheidend für den Erfolg eines solchen Gesetzes wird jedoch nicht die Ratifizierung von bestehender Rechtsprechung zu unternehmerischen Entscheidungen sein, sondern vielmehr die praktische Ermöglichung einer gerichtlichen Kontrolle mit Schaffung einer weitergehenden Aktionärsklagemöglichkeit, also einer erneuten Reform des § 147 AktG. Eine solche bildet die Voraussetzung zur Bildung eines detaillierten Rechtsprechungskataloges, mit dem auch die Bewertung von Einzelfällen prognostizierbar wäre. Ob die Vorschläge des Referentenentwurfs dazu weit genug gehen oder ob nicht die Ermöglichung einer umfassenden Aktionärsklage nach US-amerikanischem Vorbild zweckmäßiger wäre, ist noch abzuwägen.

Um die aktuellen Defizite der originären Rechtsprechung zu unternehmerischen Entscheidungen zu überwinden, könnte man an die Übernahme von fallgruppenbezogener Rechtsprechung aus anderen Rechtsgebieten denken.

---

<sup>311</sup> Auf der Website des BMJ einzusehen.

<sup>312</sup> Im Einzelnen *Thümmel*, DB 2004, 471, 472f.; *Schütz*, DB 2004, 419ff.

## bb) Vergleich mit öffentlich-rechtlicher Ermessenslehre

---

Parallelen zwischen der ARAG/Garmenbeck-Rechtsprechung und den aus dem öffentlichen Recht bekannten Grundsätzen der Gerichtskontrolle von Ermessensentscheidungen der Exekutive sind unverkennbar. Aufgrund der vergleichbaren Sachlage wurde in der deutschen Rechtsliteratur auch der Ansatz einer Übernahme der verwaltungsrechtlichen Grundsätze zur Ermessensausübung diskutiert, um unternehmerische Entscheidungen justiziabel zu machen<sup>313</sup>.

Die Rechtsprechung des Bundesverwaltungsgerichts kennt bei der gerichtlichen Überprüfung der Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe durch die Verwaltung die fallgruppenbezogene Lehre vom Beurteilungsspielraum<sup>314</sup> auf der Tatbestandseite und die Lehre vom Ermessensspielraum<sup>315</sup> auf der Rechtsfolgenseite von Normen. Dabei wird das konkrete Entscheidungsergebnis von einer direkten, objektiven Beurteilung ausgenommen. Die gerichtliche Nachprüfung fragt inhaltlich nur, ob im Entscheidungsprozess Beurteilungs- oder Ermessensfehler begangen worden sind.

Die Konsequenz dieser Rechtsprechung ist zunächst die Anerkennung eines materiell überprüfungsfreien Beurteilungs- beziehungsweise Ermessensspielraums der Verwaltung, vergleichbar mit der „Entscheidungsprärogative“ aus ARAG/Garmenbeck. Von einem objektiven „Richtigkeitsurteil“ der getroffenen Entscheidung wird Abstand genommen.

Die Überprüfung von Ermessensentscheidungen durch die Verwaltungsgerichte beschäftigt sich nur damit, ob die gewählte Maßnahme vom Gesetz per se zugelassen ist, ob überhaupt ein gebotenes Ermessen stattgefunden hat (also kein Ermessensausfall<sup>316</sup>), ob in die Abwägung einfließende Entscheidungsparameter richtig bewertet wurden (kein Ermessensfehlgebrauch<sup>317</sup>) und ob insgesamt die vorgenommene Gewichtung der Einzelinteressen nicht vollkommen außer Verhältnis steht (keine Disproportionalität<sup>318</sup>).

---

<sup>313</sup> Etwa *Krieger*, Personalentscheidungen, S. 28 ff.; *Kessler*, Leitungsmacht des Vorstandes, S. 247 ff.; *Mutter*, Unternehmerische Entscheidungen, S. 230 ff.; umfassend zu diesem Thema die Dissertation von *Hoerdemann*, Zur Bedeutung der verwaltungsrechtlichen Ermessenslehre für Aufsichtsratsbeschlüsse. Für eine Übernahme der öffentlich-rechtlichen Ermessenslehre OLG Düsseldorf in ZIP 1995, 1183, 1190 f.; *Hoerdemann*, ZRP 1997, 44, 45 f.; weitgehend *Gawrisch*, Ermessensentscheidungen des AR; dagegen *Raiser*, NJW 1996, 552, 553; *Thümmel*, DB 1997, 1117, 1118.

<sup>314</sup> Beispielweise BVerwGE 38, 105, 110 f. (Prüfungsentscheidungen); BVerwGE 77, 75, 78 (wertende Entscheidungen von Sachverständigengremien), BVerwGE 80, 113, 120; BVerwG, NJW 1988, 276, 277 (Prognoseentscheidungen und Risikobewertungen).

<sup>315</sup> Anschaulich BVerwGE 48, 56, 63 ff.

<sup>316</sup> BVerwGE 48, 56, 63.

<sup>317</sup> BVerwGE 48, 56, 64.

<sup>318</sup> BVerwGE 48, 56, 64; Im Einzelnen wird geprüft, ob die getroffene Maßnahme zur Erreichung des angestrebten Ziels geeignet ist (Grundsatz der Zwecktauglichkeit), ob sie erforderlich ist (Grundsatz des Interventionsminimums) und ob sie angemessen ist (Grundsatz der Proportionalität).

Hinsichtlich der Beurteilung eines Sachverhalts überprüfen Gerichte lediglich, ob anzuwendende Rechtsbegriffe richtig ausgelegt wurden<sup>319</sup>, ob der zugrundeliegende Sachverhalt zutreffend und vollständig ermittelt worden ist<sup>320</sup> und ob die Beurteilung des Sachverhaltes keine pure Willkürentscheidung darstellt<sup>321</sup>.

Im Ergebnis beschränkt sich die verwaltungsgerichtliche Kontrolle derartiger Sachverhalte auf eine Verfahrenskontrolle. Es wird also die Entscheidung des gesetzlich vorgesehenen Entscheidungsträgers respektiert, keiner Ergebniskontrolle unterzogen. Lediglich die Entscheidungsfindung wird daraufhin überprüft, ob sorgfältig ermittelt, ob die Entscheidungs-determinanten richtig interpretiert und ob nach bestem Wissen und in bester Absicht entschieden wurde.

Im Prinzip ist diese Rechtsprechung durchaus mit der Behandlung von unternehmerischen Entscheidungen vergleichbar. Ob eine direkte Übernahme einzelner Fallgruppen oder gar Entscheidungen möglich ist, ist dagegen zu bezweifeln. Entscheidungen dürften sich nur selten mit vergleichbaren Sachgebieten beschäftigen<sup>322</sup>. Das von privatrechtlichen Normen konkretisierte Verhältnis von Geschäftsleitungen zur Gesellschaft ist mit dem öffentlich-rechtlich definierten Subordinationsverhältnis von Verwaltung zu Bürger nur wenig verwandt. Die pflichtgemäße Ermessensausübung der Verwaltung nach dem Maßstab des § 40 VwVfG ist mit der Sorgfaltspflicht des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters des § 93 I S. 1 AktG kaum vergleichbar. Vor allem aber die Konsequenzen für die jeweiligen Entscheidungsträger sprechen gegen eine Übernahme von Maßstäben des öffentlichen Rechts ins Privatrecht. Während einerseits ein lediglich mit einer Revision seiner Entscheidung bedrohter Beamter handelt, stünde andererseits ein Geschäftsleiter einer möglichen persönlichen Haftung gegenüber, ohne Haftungsfreistellung durch die Gesellschaft entsprechend Art. 34 GG.

Eine Ergänzung oder Konkretisierung der Rechtsprechung zu unternehmerischen Entscheidungen durch Ergebnisse aus öffentlich-rechtlichen Entscheidungslehren ist deshalb abzulehnen.

---

<sup>319</sup> BVerwGE 77, 75, 85.

<sup>320</sup> BVerwGE 39, 197, 204.

<sup>321</sup> BVerwGE 77, 75, 78.

<sup>322</sup> Als Ausnahme sind vielleicht wirtschaftliche Prognoseentscheidungen und Risikobewertungen zu nennen, zum Beispiel BVerwG, NJW 1988, 276, 277.

cc) Vergleich mit *business judgement rule*

-----

Eine andere mögliche Perspektive könnte die US-amerikanische Rechtsprechung auf diesem Gebiet liefern. Diese ist bereits wesentlich umfangreicher und detaillierter<sup>323</sup>. Von einigen Vertretern des deutschen Schrifttums<sup>324</sup> wurde deshalb, auch um im Zuge der Orientierung an anglo-amerikanischen Unternehmensführungsstrategien ein funktionierendes Kontrollsystem und Rechtssicherheit zu bekommen, die Möglichkeit einer weitgehenden Übernahme der Prinzipien der dortigen Judikative untersucht.

Diese Grundsätze sind ausformuliert in der sogenannten *business judgement rule*<sup>325</sup>. Die Regel ist dem Grunde nach ein richterliches Zurückhaltungsgebot. Den Unternehmensleitern wird darin ein haftungsfreier Handlungsspielraum garantiert, der durch ein Gericht nicht überprüft werden kann. Ziel ist es, die Selbstständigkeit und Eigenverantwortung in der Unternehmensführung zu gewährleisten. Es muss möglich sein, unternehmerische Entscheidungen zu treffen und vernünftige Risiken einzugehen, ohne bei einem Scheitern im nachhinein persönlich haftbar zu werden. Wirtschaftliche Entscheidungen sollen so Managern überlassen bleiben und nicht in die Hände von Richtern gelegt werden.

Realisiert wird diese Zwecksetzung dadurch, dass sich das Gericht bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen der materiellen Überprüfung der Entscheidung enthält<sup>326</sup>. Diese sind im Einzelnen: eine Unbefangenheit bei der Entscheidungsfindung mangels persönlichem Interesse (*desinterested judgement*), ein hinreichender Informationsstand als Entscheidungsgrundlage (*informed judgement*) und die nachvollziehbare Überzeugung, im besten Interesse der Gesellschaft gehandelt zu haben (*rational belief*). Der Sache nach führt die *business judgement rule* zu einem weitreichenden Entscheidungsspielraum von Unternehmensleitern in wirtschaftlicher Hinsicht, innerhalb dessen sie sich bewegen können,

<sup>323</sup> Hefermehl/ Spindler, in: Kropff/ Semler, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 33; Hopt, Großkomm, § 93 Rdnr. 83; Oltmanns, Geschäftsleiterhaftung, S. 109 ff.

<sup>324</sup> Etwa Meier-Schatz, ZHR 149, 76; Süner, AG 1987, 276; vielfach Oltmanns, Geschäftsleiterhaftung, etwa zum Verhalten in Übernahmefällen S. 299 ff.; weitere in Übersichten bei Gawrisch, Ermessensentscheidungen, S. 141 und Mutter, Unternehmerische Entscheidungen, S. 206 ff.

<sup>325</sup> Die maßgeblichen Leitentscheidungen der US-amerikanischen Rechtsprechung finden sich bei Cary/ Eisenberg, Cases and Materials on Corporations, S. 592 ff; siehe auch Clark, Corporate Law, S. 123 ff. speziell zu Vergütungsentscheidungen S. 192 ff. mit jeweils umfangreichen Nachweisen; in der deutschen Literatur Gawrisch, Ermessensentscheidungen, S. 141 ff.; Tegtmeyer, Fn. 83, S. 226 ff.; Lammers, Verhaltenspflichten von Verwaltungsorganen, S. 33 ff.; v. Werder/ Feld, RIW 1996, 481.

<sup>326</sup> „The rule itself is a presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action was in the best interest of the corporation“ (Aronson vs. Lewis, 473 A.2d 805, 812, Delaware Supreme Court 1984 und Smith vs. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 872, Delaware Supreme Court 1985); oder negativ: „In the absence of fraud, bad faith, gross overreaching, or abuse of discretion courts will not interfere with the exercise of business judgement by corporate directors“ (Panter vs. Marshall Field & Co., 646 f.2d 271, 293 (7th Cir. 1981); dazu aus der deutschen Literatur Herkenroth, Konzernierungsprozesse, S. 168 ff.; Hopt, FS Mestmäcker, S. 920; Gawrisch, Ermessensentscheidungen des AR, S. 142; Oltmanns, Geschäftsleiterhaftung, S. 72 ff.

ohne eine persönliche Haftung befürchten zu müssen. Diese Rechtspolitik ist aus der ebenso schlichten wie überzeugenden Erkenntnis entstanden, dass Richter im Vergleich zu Unternehmensleitern erfahrungsgemäß die schlechteren Geschäftsleute sind<sup>327</sup>.

Gewisse Parallelen zu den Grundsätzen der „ARAG/Garmenbeck“-Entscheidung sind unverkennbar, in der Formulierung der Voraussetzungen und in der Konsequenz einer Entscheidungsprärogative. Inwieweit deshalb die Grundsätze der *business judgement rule* ins deutsche Recht überhaupt übertragbar sind und ob sie übertragen werden sollten wird unterschiedlich beurteilt<sup>328</sup>.

Jedenfalls bieten sie eine Perspektive, an der sich die Beantwortung hiesiger Haftungsfragen orientieren kann. Allgemein wird man aber davon ausgehen können, dass der Haftungsmaßstab im deutschen Recht (die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsmannes in Wahrung der oben ausgearbeiteten Grundsätze) wohl strenger ist. Der Haftungsfreiraum der *business judgement rule* dürfte nach deutschen Rechtskategorien bis in den Bereich der groben Fahrlässigkeit hineingehen<sup>329</sup>. Dies wäre ein mit §§ 76 I, 93 I, 116 AktG nur schwer zu vereinbarendes Ergebnis<sup>330</sup>.

Ein weiterer wesentlicher Unterschied zwischen der angewendeten *business judgement rule* und dem deutschen Aktienrecht liegt in der Beweislastregel, welche im Gegensatz zum § 92 II S. 2 AktG<sup>331</sup> die Darlegungs- und Beweislast über die Erfüllung erforderlicher Sorgfaltsanforderungen differenziert dem Kläger zuweist<sup>332</sup>. Grundsätzlich obliegt diese auch bei Klagen gegen Vergütungsentscheidungen dem Kläger<sup>333</sup>. Wegen des persönlichen Interesses der Direktoren an den Zahlungen wird dies jedoch derart gehandhabt, dass diese deren Angemessenheit darzulegen haben<sup>334</sup>. Letzteres gilt allerdings dann nicht, wenn die

<sup>327</sup> Gawrisch, Ermessensentscheidungen des AR, S. 141 f.

<sup>328</sup> Grundsätzlich dafür Horn, ZIP 1997, 1129, 1134; Ulmer, ZHR 1999, 290, 298 f.; Henze, NJW 1998, 3309, 3311; dagegen Hopt, Großkomm, § 93 Rdnr. 83; Heermann, AG 1998, 201, 206; Mutter, Unternehmerische Entscheidungen, S. 217 ff.; Gawrisch, Ermessensentscheidungen des AR, S. 144 f.

<sup>329</sup> Gawrisch, Ermessensentscheidungen des AR, S. 144 mit weiteren Nachweisen.

<sup>330</sup> Das Vorstandsmitglied einer AG trifft eine erhöhte Sorgfaltspflicht, vergleichbar einem Treuhänder fremder Vermögensinteressen (vgl. dazu Hefermehl/ Spindler, in: Kropff/ Semler, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 22 m. w. N.).

<sup>331</sup> Grundsätzlich hat die Gesellschaft eine kausale Handlung des Organmitglieds und ihren Schaden nachzuweisen, das Organmitglied dagegen die objektive und subjektive Pflichtwidrigkeit seines Handelns zu widerlegen. Dazu Hüfner, AktG, § 93 Rdnr. 16; Hefermehl/ Spindler, in: Kropff/ Semler, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 87 f.; vgl. im Einzelnen auch noch Abschnitt D. III.

<sup>332</sup> Vergleiche Gottlieb v. Heyden Chemical Corp., Delaware Supreme Court, 91 A.2d 57 (1952); Fogelson v. American Woolen Co., Inc., U.S. Court of Appeals, 2th Circuit, 170 F.2d 660 (1948); zu diesen und weiteren Fällen Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 286 ff.

<sup>333</sup> „... a plaintiff attacking a corporate payment has the heavy burden of demonstrating that no reasonable businessman could find that adequate consideration had been supplied for the payment.“ (Cohen v. Ayers, U. S. Court of Appeals, 7th Circuit, 1979, 596 F.2d 733).

<sup>334</sup> „...where the directors have a personal interest ... the business judgement rule no longer applies and the burden shifts to the directors to demonstrate affirmatively that the transactions were engaged in with good faith

Zahlung entweder von einem nichtbegünstigten Direktor oder von den Aktionären genehmigt wurde<sup>335</sup>.

Im Ergebnis steht „ARAG/ Garmenbeck“ bei der Beurteilung unternehmerischer Entscheidungen vorerst allein.

Einzelfallbezogene Rückgriffe auf Rechtsprechung zu anderen Rechtsgebieten oder Rechtsordnungen sind nicht möglich. So grundlegend und zukunftsweisend die Entscheidung auch sein mag, konkrete Anhaltspunkte für die tatsächliche richterliche Bewertung von Vergütungsfragen gibt sie kaum. Immerhin lassen sich die Determinanten des überprüfungsfreien Raumes der „Entscheidungsprärogative“ ermitteln, welche die gerichtlichen Anforderungen an das Entscheidungsverfahren festlegen.

---

and were fair, i.e., that adequate consideration had been supplied.” (Cohen v. Ayers, U. S. Court of Appeals, 7th Circuit, 1979, 596 F.2d 733).

<sup>335</sup> „This alteration in the burden and quantum of proof may only be avoided in two circumstances: after full disclosure the payments must have been ratified either by action of disinterested directors or by vote of the shareholders.“ (Cohen v. Ayers, U. S. Court of Appeals, 7th Circuit, 1979, 596 F.2d 733).

## b) Rechtsprechung zur Frage der Angemessenheit von GmbH-Geschäftsleiterbezügen

---

Spezielle Rechtsprechung zur Angemessenheit von Geschäftsleiterbezügen gibt es bislang lediglich für die GmbH<sup>336</sup> im Zusammenhang mit steuerlichen Fragen beziehungsweise im Kontext mit der Problematik der verdeckten Gewinnausschüttung an den Gesellschafter-Geschäftsführer<sup>337</sup>.

Dabei wird den Unternehmen für die Bemessung der Vergütung ein erheblicher Bewertungsspielraum eingeräumt<sup>338</sup>, innerhalb dessen die zuständigen Gesellschaftsorgane frei entscheiden können. Der Bundesgerichtshof<sup>339</sup> mahnt die Rechtsprechung zu Vorsicht und Zurückhaltung bei der Überprüfung und Bewertung solcher Entscheidungen. Er empfiehlt insbesondere die Einholung von sachverständigem Rat vor einer Beurteilung, da die eigene Sachkunde eines Richters in derartigen Fällen, speziell hinsichtlich der konkreten Marktverhältnisse, oft nicht ausreiche. Problematisch ist aber auch, wer als geeignete Stelle für die Erstellung von Gutachten angesehen werden kann<sup>340</sup>. In Frage kommen neben Einzelsachverständigen auch Wirtschaftsverbände, Industrie-, Handels- und Handwerkskammern sowie die Finanzbehörden.

Als externer Maßstab für die Angemessenheitsprüfung ist die Vergütungssituation auf dem Markt für Führungskräfte in vergleichbaren Stellungen heranzuziehen. Hierbei stellt sich jedoch wieder das Problem der Vergleichbarkeit, die Schwierigkeit oder Unmöglichkeit der Aufstellung von Regeln des „Üblichen“ bei Vereinbarungen, die aufgrund der Vielfalt im Wirtschaftsleben eine solche eigentlich ausschließen<sup>341</sup>. Einfacher gestaltet sich daher meist ein interner Vergleich der fraglichen Gesellschafter-Geschäftsführergehälter mit denen an der Gesellschaft unbeteiligter Geschäftsführern, was natürlich voraussetzt, dass solche vorhanden sind. Ansonsten können höchstens aus der gesamten Gehaltsstruktur der GmbH einige begrenzte Schlüsse gezogen werden.

Eine Zeit lang wurden Geschäftsführergehälter anhand einer vom Schrifttum und von der Rechtsprechung anerkannten Tabelle gemessen<sup>342</sup>. Diese erwies sich aber nach der Wirtschaftsentwicklung schon ab 1953 als nicht mehr praktikabel. Zu vielfältig und zu

---

<sup>336</sup> BFH DB 1987, 1397; dazu *Zeller*, DB 1989, 1991, 1992; BGHZ 111, 224; BGH WM 1990, 1461; BGH WM 1992, 1407; dazu siehe *Tillmann*, Der GmbH-Geschäftsführervertrag; *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 119 ff.; *Spitaler/ Niemann*, Angemessenheit der Bezüge geschäftsführender Gesellschafter einer GmbH

<sup>337</sup> Bei Vereinen BGH DB 1987, 1397; dazu *Zeller*, DB 1989, 1991, 1992 f.

<sup>338</sup> BGH WM 1992, 1407, 1409

<sup>339</sup> BGHZ 111, 224, 228 f.

<sup>340</sup> Dazu *Spitaler/ Niemann*, Angemessenheit der Bezüge, S. 87 ff. mit Favorisierung der Kammern.

<sup>341</sup> *Spitaler/ Niemann*, a.a.O., S. 84.

<sup>342</sup> *Spitaler/ Niemann*, a.a.O., S. 90.

verschieden sind die Betätigungsfelder und Geschäftspraktiken der einzelnen GmbH's. Aus demselben Grund können die verschiedenen typisierenden Betrachtungsweisen<sup>343</sup> nicht überzeugen. Branchenvergleiche unter betriebswirtschaftlichen Aspekten können höchstens Anhaltspunkte für eine Einordnung sein, eine zufriedenstellende Bewertung eines Einzelfalls dürfte aber kaum gelingen.

Heute ist für das Urteil über die Angemessenheit der Bezüge von Geschäftsleitern in einer Doppelstellung als Gesellschafter und Geschäftsführer maßgeblich, ob sie betrieblich veranlasst sind oder eine Folge des Gesellschaftsverhältnisses<sup>344</sup>. Die Überprüfung wird dabei anhand der Frage vorgenommen, ob ein ordentlicher Geschäftsführer in einer konkreten Situation das Geschäftsführergehalt für angemessen gehalten hätte. Aufgrund der Unbestimmbarkeit des Rechtsbegriffes und der schlechten Rekonstruierbarkeit der tatsächlichen Umstände kann aber auch die Zuziehung von Regeln und Erfahrungen für das Handeln des ordentlichen Geschäftsleiters nur eine Entscheidungshilfe sein.

Als eindeutigeres Indiz für unangemessene Bezüge gilt die Unklarheit der diese regelnden Vereinbarungen<sup>345</sup>. Ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer würde eindeutige und klare Verträge abschließen<sup>346</sup>. Für die GmbH lässt sich aus dem Versuch der Verschleierung tatsächlicher Zuwendungen an den Geschäftsführer daher sehr wohl auf eine verdeckte Gewinnausschüttung schließen.

Die Rechtsprechung zu Geschäftsleitervergütungen zur GmbH lässt sich in Ansätzen auf die AG übertragen. Zumindest bei kleinen Aktiengesellschaften dürfte eine Vergleichbarkeit der Gehaltsstruktur gegeben sein. Es ließe sich wenigstens ein Vergleich insoweit ziehen, ob sich ein Vorstandsgehalt in die Vergütungsstruktur vergleichbarer Unternehmen grob einfügt, wozu auch GmbH's herangezogen werden könnten. Bei den eigentlich relevanten, börsennotierten Aktiengesellschaften mit den typischen Corporate-Governance-Problemen liefern GmbH's einfach aufgrund des Größen- und Komplexitätsunterschiedes und den damit verbundenen ganz anderen Vergütungsrelationen keine adäquate Vergleichsbasis.

Interessant auch für die Bewertung in Aktiengesellschaften ist jedoch der Aspekt der unklaren Regelungen. Adams<sup>347</sup> berichtet über Tendenzen in den USA wie auch hierzulande, die tatsächlichen Gehaltsbezüge von CEO's beziehungsweise Vorstandsmitgliedern in den Bilanzen zu verschleiern. Durch die Verbuchungsweise wird vielfach versucht,

<sup>343</sup> Spitaler/ Niemann, a.a.O., S. 95 ff. mit weiteren Nachweisen.

<sup>344</sup> Rechtsprechungsübersicht bei Spitaler/ Niemann, a.a.O., S. 99.

<sup>345</sup> BFH BStBl. II 1989, 800.

<sup>346</sup> Spitaler/ Niemann, a.a.O., S. 102.

<sup>347</sup> ZIP 2002, 1333 ff.



Personalkosten der Unternehmensspitze vor den Aktionären geheim zu halten. In Deutschland sollen beispielsweise Aktienoptionen zum Teil nicht als Personalaufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung geführt werden, wodurch sie steuerlich nicht abzugsfähig sind. Dadurch erhöhen sich natürlich die tatsächlichen Kosten der Aktienoptionspläne für die Unternehmen in beachtlichem Maße<sup>348</sup>. Wenn eine Geschäftsführung einen solchen Preis zahlt, nur um ihre eigenen Einkünfte vor den Anteilseignern zu verschleiern, dann sollte dies im Rahmen einer gerichtlichen Überprüfung zumindest als dringendes Indiz für eine rechtswidrige Vergütung gewertet werden.

## 6. Zusammenfassung

-----

Die Festsetzung der Vorstandsvergütung (beziehungsweise deren Vereinbarung mit einem Vorstandsmitglied) ist eine unternehmerische Entscheidung des Aufsichtsrats, die in seinem Ermessen steht. Dieses Ermessen hat er im Unternehmensinteresse auszuüben. Einen eindeutigen Verstoß gegen das Unternehmensinteresse bildet jede Verschwendung von Gesellschaftsvermögen, wenn also im wohlverstandenen Interesse des Unternehmens kein Grund für eine Zahlung oder sonstige Leistung darlegbar ist, welcher zumindest potentiell eine Rechtfertigung darstellen würde. Bei einer grundsätzlichen Abwägung der in den hier relevanten börsennotierten Aktiengesellschaften angelegten Einzelinteressen ist das Unternehmensinteresse in Bezug auf langfristige Unternehmensführungsstrategien im Wesentlichen in einer Maximierung des Shareholder Value zu sehen. Als Mittel dazu dienen leistungsorientierte Vergütungssysteme, welche in der Lage sind, das Management für die Verfolgung der Aktionärsinteressen zu motivieren. Es muss für jeden Einzelfall eine vernünftige Zusammensetzung der Bezüge aus festen und variablen Bestandteilen individuell zugeschnitten werden. Insbesondere wird in Unternehmen, die im internationalen Wettbewerb stehen, auf Aktienoptionsprogramme kaum mehr verzichtet werden können, wobei diese zur Vermeidung von leistungsfremden Einflüssen an einen Branchenindex gebunden werden sollten. Nachträgliche Beeinflussungen, welche die durch die Gewährung von Aktienoptionen entstandene Interessenverknüpfung von Vorstand und Unternehmen zerstören, sind zu unterlassen. Die anhand der Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglieds vorzunehmende Differenzierung ist mittels Verknüpfung vom Maß persönlicher Leistung und getragener Verantwortung mit der Vergütung zu bewältigen.

---

<sup>348</sup> Adams, ZIP 2002, 1336.

Insgesamt darf die Vergütung eine angemessene Gesamthöhe nicht überschreiten. Die Grenze der Angemessenheit ist ausgehend von der Marktbewertung von Führungskräften vergleichbarer Gesellschaften - auch im Ausland, wenn es Größe und Konkurrenzsituation des Unternehmens notwendig machen - für die Besonderheiten des Einzelfalls zu konkretisieren.

Spezifische Rechtsprechung zu Vorstandsvergütungen bei Aktiengesellschaften gibt es bislang nicht. Als unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrates unterliegen sie jedenfalls nur einer eingeschränkten gerichtlichen Verfahrenskontrolle. Wenn die Entscheidung ausschließlich am Unternehmenswohl orientiert war, die Entscheidungsgrundlagen sorgfältig ermittelt wurden und insgesamt ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, pflichtgemäßes Handeln vorlag, ist die unternehmerische Entscheidung im Sinne einer „Entscheidungsprärogative“ von einer gerichtlichen Ergebniskontrolle ausgenommen.

In Anknüpfung an die Rechtsprechung zur GmbH stellen unklare, verschleierte Regelungen über Vergütungen, um deren tatsächliche Höhe vor den Aktionären geheim zu halten, ein starkes Indiz für ihre Rechtswidrigkeit dar. Davon ist insbesondere auszugehen, wenn dem Unternehmen dabei zusätzliche Kosten beispielsweise durch vermeidbare steuerliche Belastungen entstehen.

### III. Umsetzung der allgemeinen Grundsätze auf Abfindungen und Zahlungen im Übernahmekampf

---

Ausgehend von den gewonnenen Erkenntnissen sind auch Abfindungszahlungen vorrangig anhand der beiden maßgeblichen Beurteilungsschwerpunkte zu messen, also ob sie am Unternehmensinteresse orientiert und ob sie angemessen sind.

#### 1. Notwendigkeit von Abfindungszahlungen

---

Abfindungen, vor allem im Bereich von durch das Kündigungsschutzgesetz gesicherten Arbeitnehmern, erfüllen immer eine Art Entschädigungsfunktion oder Sozialausgleich. Sie sollen einen Ausgleich für den Verlust des Arbeitsplatzes, für den Bestand des Arbeitsverhältnisses und des erwarteten Einkommens darstellen<sup>349</sup>. Daneben steht eine Abgeltungsfunktion für alle aus der Beendigung des Arbeitsverhältnisses entstandenen Kosten<sup>350</sup>, im Sinne eines Schadensersatzanspruches. Aus Sicht eines Angestellten oder Arbeitnehmers stellt sich eine Kündigungsabfindung als „soziales Schmerzensgeld“<sup>351</sup> dar, welches ihm den Weg zu einem beruflichen Neuanfang erleichtern soll. Aus wirtschaftlicher Sicht des Unternehmens dagegen bilden diese Zahlungen eine finanzielle Belastung, zu welcher aufgrund gesetzlicher Regelungen und vertraglicher Vereinbarungen eine meist unumgängliche Verpflichtung besteht.

Besondere Regelungen über die Höhe von Abfindungsvereinbarungen für Vorstandsmitglieder kennt das Aktienrecht nicht. Es ist daher auf die allgemeine Gesetzeslage zu Vergütungen zurückzugreifen und eine Bewertung anhand der daraus extrahierten Grundsätze vorzunehmen.

Die Abberufung eines Vorstandsmitgliedes erfolgt gemäß § 84 AktG. Nach dessen Absatz 3 ist der Widerruf der Bestellung nur im Falle des Vorliegens eines wichtigen Grundes jederzeit möglich. Das Dienstverhältnis des abberufenen Geschäftsleiters, an dessen Bestand die Mandatsbeendigung grundsätzlich nichts ändert<sup>352</sup>, beschränkt sich danach einseitig auf

---

<sup>349</sup> So BAG, SAE 1974, 78, 79; *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 36 f.

<sup>350</sup> BAG, SAE 1974, 78, 79.

<sup>351</sup> *Duvigneau*, Die gerichtliche Auflösung des Arbeitsverhältnisses, S. 66.

<sup>352</sup> H.M.: BGH, ZIP 2000, 508; *Fonk*, NZG 1998, 408; *Gregor*, FS Boujong, S. 145 m. w. N.; *Reiserer*, Der GmbH-Geschf. im Arbeits- und Sozialrecht.

Gehaltszahlungen<sup>353</sup>. Der Widerruf der Organstellung ist dabei in jedem Fall sofort wirksam<sup>354</sup>, auch wenn er mangels eines wichtigen Grundes unberechtigt ist, da dessen Unwirksamkeit erst rechtskräftig festgestellt werden müsste (§ 84 III S. 4 AktG). Dies gilt jedoch nicht für den damit verbundenen Anstellungsvertrag, welcher nach dem Trennungsprinzip gesondert zu behandeln ist. Für diesen verweist der Paragraph auf die allgemeinen Vorschriften (§ 84 III S. 5 AktG). Bei Anstellungsverträgen von Vorstandsmitgliedern handelt es sich in der Regel direkt um Dienstverträge (dabei keine Arbeitsverträge)<sup>355</sup> oder um sogenannte unabhängige Dienstverträge, die auf eine Geschäftsbesorgung gerichtet sind (§ 675 BGB)<sup>356</sup>, auf welche ebenfalls die §§ 611 ff. BGB grundsätzlich anwendbar sind<sup>357</sup>.

Es stellt sich daher die Frage, ob eine ordentliche Kündigung nach diesen Vorschriften möglich ist, mit der Folge des Wegfalls der Zahlungsverpflichtung seitens der Gesellschaft. Eine frühere Rechtsauffassung<sup>358</sup> sah darin aufgrund der gesetzlichen Möglichkeit des § 620 II BGB keine Probleme. Die Unabhängigkeit der Organstellung von der vertraglichen Regelung lasse eine solche Möglichkeit offen. Dem muss jedoch aufgrund des tatsächlichen Zusammenhangs zwischen beiden widersprochen werden. Die gesetzliche Forderung des § 84 III AktG nach einem wichtigen Grund wäre wenig effektiv, wenn der Gesellschaft die Möglichkeit gegeben wäre, das Vertragsverhältnis inklusive der Vergütungsvereinbarung jederzeit, auch ohne einen solchen, zu kündigen. Die mangelnde Abberufung wäre dann lediglich eine formelle Angelegenheit, wenn der Geschäftsführer jederzeit faktisch aus seinem Amt gedrängt werden könnte<sup>359</sup>. Die ordentliche Kündigung gegenüber einem noch tätigen Vorstandsmitglied der Aktiengesellschaft muss daher überhaupt ausgeschlossen sein<sup>360</sup>. Deshalb kann der Verweis des § 84 III S. 5 AktG sinnvollerweise nur auf § 626 I BGB gerichtet sein<sup>361</sup>.

Der § 626 I BGB verlangt nach einem wichtigen Grund für die außerordentliche Auflösung des Vertragsverhältnisses. Aufgrund der Möglichkeit der Beendigung der Organstellung

<sup>353</sup> BGH, WM 1970, 1394, 1397; zur Frage der Einschlägigkeit der §§ 323 ff. BGB (a. F.) und § 615 BGB siehe Baums, Geschäftsleitervertrag, S. 336; Fonk, NZG 1998, 408.

<sup>354</sup> Kraft, Soergel BGB, Vor. § 611 Rdnr. 113.

<sup>355</sup> BGH NJW 00, 1864; Palandt, BGB, Einf. v. § 611 Rdnr. 23.

<sup>356</sup> Hüffer, AktG, § 84 Rdnr. 11; Kraft, Soergel, § 675 Rdnr. 111; Müller-Glöge, MünchKomm § 611 Rdnr. 113.

<sup>357</sup> Kraft, Soergel BGB a. a. O.; Palandt, Einf. v. § 611 Rdnr. 23; Mangels eines geschuldeten, spezifischen Leistungserfolges ist das Recht des Dienstvertrages sachlich nächststehend; Einordnung des Anstellungsvertrages DienstV BGHZ 10, 187, 191; 36, 142, 143; Hüffer, AktG, § 84 Rdnr. 11.

<sup>358</sup> Literaturdarstellung bei Eckardt, Die Beendigung der Vorstands- und GF-stellung in KapitalG, S. 121 f.

<sup>359</sup> Eckardt, Die Beendigung der Vorstands- und GF-stellung in KapitalG, S. 123 ff.; Baums, Geschäftsleitervertrag S. 381, 384 f.

<sup>360</sup> Baums, Geschäftsleitervertrag, S. 365.

<sup>361</sup> H.M.: Kraft, Soergel, Vor. § 611 Rdnr. 113; Hüffer, AktG, § 84 Rdnr. 38; zur Anwendbarkeit BGH, NJW 1993, 463; Schwerdtner, MünchKomm, § 626 Rdnr. 20.

gemäß § 84 III AktG ist für einen solchen aber qualifiziert zu fordern, dass der Gesellschaft nicht nur die Weiterbeschäftigung, sondern auch die Zahlung der vereinbarten Vergütung unzumutbar wird<sup>362</sup>. Man kann deshalb von einer Inkongruenz des wichtigen Grundes, wie er in den §§ 626 I BGB und 84 III AktG gefordert wird, ausgehen<sup>363</sup> (auch ohne die Frage zu entscheiden, ob und inwieweit Individualinteressen berücksichtigt werden sollen<sup>364</sup>). So kann seitens der Gesellschaft ein wichtiger Grund zur Abberufung gegeben sein<sup>365</sup>, die Beurteilung hinsichtlich des Anstellungsvertrages jedoch etwas anderes ergeben<sup>366</sup>. Bei einer Abberufung aus Gründen, welche überwiegend der Sphäre der Gesellschaft zuzurechnen sind, entfällt nach dem Rechtsgedanken des § 615 BGB die Vergütungspflicht nicht<sup>367</sup>, daher kann in diesen Fällen kein wichtiger Kündigungsgrund gegeben sein<sup>368</sup>, vorausgesetzt das Vorstandsmitglied bietet seine Dienste weiterhin an. Regelmäßig wird bei einer Kündigung anlässlich der Übernahme eines Unternehmens kein in der Person oder dem Handeln des Vorstandsmitgliedes begründeter ausreichend erheblicher Grund für eine vorzeitige Auflösung des Anstellungsvertrages vorhanden sein. Insbesondere wäre es unbillig, einen Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung (dann schließlich mit dem Übernehmer als Mehrheitsaktionär) als Kündigungsgrund des Vertrages zu akzeptieren, wenn sich das Management lediglich im Interesse des Unternehmens gegen die Übernahme zur Wehr gesetzt hat, ihm also kein Verschulden an diesem Vertrauensentzug vorzuwerfen ist<sup>369</sup>. Dem Bedürfnis auf Einsetzung einer neuen, loyalen Geschäftsleitung kann durch eine Abberufung genügt werden, für eine Aufkündigung der Bezüge besteht in diesem Vorgang indes kein rechtlich relevanter Anlass. Es dürfte sich deshalb im Übernahmefall kaum als möglich erweisen, die Zahlung der vertraglich vereinbarten Vergütung zu vermeiden, trotz einer erfolgten Abberufung, und zwar inklusive Nebenleistungen<sup>370</sup>, Gehaltserhöhungen<sup>371</sup>, Tantiemen<sup>372</sup> und Optionsrechte<sup>373</sup>.

<sup>362</sup> H.M.: *Mertens*, KölnKomm, § 84 Rdnr. 127; *Hefermehl*, GHEK, Rdnr. 91.

<sup>363</sup> BGH, DB 1978, 481; *Schwerdtner*, MünchKomm, § 626 Rdnr. 21; *Hüffer* § 84 Rdnr. 39.

<sup>364</sup> Dazu *Kosok*, Organmitglieder juristischer Personen, S. 26 f.

<sup>365</sup> Hierzu kommt es auf ein Verschulden nicht an. Auch nicht in der Person des Organmitglieds liegende Gründe können einen wichtigen Grund darstellen, wie zum Beispiel die Veränderung der Unternehmens- und Leitungsstruktur, in die das Vorstandsmitglied nicht mehr passt. (*Hefermehl*, GHEK, § 84 Anm. 70; *Fonk*, in: *FS Semler*, Arbeitshandbuch für AR-Mitglieder, S. 558 ff.).

<sup>366</sup> In der Rspr. anerkannte bzw. abgelehnte Kündigungsgründe bei *Meyer-Landrut*, Großkomm, § 84 Anm. 45 f.

<sup>367</sup> BGH, DB 1978, 319, 320; *Röder/Lingemann*, DB 1993, 1341, 1346.

<sup>368</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 84 Rdnr. 127.

<sup>369</sup> Beim schuldlosen Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung hM: BGHZ 15, 71, 75; BGH, BB 1981, 1232, 1233; *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 818 f.; *Hefermehl*, GHEK, § 84 Rdnr. 91 f.; *Mertens*, KölnKomm, Rdnr. 63.

<sup>370</sup> BGH, WM 1991, 635, 637.

<sup>371</sup> BGH, WM 1990, 1461, 1462.

<sup>372</sup> *Wiesner*, Münch HB GesR, AG § 21 Rdnr. 38; *Mertens*, KölnKomm, § 86 Rdnr. 14; *Fonk*, in: *Semler*, ArbeitsHB für ARMitglieder, S. 575 f.; str. für Ermessenstantieme, dazu siehe *Mertens* a.a.O.

Auf der Suche nach einem Ausweg aus dieser für beide Seiten unangenehmen Situation werden diese in aller Regel versuchen, sich miteinander zu vergleichen, also eine Abfindungsvereinbarung<sup>374</sup> zu treffen.

---

<sup>373</sup> Im Einzelnen dazu *Fonk*, NZG 1998, 408 ff.

<sup>374</sup> Zu möglichen verbundenen Rechtsproblemen *Bauer*, DB 1992, 1413, 1415 ff.

## 2. Abfindungen in Ansehung des Unternehmensinteresses

---

### a) Grundsätzliches Interesse an Minimierung der Abfindung

---

Bedenkt man die dargestellten Intentionen von Abfindungen, lassen diese aus Sicht des Unternehmensinteresses grundsätzlich nur eine sehr einseitige Betrachtung zu: Die Abfindungshöhe ist vom zuständigen Aufsichtsrat weitestgehend zu minimieren.

Die Vergütung in ihrer Funktion als Steuerungsinstrument entfaltet ihre Wirkung nur, wenn sie zukunftsbezogen angelegt ist. Da der Manager aus dem Unternehmen ausscheidet, hat dieses mangels gemeinsamer Perspektive kein Interesse mehr, Zahlungen an ihn zu leisten. Eine Anreizwirkung kann die Zuwendung somit zweifellos nicht ausüben. Die Notwendigkeit, ein Vorstandsmitglied abzufinden, stellt für die Gesellschaft quasi ein unumgängliches Übel dar, um den bestehenden Anstellungsvertrag aufzulösen. Eine andere Interessenlage ist nur dann gegeben, wenn die Abfindung längerfristig, also im Vorhinein, vereinbart wird. Dann gelten dieselben Grundsätze wie für normale Gehaltszahlungen. Im Nachhinein gebietet das Unternehmenswohl aber regelmäßig, die Abfindung so gering wie möglich zu halten, also nur insoweit zu vergüten, wie die Gesellschaft aufgrund der vertraglichen Vereinbarungen und der bestehenden Rechtslage verpflichtet ist.

Allerdings kann es auch besondere Umstände geben, welche es im Nachhinein sinnvoll erscheinen lassen, eine besondere Leistung für die Gesellschaft mit dem Ende der Zusammenarbeit zu würdigen<sup>375</sup>. Dies könnte insbesondere auf verbleibende oder künftige Manager eine positive Signalwirkung entfalten, also in Drittverhältnissen leistungsfördernde Anreize setzen. Ein Mitarbeiter, dem damit signalisiert wird, dass ihn sein Arbeitgeber auch über die in seinem Anstellungsvertrag enthaltenen Pflichten hinaus unterstützt, wird im Gegenzug auch eher bereit sein, für sein Unternehmen Außergewöhnliches zu erbringen. Dies könnte sich beispielweise in einer Steigerung der Produktivität, der Einsatzfreude oder der Bereitschaft zu Zugeständnissen in Krisensituationen der Gesellschaft zeigen sowie potentielle Mitarbeiter für das Unternehmen interessanter machen. Die reservierte Behandlung eines scheidenden Kollegen, ein „Abkanzeln“ ohne jede Kulanz, könnte womöglich das Arbeitsklima unter verbleibenden Mitarbeitern beeinträchtigen und Misstrauen gegenüber der Personalpolitik der Unternehmensführung erwecken. Auch der,

---

<sup>375</sup> Diesen Aspekt betont *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 22 f.

allerdings nicht zu überschätzende, sogenannte „Markt für Führungsdienstleistungen“ kann bei diesen Überlegungen eine Rolle spielen<sup>376</sup>.

In der Gewichtung bei der Abwägung bezüglich einer Abfindungszahlung sollten diese Aspekte jedoch keineswegs überbewertet werden. Speziell im Übernahmefall ist eine solche Anreizwirkung auch im Drittverhältnis sogar vollkommen ausgeschlossen<sup>377</sup>. Ein positiver Effekt auf Nachfolger, verbleibende Mitarbeiter oder auf das ‚Standing‘ des Unternehmens am Markt für Führungskräfte ist über einen soeben erfolgten Eigentümerwechsel hinaus gar nicht möglich. Zwar kann es durchaus sein, dass auch nach erfolgter Übernahme ein Unternehmen im Geschäftsverkehr fortbesteht, eine formale Eingliederung also unterbleibt. Es wird jedoch auch dann nicht mehr von positiven Effekten früherer Personalpolitik profitieren können, zumindest nicht auf der obersten Führungsebene, da zumindest de facto die Selbstständigkeit bei der Anstellung von Vorstandsmitgliedern verloren ist. Mit der Übernahme ist die frühere Unternehmenspolitik beendet, statt dessen werden die neuen Entscheidungsträger, in Direktion des Übernehmers, im Vorstand und Aufsichtsrat ihren eigenen Führungsstil etablieren. Die womöglich großzügige Personalpolitik eines abgelösten Aufsichtsrates aus Zeiten wirtschaftlicher Selbstständigkeit wird keinen Vorstand oder potentiellen Vorstandskandidaten mehr motivieren, sobald nach einer Übernahme feststeht, dass jetzt vollkommen andere Personen für sein Gehalt zuständig sind und diese ihre eigene, neue Strategie der Unternehmensleitung definieren und praktizieren werden.

Gegen diese Argumentation ließe sich eventuell noch einwenden, dass ein solcher positiver Zukunftseffekt trotz Übernahme jedoch in Koordination mit dem Übernehmer zu erzielen wäre, wenn nämlich dieser seine Zustimmung signalisiere und damit das Fortbestehen der Personalpolitik in einem gewissen Grad manifestieren würde. Damit würde jedoch der Rahmen der Verantwortlichkeit beziehungsweise der Horizont der legitimen Handlungsmotive des (aktuellen) Aufsichtsrates überschritten. Dieser ist nur dem (aktuellen) Unternehmensinteresse verpflichtet, nicht den prognostischen Zielen eines (künftigen) Mehrheitsaktionärs. Das Aktionärsinteresse oder gar nur das Interesse eines Aktionärs ist bekanntlich nicht gleichzusetzen mit dem Unternehmensinteresse. Zudem ist davon auszugehen, dass auf dem „Markt für Führungsdienstleistungen“, sollten dort überhaupt derart spezifische Betrachtungen über ein Unternehmen angestrengt werden, Zahlungen in einer Übernahmesituation kaum als repräsentativ für eine allgemeine Personalpolitik angesehen werden. Nach einem Unternehmenskauf ist vielmehr zu erwarten, dass der Käufer seine

<sup>376</sup> Vgl. Hüffer, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 22 f.

<sup>377</sup> A.A. Hüffer, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 22 f. (Gutachten im Auftrag der Deutsche Bank AG); Baums, Gutachten vom 20. 1. 2003, S. 13 f. (im Auftrag von Vodafone Deutschland, unveröffentlicht).



eigene bisherige routinemäßige Unternehmensführungsstrategie im Unternehmen etabliert. Diese stand und steht aber außerhalb des Einflussbereiches des Aufsichtsrates eines Übernahmeobjektes. Der „Markt für Führungsdienstleistungen“ wird sich von Entscheidungen des (alten) Aufsichtsrates daher nicht (mehr) im Unternehmensinteresse positiv beeinflussen lassen. Eine Legitimationswirkung für Abfindungen, die der Minimierungsmaxime des Unternehmensinteresses zuwiderlaufen, lässt sich daher auch nicht durch die Zustimmung des künftigen Mehrheitsaktionärs erlangen.

Mit einer nachträglichen Vereinbarung einer nicht durch die besonderen Umstände obligatorischen Abfindung ist in Ansehung des Unternehmensinteresses also kein positiver Effekt zu erzielen. Eine Abfindung ist speziell im Übernahmefall daher definitiv gering zu halten und nur zur Abgeltung bestehender vertraglicher Ansprüche<sup>378</sup> zu gewähren. Eine weitergehende, nicht durch andere Aspekte begründbare Zuwendung zur Vertragsauflösung stellt daher eine klare Pflichtverletzung dar, wenn Gesellschaftsmittel vergeben werden, ohne dass es im Unternehmensinteresse geboten ist.

Nur im Einzelfall mag sich aus besonderen Umständen etwas anderes ergeben. Etwa kann die Notwendigkeit einer Karenzentschädigung wegen einer weitergehenden Wettbewerbsabrede notwendig sein<sup>379</sup>, wenn es der Geschäftsbereich des Unternehmens und die Stellung des entlassenen Mitarbeiters unausweichlich machen. Ob auch die Beteiligung des Vorstandes an einer Wertsteigerung des Unternehmens während des Übernahmeabwehrkampfes eine solche Fallgruppe darstellt, ist noch genauer zu untersuchen<sup>380</sup>.

## **b) Anstellungsvertrag als Ausgangspunkt**

-----

Da trotz Kündigung der Organstellung also weiter der Anstellungsvertrag als Grundlage der Vergütungspflicht besteht, auch ohne Erbringung einer Gegenleistung, werden die darin begründeten Summen als Basis einer Abfindungsvereinbarung zu sehen sein. Das bedeutet, dass der vereinbarte Vergütungsanspruch in voller Höhe über die gesamte Anstellungsdauer inklusive aller darin angelegter Boni, Tantiemen und Optionsrechte<sup>381</sup> als Ausgangsgröße von Verhandlungen anzusehen ist. Jede diese Summe unterschreitende Vereinbarung mit dem ausscheidenden Manager dürfte dem Unternehmensinteresse gerecht werden; je größer die Differenz, desto (interessen)gerechter die Vereinbarung.

---

<sup>378</sup> Dazu siehe im Folgenden.

<sup>379</sup> *Hohn*, Arbeits- und DienstV für Leitende S. 148 f.

<sup>380</sup> Dazu siehe Abschnitt B. III. 4.

<sup>381</sup> Im Einzelnen dazu *Fonk*, NZG 1998, 408 ff.

Doch kann man nicht durchweg Abfindungsvereinbarungen, welche diesen Betrag überschreiten, die das Vorstandsmitglied also besser stellen, als wenn es nach Ablauf der ordentlichen Amtsdauer ausgeschieden wäre, als überhöht und interessenwidrig bezeichnen, wenn es dafür gute Gründe gibt. So kann es im Einzelfall sachgerecht sein, im Interesse der Gesellschaft einen höheren Betrag zu zahlen, um einen Rechtsstreit zu vermeiden oder um den Fortkommensschaden für das Vorstandsmitglied auszugleichen<sup>382</sup>. Ebenso lässt sich die Vermeidung der mit unpopulären Entlassung verbundenen negativen Öffentlichkeit als Rechtfertigungsgrund für eine Mehrzahlung anführen. Dafür müssten jedoch besondere Indizien bestehen, um diese vertretbar zu machen.

Nicht konform mit dem Unternehmensinteresse sind erhöhte Zahlungen aus Gründen, die lediglich Einzelpersonen oder -organe im Unternehmen berühren. Eine Zuwendung an ein Vorstandsmitglied, um zum Beispiel persönliche Ansprüche gegen Aufsichtsrats- oder Vorstandsmitglieder abzugelten oder eine Geltendmachung zu verhindern, widerspräche klar dem Interesse des Unternehmens.

Im Regelfall hat die Abfindung also wohl niedriger zu sein als die noch ausstehende Restvergütung. Insbesondere bei längeren Vertragsrestlaufzeiten ist zu berücksichtigen, dass die im Anstellungsvertrag festgelegten Vergütungsansprüche noch nicht fällig sind (§ 614 BGB). Der Minderwert einer künftigen Zahlung gegenüber einer sofortigen (der zumindest aus dem Zinsertrag bis zur Fälligkeit besteht) muss sich auch in der Bemessung der Abfindung widerspiegeln.

### **c) Abfindungsklauseln im Anstellungsvertrag**

-----

Für bereits im Anstellungsvertrag angelegte Abfindungsklauseln ist der für die Bewertung maßgebliche Zeitpunkt der des Vertragsschlusses. Es gelten dabei die allgemeinen Grundsätze für Vergütungen, also insbesondere die Orientierung an der tatsächlich erbrachten Leistung, um eine Förderung des Unternehmensinteresses im Vertrag anzulegen.

Bei Beachtung dieser Grundsätze begeht der Aufsichtsrat mit der Vereinbarung der Zahlung eines angemessenen Übergangsgeldes keine Pflichtwidrigkeit. Es ist sowohl für das Unternehmen wie auch für das Vorstandsmitglied von Vorteil, Unklarheiten über die Durchführung einer etwaigen vorzeitigen Trennung bereits im Vorfeld zu regeln. Dies

---

<sup>382</sup> Mertens, KölnKomm, § 86 Rdnr. 91.

gewährt Rechts- und Planungssicherheit und hilft bei der Vermeidung unliebsamer Rechtsstreitigkeiten.

Im Interesse des Unternehmens verbietet sich sicherlich eine finanzielle Besserstellung des Vorstandsmitglieds durch die Abfindung im Vergleich zu einer Vertragserfüllung, da dann jegliche positive Motivationswirkung und Bindung an das Unternehmen verloren ginge. Abfindungsklauseln sollten die möglichen Gründe eines vorzeitigen Auseinandergehens berücksichtigen, insbesondere ein Mitverschulden des Begünstigten an der Trennung, da dann auch außerordentliche Kündigungsmöglichkeiten für den Anstellungsvertrag gegeben sein könnten.

Eine Vereinbarung, welche dem Begünstigten Sicherheit bei Ausübung seiner Tätigkeit auch insoweit gewährt, als dass er sich im Falle einer Vertragsbeendigung finanziell abgesichert fühlt, kann die Arbeit eines Mitarbeiters positiv beeinflussen. Insbesondere die Sicherheit vor persönlichen finanziellen Nachteilen im Falle einer Unternehmensübernahme fördert die Objektivität eines Geschäftsleitungsmitglieds bei der Reaktion auf ein solches Angebot und verringert Differenzen zwischen persönlichen und gesellschaftlichen Interessen. Deshalb ist die Vereinbarung einer adäquaten Abfindung nach den eben genannten Grundsätzen durchaus auch für das Unternehmen interessengerecht. Die finanziellen Anreize einer Arbeit für das Unternehmen müssen jedoch die bei einer Trennung vom Unternehmen deutlich und für das Vorstandsmitglied spürbar überwiegen. Insofern ist deshalb auch bei einer solchen präventiven Vereinbarung eine Restriktion des Ermessensspielraums des Aufsichtsrats sachgerecht.

Eine Sonderstellung nehmen die noch genauer zu untersuchenden Abfindungsregelungen ein, welche speziell als Verteidigungsmaßnahmen gegen Unternehmensübernahmen konstruiert werden, da in diesen Fällen eine abnorme Interessenlage besteht<sup>383</sup>.

---

<sup>383</sup> Zu den sogenannten *golden parachutes* siehe noch unten im Abschnitt C.

### 3. Angemessenheit von Abfindungen

---

Für die Angemessenheit von Abfindungszahlungen gelten, so weit sie im Ermessen des Aufsichtsrats stehen, dieselben Grundsätze wie für reguläre Vergütungsbestandteile. Danach wäre zunächst zu ermitteln, welche Summen in vergleichbaren Unternehmen gezahlt werden, um die Marktüblichkeit festzustellen. Darauf aufbauend ist anhand der konkreten Situation des Unternehmens, der Tätigkeit des ausscheidenden Managers und dessen vertraglicher Vergütung eine Einzelfallberechnung vorzunehmen.

Eine Bewertung anhand § 87 I AktG ist nur eingeschränkt möglich, da sich dieser nur auf die Gesamtsumme aller Vergütungsleistungen bezieht. Je länger jedoch die verbleibende Vertragslaufzeit ist, desto höher wird auch der Anteil der Abfindung an der Gesamtvergütung und desto relevanter wird sie für eine Überprüfung anhand des § 87 I AktG. Abfindungen in einer Höhe wie im Fall *Esser*, mit denen ein noch mehrjähriger Anstellungsvertrag abgegolten werden soll, sind in jedem Fall erheblich genug, um auch im Rahmen einer Gesamtschau bewertet werden zu müssen.

#### a) Vertragliche Restvergütung als Basis der Angemessenheitsprüfung

---

Die absolute Höhe einer Abfindung allein gibt wenig Aufschluss über ihre Angemessenheit. Die Ursache und die Notwendigkeit einer solchen Zahlung ergibt sich aus dem Anstellungsvertrag. Dessen Ausgestaltung legt auch den Rahmen für seine Auflösung fest. Abfindungen sind daher relativ zu betrachten. Ausgangspunkt für die Bewertung einer Abfindung ist die Vergütungsregelung des Anstellungsvertrages verbunden mit dessen Restlaufzeit. Nicht die absolute Höhe der Zahlung, sondern das Verhältnis der laut Vertrag ausstehenden Gehälter zu tatsächlich gezahlter Abfindung stellt die Basis der Angemessenheitsprüfung einer Abfindung dar. Dieses Verhältnis wird dann durch die Person des Abgefundenen, die Umstände der Vertragsaufhebung und die allgemeine Lage der Gesellschaft näher konkretisiert.

Eine zwar ungewöhnlich hohe Abfindung, welche sich aber als angemessenes Äquivalent der vereinbarten Vergütungszahlungen darstellt, ist somit einer unmittelbaren Bewertung entzogen. Der Ansatzpunkt der Angemessenheitsprüfung liegt dann vielmehr in der Betrachtung des Anstellungsvertrages. So kann eine Entlassung und Abfindung durchaus den Anlass zu einer Überprüfung der Angemessenheit des zu beendenden Vertrages geben.

Die Grenze der Angemessenheit einer Abfindung wird im Regelfall die Summe der vertraglichen Restvergütung sein. Eine weitergehende Zahlungsverpflichtung der Gesellschaft besteht nicht. Darüber hinausgehende Zuwendungen an das ausscheidende Vorstandsmitglied sind somit unangemessen, wenn nicht ein besonderes Interesse des Unternehmens in einer im vorangehenden Kapitel<sup>384</sup> angesprochenen Art und Weise besteht.

## **b) Begrenzte Ermittelbarkeit einer Marktüblichkeit**

-----

Die Ermittlung einer Marktüblichkeit von Abfindungszahlungen dürfte sich als schwierig gestalten<sup>385</sup>, besonders in internationalen Maßstäben<sup>386</sup>. Hierbei sind sehr genau die Besonderheiten der verschiedenen Rechtsordnungen zu betrachten, inwieweit etwa Rechtsbehelfe ausländischer Angestellter gegenüber ihrem Unternehmen bestehen. Je weitreichender die juristischen Möglichkeiten des Entlassenen sind, desto mehr wird auch seine (gütliche) Abfindung kosten.

Wenn unter Überwindung aller Vertraulichkeitshürden überhaupt verlässliche Vergleichsangaben zu bekommen sind, macht eine Verallgemeinerung auch wieder nur begrenzt Sinn, da es sich hierbei jeweils um sehr konkrete Einzelfälle handelt, hinsichtlich der Person des Abgefundenen, der äußeren Umstände der Entlassung und der detaillierten Regelung seines Anstellungsvertrages. Zudem wird es meist für Außenstehende unmöglich sein, die verschiedenen Grundlagen der einzelnen Zahlungen anlässlich der Kündigung nachzuvollziehen, insbesondere wenn dabei noch bestehende Aktienoptionen realisiert werden, die ja mit dem Anlass der Kündigung nichts zu tun haben, sondern das Ergebnis der davor geleisteten Arbeit in Verbindung mit der Regelung des Anstellungsvertrages darstellen. Zumindest für die größten Konzerne, welche in globalen Maßstäben arbeiten, tritt wohl noch das Problem der ungenügenden Anzahl vergleichbarer Fälle hinzu. Für die Ermittlung einer Marktüblichkeit bedarf es aber einer nachgewiesenen Routine in vielen ähnlich gelagerten Fällen innerhalb eines nicht allzu großen Zeitraums, da die Maßstäbe auf dem Arbeitsmarkt sicher nicht zeitlich unbegrenzt konstant sind. An einer verlässlichen Orientierungshilfe wird es daher oft fehlen.

---

<sup>384</sup> Dazu siehe oben B. III. 2.

<sup>385</sup> Oder nicht möglich (so *Fonk*, in: *Semler*, ArbeitsHB für ARMitglieder, I 328).

<sup>386</sup> Es wurden in den USA schon Abfindungen in bis zu dreistelliger Millionenhöhe gezahlt. So soll *Eckhard Pfeiffer* von Compaq für seine langjährige Führungsarbeit mit, je nach Quellenangabe, zwischen 278 und 420 Mio. US-Dollar abgefunden worden sein (Quelle: Welt am Sonntag, 15.10.2000), wobei der Großteil allerdings aus Aktienoptionen bestand. Eine interessante Zusammenstellung von in den letzten Jahren gezahlten Abfindungen im In- und Ausland liefern *Liebers/ Hoefs*, ZIP 2004, 97, 101 f.

Es stellt sich daher die Frage, inwieweit der Begriff der Marktüblichkeit im Sinne des § 87 I AktG überhaupt eine Relevanz für Abfindungszahlungen aufweist. Eingeholte Vergleichswerte können jedoch zumindest eine Orientierungshilfe darstellen. Auch bei geringer Vergleichbarkeit können sie immer noch eine Tendenz repräsentieren, welche ein zuständiger Aufsichtsrat zur Kenntnis zu nehmen hat. Wann immer Daten verfügbar sind, sind ausgehend von der Vergütungsregelung des Anstellungsvertrages die Abfindungen ähnlich dotierter Verträge als Relationsgröße heranzuziehen. Je genauere Details über diese in Erfahrung zu bringen sind, desto intensiver muss auch die Bezugnahme erfolgen.

### **c) Innerbetriebliche Abfindungsgerechtigkeit**

-----

In jedem Fall gebietet § 87 I AktG aber die Wahrung innerbetrieblicher Relationen, also Berücksichtigung der Person und der Stellung des Abzufindenden im Verhältnis zu anderen Fällen in der Gesellschaft oder im Konzernverbund. Hier stehen dem verantwortlichen Aufsichtsrat alle notwendigen Informationen über die vertraglichen Hintergründe sowie der Situation der Kündigung zur Verfügung. Dementsprechend sorgfältig sind auch die Einzelfälle gegeneinander abzuwiegen.

Dies kommt insbesondere dann zum Tragen, wenn nach Übernahmen gleich das ganze Managementteam entlassen wird. Ähnlich einer Entgeltgerechtigkeit<sup>387</sup> ist in diesem Fall auf eine ‚Abfindungsgerechtigkeit‘ Wert zu legen, und zwar ausgehend vom Standpunkt des Unternehmens.

Obligatorisches Kriterium des § 87 I AktG ist der Aufgabenbereich des jeweils Abzufindenden. Dieses findet sein Pendant allerdings schon in der Höhe der Vergütung, welche bereits als Ausgangspunkt der Abfindungsbemessung zugrunde liegt. Eine doppelte Berücksichtigung ist nicht notwendig. Vielmehr bedeutet eine angemessene Abfindung in diesem Sinne, die Verhältnisse ausstehender Gehaltszahlungen zu Abfindungssummen bei den einzelnen entlassenen Mitarbeitern anzugleichen und nur im Fall besonderer persönlicher Umstände Abweichungen zuzulassen.

---

<sup>387</sup> Martens, Das Arbeitsrecht der leitenden Angestellten S. 124 f.

**d) Finanzielle Möglichkeiten des Unternehmens als Obergrenze**  
-----

Die „Lage der Gesellschaft“ (§ 87 I AktG) schafft im Rahmen der Ermessensausübung eine absolute Obergrenze. Entscheidend ist aus Sicht des Unternehmens das Gewicht der finanziellen Belastung. Diese hat in der Kalkulation einer angemessenen Abfindung die erste Priorität. Keine Abfindungszahlung darf derartig hoch sein, dass die Gesellschaft sie wirtschaftlich nicht verkraften kann.

**e) Fakultative Faktoren**  
-----

In der Person des ausscheidenden Vorstandsmitglieds liegende Gründe können die Angemessenheit der Abfindungshöhe beeinflussen. Entsprechend allgemeinen Vergütungsgrundsätzen können positive und negative Aspekte aus der früheren Zusammenarbeit mit dem Unternehmen, den Umständen der Kündigung und der Person des Mitarbeiters eine Verschiebung des als angemessen spezifizierten Abfindungsrahmens nach oben oder unten rechtfertigen.

Diese Punkte sind jedoch auch bei einer Abfindung nur fakultativ und dürfen deshalb lediglich dann berücksichtigt werden, wenn die Wahrung der obligatorischen Angemessenheitskriterien (§ 87 I S.1 AktG) in der dargestellten Ausprägung gesichert bleibt. In Anbetracht dessen ist der Spielraum von Aufsichtsräten zur Bezugnahme auf solche persönlichen Motive sicher als gering einzuordnen.

#### 4. Finanzielle Zuwendungen anlässlich einer Übernahme

---

Die Übernahme eines Unternehmens oder der Versuch einer solchen bildet eine außergewöhnliche wirtschaftliche Situation. Diese bietet verschiedenen Interessengruppen die Gelegenheit oder zumindest die Versuchung, ihre Ziele durch eine finanzielle Zuwendung an die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft zu verwirklichen. Nach ihrem Sinn und Zweck sind derartige Zahlungen eigentlich keine Abfindungen zur Vertragsauflösung, aber aufgrund ihrer zeitlichen Nähe und dem Bezug zum regelmäßigen künftigen Ausscheiden des Managements nach erfolgter Übernahme sind sie de facto doch häufig als solche konzipiert. Somit stellen diese Zahlungsvereinbarungen eine Sondergruppe von Vergütungsleistungen dar.

##### a) Zuwendungen Dritter

---

Dass eine Leistungsentgegennahme von Quellen außerhalb des eigenen Unternehmens eine Pflichtverletzung im Sinne von § 76 I, 93 I AktG, einen Verstoß gegen organschaftliche Treuebindungen nahe legt, ist augenscheinlich<sup>388</sup>. Dazu bedurfte es nicht erst der Regelung des § 33 III WpÜG. Ein Mitglied der Geschäftsleitung, welches finanzielle Zuwendungen von der Übernehmergeellschaft oder aus mit dieser verbundenen Quellen annimmt, wird dafür eine Gegenleistung erbracht haben oder noch erbringen sollen. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Zuwendung vor oder erst nach vollendeter Übernahme erfolgte. Im letzterem Fall wird es lediglich schwieriger, die tatsächlichen Hintergründe der Inaussichtstellung zu rekapitulieren. Die Indizwirkung einer finanziellen Zuwendung seitens des Übernehmers bleibt aber unabhängig von ihrem Zeitpunkt gleich. Das erkaufte Verhalten wird in der Regel zugleich eine Pflichtverletzung gegenüber der eigenen Gesellschaft darstellen, ansonsten würde ja aus Sicht des Veranlassers der Zahlung diese keinen Sinn ergeben. Die rechtliche Begründung und die Konsequenzen eines sogenannten *golden handshake* werden aber noch bei der Behandlung des Übernahmerechts im Detail erläutert werden<sup>389</sup>.

Nicht unproblematisch sind auch Zuwendungen von Aktionären der eigenen Gesellschaft<sup>390</sup>. Es wurde bereits auf die Gefahren hingewiesen<sup>391</sup>. Jede Durchbrechung des Systems aktienrechtlicher Kompetenzregelungen legt den Verdacht einer Pflichtverletzung, mithin also

<sup>388</sup> Insoweit zustimmend Hüffer, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 16ff.

<sup>389</sup> Siehe noch unten im Abschnitt C. IV. 3.

<sup>390</sup> A.A. wohl Lutter/ Zöllner, Stellungnahme in der FAZ vom 10. 02. 2004, S. 12.

<sup>391</sup> Vergleiche zu Aktionärskompetenzen in Personalfragen oben Abschnitt B. II. 2. c. aa).



einen Verstoß gegen organschaftliche Treuebindungen und §§ 76 I, 93 I AktG nahe. Neben dem hierbei immer relevanten § 53a AktG ist in einer Übernahmesituation natürlich auch die potentielle Interessendivergenz zwischen dem möglichen Verkaufsinteresse einzelner Aktionäre und dem womöglich entgegenstehenden Unternehmensinteresse zu beachten. Die Zahlung eines Aktionärs an einen maßgeblichen Entscheidungsträger im Zielunternehmen stellt deshalb ein Indiz für die Beeinflussung der Interessenabwägung des Empfängers dar sowie für ein nicht ausschließlich dem Unternehmensinteresse gerecht werdendes Ergebnis dieser Abwägung.

Auch die Tatsache, dass eine Zahlung erst im Nachhinein, also nach Vollendung der Übernahme erfolgt, zerstört nicht ohne Weiteres den Verdacht einer vorherigen Inaussichtstellung und tatsächlichen Einflussnahme des Veranlassers. Die Prämienzahlung eines über den Gewinn aus einer geglückten Übernahme zufriedenen Aktionärs der Zielgesellschaft an den zuvor zustimmenden Unternehmensleiter ist deshalb keineswegs unbedenklich<sup>392</sup>.

Möglicherweise unterfällt eine solche Zahlung beziehungsweise deren Inaussichtstellung auch dem Geltungsbereich des § 33 III WpÜG. Voraussetzung wäre, dass der Aktionär der Zielgesellschaft als Dritter zum Lager des Übernehmers gerechnet werden kann. Zwar agieren Aktionär und Übernehmer als gegenüberstehende Vertragspartner des Aktienkaufs, jedoch steht dies der Annahme eines koordinierten Handelns, geeint vom gemeinsamen Interesse an der (Gesamt)übernahme des Unternehmens, prinzipiell nicht entgegen. Voraussetzung wäre eine entsprechend weite Auslegung von § 33 III in Verbindung mit 2 V WpÜG<sup>393</sup>. Erweiterte Rechtsfolgen würden sich daraus jedoch nicht ergeben<sup>394</sup>.

In diesem Zusammenhang sei auch auf die hohe Gefahr des Versuchs einer Verschleierung solcher Zahlungen hingewiesen. Zumindest gut vorstellbar ist, dass eine Vereinbarung von finanziellen Zusagen für die Unterstützung des Angebots mittels mehr oder weniger kreativer Deckmantelkonstruktionen realisiert wird, um das eindeutige gesetzliche Verbot zu umgehen. Entsprechende Möglichkeiten, auch unter Einschaltung von Organen der Zielgesellschaft, haben sowohl Aktionäre derselben, als auch (im Nachhinein) ein erfolgreicher Übernehmer. Tatsächliche Motive werden ex post nicht immer zweifelsfrei rekonstruierbar sein, weshalb die Rechtspraxis bei der Überprüfung derartiger Zahlungen vor einem prinzipiellen Problem steht.

---

<sup>392</sup> Den Ausführungen von *Lutter/ Zöllner*, a. a. O., ist deshalb insoweit zu widersprechen.

<sup>393</sup> Dazu noch im Abschnitt C. III. 3. c.

<sup>394</sup> Vergleiche Abschnitt D.

Diese Überlegungen sollten insbesondere bei der Eingrenzung von Ermessensspielräumen nicht außer Acht gelassen werden, welche deshalb tendenziell eher restriktiv zu gestalten sind, um nicht zu einem Umgehungsversuch geradezu einzuladen. Eine Leistungsentgegennahme sollte daher immer im Rahmen der Überprüfung einer damit möglicherweise im Zusammenhang stehenden unternehmerischen Entscheidung gewertet werden. Die „Entscheidungsprärogative“ des BGH wird bei einer zu vermutenden Verwicklung von Eigeninteressen mangels einer ausschließlich am Unternehmenswohl orientierten Entscheidung als Voraussetzung nicht zur Anwendung kommen. Zudem sollte eine Leistungsentgegennahme auch selbst Anlass für eine Haftung des Empfängers bieten. Dabei wäre auch an eine Modifizierung der Beweislast des § 93 II S. 2 AktG dahingehend zu denken, in Höhe der empfangenen Leistung von einer Schadensvermutung zu Gunsten der Gesellschaft auszugehen<sup>395</sup>.

## **b) Transaktions-Boni**

-----

Neben Drittzuzwendungen stehen verschiedene Zahlungsformen an Geschäftsführer seitens der eigenen Gesellschaft, welche zumindest formell ordnungsgemäß vom jeweils zuständigen Organ veranlasst wurden.

Als Transaktions-Boni werden finanzielle Sonderzulagen für die erfolgreiche Durchführung einer Unternehmensübernahme an beteiligte Führungskräfte bezeichnet. Bezugspunkt der Zahlung ist dabei der Vertragsschluss (*deal-closing*) oder der in anderer Weise erfolgreich gestaltete Kontrollübergang des Unternehmens.

Solche Prämienzahlungen können beim Übernehmer als Honorierung eines besonderen geschäftlichen Erfolges und außerordentlicher Anstrengungen für das Unternehmen interessengerecht sein und positive Anreize für die zukünftige Tätigkeit setzen. Derartige Transaktions-Boni sind zumindest bei erfolgreichen größeren Mergers und De-Mergers üblich und bewegen sich im Allgemeinen im ein-, ausnahmsweise auch im zweistelligen Millionenbereich für die Spitzenmanager<sup>396</sup>.

Eine erfolgte Übernahme stellt hingegen für das übernommene Unternehmen in der Regel keinen wirtschaftlichen Erfolg dar<sup>397</sup>. Ausnahmen dabei mögen vielleicht geglückte

<sup>395</sup> Im Einzelnen dazu noch in Abschnitt D. III. 1.

<sup>396</sup> Quelle: Fn. 45. Interessant ist auch die Haltung der Vodafone-Aktionäre zu einem solcher Transaktionsbonus für die erfolgreiche Mannesmann-Übernahme zugunsten des CEO von Vodafone *Gent*, welche diese im zunächst vorgesehenen Maße verhinderten (dazu die FAZ vom 13. 7. 2000 und vom 28. 7. 2000).

<sup>397</sup> Wobei allerdings auch der Ansicht entgegenzutreten ist, eine Übernahme stelle ein Indiz für eine unterdurchschnittliche Managerleistung dar (*Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 143). Dies mag in Einzelfällen die

Veräußerungen wirtschaftlich angeschlagener Unternehmen zu Sanierungszwecken oder vergleichbare Fallgruppen sein. Normalerweise jedoch sind Sonderzahlungen für das Management anknüpfend an den Erfolg der Übernahme an sich im übernommenen Unternehmen per se interessenswidrig.

### c) Wertsteigerungsbeteiligungen

-----

Der rechtswissenschaftlich an dieser Stelle interessantere Fall ist ein anderer. Die von der Berichterstattung über den Fall Mannesmann/*Esser* und durch das strafgerichtliche Verfahren gegen beteiligte Manager und Aufsichtsräte inspirierte Rechtsfrage ist die über die Behandlung von Prämienzahlungen an den Vorstand für die während des Abwehrkampfes erzielten Wertsteigerungen der ihre Aktien im Anschluss veräußernden Aktionäre.

Dazu existieren neben einer Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Arthur Andersen aus dem Jahr 2001<sup>398</sup> bereits verschiedene, einander widersprechende Gutachten beziehungsweise Stellungnahmen maßgeblicher Aktienrechtler. Im Auftrag der Vodafone GmbH Düsseldorf erstellte *Theodor Baums* zwei Gutachten<sup>399</sup>, die sich speziell mit der Rechtmäßigkeit der Anerkennungsprämie beschäftigen. Von *Uwe Hüffer* stammt ein im Auftrag der Deutschen Bank AG gefertigtes Gutachten<sup>400</sup>, dass sich inhaltlich vor allem mit der Rechtmäßigkeit der zugrundeliegenden Aufsichtsratsbeschlüsse befasst, unter besonderer Berücksichtigung der Mitwirkung von *Josef Ackermann*. Diesen, im Wesentlichen die Rechtmäßigkeit der gewährten Prämie und des Handelns der daran Beteiligten bestätigenden Gutachten treten in zwei Stellungnahmen *Marcus Lutter* und *Wolfgang Zöllner* (gemeinsam) und *Walter Bayer*<sup>401</sup> entgegen, welche die Prämienzahlung für klar widerrechtlich halten.

Unter Zuhilfenahme der aus dem Gesellschaftsrecht ermittelten Grundsätze für die Vorstandsvergütung soll dazu im Folgenden ein eigener Standpunkt entwickelt werden. Auch ohne der Behandlung des Übernahmerechts vorzugreifen, lässt sich die gewährte „Anerkennungsprämie“ beziehungsweise „Wertsteigerungsbeteiligung“ rechtlich eindeutig einordnen. Es muss dazu festgestellt werden, ob das konkrete Unternehmensinteresse in dieser

---

Ursache sein. Im zweiten Teil der Arbeit wird aber noch detailliert dargelegt werden, dass es eine Vielzahl von möglichen Anreizen für eine Übernahme gibt, welche mit der Leistung des Managements des Zielobjekts in keinem Zusammenhang stehen.

<sup>398</sup> Arthur Andersen, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mbH, Eschborn. Erstellt wurde die Studie im Auftrag der Vodafone Deutschland GmbH.

<sup>399</sup> Gutachten vom 24. 10. 2001 zur Frage der Angemessenheit einer „Anerkennungsprämie“ und vom 20. 1. 2003 zur Berechtigung des Aufsichtsrates zur Gewährung anstellungsvertraglich nicht vorgesehener „Anerkennungsprämien“ (beide unveröffentlicht).

<sup>400</sup> Veröffentlicht in BB 2003, Beilage 7, Heft 43.

<sup>401</sup> *Lutter/ Zöllner* in FAZ vom 10. 2. 2004, S. 12; *Bayer* in FAZ vom 24. 4. 2004, S. 23.

Situation dem Aufsichtsrat eine solche Regelung erlaubt, weil andererseits eine nicht gerechtfertigte Zahlung eine Pflichtverletzung desselben darstellen würde.

Daneben soll auch ein genereller Standpunkt für die Einordnung solcher „Wertsteigerungsbeteiligungen“ gefunden werden. Der Ansatz für eine abstrahierende Bewertung ist dabei, ob während der Laufzeit eines Übernahmeangebotes die Interessen von Aktionären und Geschäftsleitung in der Weise verknüpft werden dürfen, dass der Vorstand praktisch als Unterhändler der Anteilseigner dem Bieter gegenübertritt und versucht, den Verkaufspreis der Aktien zu steigern<sup>402</sup>.

#### aa) Wertsteigerungsbeteiligungen im normalen Geschäftsbetrieb

-----

Es hat sich nach dem Vorangegangenen als sinnvoll erwiesen, das persönliche finanzielle Interesse des Managements mit dem Shareholder Value zu verknüpfen, um die Interessendivergenz des *principal-agent*-Problems zu überwinden. Es wurde dargelegt, dass das Unternehmensinteresse von Publikumsaktiengesellschaften im normalen Geschäftsbetrieb eng mit dem der Aktionäre unter Zugrundelegung des Shareholder Value-Prinzips verknüpft ist und deshalb die Geschäftsführungsaufgabe regelmäßig nach dessen Grundsätzen zu interpretieren ist. Diese Forderung wurde begründet mit der Abhängigkeit dieser Gesellschaften vom internationalen Finanzmarkt und dem auf Kurssteigerung und Dividendenausschüttung ausgerichteten Anlegerverhalten, welchem letztlich nur in dieser Weise entsprochen werden kann. Die Konsequenz daraus ist, dass andere im Unternehmen angelegte Interessen, also im Wesentlichen die der *stakeholder*, im Normalfall als sekundär einzustufen sind.

Dieses Konzept ist hinsichtlich der Personalpolitik im Allgemeinen und der Vorstandsvergütung im Besonderen mittels leistungsorientierter Vergütungsmodelle wie Tantiemen und insbesondere auch mittels (sorgfältig konkretisierter) Aktienoptionsprogramme umzusetzen. Durch diese wird das Management am Unternehmenserfolg beziehungsweise direkt an der Entwicklung des Aktienkurses beteiligt und somit der Interessenlage nach dem Shareholder Value-Konzept nähergebracht. Demnach entspricht eine Beteiligung des Vorstandes an Wertsteigerungen der Aktien im Normalfall dem Unternehmensinteresse. Zur Bereinigung der Interessendivergenz zwischen Management und Aktionären ist eine solche Gleichschaltung zu befürworten.

---

<sup>402</sup> Befürwortend *Becker*, ZHR 2001, 280, 287.

Aus der Ähnlichkeit mit Aktienoptionsprogrammen könnte man nun auch auf eine Zulässigkeit von Beteiligungen an Steigerungen des Aktienverkaufswertes während Übernahmeverhandlungen schließen wollen.

#### bb) Zuständigkeitsproblematik

-----

Bereits unter rein formalen Gesichtspunkten ergäbe die für den Moment einmal hypothetisch unterstellte Vergleichbarkeit von „Wertsteigerungsbeteiligungen“ mit der Gewährung von Aktienoptionen Bedenken. Eine bedingte Kapitalerhöhung zum Zwecke der Ausgabe von Aktienoptionen erfolgt durch einen Hauptversammlungsbeschluss (§§ 192 I, II Nr. 3, 193 AktG). Die Zuständigkeit des Aufsichtsrates zur Gewährung einer „Wertsteigerungsbeteiligung“ ist daher nicht unproblematisch.

Allerdings erscheint eine Analogie in Bezug auf derartige Prämien nicht angebracht. Durch § 192 II Nr. 3 sollen Bezugsrechte, also Rechte auf einen Zeichnungsvertrag für Aktien, gesichert werden. Grund für die Zuständigkeitszuweisung an die Hauptversammlung ist vor allem der mögliche Verwässerungseffekt auf die bestehende Kapitalstruktur der Gesellschaft. Dieses Problem besteht bei Vergütungselementen, bei welchen die Entwicklung des Aktienkurses nur nachgebildet wird, also etwa auch bei *phantom stocks* oder *stock appreciation rights*<sup>403</sup>, zumindest nicht direkt, da hier nur eine Geldsumme gezahlt werden soll<sup>404</sup>. Dies trifft auch auf „Wertsteigerungsbeteiligungen“ der zu untersuchenden Art zu.

Es macht aus Sicht der Aktionäre und der Gesellschaft einen Unterschied, ob Mitgliedschaftsrechte erworben oder nur, als rein vermögenswertes Äquivalent, Zahlungen aus dem Vermögen der Gesellschaft geleistet werden<sup>405</sup>. Insofern wäre bei Letzteren eine Sonderbehandlung gegenüber anderen erfolgsbezogenen Vergütungselementen nicht gerechtfertigt, eine Durchbrechung des Zuständigkeitssystems für Vergütungsfragen daher nicht sinnvoll<sup>406</sup>.

Die aktienrechtlichen Publizitätsvorschriften und die Belastung des Bilanzgewinns verschaffen bei erheblichen Zahlungen hinreichende Transparenz gegenüber den

---

<sup>403</sup> Dazu vergleiche oben Abschnitt B. II. 4. d. cc.

<sup>404</sup> Im Ergebnis kann es aber durchaus zutreffen, dass die vermögensmäßigen Einbußen der Aktionäre - einmal abgesehen von steuerlichen Einflüssen - vergleichbar sind, da letztendendes dieselbe Zahlung aus der direkten Kasse der Gesellschaft erfolgt und somit der Bilanzgewinn gemindert wird (in diese Richtung *Hirte*, in: Schmidt/Riegger (Hrsg.), RWS Forum 15, Gesellschaftsrecht 1999, S. 211, 220 f., welcher einerseits von einer „inneren“ und andererseits von einer „äußeren Verwässerung“ spricht.).

<sup>405</sup> Wohl a. A. *Hirte*, a. a. O.

<sup>406</sup> *Frey*, GroßKomm AktG, § 192 Rdnr. 107 f. (m. w. N.).

Anteilsinhabern genauso wie die Zuständigkeitsverteilung innerhalb der Gesellschaft eine hinreichende Handhabe des Problems, zumindest wenn man die Vorschriften als insgesamt ausreichend betrachten würde<sup>407</sup>. Aus den mit Aktienoptionsprogrammen vergleichbaren Elementen von „Wertsteigerungszulagen“ als reinen Geldzahlungen lässt sich daher zumindest kein Zuständigkeitsproblem ermitteln. Eine Einschaltung der Hauptversammlung analog §§ 192 I, II Nr. 3, 193 AktG wäre wohl nicht notwendig.

Neben formellen Bedenken bestehen aber noch weitaus schwerwiegendere materiellrechtliche Argumente gegen derartige Prämien.

#### cc) Vergangenheitsbezogenheit von Anerkennungsprämien

-----

Auf den ersten Blick lässt es sich gut argumentieren, dass eine Steigerung des Aktienkurses durch Maßnahmen der Geschäftsführung, also eine Wertschaffung für die Aktionäre, eine Honorierung der verantwortlichen Geschäftsleiter rechtfertigen würde. Eine Beteiligung am Unternehmenserfolg könnte dem Leistungsprinzip bei der Vergütung, mithin also dem Unternehmensinteresse, entsprechen.

Diese These wird so von der Andersen-Studie und differenzierter auch von Hüffer<sup>408</sup> und Baums<sup>409</sup> vertreten.

Die Andersen-Studie stützt sich auf Aktienoptionsprogramme vergleichbarer Unternehmen und weist nach, dass die daraus Berechtigten bei einer ähnlichen Kursentwicklung, wie sie die Mannesmann-Aktie während des Übernahmekampfes nahm, vergleichbar hohe oder gar höhere Gewinne als Esser hätten realisieren könnten. In die gleiche Richtung argumentiert auch Baums<sup>410</sup>, der die „Anerkennungsprämie“ als nachträglichen aktienkursorientierten Vergütungsbestandteil charakterisiert. Dieser Argumentation ist jedoch entgegenzutreten.

Der entscheidende Unterschied zwischen der Gewährung von Aktienoptionen und der Esser-Prämie ist die zeitliche Ausrichtung. Ein Aktienoptionsplan bezweckt die zukünftige, positive Beeinflussung der Unternehmensleitung und dadurch mittelbar auch der Unternehmensentwicklung. Die auf die künftige Arbeit für das Unternehmen angelegte Steuerung des Managerverhaltens macht einen Erfolg des Konzepts überhaupt erst möglich. Durch die Verknüpfung von Unternehmensinteressen und persönlichen Interessen der

<sup>407</sup> Dazu siehe aber noch die Ausführungen unter D. III. 3., welche grundlegende Probleme aufzeigen, welche aber von der Behandlung dieses Sonderproblems unabhängig bestehen.

<sup>408</sup> Gutachten vom 20. 1. 2003, S. 22 f.

<sup>409</sup> Gutachten vom 20. 1. 2003, S. 27 ff.

<sup>410</sup> Gutachten vom 20. 1. 2003, S. 20.

Geschäftsleitung soll bei letzterer ein Anreiz geschaffen werden und das Unternehmen davon profitieren. So können durchaus die Interessen der Gesellschaft gefördert werden.

Die Wertsteigerungsprämie an *Esser* wurde jedoch nachträglich vergeben, für vorangegangene Tätigkeit<sup>411</sup>. Ein positiver Effekt für die zukünftige Unternehmensführung kann sich bei einer solchen rückwärtsgewandten Ausrichtung nicht entfalten. Der durch Vergabe von Optionen bezweckte Erfolg kann durch die Zahlung einer solchen Wertsteigerungsprämie nicht erreicht werden. Sie trägt nichts zur Beseitigung des *principal-agent*-Problems bei. Eine Förderung des Unternehmensinteresses ist insoweit nicht erkennbar. Dieses Problem wird auch von *Hüffer*<sup>412</sup> und *Baums*<sup>413</sup> gesehen. Beide definieren daher eine abgewandelte Legitimationsgrundlage für die „Anerkennungsprämie“. Sie konstruieren eine Anreizbildung für die Tätigkeit von Vorstandsmitgliedern im Sinne des Unternehmensinteresses in zweierlei Hinsicht.

#### dd) Beeinflussung der künftigen Tätigkeit des Begünstigten

-----

Zum einen sei durch die nachträgliche Honorierung einer besonderen Leistung ein positiver Effekt für die zukünftige Tätigkeit des Begünstigten gegeben. Der Leistungsempfänger habe bei seinen zurückliegenden Handlungen eine berechtigte Erwartungshaltung auf deren besondere Honorierung hegen können, welche nachträglich erfüllt werden müsse, um damit wiederum künftige Leistungsanreize im Unternehmensinteresse zu erzielen.

Bei dieser Überlegung wird jedoch die besondere Situation des Unternehmens nicht ausreichend berücksichtigt. Nach Unternehmensübernahmen ist eine derartige Anreizwirkung oder Leistungsmotivation für das Vorstandsmitglied nicht (mehr) erzielbar. Der unterstellte positive Einfluss ist von einer Wiederholungsmöglichkeit abhängig, welche eine Fortsetzung der Tätigkeit des Leistungsempfängers voraussetzt. Dies ist nicht möglich, wenn aufgrund einer Unternehmensübernahme eine zeitnahe Beendigung der Zusammenarbeit mit dem Begünstigten erfolgt, was wohl der Regelfall ist, wie auch durch das Fallbeispiel bestätigt wird.

Genauso wenig greift die Parallele zur Ermessenstantieme, wie sie von *Hüffer*<sup>414</sup> gezogen wird. Auch diese bezieht sich zwar auf Leistungen in der Vergangenheit, ihre Wirkung ist

---

<sup>411</sup> Gegen die formelle Rechtmäßigkeit zumindest der Prämienvereinbarung zugunsten *Esser* bestehen keine Bedenken. Insoweit ist *Hüffer* zuzustimmen, der diese als formell wirksame nachträgliche Vertragsänderung charakterisiert (BB 2003, Beilage Heft 43, S. 18ff.)

<sup>412</sup> *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S.22f.

<sup>413</sup> *Baums*, Gutachten vom 20. 1. 2003, S. 27 ff.

<sup>414</sup> *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S.23.

aber gleichwohl in die Zukunft gerichtet. Sie findet ihre, durchaus auch nicht unumstrittene<sup>415</sup>, Rechtfertigung in der Schaffung von Leistungsanreizen, die sich in der künftigen Erwartungshaltung der Begünstigten oder ihrer Nachfolger manifestieren<sup>416</sup>. All dies setzt aber eine weitergehende Zusammenarbeit voraus, damit das Unternehmen von diesen hypothetischen positiven Effekten profitieren kann. Einhergehend mit einer Kündigung oder einem einvernehmlichen Auseinandergehen lässt sich die „Abfindungsprämie“ im Sinne des Unternehmensinteresses aber so nicht rechtfertigen.

#### ee) Beeinflussung der künftigen Tätigkeit Dritter

-----

Zum anderen begründen sie die Rechtmäßigkeit einer solchen Zahlung mit dem positiven Effekt auf andere Vorstandsmitglieder und am sogenannten „Markt für Führungskräfte“, also in aktuellen und in potentiellen Drittverhältnissen. Dabei schaffe eine nachträgliche Honorierung besonderer Leistungen durch das Unternehmen eine positive Anreizwirkung für die künftige Tätigkeit aktueller Vorstandsmitglieder sowie auch für potentielle Nachfolger durch Bekanntwerden einer solchen Vergütungsstrategie. Dadurch könne das Unternehmen in Zukunft mit Vorteilen bei der Rekrutierung seines Führungspersonals rechnen.

Die intendierte Beeinflussung der Tätigkeit Dritter oder des „Marktes für Führungsdienstleistungen“ ist jedoch im Übernahmefall ebenso grundsätzlich ausgeschlossen. Die mit der Übernahme einhergehende Veränderung der Unternehmensstruktur zerstört zwingend jegliche Effekte der vorangegangenen Unternehmenspolitik. Die Erwartungshaltung künftiger Führungskräfte des übernommenen Unternehmens richtet sich logischerweise auf eine Kontinuität der Personalpolitik des Übernehmers, und nicht der des Übernommenen.

Nach dem notwendigen Erwerb einer Anteilsmehrheit besteht die Vollendung einer Unternehmenstransaktion in der zumindest faktischen Kontrollübernahme durch Neubesetzung der Entscheidungsgremien Aufsichtsrat und Vorstand. Es spielt keine Rolle, ob das Unternehmen im Anschluss eingegliedert oder in einer anderen Abhängigkeitsform weitergeleitet wird (vergleiche §§ 291 ff. AktG). In jedem Fall werden die für die Personalpolitik auf der höchsten Leitungsebene verantwortliche Entscheidungskompetenzen, also die Aufsichtsratsmandate, von der neuen Konzernmutter beziehungsweise vom neuen Mehrheitsaktionär neu und loyal besetzt werden, um somit die Geschäftsleitung zu übernehmen und Konzerntreue zu sichern. Die damit einhergehende Neudefinierung der

<sup>415</sup> Dies wird so auch von Hüfner, a. a. O., S. 22 gesehen.

<sup>416</sup> Insoweit ist Hüfner, a. a. O., S. 22 zuzustimmen.



Personalpolitik wird aktuellen Vorstandsmitgliedern, so sie denn ausnahmsweise im Amt bleiben sollten, und potentiellen Vorstandsmitgliedern, also sozusagen dem „Markt für Führungskräfte“, nicht unentdeckt bleiben. Positive Leistungsanreize dieser Art kann für die Zukunft also erst wieder der neu ernannte Aufsichtsrat setzen<sup>417</sup>.

Positive Effekte einer „Anerkennungsprämie“ eines früheren, dann aber ausgewechselten Aufsichtsrates auf künftige Vorstandstätigkeit, wie sie von *Hüffer* und *Baums* unterstellt werden, sind daher im Sinne des Unternehmensinteresses weder in aktuellen, noch in potentiellen Drittverhältnissen erkennbar.

ff) Verschwendung von Gesellschaftsvermögen mangels Legitimation der Sondervergütung

-----

Es stellt sich also die Frage, ob eine solche Zahlung überhaupt in irgendeiner Weise das Unternehmensinteresse fördert oder, falls nicht, worin dann die Konsequenzen bestünden.

Eine Verpflichtung der Gesellschaft zu einer solche Zuwendung, wie sie *Baums*<sup>418</sup> andeutet, besteht jedenfalls nicht. Eine vorherige vertragliche Abrede existiert ja gerade nicht. Der Sinn und Zweck einer (mit den Grundsätzen einer pflichtgemäßen Vergütung im Einklang befindlichen) Beteiligung eines Vorstandsmitglieds an einer unterstellten Wertschöpfung infolge geleisteter Arbeit lässt sich in Anbetracht des soeben Gesagten nachträglich auch nicht erreichen.

Der Vergleich mit Gewinnen aus Aktienoptionen würde zu dem Schluss führen, dass wenn Kursgewinne erzielt worden sind und kein *stock option plan* existiert, der das Management daran beteiligen würde, es dann im Interesse des Unternehmens läge, das Management nachträglich daran partizipieren zu lassen. Dies widerspricht aber den allgemeinen Vergütungsgrundsätzen, die dem Aufsichtsrat die Pflicht aufstellen, die finanzielle Belastung des Unternehmens durch Personalkosten möglichst gering zu halten beziehungsweise dessen

---

<sup>417</sup> Bemerkenswert ist dabei noch, dass auch der „neue“ Aufsichtsrat beziehungsweise der Übernehmer selbst dies auch nur bei Bezugnahme auf die der Übernahme nachfolgende Tätigkeit des Vorstandes kann. Eine „Anerkennungsprämie“ des Übernehmers unter Bezugnahme auf das Verhalten des Vorstands der Zielgesellschaft während der Übernahme würde aus Sicht eines objektiven Dritten wohl eher auf einen *golden handshake* hinweisen als auf eine leistungsorientierte und leistungshonorierende Personalpolitik im unternehmensfördernden Sinne. Der „Markt für Führungsdienstleistungen“ als von *Hüffer* und *Baums* geschätzter letztendlicher Adressat der Signalwirkung der Prämie wäre also wenig positiv beeindruckt (dazu siehe noch unten unter B. III. 4. ff).

<sup>418</sup> Im Gutachten vom 20. 1. 2003, S. 28 geht *Baums* davon aus, dass die Gewährung einer freiwilligen Anerkennungsprämie rechtlich zulässig ist. Darüber hinaus spricht er sich für einen Anspruch des Vorstandsmitglieds auf eine marktübliche, angemessene Vergütung aus (S. 66), worunter er wohl eine besondere Anerkennung der Leistungen in einer Übernahmesituation (als außergewöhnliche und zudem wertschöpfende Aufgabenbewältigung) einordnet, wenn eine solche im Anstellungsvertrag nicht vorgesehen ist.

Ressourcen optimal einzusetzen. Leistungsorientierte Vergütungssysteme haben den Zweck, die Arbeit der Begünstigten in einem für die Gesellschaft förderlichen Sinne zu beeinflussen. Die lässt sich jedoch nur erreichen, wenn dies im Vorhinein erfolgt: also Ziele vereinbart werden, auf die hinzuarbeiten sich für den Vergüteten lohnt. Selbst wenn also etwa ein Vorstandsmitglied aufgrund realisierter Aktienoptionen eine weitaus höhere Vergütung erfahren sollte als ein Kollege mit seinem Festgehalt, berechtigt dies nicht zu einer nachträglichen Anhebung des letzteren. Dadurch würde zum einen die Risikobelastung leistungsorientierter Vergütungsmodelle vernachlässigt und zum anderen der Eigenanteil am erzielten Gewinn aus derartigen Gehaltsbestandteilen außer Acht gelassen. Zudem würde das ganze Funktionsprinzip der leistungsorientierten Bezahlung unterlaufen, vergleichbar mit einem bereits kritisierten nachträglichen *repricing* von Aktienoptionen oder durch *hedging*-Geschäfte<sup>419</sup>. Leistungsanreize sind eben nur für die Zukunft erzielbar, nicht für die Vergangenheit.

Man sollte hierbei auch nicht aus den Augen verlieren, dass Vorstandsmitglieder im Rahmen ihrer Tätigkeit verpflichtet sind, im Interesse des Unternehmens zu arbeiten und dessen Geschäftsleitung zu übernehmen (§§ 76 I, § 93 I AktG). Dafür steht ihnen als Gegenleistung die im Anstellungsvertrag vorgesehene Vergütung zu. Ein weiterer finanzieller Anspruch besteht grundsätzlich nicht.

Die Konfrontation mit einem Übernahmeangebot stellt im Übrigen auch keine derart außergewöhnliche Aufgabe mehr dar, dass eine Sondervergütung gerechtfertigt wäre. Börsennotierte Unternehmen sind heutzutage stets potentiell übernahmegefährdet, genauso wie für sie selbst die Übernahme anderer Unternehmen Tagesgeschäft ist<sup>420</sup>. Eine „unvorhersehbare“ Ausnahmesituation, die das Vorstandsmitglied bei seinen Vertragsverhandlungen nicht hinreichend berücksichtigen konnte<sup>421</sup>, und die deshalb eine Vertragsanpassung notwendig macht, ist deshalb keineswegs gegeben.

Auch eine besondere Wertschaffung für das Unternehmen, welche eventuell eine Anerkennung rechtfertigen würde, liegt tatsächlich nicht vor<sup>422</sup>. Die Steigerung des Börsenwertes eines Zielunternehmens während eines Übernahmekampfes resultiert nicht aus der Tätigkeit Vorstandes der Zielgesellschaft, sondern einzig und allein aus dem schlichten Vorhandensein des Angebotes und der damit verbundenen Kurskorrektur auf das Niveau der Angebotshöhe. Auch der Börsenverlauf der Mannesmann-Aktie belegt deutlich, dass ein

<sup>419</sup> Dazu siehe oben in Abschnitt B. 4. d. cc.; vgl. auch *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 87 Rdnr. 33 f.

<sup>420</sup> Im Einzelnen siehe noch Abschnitt C. II.

<sup>421</sup> *Baums*, Gutachten vom 20. 1. 2003, S. 28.

<sup>422</sup> Ebenso *Lutter/ Zöllner*, FAZ vom 10. 2. 2004, S. 12.

Übernahmeangebot nur eine künstliche und temporäre Manipulation des Unternehmenskurses darstellt, indem dieser nach Abschluss des Übernahme und Realisierung der Spekulationsgewinne unter das Niveau vor der Übernahme zurückging.

Eine außervertragliche finanzielle Zuwendung darf aber überhaupt nur erfolgen, wenn sie im Interesse des Unternehmens ist. Eine Sondervergütung dürfte deshalb vom zuständigen Aufsichtsrat auch nur unter dieser Bedingung gewährt werden, selbst wenn sie unter den eben erläuterten Aspekten überhaupt in Betracht käme. Dem Unternehmensinteresse widerspricht es aber, wenn Mitarbeiter für bereits geleistete und auch bereits honorierte Arbeit noch einmal vergütet werden, ohne dass dabei positive Leistungsanreize für die Zukunft gesetzt werden können. Dies ist nach einer Unternehmensübernahme aber nicht der Fall, wie bereits dargestellt wurde.

Es besteht also weder ein Anspruch des Vorstandsmitgliedes auf eine nachträgliche Sondervergütung seiner während des Übernahmekampfes geleisteten Dienste noch besteht im Angesicht des Unternehmensinteresses eine Berechtigung des Aufsichtsrates, diese freiwillig zu gewähren<sup>423</sup>. Die Konsequenz dieser eindeutigen rechtlichen Beurteilung ist dann aber, dass in der ungerechtfertigten Vergabe solcher Geldleistungen eine Pflichtwidrigkeit zu sehen ist.

Hier greift das Verbot der Verschwendung von Gesellschaftsvermögen<sup>424</sup>. Dieses aus ökonomischen Selbstverständlichkeiten hergeleitete Prinzip ergibt, dass jeder Einsatz von Gesellschaftsmitteln auch einer Rechtfertigung bedarf, welche dem Unternehmensinteresse gerecht wird. Immer wenn Gesellschaftsmittel eingesetzt werden, hat dies zum Nutzen der Gesellschaft zu erfolgen, es muss also zumindest die Erlangung eines im weitesten Sinne vermögenswerten Äquivalents möglich und bezweckt sein.

Fehlt jedoch eine solche Rechtfertigung für den Einsatz von Gesellschaftsmitteln ganz, dann handelt es sich um Verschwendung von Gesellschaftsvermögen. Die Verpflichtung der Geschäftsleitung zur Verfolgung des Unternehmensinteresses bedingt, dass der Veranlasser in der Lage sein muss, eine ökonomische Rechtfertigung für den Einsatz von Gesellschaftsmitteln darzulegen. Ist jedoch überhaupt kein positiver Effekt für die Gesellschaft bezweckt oder von Anfang an nicht erreichbar, kann also kein wenigstens potentieller Nutzen oder auch nur die theoretische Chance eines Vorteils für das Unternehmen

---

<sup>423</sup> Ebenso *Lutter/ Zöllner*, FAZ vom 10. 2. 2004, S. 12, welche keinen Anspruch sehen und keine Berechtigung des AR, an den Vorstand „Geschenke aus der Kasse der Gesellschaft“ zu zahlen. Zustimmend auch *Bayer*, FAZ vom 24. 4. 2004, S. 23, welcher keine rechtliche Grundlage für die „Anerkennungsprämie“ erkennen kann und zudem die vom DCCK geforderten Vergütungstransparenz durch derartige Sonderzahlungen gefährdet sieht.

<sup>424</sup> Dazu siehe oben B. II. 4. c. aa.

dargelegt werden, dann sind die erbrachten Aufwendungen schlicht und einfach verschwendet worden. Eine solche Verschwendung von Gesellschaftsvermögen bedeutet zugleich auch einen klaren Verstoß gegen das Unternehmensinteresse.

Nach den Vorüberlegungen kann daher bezüglich der „Wertsteigerungsbeteiligungen“ beziehungsweise „Anerkennungsprämien“ nur der Schluss gezogen werden, dass ihre Vergabe eine eindeutige Verschwendung von Gesellschaftsvermögen bedeutet. Die zuständigen Entscheidungsträger begehen somit aktienrechtlich gesehen eine klare Pflichtwidrigkeit.

gg) Legitimation durch Zustimmung des Übernehmers?

-----

Inspiziert von den Vorgängen während der Mannesmann-Übernahme könnte man gegen das zuvor Gesagte lediglich noch argumentieren, dass aber dann nichts gegen eine „Anerkennungsprämie“ spräche, wenn von allen Beteiligten, insbesondere auch vom Übernehmer, eine Zustimmung zur Vergabe der Wertsteigerungsprämie signalisiert werde. Schließlich sei durch die Übernahme niemand geschädigt worden, sondern alle Beteiligten hätten dabei gewonnen. Insbesondere die Aktionäre der Zielgesellschaft haben Gewinn durch die Kurssteigerung realisieren und der Übernehmer hat seinen Unternehmenskauf erfolgreich vollziehen können. Deshalb könne dem Vorschlag eines Aktionärs, die Unternehmensleitung für ihre besondere Leistung zu honorieren, bedenkenlos zugestimmt werden, wenn der Übernehmer, welcher ja die Kosten am Ende trägt, diese Entscheidung billigt. Somit würde es sich aufgrund der besonderen Situation nicht um eine Verschwendung von Gesellschaftsvermögen handeln. Der Grundsatz gelte in dieser Situation wegen der Legitimationswirkung der allseitigen Zustimmung der betroffenen Interessenträger nicht.

Dem ist jedoch entschieden entgegenzutreten. Maßgeblich ist dabei die Konkretisierung des Unternehmensinteresses.

Bei der Überlegung, ob eine Übernahme tatsächlich allen Aspekten des Unternehmensinteresses gerecht geworden ist, sind nicht nur die Auffassungen der Aktionäre zu berücksichtigen, sondern auch alle im Unternehmen angelegten Interessen.

Unter anderem ist auch das Interesse der Angestellten des Unternehmens betroffen. Strukturelle Änderungen im Zielunternehmen im Zusammenhang mit einer erfolgreichen Übernahme sind meist mit Arbeitsplatzverlusten verbunden. Das Arbeitnehmerinteresse könnte also per se gegen eine Honorierung der Unternehmensleitung sprechen. Dagegen ließe sich jedoch noch vorbringen, dass es für diese Interessengruppe im Nachhinein, also nach

Vollendung der Übernahme, keine Rolle mehr spielen, ob das Management der Zielgesellschaft eine besondere Gratifikation erhält. Die womöglich geplanten Veränderungen in der Unternehmensstruktur sind jedenfalls zu diesem Zeitpunkt nicht mehr zu verhindern. Die wirtschaftlichen Folgen der Abfindungszahlungen hat diese Interessengruppe aber sowieso nicht zu tragen und sie könne deshalb bei der Entscheidung und der damit verbundenen Interessenabwägung zur Ermittlung des konkreten Unternehmensinteresses unbeachtet bleiben.

Allerdings gibt es natürlich neben Gewinnern immer auch Verlierer eines Geschäftsabschlusses. In diesem Fall tragen die Aktionäre des Übernehmers (also bei der Mannesmann-Übernahme die Vodafone-Aktionäre) neben den wirtschaftlichen Folgen der Übernahme auch die (sicher im absoluten Volumen im Vergleich dazu nur marginalen, aber dennoch vorhandenen) wirtschaftlichen Folgen der Abfindung. Das Verhältnis von Investitionsvolumen der Übernahme und der Gesamtsumme der Abfindung<sup>425</sup> ist dabei kein rechtlich erhebliches Argument, da es sich auch bei den Abfindungen in Millionenhöhe zumindest nicht um Bagatellen handelt. Auswirken wird sich dies in den Dividendenauszahlungen, da Personalkosten den Unternehmensgewinn belasten. Zudem werden sich Konsequenzen in Form von Börsenkursverlusten ergeben, wenn auf die Aktien weniger Dividende gezahlt werden kann.

Auf die Interessen der Aktionäre des Übernehmers hat auch der Aufsichtsrat des Zielobjekts von dem Moment an Rücksicht zu nehmen, in dem die Übernahme und vor allem der genaue Kaufpreis beschlossen ist. Schließlich wurde die Mannesmann-Übernahme durch einen Aktientausch vollzogen, so dass die damaligen Mannesmann-Aktionäre in dem Moment, als der Umtauschkurs endgültig festgelegt wurde, schon de facto Vodafone-Aktionäre waren. Die finanziellen Interessen der eigenen Aktionäre sind also direkt von der Entscheidung über eine „Anerkennungsprämie“ betroffen.

Eine Zustimmung der Unternehmensleitung des Übernehmers ist im Zusammenhang mit Entscheidungen im Interesse der Zielgesellschaft genauso irrelevant wie die eines einzelnen Großaktionärs der Zielgesellschaft. Die Geschäftsleitung einer Aktiengesellschaft erfüllt ihre Leitungsaufgabe ausschließlich in eigener Verantwortung (§ 76 I AktG). Vorstand und Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft (für Letzteren gilt grundsätzlich gleiches, sobald er unternehmerische Entscheidungen trifft<sup>426</sup>) sind grundsätzlich nicht an Weisungen einzelner

---

<sup>425</sup> Zu den konkreten Zahlen vergleiche die Einleitung zum Fallbeispiel in Abschnitt A. IV.

<sup>426</sup> Semler, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 272; siehe dazu schon oben unter Abschnitt B. II. 4. a.

Aktionäre gebunden<sup>427</sup>; nicht einmal dann, wenn es sich um eine Einmann-AG handeln würde<sup>428</sup>. Die Geschäftsleitung von Vodafone kann genauso wenig wie ein einzelner Aktionär von Mannesmann für alle Mannesmann-Aktionäre die Zustimmung zu einer Abfindung erteilen, welche alle Mannesmann-Aktionäre als künftige Anteilseigner von Vodafone wirtschaftlich zu tragen haben.

Überlegenswert wäre es höchstens, eine solche Legitimationswirkung einer Entscheidung der Hauptversammlung (im Fallbeispiel also der damaligen Mannesmann-Aktionäre) zukommen zu lassen. Diese kann in Geschäftsführungsangelegenheiten entscheiden, wenn sie gemäß § 119 II AktG angerufen wird. Eine solche Entscheidung bindet die Geschäftsführung dann auch. Es liegt also im Ermessen des Vorstandes, sich seiner grundsätzlich eigenverantwortlichen Geschäftsführungsaufgabe in Einzelfragen durch Vorlage an die Hauptversammlung zu begeben.

Dagegen wird eine Anrufungskompetenz des Aufsichtsrats in der Literatur mehrheitlich abgelehnt, selbst wenn er die Gesellschaft gemäß § 112 AktG vertritt<sup>429</sup>. Der BGH hat diese Frage (allerdings noch vor der Aktienrechtsreform von 1965) offengelassen<sup>430</sup>. Ausweislich der Regierungsbegründung zu § 119 AktG 1965<sup>431</sup> wurde ein Reformvorschlag, die Hauptversammlung auch auf Verlangen des Aufsichtsrats über Geschäftsführungsmaßnahmen entscheiden zu lassen, abgelehnt. Vom der grundsätzlichen Wertung des Gesetzgebers von 1965 zum Kräfteverhältnis zwischen Aufsichtsrat und Vorstand<sup>432</sup> stünde jedoch nicht prinzipiell entgegen, eine Anrufungskompetenz einem solch außergewöhnlichen Fall dennoch zuzulassen und damit auch den Aufsichtsrat in den Genuss des Haftungsprivilegs aus § 93 IV AktG kommen zu lassen. Da nach Erfolg des Übernahmeversuches von einer Gratifikation des Vorstandes nur noch finanzielle Interessen der Unternehmenseigentümer tangiert sind, spricht erst einmal nichts dagegen, der Gesamtheit aller Aktionäre im Nachhinein und auf Vorschlag des Aufsichtsrates die Kompetenz zukommen zu lassen, dem Vorstand eine besondere Prämie zuzusprechen. Auch ist mit dem KonTraG vom 27. 4. 1998<sup>433</sup> immerhin die Zuständigkeit der Hauptversammlung in einem Vergütungsaspekt vom Gesetzgeber

<sup>427</sup> HM: BGH NJW 1967, 1462; Hüffer, AktG, § 76 Rdnr. 10; Hefermehl/ Spindler, MünchKomm AktG, § 76 Rdnr. 21 (jeweils m. w. N.).

<sup>428</sup> Hüffer, AktG, § 119 Rdnr. 11.

<sup>429</sup> Mit Hinweis auf die Regierungsbegründung des AktG 1965: Kubis, MünchKomm AktG, § 119 Rdnr. 20; Mülbart, GroßKomm AktG, § 119 Rdnr. 44; Zöllner, KölnKomm AktG, § 119 Rdnr. 34 f.; wohl auch Hüffer, AktG, § 119 Rdnr. 13; anderer Ansicht aber Godin/ Wilhelmi, AktG, § 119 Anm. 6; Barz, GroßKomm AktG, 3. Aufl., 1972, § 119 Anm. 7.

<sup>430</sup> BGH, AG 1961, 228 f.

<sup>431</sup> Kropff, Aktiengesetz 1965, S. 155 f., 165 f.

<sup>432</sup> Barz, GroßKomm AktG, 3. Aufl., 1972, § 119 Anm. 1; Kropff a. a. O.

<sup>433</sup> BGBl. I S. 786

angeordnet worden, betreffend die Kapitalerhöhung zur Ermöglichung der Ausgabe von Aktienoptionen. Unter Zuständigkeitsaspekten bestehen daher nur geringe Bedenken. Die entscheidende Gefahr dabei ist lediglich die, dass man damit quasi dem Übernehmer ein Instrumentarium in die Hand geben würde, einen im Vorhinein vereinbarten *golden handshake* nachträglich zu ratifizieren. Schließlich werden im Wege des Vollzugs der Übernahme beide Organe vom Übernehmer besetzt.

Vergleichbares ist im Fallbeispiel aber jedenfalls nicht erfolgt. Die Initiative eines Mannesmann-Aktionärs und die Zustimmung des Übernehmers allein stellt dagegen sicher keine rechtlich erhebliche Legitimation der „Anerkennungsprämie“ dar. Insoweit bleibt es bei der im vorangehenden Kapitel vorgenommenen Einordnung des Sachverhaltes als Verschwendung von Gesellschaftsvermögen.

Zur Bekräftigung dieses Ergebnisses sei in diesem Zusammenhang erneut auf die Gefahren einer Einflussnahme einzelner Aktionäre der Zielgesellschaft hingewiesen<sup>434</sup>. Wie jede direkte Einflussnahme von Aktionären auf die Tätigkeit der Unternehmensleitung außerhalb der gesetzlich vorgesehenen Möglichkeiten kann auch eine mittelbare Intervention, etwa durch Einschaltung des zuständigen Aufsichtsrates, auf eine vom Empfänger erkaufte illoyale und somit pflichtwidrige Entscheidung hindeuten.

Die aktienrechtliche Kompetenzverteilung soll eine ausschließliche Orientierung der Entscheidungen von Organmitgliedern des Unternehmens an dessen Interessen gewährleisten. Ausgeschlossen ist damit aber nicht, dass auch eine formell richtige, weil von den zuständigen Gremien getroffene, Kompetenzausübung zugleich eine von Dritten veranlasste, pflichtwidrige Beeinflussung von Entscheidungsträgern darstellen kann. Eine solche Einflussnahme würde dann auf eine doppelte Pflichtverletzung hindeuten, zum einen auf pflichtwidrige Vergabeentscheidung des zuständigen Veranlassers (also des Aufsichtsrates) und zum anderen auf eine pflichtwidrige Gegenleistung des begünstigten Empfängers (also des Vorstandes). Eine tatsächliche Einflussnahme des Übernehmers (auch in Form einer Veranlassung oder Zustimmung), genauso wie die eines verkaufswilligen Aktionärs auf den für Personalfragen ausschließlich zuständigen Aufsichtsrat kann deshalb ein starkes Indiz nicht nur für eine Pflichtverletzung desselben, sondern auch für eine im Gegenzug erbrachte Pflichtverletzung des begünstigten Vorstandsmitgliedes zugunsten der Einflussnehmenden darstellen.

---

<sup>434</sup> Vgl. bereits oben zu direkten Zuwendungen von Aktionären im Abschnitt B. III. 4. a.

## hh) Verknüpfung von Vorstands- und Aktionärsinteressen im Übernahmekampf?

---

Abschließend zur Behandlung von „Wertsteigerungsprämien“ stellt sich noch die Frage, ob es sinnvoll und interessengerecht wäre, eine solche zu Beginn oder im Vorfeld einer konkreten Übernahme-situation mit dem Vorstand der Zielgesellschaft zu vereinbaren.

Dazu hat der zuständige Aufsichtsrat situationsbezogen das Unternehmensinteresse zu bestimmen. Entscheidend und allein ausschlaggebend dabei ist ausgehend von der *principal-agent*-Problematik, ob die potentielle Interessendivergenz zwischen Vorstand und Unternehmen durch eine solche Verknüpfung der finanziellen Interessen des Vorstandes mit dem Aktienkurs reduziert würde. Nur dann wäre eine solche Vereinbarung sachgerecht und pflichtgemäß.

Die genaue Analyse der Situation einer übernahmebedrohten Aktiengesellschaft zeigt jedoch, dass dies nicht der Fall ist. Trotz der prinzipiellen Befürwortung einer am Shareholder Value orientierten Unternehmenspolitik ist es abzulehnen, den Vorstand einer Zielgesellschaft am Veräußerungsgewinn der Aktionäre direkt zu beteiligen. Das Unternehmensinteresse ist eben nicht gleichzusetzen mit dem Aktionärsinteresse, und nur an Ersteres sind Vorstand und Aufsichtsrat rechtlich gebunden.

Zwar genießt im gewöhnlichen Geschäftsbetrieb das Aktionärsinteresse im Rahmen des unternehmensinternen Interessenausgleichs in der Regel eine faktische Vorrangstellung<sup>435</sup>. Ausdrücklich wurde eine solche aber nur deshalb bejaht, weil es sich unter Kapitalmarktgesichtspunkten als unabdingbar erwiesen hat und auch lediglich in der konkreten Ausprägung des Shareholder Value-Konzeptes. Es wurde schon mehrfach klargestellt, dass die Geschäftsleitung einer Aktiengesellschaft den Anteilseignern gegenüber nicht weisungsgebunden ist<sup>436</sup>. Schon angesprochen wurde das Beispiel, dass Aktionäre ein Interesse an der Veräußerung von wertvollem, liquidierbarem Gesellschaftsvermögen äußern könnten (ein sogenanntes *asset stripping*), um dann den Erlös als Dividende einstreichen zu können. Eine Umsetzung dieser Absichten durch den Vorstand wäre pflichtwidrig, weil dem Unternehmensinteresse abträglich. Es geht bei einer ordentlichen Geschäftsführung nicht um kurzfristige Gewinnmaximierung, sondern um bestandsfähige und zukunftsorientierte Wertsteigerungen, um aktuelle und potentielle Anleger für Investitionen zu gewinnen, also

<sup>435</sup> Vgl. im Einzelnen oben Abschnitt B. II. 4. b.

<sup>436</sup> Mit Ausnahme von Fällen des § 119 II AktG.



das Interesse an Aktien der Gesellschaft zu wecken und damit den Kurs zu steigern. Dabei spielt die Zukunftsbezogenheit der Unternehmensführung eine zentrale Rolle. Nur ein Unternehmen, welches Perspektiven anbietet und Gewinne in Aussicht stellen kann, wird die Gunst der Anleger gewinnen können.

Zur Realisierung dieser Aufgaben kann der Vorstand etwa mittels gut durchdachter Aktienoptionsprogramme angehalten werden. Deshalb sind diese auch als dem Unternehmensinteresse förderlich anzusehen. Diese Bewertung gilt jedoch, neben anderen Faktoren, nur dann, wenn Aktienoptionsprogramme für längerfristige Zeiträume angelegt sind, ansonsten bieten sie eher einen Anreiz zur Manipulation des Börsenwertes als zu erfolgsorientierter Arbeit.

Eben diese positive Motivation zur Steigerung von Intensität und Effizienz der Arbeitsleistung im Sinne des Unternehmensinteresses fehlt aber, wenn eine „Wertsteigerungsbeteiligung“ mit dem Vorstand vereinbart wird, um diesen an einer Erhöhung des Angebots zu beteiligen. Das Unternehmen selbst ist nur von der Tatsache betroffen, ob die Übernahme Erfolg hat, nicht dagegen vom konkreten Angebotspreis. Die Erlangung eines höheren Verkaufspreises der Aktien weist ja keinerlei Bezug zur Zukunft des Unternehmens (mehr) auf. Sie belastet lediglich die finanziellen Mittel der neuen Aktionäre. Die „Verschacherung“ des Unternehmens zum höchstmöglichen Preis ist daher nicht Aufgabe der Geschäftsleitung.

Um den Gedankengang zu verdeutlichen, muss das Szenario noch genauer betrachtet werden. Die potentiell zu prämierende Wertsteigerung der Aktien eines Übernahmekandidaten während der Laufzeit eines solchen Angebotes resultiert ja nicht aus dem wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens, also unter Umständen der Leistung des Managements, sondern allein aus der Tatsache, dass ein Käufer vorhanden ist<sup>437</sup>. Dieser wird bei den geführten Verhandlungen auch nicht ohne Grund bereit sein, sein Angebot zu erhöhen. Die Gegenseite muss ihrerseits Argumente ins Feld führen können, die zu Zugeständnissen zwingen. Die Unternehmensleitung des Übernahmekandidaten kann dabei natürlich nur mittelbaren Einfluss ausüben, da sie nicht selbst der Verkäufer ist. Für die rechtliche Bewertung sind dabei die Methoden entscheidend, welche eingesetzt oder nur angedroht werden und zu welchem Zweck sie ins Spiel gebracht werden. Die Mittel, welche dem Vorstand der Zielgesellschaft zur Verfügung stehen, sind die allesamt noch unten<sup>438</sup> aufgeführten

---

<sup>437</sup> Symptomatisch der Kursverlauf der Mannesmann- Aktie nach der Übernahme. Die Aktie brach auf das Niveau vor Übernahmegerüchten ein. Zuzustimmen ist daher insoweit *Lutter/ Zöllner*, FAZ vom 10. 2. 2004, S. 12 (linke Spalte).

<sup>438</sup> Siehe Abschnitt C. II. 2. b.

Verteidigungsmaßnahmen, welche eine Übernahme verhindern, verzögern, verteuern oder ganz unmöglich machen können. Inwieweit diese überhaupt zulässig sind, wird noch im folgenden Abschnitt behandelt werden.

Dies stellt jedoch eine vom Verkaufspreis unabhängige Fragestellung dar, denn es geht bei diesem nicht (mehr) um die primäre Entscheidung des Vorstands, ob der Übernahme entgegengearbeitet werden soll oder nicht, sondern nur noch um eine Erhöhung des Preises, ergo: das Schicksal des Unternehmens wäre an dieser Stelle des Entscheidungsprozesses bereits besiegelt. Auch wenn die Frage des Preises natürlich eine entscheidende Rolle bei der Frage nach dem Erfolg des Übernahmeangebots spielt, ist hier vom Standpunkt des Unternehmensinteresses eine klare Trennung vorzunehmen. Für diesen Standpunkt ist allein die Frage relevant, ob das Unternehmen übernommen wird, und nicht wie (also zu welchem Preis es verkauft wird). Natürlich werden sich beide Entscheidungen, die über eine Verteidigung gegen die Übernahme und die über die Höhe der Verkaufssumme, in der Praxis überschneiden. Dennoch sind aus Sicht des Unternehmens beide voneinander unabhängig und rechtlich auch dementsprechend getrennt zu behandeln.

Die Entscheidung, ob Verteidigungsmaßnahmen ergriffen werden sollen sowie im Einzelnen welche Maßnahmen, ist eine Entscheidung der Unternehmensleitung, welche am Unternehmensinteresse auszurichten ist (beziehungsweise zuvor eine abstrakte Entscheidung des Gesetzgebers, ob er dieser einen solchen Entscheidungsspielraum einräumen will oder eine ausdrückliche Neutralitätspflicht anordnet). Die Entscheidung, zu welchem Preis die Aktien verkauft werden, unterfällt dagegen lediglich der Sphäre der Aktionäre, die Unternehmensleitung hat darauf keinen Einfluss beziehungsweise darf keinen Einfluss nehmen. Wenn das Angebot hoch genug ist, dass es nach der individuellen Vorstellung eines Aktionärs den tatsächlichen Wert seines Anteils übersteigt, wird er akzeptieren. Die spezielle Frage des Preises tangiert insofern das Unternehmen nicht (mehr).

Deshalb wäre es auch verfehlt, dem Vorstand eine Beteiligung an dem erzielten Mehrerlös anzubieten. Dies wäre aus Sicht der Aktionäre natürlich sinnvoll, denn diese könnten von dem eventuell erhöhten Angebot profitieren und die Bezahlung dieses „Services“ würde auch noch der Käufer tragen, wenn er dann die Gesellschaft übernommen hat. Jede Orientierung von unternehmerischen Entscheidungen an anderen, sachfremden Interessen würde aber eine Pflichtwidrigkeit darstellen. Dies betrifft zuallererst natürlich persönliche Interessen des Entscheidungsträgers, aber auch die von Dritten, als welche die Aktionäre (in Relation zum Unternehmen) bei dieser Frage zu behandeln wären. Eine Verknüpfung des Vorstandsinteresses mit dem der Aktionäre darf deshalb nicht dazu führen, dass damit die

vom Vorstand der Gesellschaft (und nur dieser) gegenüber bestehende Pflicht zur Objektivität und Loyalität untergraben wird<sup>439</sup>. Aus Sicht des Unternehmensinteresses interessiert aber ausschließlich die Frage, ob das Angebot erfolgreich ist, nur die Aktionäre hingegen interessiert die konkrete Höhe des Zuschlags<sup>440</sup>.

Die Entscheidung über die Vergütung des Vorstandes obliegt dem Aufsichtsrat, welcher ebenso ausschließlich dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist. Da dieses von einer solchen Wertsteigerung der Aktien nicht berührt wird, wäre es nach dem zuvor Gesagten pflichtwidrig und folglich rechtswidrig, dem Vorstand eine finanzielle Zuwendung als Beteiligung anzubieten und dabei systemwidrige Anreize zu schaffen. Bei einer solchen Entscheidung kann dem Aufsichtsrat deshalb auch kein dahingehendes Ermessen zugestanden werden.

Es kann deshalb resümiert werden, dass eine Verknüpfung von Vorstands- und Aktionärsinteressen durch Beteiligung an der „Wertsteigerung“ einen Verstoß gegen das Unternehmensinteresse darstellen würde, zugleich eine Pflichtwidrigkeit des für die Gesellschaft handelnden Aufsichtsrates.

## ii) Angemessenheit im Sinne von § 87 I AktG

-----

Eine weitere Prüfung der *Esser'schen* „Wertsteigerungszulage“ anhand § 87 I AktG führt dagegen zu keinem verwertbaren Ergebnis. Zwar dürfte die Prämie in Anbetracht ihrer Höhe im Verhältnis zur vertraglichen Restvergütung sicher auch im Rahmen einer Betrachtung der Gesamtbezüge relevant sein, jedoch ist eine rechtliche Einordnung unter diesem Gesichtspunkt nicht ohne Weiteres möglich.

Würde man entgegen den vorangestellten Ausführungen einen Verstoß gegen das Unternehmensinteresse ablehnen, wären die Ausführungen von *Hüffer*<sup>441</sup> und *Baums*<sup>442</sup>, welche den „*appreciation award*“ als Teil der Gesamtbezüge *Essers* für angemessen halten, insoweit kaum zu widerlegen. Jedenfalls lässt sich wohl gut vertreten, dass die Anerkennungsprämie als Teil der Gesamtvergütung vom dahingehenden Ermessensspielraum des Aufsichtsrates bei Personal- und Vergütungsentscheidungen erfasst ist. *Lutter* und *Zöllner*<sup>443</sup>, welche von einem Verstoß der Prämie auch gegen § 87 I AktG ausgehen, liefern leider keine detaillierte Begründung für ihre Ansicht.

<sup>439</sup> *Hopt*, Großkomm, § 93 Rdnr. 151.

<sup>440</sup> A.A. *Becker*, ZHR 2001, 280, 287.

<sup>441</sup> *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 24

<sup>442</sup> *Baums*, Gutachten vom 24. 10. 2001, S. 55 f.

<sup>443</sup> *Lutter/ Zöllner*, FAZ vom 10. 2. 2004, S. 12 (3.Spalte).

Eine singuläre Angemessenheitsprüfung einzelner Vergütungsbestandteile, wie sie *Lutter* und *Zöllner* offenbar vornehmen, ist im Rahmen einer Prüfung anhand § 87 I AktG nur sehr eingeschränkt möglich, da Regelungsgegenstand der Norm ausdrücklich nur die Gesamtbezüge sind<sup>444</sup>. Da es sich um den ersten Fall (beziehungsweise die ersten Fälle, da noch an vier weitere Vorstandsmitglieder „*appreciation awards*“ vergeben wurden<sup>445</sup>) einer solchen Leistung handelte, stellt zudem die Ermittlung einer Marktüblichkeit (im Außenvergleich) ein unlösbares Problem dar. Der Vergleich mit realisierbaren Gewinnen aus anderen leistungsbezogenen Vergütungsformen wie Aktienoptionen, so insbesondere der Vorschlag von *Baums*<sup>446</sup>, ist aufgrund der schon herausgestellten, gegenläufigen zeitlichen Ausrichtung auch nicht unbedenklich. Eine unternehmensinterne vergleichende Betrachtung der vergebenen Anerkennungsprämien lässt zumindest die insoweit angemessene Orientierung der Leistungshöhe an der Aufgabe und dem Stellenwert der Empfänger während des Übernahmekampfes erkennen<sup>447</sup>.

Eine Bezugnahme auf die Gesamtabfindungen (also Vertragsauflösung plus Anerkennungsprämie) *Essers* als Äquivalent für seine vertraglich vereinbarte fünfjährige Amtszeit liefert kaum eindeutige Ergebnisse. Die Marktüblichkeit der Vergütungsgesamtsumme eines Fünfjahresvertrags im Bereich von 30 Millionen Euro ließe sich für den Vorstandsvorsitzenden eines DAX 30-Unternehmens wohl attestieren<sup>448</sup>. Die Notwendigkeit der so frühen Auflösung des Vertrages ist eine unternehmerische Entscheidung, welche durch die Übernahme bedingt ist. Für die Frage der Angemessenheit der (Gesamt)Bezüge spielt es jedoch keine Rolle, ob der Vertrag bis zum Ende erfüllt wird oder auf Initiative des Unternehmens im Nachhinein eine Vertragsauflösung erfolgt.

Die Frage der Angemessenheit im Sinne des § 87 I AktG ist aber nur sekundär. Die klare Wertung der Prämie unter dem Gesichtspunkt der Förderung der Unternehmensinteresses macht eine weitere Stellungnahme zur Vereinbarkeit mit § 87 I AktG praktisch obsolet.

---

<sup>444</sup> Wobei in der Gesamtbetrachtung natürlich zu berücksichtigen wäre, dass es sich bei der Anerkennungsprämie um einen nicht risikobehafteten Vergütungsbestandteil handelt, vergleiche im Übrigen zur Relevanz einzelner Bestandteile schon oben Abschnitt B. II. 3. a. gg.

<sup>445</sup> *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 23 f.

<sup>446</sup> *Baums*, Gutachten vom 20. 1. 2003, S. 19 f.

<sup>447</sup> *Hüffer*, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 23 ff.

<sup>448</sup> Vergleiche dazu die Ausführungen zur allgemeinen Vergütungspraxis unter B. II. 1.

## jj) Konsequenzen für das Fallbeispiel

-----

Die gewonnenen Erkenntnisse ermöglichen daher eine eindeutige rechtliche Beurteilung der *Esser'schen* „Anerkennungsprämie“. Nach den veröffentlichten Stellungnahmen<sup>449</sup> ist davon auszugehen, dass die Vertragsgrundlage der angesprochenen Sonderzahlung tatsächlich eine persönliche Anerkennung für seinen Beitrag zur Kurssteigerung während des Übernahmekampfes, mithin also zur Erhöhung des Kaufangebots zugunsten der Aktionäre von Mannesmann gewesen ist. Daraus ergibt sich eine Pflichtwidrigkeit des initiiierenden oder auch nur bewilligenden Aufsichtsrates, der zu dieser Art Prämie keine rechtlich fundierte Ermächtigung besaß, aus zwei Gesichtspunkten, welche bereits jeder für sich allein diese Wertung zulassen würde.

Die Pflichtwidrigkeit folgt nach den obigen Überlegungen zum einen aus dem Umstand, dass generell mit solchen „Wertsteigerungszulagen“ lediglich systemwidrige Anreize gesetzt werden, da die Interessen des Vorstandes mit denen der Aktionäre im Übernahmekampf nicht verknüpft werden dürfen und das Unternehmensinteresse vom Verkaufspreis der Aktien nicht betroffen ist. Zum anderen ergibt sie sich daraus, dass die Vereinbarung nachträglich erfolgte, obwohl durch die zu Ende gehende Personalpolitik überhaupt keine positiven Leistungsanreize für künftige Vorstandstätigkeit erzielbar sind, aufgrund der anstehenden Veränderungen der Unternehmensstruktur im übernommenen Unternehmen. Die Konsequenz ist der Mangel einer Legitimation der Prämie im Sinne des Unternehmensinteresses. Somit handelt es sich um eine pflichtwidrige Verschwendung von Gesellschaftsvermögen.

Eine Prüfung anhand § 87 I AktG führt dagegen zu keinem eindeutigen Ergebnis. Aufgrund des klaren Verstoßes gegen das Unternehmensinteresse ist ein Rückgriff auf die weniger greifbare Formel der Angemessenheit der Gesamtbezüge aber auch nicht notwendig.

---

<sup>449</sup> Vgl. Einleitung.

## 5. Zur Justiziabilität: Bedeutung von ARAG/Garmenbeck für Abfindungsvereinbarungen

---

Bei Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen würde neben der im Vorangegangenen vorgenommenen aktienrechtlichen Bewertung die entscheidende Rolle spielen, inwieweit Entscheidungen von Organmitgliedern überhaupt einer positiven gerichtlichen Überprüfung zu unterziehen sind beziehungsweise wie weit anderenfalls der den Entscheidungsträgern einzuräumende Ermessensspielraum reicht. Mangels Rückgriffsmöglichkeit auf eine einschlägige Entscheidung sind die Grundlagen für eine Prognose der richterlichen Bewertung von nur sehr geringem Umfang. Es ist jedoch davon auszugehen, dass diese auf der Rechtsprechung zu unternehmerische Entscheidungen aufbauen würde. Die Voraussetzungen der vom BGH zugesicherten „Entscheidungsprärogative“ dürften daher auf jeden Fall eine wichtige Rolle spielen.

Allerdings ist die Ergiebigkeit der in „ARAG/Garmenbeck“ aufgestellten Grundsätze allein zur Bewertung eines konkreten Einzelfalls eher unbefriedigend. Um zu einer Rechtssicherheit zu gelangen, bleiben sachnähere und detailliertere Folgeurteile abzuwarten. Aus den drei an eine pflichtgemäße Ermessensausübung gestellten Anforderungen<sup>450</sup> lassen sich durchaus jedoch einige prinzipielle Erwägungen vornehmen.

### a) Ausschließliche Orientierung am Unternehmenswohl

---

Die geforderte Ausrichtung von Entscheidungen am Unternehmenswohl behandelt die Motivationslage des Entscheidungsträgers. Rechtswidrig wären demnach Entscheidungen, die eine unzulässige Interessenwahrnehmung darstellen. Welche Interessen in welchem Maße im Unternehmenswohl zu berücksichtigen sind, was man also unter dem Unternehmenswohl zu verstehen hat, dazu äußert sich der BGH hier zwar nicht (es kann daher nur auf die vorangestellten Erörterungen verwiesen werden<sup>451</sup>), aber in jedem Fall wird eine sachfremde Verstrickung von Eigeninteressen eine Pflichtwidrigkeit darstellen. Damit dürfte in der Praxis wohl auch ein erheblicher Teil der tatsächlichen Verfehlungen erfasst werden. Ein entscheidendes Indiz dafür sollten vor allem Leistungen an einen Entscheidungsträger persönlich darstellen.

Bemerkenswert und zur Erinnerung vor allem an Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat dürfte in diesem Zusammenhang auch sein, dass sie nicht als Interessenvertreter berufen sind,

<sup>450</sup> BGHZ 135, 244, 253; vergleiche Abschnitt B. II. 5.

<sup>451</sup> Siehe insbesondere Abschnitt B. II. 4. und B. III. 2.

deren Handeln sich vorrangig an einer künftigen Wiederwahl zu orientieren hat, sondern dass auch sie tatsächlich dem Unternehmenswohl verpflichtet sind<sup>452</sup>.

## **b) Sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen**

-----

Die Forderung nach sorgfältiger Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen läuft auf eine objektive Verfahrenskontrolle hinaus. Verhaltensstandard oder Sorgfaltsmaßstab ist dabei der des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführers im Sinne von § 93 I AktG in seiner besonderen Ausprägung für Aufsichtsratsmitglieder gemäß § 116 AktG<sup>453</sup>.

Eine Entscheidung soll nicht in Unkenntnis ermittelbarer und relevanter Umstände erfolgen. Der Entscheidungsträger, in diesem Fall also der Aufsichtsrat, soll alle erreichbaren Informationen zur Verfügung haben, um eine möglichst hohe Qualität oder zumindest Vertretbarkeit der getroffenen Entscheidung zu erreichen<sup>454</sup>.

Fraglich ist hierbei das Maß an Zumutbarkeit. Die Aufsichtsrats Tätigkeit ist im Aktienrecht als Nebentätigkeit angelegt, Anforderungen an eine besondere Qualifikation über einen Mindeststandard hinaus gibt es nicht (§ 100 AktG) und können insbesondere für Arbeitnehmervertreter auch nicht gefordert werden<sup>455</sup>. Es kann deshalb kein mit dem der aktiven Geschäftsführung vergleichbares Sachwissen oder ein adäquater Informationsstand vorausgesetzt werden. Demgegenüber wächst durch Expansion von Unternehmen zu multinationalen Großunternehmen das Aufgabenfeld des Aufsichtsrats ins nahezu Unüberschaubare. In einer solchen Situation ist das gesamte Konzept der Aufsichtsratsfunktion zu hinterfragen<sup>456</sup>. Es erscheint beinahe unmöglich, dass ein lediglich für eine begleitend kontrollierende Tätigkeit vorgesehener Mitarbeiter, welcher bis zu zehn

<sup>452</sup> Klarstellend *Scheffler*, DB 2000, 433; *Lutter/ Krieger*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rdnr. 303 ff.

<sup>453</sup> Dazu noch im Einzelnen im Abschnitt Haftung unter D. III. 2.

<sup>454</sup> Dieser per se logischen Überlegung treten allerdings umfangreiche empirische Studien gegenüber, die zu dem erstaunlichen Ergebnis gelangen, dass die Verfügbarkeit von Informationen in keinem Zusammenhang mit einer späteren Effizienz- Beurteilung steht! (Quellen bei *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung und Haftung des Aufsichtsrats, Fn. 55) Bei der Frage nach Mindeststandards und vor allem in Ansehung der Verantwortbarkeit kann man aber meines Erachtens dennoch von der Tendenz ausgehen, dass ein mit der Materie vertrauter Entscheidungsträger qualitativ höher urteilen wird als ein gänzlich unbedarfter. Für eine juristische Bewertung einer Entscheidung kommt es schließlich nicht darauf an, dass sie sich im Nachhinein als richtig darstellt, wobei richtig in diesem Zusammenhang der größte ökonomische Erfolg bedeuten würde, sondern auf ihre Vertretbarkeit. Das Resultat spielt also nicht die entscheidende Rolle, sondern maßgeblich ist die Nachvollziehbarkeit der Entscheidungsfindung, die Wahrung von Seriosität und Vernunft im Umgang mit Gesellschaftsressourcen. Dieser Verantwortung kann ein mit den notwendigen Informationen ausgestatteter Entscheidungsträger in jedem Fall besser gerecht werden.

<sup>455</sup> Zu dem Problem von Anforderungsprofilen an Aufsichtsräte und den Differenzen zwischen sinnvollen Forderungen an Fähigkeiten, Qualifikationen und der Tätigkeitswahrnehmung mit der Praxis *Feddersen*, AG 2000, 385, 389. Zu Haftungsfragen und -maßstäben noch ausführlich Abschnitt D.

<sup>456</sup> Anschaulich *Herrmann*, Funktion, Kontrolle und Haftung der Leitungsorgane, S. 120 ff.; zur Kritik an der Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrats *Mülbert/ Bux*, WM 2000, 1665, 1666 f.

dieser Mandate gleichzeitig und womöglich neben einer hauptberuflichen Tätigkeit ausübt, überhaupt eine solchen Ansprüchen gerecht werdende, gewissenhafte und verantwortungsvolle Arbeit zu leisten in der Lage sein soll<sup>457</sup>.

Andererseits steht ebenfalls außer Frage, dass ein Aufsichtsratsmandat kein Ehrenamt darstellt, sondern eine professionelle Tätigkeit, welche persönliches und unter Umständen zeitaufwendiges Engagement erforderlich macht<sup>458</sup>. Die Abwägung der persönlichen Fähigkeit und Belastbarkeit ist bei der Aufnahme eines solchen Amtes von dem Kandidaten persönlich zu treffen, will er sich nicht eventuell durch eine unsachgemäße Tätigkeit persönlich haftbar machen.

Da sich derzeit keine sichere Definition eines Sorgfaltsmaßstabs für die Aufsichtsrats Tätigkeit finden lässt, ist schwer einzuschätzen, wann dem Anforderungskriterium an das Entscheidungsverfahren Genüge getan ist.

Für eine Vergütungsentscheidung wäre vorauszusetzen, dass sich ein Entscheidungsträger zumindest über die Person des Betroffenen informiert und über dessen Tätigkeit, dass er die Situation der Gesellschaft einschätzen kann und marktübliche Vergleichswerte zu Rate zieht, um die objektiven Umstände einordnen zu können. Für Abfindungsentscheidungen im Speziellen dürfte zudem Kenntnis der vertraglichen Regelungen unerlässlich sein. Für eine Entscheidungsfindung muss zumindest grob einschätzbar sein, wie viel dem scheidenden Vorstandsmitglied unter rein rechtlichen Gesichtspunkten zustehen würde, um auf diese Grundlage im Anschluss Ermessenserwägungen stützen zu können. Je nach Sachverstand des Aufsichtsrats und Überschaubarkeit der Vereinbarungen kann es im Einzelfall wohl notwendig sein, fachmännischen Rat einzuholen.

Ansonsten dürften Personalentscheidungen unvermeidbar auch zu einem Teil aus einer eher subjektiven, von Dritten nicht unbedingt in vollem Umfang nachvollziehbaren Einschätzung einer Person bestehen. Die genannten objektiven Entscheidungsgrundlagen bilden dabei aber in jedem Fall einen Rahmen, der verbindliche Grenzen setzt. Deshalb müssen dem Aufsichtsrat die besagten Informationen zur Verfügung stehen, um eine sachliche, verantwortungsvolle und effiziente Entscheidung erst möglich zu machen.

---

<sup>457</sup> Zu der im Rahmen von Qualität und Quantität einer Tätigkeit nicht unerheblichen Frage der Vergütungsmöglichkeiten von Aufsichtsratsmitgliedern *Roller*, Die Vergütung des AR in Abhängigkeit vom Aktienkurs; *Mäger*, BB 1999, 1389.

<sup>458</sup> *Scheffler*, DB 2000, 433.



### c) Verantwortungsbewusstes, pflichtgemäßes Handeln

-----

Als dritte Voraussetzung für eine Haftungsfreistellung fordert der BGH ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, pflichtgemäßes Handeln. Im Anschluss an die beiden anderen Aspekte bleibt für diesen nur eine Auslegung hinsichtlich der Forderung nach Einhaltung der gesetzlichen beziehungsweise der Satzungsvorgaben bestehen. Eine genauere Interpretation von ‚pflichtgemäßem Verhalten‘ erscheint kaum mehr möglich. Ein Rückgriff auf fundierte betriebswirtschaftliche Erkenntnisse erschiene hier sinnvoll, ist aber wohl aufgrund der Vielzahl von einander widersprechenden Meinungen und Theorien<sup>459</sup> nicht möglich.

Für Vergütungs- und Abfindungsentscheidungen wären das neben der Förderung des Unternehmenswohls wieder die §§ 84 ff. AktG, insbesondere der Angemessenheitsgrundsatz des § 87 AktG, sowie weitergehende zivilrechtliche Bestimmungen (etwa die Kündigungsbestimmungen aus § 626 BGB).

Die Forderung nach verantwortungsbewusstem, pflichtgemäßem Handeln korrespondiert im Übrigen mit der Sorgfaltspflicht des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters aus § 93 I AktG, welche durch § 116 AktG auch für Aufsichtsratsmitglieder sinngemäß gilt. Darüber hinaus kann man in Anlehnung an wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse mangels eindeutiger Vorgaben aus dieser Disziplin von einer pflichtwidrigen Entscheidung wohl nur dann ausgehen, wenn diese von keiner wissenschaftlichen Grundlage getragen wird sowie jedweder Erfahrung bei der unternehmerischen Tätigkeit widerspricht, oder wenn in fahrlässiger und unverantwortlicher Weise Geschäftsrisiken eingegangen werden. Eine Pflichtwidrigkeit etwa durch Nichtwahl der besten Handlungsalternative wäre demnach in Ermangelung eines objektiven Maßstabes nicht festzustellen, wohl aber durch Umsetzung einer objektiv unvertretbaren Entscheidung.

Eine Schadensersatzpflicht im Bereich der unternehmerischen Handlungen ist nach der Entscheidung des Gerichts nur dann mit Sicherheit gegeben, wenn die soeben beschriebenen „Grenzen ... deutlich überschritten sind, die Bereitschaft, unternehmerische Risiken einzugehen, in unverantwortlicher Weise überspannt worden ist oder das Verhalten des

---

<sup>459</sup> Eine ausführliche Analyse zu diesem Ansatz liefert *Mutter*, Unternehmerische Entscheidungen und Haftung des Aufsichtsrats S. 204 ff., dessen Überlegungen man nur zustimmen kann. Auch sogenannte Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensführung mit rechtsverbindlicher Allgemeingültigkeit existieren nicht (*Hefermehl/ Spindler*, in: *Kropff/ Semler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 33 f.; v.*Schenk*, NZG 2002, 64, 66; *Mertens*, KölnKomm AktG § 111 Rdnr. 29 f.; v.*Werder*, in: *Ringleb/ Kremer/ Lutter/ v.Werder*, DCGK, S. 111 ff. m. w. N.).

Vorstands aus anderen Gründen als pflichtwidrig gelten muss“<sup>460</sup>. Somit bleibt für die meisten Fälle eine nicht unerhebliche Unsicherheit hinsichtlich der Rechtslage sowie ein ebenso hohes Risiko bezüglich einer Haftung bestehen.

Die aus „ARAG/Garmenbeck“ entstandene Bewertung von unternehmerischen Entscheidungen durch die Gerichte steht noch ganz am Anfang. Inwieweit die Rechtsprechung den vorangestellten Ausführungen dieser Arbeit im Einzelfall folgt, ist daher im Moment noch nicht absehbar.

#### **IV. Zusammenfassung zur gesellschaftsrechtlichen Bewertung**

-----

Die Zuständigkeit für die Personal- und Vergütungsentscheidungen des Vorstandes in einer Aktiengesellschaft besitzt ausschließlich der Aufsichtsrat. Eine Verletzung dieser Kompetenzregelung, etwa durch direkte Zuwendungen eines Aktionärs, umgeht das gesetzlich vorgesehene Zahlungs- und Kontrollsystem, das reguläre System von Machtverteilung und -kontrolle. Da eine solche Zuwendung nicht grundlos erfolgen wird, legt die Umgehung der Zuständigkeiten im Umkehrschluss eine Verletzung rechtlicher Pflichten nahe, insbesondere des § 53a AktG.

Bei der Wahrnehmung der ihm eingeräumten Kompetenzen hat der Aufsichtsrat die relevanten gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen zu befolgen. Bei der Aushandlung und Festsetzung von Vorstandsvergütungen bestehen diese im Wesentlichen aus der Beschränkung auf angemessene Gesamtbezüge (§ 87 AktG) und der Bindung an das wohlverstandene Unternehmensinteresse. Diese beiden Rechtsbegriffe bilden die entscheidenden gesetzlichen Eckpfeiler für die Bewertung der Rechtmäßigkeit von Entscheidungen über die Vergütung von Vorständen.

Das Unternehmensinteresse ergibt bei ökonomischer und gesellschaftsrechtlicher Betrachtung von Aktiengesellschaften und ihrem Umfeld in der Wirtschaftsordnung eine Verpflichtung der Geschäftsführung zur Verfolgung des Shareholder Value-Konzepts. Der Grundsatz gilt auch für Personalentscheidungen des Aufsichtsrates. Dieser hat deshalb die Steuerungswirkung der Vergütung in der Art einzusetzen, dass die vergütete Geschäftsleitung aktiv an das Unternehmensinteresse gebunden wird. Die Interessendivergenz des *principal-agent*-Problems muss durch eine strategische Vergütung beseitigt, wenigstens minimiert werden. Einer solchen Zielsetzung kann man nur durch leistungsorientierte Entlohnung

---

<sup>460</sup> BGHZ 135, 244, 254.

gerecht werden, die zukunftsgerichtet die Effektivität und Qualität der Arbeit des Managements maximiert und dessen Interessen mit dem wohlverstandenen des Unternehmens verknüpft. Klassisches Instrument zur Steigerung des Shareholder Value bilden Aktienoptionsprogramme.

Für Abfindungen gelten dieselben Grundsätze, wenn sie im Vorhinein ausgehandelt werden, also vertraglich vereinbart sind. Für die Vereinbarung von Abfindungsklauseln bereits bei Vertragsschluss ist sich im Vergleich zu regulären Gehaltsvereinbarungen eine wesentlich restriktivere Behandlung erforderlich, um keine falschen Motivationen zu setzen.

Für nachträgliche oder beim Ausscheiden des Vorstandsmitglieds festgelegte Abfindungszahlungen postuliert das Interesse des Unternehmens eine Minimierungsmaxime. Der Ausgangspunkt für die Bewertung einer Abfindung bildet das bis zu Vertragsende regulär zu zahlende Gehalt inklusive Nebenleistungen und Boni. Eine vom Unternehmensstandpunkt interessengerechte Vereinbarung sollte dieses möglichst unterbieten. Da der Manager die Gesellschaft verlässt, besteht keine Perspektive für eine zu fördernde Zusammenarbeit mehr. Eine positive Signalwirkung großzügiger Abfindungen kann lediglich für die künftige Arbeit verbleibender Mitarbeiter oder Nachfolger vorstellbar sein. Dies ist jedoch ausgeschlossen, wenn das Unternehmen soeben Ziel einer erfolgreichen Übernahme gewesen ist und die anstehende Umstrukturierung, also entweder die Eingliederung oder zumindest die Neubesetzung der obersten Führungsebene durch den Erwerber eine Kontinuität der früheren Personalpolitik unterbricht, somit eventuell zuvor gesetzte positive Anreize unweigerlich verloren gehen. Ausnahmsweise kann es dem Unternehmensinteresse entsprechen, einen Prozess zu vermeiden oder eine unpopuläre Entlassung im Stillen, möglichst ohne negative Publizität, zu vollziehen. Daraus kann sich im Einzelfall auch eine höhere Zahlung rechtfertigen. Diese müsste jedoch besonders begründet sein beziehungsweise ihre Notwendigkeit seitens des Aufsichtsrates nachvollziehbar dargelegt werden können.

Vom Standpunkt der Angemessenheit aus ist die maßvolle Honorierung einer produktiven Zusammenarbeit grundsätzlich in vernünftigen Grenzen nicht zu beanstanden. Als Maßstab empfiehlt sich der vergleichende Blick auf die Marktüblichkeit, wobei diese jedoch nur sehr eingeschränkt ermittelbar sein dürfte. Zumindest innerhalb eines Unternehmens ist im Sinne einer ‚Abfindungsgerechtigkeit‘ in vergleichbaren Fällen eine an der Person und deren Aufgaben orientierte Betrachtung vorzunehmen. Selbstverständlich darf eine Abfindungszahlung nicht die wirtschaftliche Substanz des Unternehmens gefährden.

Nicht mit dem Unternehmensinteresse vereinbar und daher pflichtwidrig ist eine Beteiligung des Vorstandes des Zielunternehmens an mit dem Übernehmer ausgehandelten

Preissteigerungen der Aktienverkäufe im Rahmen einer Unternehmensübernahme. Das für den bewilligenden Aufsichtsrat allein maßgebliche Unternehmensinteresse ist in diesem Fall strikt von den Aktionärsinteressen zu trennen. Erst recht interessenwidrig ist die besondere Prämierung der Wertsteigerung im Nachhinein oder eine Zahlung bezogen auf den Kontrollübergang (das *deal-closing*). Das Unternehmensinteresse kann damit nicht gefördert werden. Es werden keine positiven Anreize gesetzt, weder im Verhältnis zwischen Unternehmen und Leistungsempfänger, noch in aktuellen oder potentiellen Drittverhältnissen. Die Vergabe derartiger Prämien würde daher eine Verschwendung von Gesellschaftsmitteln darstellen, somit einen Pflichtverstoß des die Gesellschaft vertretenden Aufsichtsrates. An dieser Wertung würde auch die Genehmigung durch den Übernehmer oder einen Aktionär der Zielgesellschaft nichts ändern, da der Aufsichtsrat ausschließlich dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist und nicht dem aktueller oder künftiger Aktionäre.

Detaillierte Rechtsprechung zu Vorstandsvergütungen oder zu Abfindungsvereinbarungen bei Aktiengesellschaften gibt es bislang nicht. Grundgedanken lassen sich der ARAG/Garmenbeck-Entscheidung des BGH entnehmen. Als unternehmerische Entscheidung des Aufsichtsrates unterliegt eine Entscheidung zur Vergütung oder Abfindung eines Vorstandsmitglieds nur einer eingeschränkten gerichtlichen Kontrolle. Wenn im Entscheidungsverfahren die ausschließliche Orientierung am Unternehmenswohl, die sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen und ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, pflichtgemäßes Handeln sichergestellt sind, ist die Entscheidung im Sinne einer „Entscheidungsprärogative“ von einer gerichtlichen (Richtigkeits-)Kontrolle ausgenommen. In Anknüpfung an die Rechtsprechung zur GmbH stellen unklare, verschleierte Regelungen über Vergütungen, um deren tatsächliche Höhe vor den Aktionären geheim zu halten, ein starkes Indiz für ihre Rechtswidrigkeit dar.

## **C. Kapitalmarktrechtliche Bewertung im Übernahme- und Aktienrecht**

---

### **I. Einleitung- Die Unternehmensleitung im Übernahmefall**

---

Nach der vorangegangenen gesellschaftsrechtlichen Untersuchung von Abfindungszahlungen als Teil der Gesamtvergütung soll im Folgenden die konkrete Situation des Themas ins Auge gefasst werden. Im Blickpunkt werden die kapitalmarktrechtlichen Regelungen zu Unternehmensübernahmen stehen. Bei Abfindungen anlässlich Übernahmen handelt es sich zum Teil um Spezialfälle, die spezifische Besonderheiten gegenüber dem Ausscheiden eines Managers aus dem regulären Geschäftsbetrieb aufweisen.

Das Arrangement mit dem Management der Zielgesellschaft stellt einen nicht unerheblichen Aspekt einer Unternehmensübernahme dar. Dessen Haltung zu einem Angebot kann von entscheidender Bedeutung für das Gelingen oder den Fehlschlag des Mergers sein. Für die betroffene Gesellschaft selbst stellt der Versuch eines Takeover eine existenzielle Bedrohung dar; immerhin würde dessen Erfolg das Ende ihrer Selbstständigkeit bedeuten.

Eine solch prekäre Situation schafft natürlich Gelegenheiten für die Akteure: Möglichkeiten, sich besonders auszuzeichnen aber auch Möglichkeiten, einen persönlichen Vorteil zu erlangen. Es bestehen anlässlich der Eigenarten einer Übernahmesituation für einige der handelnden Personen Chancen, ihren Einfluss zur persönlichen Bereicherung zu verwenden, da die üblichen unternehmensinternen Kontrollsysteme in der Regel überfordert sein werden. Inwieweit ihnen die Gesetzeslage die Möglichkeit dazu einräumt, diese zu ergreifen beziehungsweise individuelle finanzielle Interessen mit denen des eigenen Unternehmens oder des Übernehmers zu verbinden, soll im Folgenden geklärt werden.

## II. Darstellung von Unternehmensübernahmen

---

### 1. Überblick und Systematik

---

Unternehmenszusammenschlüsse sind nichts Neues, auch hierzulande nicht. Erinnerung sei nur an den Zusammengang der NSU AG mit der VW- Tochter Audi (1969), die Übernahme der Rheinstahl AG durch die August-Thyssen-Hütte (1973) oder, um auch die Rolle des Bundes zu unterstreichen, der Erwerb der Gelsenberg AG durch die VEBA-AG (ein Bundesunternehmen)<sup>461</sup>. Neu ist die zunehmende Häufigkeit von Übernahmen und Zusammenschlüssen, die zunehmende Gefährdung oder Anfälligkeit deutscher Aktiengesellschaften gegen Übernahmen<sup>462</sup> und neu im Zusammenhang mit der Mannesmann-Übernahme war die Dimension des Geschäfts und auf jeden Fall das Maß an Publizität. Eine bis dato im heimischen Wirtschaftsraum noch nicht vorgekommene Situation bildete auch die Tatsache, dass versucht wurde, ein Unternehmen gegen den Willen des Vorstandes zu übernehmen; ein besonderes Verfahren, das spektakuläre Maßnahmen erfordert.

Um die Vorgänge bei der Mannesmann-Übernahme mit ihren Konsequenzen einordnen und bewerten zu können, soll zunächst eine theoretische und systematisierende Behandlung von Unternehmensübernahmen vorgenommen werden.

#### a) Gründe von Unternehmenszusammenschlüssen und -übernahmen

---

Für ein Unternehmen ist die Entscheidung, mit einem anderen Unternehmen zu fusionieren oder es sich einzuverleiben, kein gewöhnliches Investitionsgeschäft wie der Anteilskauf für einen Privatinvestor, der dabei in der Regel nur auf Wertsteigerung und Dividenden hofft. Ein Unternehmen kann sich vielfältige Effekte, Konzerneffekte, nutzbar machen, die allesamt mögliche Motivationen für das Geschäft sein können<sup>463</sup>.

---

<sup>461</sup> Einzelheiten der genannten Fälle finden sich bei *Emmerich/ Sonnenschein*, Konzernrecht, S. 309 ff.

<sup>462</sup> Dies hat nicht zuletzt die Abschaffung der Kapitalertragssteuer bezweckt und bewirkt.

<sup>463</sup> Untersuchungen aus den USA zur Charakteristik von Übernahmen belegen, dass spezifische Gemeinsamkeiten von Zielgesellschaften, welche somit als Indikator für die Übernahmegefährdung von Unternehmen dienen könnten, nicht ermittelbar sind (Übersicht bei *Hirte*, KölnKomm WpÜG, Einleitung Rdnr. 3 ff.).

Traditionell im Vordergrund der wettbewerbsrechtlichen Implikationen stand immer die Nutzung von sogenannten Synergieeffekten. Zwei Unternehmen, die wirtschaftlich im Zusammenhang stehen, haben je einen parallelen Aufwand an Verwaltungs- und Betriebskosten zu tragen. Schließen sich beide zusammen, lassen sich diese laufenden Kosten in der Regel reduzieren, wenn sie in der gemeinsamen Struktur effektiver von einem Organ übernommen werden. Durch Standortbereinigung entstehen Synergiegewinne in der Produktion. Ähnliches gilt für das Geschäftsfeld und die Vertriebskosten zweier auf gleichen Gebieten tätiger Unternehmen. Sie können nun etwa den Absatz ihrer Produkte zusammenlegen und so wesentlich günstiger und effektiver die gleichen Geschäfte wie vorher einzeln erzielen.

Doch nicht nur vorhandene Gemeinsamkeiten lassen sich für beide Seiten profitabel ausbauen, auch aus der die bestehenden Unterschiede bereinigenden Marktanteilserweiterung oder Diversifikation kann ein Nutzen gezogen werden. Beispielsweise können sich für beide Unternehmen durch die bestehenden Geschäftsbeziehungen des jeweils anderen neue Kunden, günstigere Ressourcen und neue Absatzmärkte erschließen, Expansionsmöglichkeiten also. Eine Erweiterung des Betätigungsfeldes kann auch von Vorteil hinsichtlich der Vergrößerung des Angebots eines Unternehmens an seine Geschäftspartner sein, für ein im produzierenden Gewerbe tätiges Unternehmen etwa die Abrundung oder Verfeinerung der Produktpalette.

Zur Erreichung dieser Ergebnisse stehen einem Unternehmen immer zwei Wege zur Verfügung: die interne Expansion durch Aufbau neuer Strukturen oder die womöglich weitaus günstigere externe Expansion durch Übernahme von bereits bestehenden Strukturen in anderen Unternehmen. Günstiger ist eine Übernahme vor allem aus zwei Gründen. Zum einen ist sie zeitlich meist viel schneller zu realisieren als der komplizierte Aufbau eigener Strukturen, benötigt keine Vorlaufkosten und ist mit weniger Unsicherheiten belastet. Zum anderen kostet die externe Erweiterung auf jeden Fall dann weniger, wenn das Unternehmen nicht komplett übernommen wird, sondern nur eine für die Kontrollausübung in der Hauptversammlung ausreichende Mehrheit. Durch den Einsatz dieser Mittel kann dann ein Unternehmen kontrolliert werden, ohne seinen gesamten Wert aufbringen zu müssen. Der Kauf und insbesondere der Erwerb der gesellschaftsrechtlichen Kontrolle eines Fremdunternehmens erweist sich somit billiger als eine gleichwertige Investition in das eigene Unternehmen.

Ebenso kann die Erlangung von spezifischen Vermögensgütern die Ursache für den Erwerb eines ganzen Betriebes darstellen. So kann zum Beispiel ein Patent, ein Warenzeichen, technisches Know-how oder auch, in Zeiten von Fachkräftemangel, hochqualifiziertes

Personal, welches anders vielleicht überhaupt nicht zu bekommen ist, eine solche Investition wert sein. Die Nutzung all dieser sogenannten Synergieeffekte bildet eine mögliche Motivation für Unternehmenszusammenschlüsse<sup>464</sup>.

Mit zunehmender Globalisierung der Märkte und fortschreitender Konzernierung der Unternehmen wurden die Fusion und die Übernahme mehr und mehr Mittel im Konkurrenzkampf auf dem Markt. Der wirtschaftliche Nutzen von Synergieeffekten steht heutzutage oftmals nicht mehr im Mittelpunkt. Zusammenschlüsse aus anderen Gründen als dem des gegenseitigen wirtschaftlichen Vorteils (auch gegen den Willen des einen „Partners“, dann Übernahme) werden begünstigt durch die zunehmende Streuung des Aktienbesitzes, also die Vergrößerung des Aktionärskreises durch Fondsgesellschaften und viele Kleinaktionäre, denen weniger der langfristige Erfolg eines Unternehmens am Herzen liegt als die kurzfristige Kapitalmaximierung.

Ein Grund zur Übernahme eines Konkurrenten kann schlicht und ergreifend der sein, sich diesem zu entledigen beziehungsweise einer Übernahme seinerseits zuvorzukommen. Die Größenverhältnisse der beiden Kontrahenten spielen dabei nicht unbedingt eine Rolle<sup>465</sup>. Genauso gut kann es vorkommen, dass die Zielgesellschaft einer angestregten Übernahme ihrerseits mit einem Übernahmeangebot reagiert<sup>466</sup>.

Eine weitere Motivation in diesem Kontext bildet das sogenannte *empire building*. Sinngemäß stellt dieses eine Taktik zur Vermeidung von Übernahmen dar. Dazu wird mit fremden Unternehmen fusioniert oder ebensolche übernommen, um selbst maximal zu wachsen. Somit wird das Unternehmen zu groß für eine Übernahme beziehungsweise groß genug, um im globalen Konkurrenzkampf überleben zu können.

Eine besondere Gruppe von Unternehmensübernahmen bilden diejenigen, die lediglich auf Liquidation des Kaufobjektes abzielen. Der kurzfristige Erwerb und schnelle Verkauf eines Unternehmens lohnt immer dann, wenn dessen Börsenwert unter dem tatsächlichen Wert liegt. Der Kauf der Aktien zur anschließenden Zerschlagung und ‚Versilberung‘ der Unternehmenswerte kann im Fall einer Unterbewertung ein lukratives Geschäft darstellen. Im anglo-amerikanischen Sprachgebrauch werden mit derartigen Unternehmungen Beschäftigte

---

<sup>464</sup> Deren tatsächliche Realisierung sich allerdings als oftmals schwieriger erweist als vorgesehen. So kommen Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass 50 % aller Übernahmen in dieser Hinsicht scheitern. (so ein Bericht in der Financial Times Deutschland vom 6.11.2000).

<sup>465</sup> Siehe den gescheiterten Versuch der Krupp AG einer feindlichen Übernahme der, wesentlich größeren, Thyssen AG von 1997, der dann allerdings doch in einer einvernehmlichen Fusion mündete (*Schander/ Posten*, ZIP 1997, 1534; ausführlich dazu *Witt*, Übernahmen von Aktiengesellschaften, Vorwort).

<sup>466</sup> Ein Beispiel für wechselseitige Übernahmeveruche bildet der Fall Elf Aquitaine und Total Fina- berichtet in der FAZ vom 28.7.1999, S. 17.



als *raider*<sup>467</sup> bezeichnet, womit deren Popularität wohl treffend gekennzeichnet sein dürfte. Vom einheimischen Markt ist ein solcher Vorgang in seiner reinen Form noch nicht zu berichten, bisher.

Auch aus den Vereinigten Staaten kennt man eine als *greenmailing* bezeichnete Geschäftsstrategie<sup>468</sup>. In einem Vorgang, welcher auch schon als legale Nötigung bezeichnet wurde<sup>469</sup>, werden Gesellschaftsanteile erworben, um dann die Geschäftsführung des Unternehmens unter Druck zu setzen, sie zu erhöhtem Preis zu übernehmen. In der Praxis ist *greenmailing* allerdings nach einer Gesetzesänderung im Jahre 1984 seltener geworden<sup>470</sup>.

Als letzter Grund für eine Übernahme sei ein weiterer wirtschaftlich nicht unbedenklicher Fall genannt: der Zukauf von Umsatz oder Gewinn<sup>471</sup>. So kann es der Fall sein, dass ein Unternehmen durch Aufwertung am Aktienmarkt derart gewachsen ist, dass sein tatsächlicher Wert weit überschritten ist. Seine Kapitalkraft gibt ihm dann allerdings die Möglichkeit, passende rentable und werthaltige Unternehmen zu kaufen und dadurch seine eigene Bilanz aufzubessern. Besonders ein am Gewinn beteiligtes Management wird ein Interesse an einer solchen Aktion haben. Vorgänge dieser Art sind insbesondere bei Unternehmen aus der New Economy zu deren Boomzeiten vorstellbar, als einige Börsenwerte durch Spekulationen inschier Unermessliche gestiegen waren.

Die möglichen Gründe für Unternehmenszusammenschlüsse oder –übernahmen sind also sehr vielgestaltig. Genauso gibt es eine Vielzahl von Mitteln und Wegen, die im Folgenden aufgezeigt werden sollen.

---

<sup>467</sup> Zur Terminologie *Cary/ Eisenberg*, Cases and Materials, S. 1213 ff.; *Richter*, Chancen für eine Übernahmeregelung in Europa, S. 8 f.; zur Bewertung *Doralt*, in: *Doralt/ Nowotny/ Schauer* (Hrsg.), S. 2.

<sup>468</sup> Zur praktischen Relevanz *Lehnert*, Unternehmensübernahmen in den USA, S. 107 ff.

<sup>469</sup> *Bressmer/ Moser/ Sertl*, Vorbereitung und Abwicklung der Übernahme S. 26.

<sup>470</sup> *Kurth*, Aktionärsschutz und öffentliche Kaufangebote, S. 12.

<sup>471</sup> *Lehnert*, Unternehmensübernahmen in den USA, S. 9.

## b) Systematik

-----

Entsprechend dem Konzernierungsbegriff des § 18 AktG werden als Unternehmenszusammenschlüsse alle Vorgänge bezeichnet, als deren Ergebnis mehrere ursprünglich unabhängige Gesellschaften einer einheitlichen Leitung unterliegen<sup>472</sup>. Dies kann im Einverständnis beider oder auch gegen den Willen eines Partners erfolgen.

Bei einem einverständlichen Zusammengehen unterscheidet man je nach Gewichtung und Berechtigung der Beteiligten zwischen Zusammenschlüssen unter Gleichen (*mergers among equals*)<sup>473</sup> und Übernahmen (*takeovers*, in diesem Fall *friendly takeovers*). Beschließen zwei Unternehmen, als gleichberechtigte Partner zusammenzugehen, so können sie dazu eine neue Obergesellschaft gründen oder in einem der beiden Unternehmen fusionieren. Die Unternehmensleitung wird dann unter Beteiligung beider (früherer) Gesellschaften ermächtigt. Auch eine freundliche Übernahme erfolgt im Einverständnis beider Partner, nur wird hier eine Gesellschaft in die andere eingegliedert. Die übernommene Gesellschaft nimmt dann keinen bestimmenden Anteil an der Unternehmensleitung, was in der Regel zur Entlassung der Geschäftsleitungsorgane führt; oftmals ein Problem bei der Vereinbarung eines derartigen Mergers. In beiden Fällen werden die Aktionäre an der neuen beziehungsweise an der übernehmenden Gesellschaft beteiligt, üblicherweise durch gestaffelte Regelungen. Es wird normalerweise ein Aktientausch vereinbart, für die Aktien des früheren Unternehmens erhalten die Aktionäre Anteile des neuen beziehungsweise des übernehmenden Unternehmens, gemäß dem vereinbartem Umtauschverhältnis. Eine friedliche Regelung wird normalerweise für beide Parteien von Vorteil sein: einerseits kann unter Ausschluss der Öffentlichkeit in Ruhe und Kürze eine reibungslose Übernahme der bestehenden, intakten Unternehmensstrukturen organisiert werden, andererseits wird sich der Übernehmer eben aus diesen Gründen womöglich zu Zugeständnissen an die Interessen des zu Übernehmenden bereit erklären.

Wenn sich die beiden Unternehmen nicht auf ein wie auch immer geartetes einverständliches Zusammengehen verständigen können, bleibt der interessierten Bietergesellschaft noch die Möglichkeit einer gewaltsamen Übernahme. Entscheidend für die Kategorisierung ist also das Verhalten der Leitungsorgane, woraus sich schon ein Hinweis auf deren Bedeutsamkeit ergibt. Zwar müssen natürlich immer die Anteilseigner über eine Fusion entscheiden, auch über die Annahme einer vereinbarten Übernahme, denn nur sie können ja ihre Aktien

<sup>472</sup> Bayer, MünchKomm AktG, § 18 Rdnr. 1.

<sup>473</sup> Beispiele dafür sind die Zusammenschlüsse von Daimler-Benz/Chrysler oder Hoechst/Rhone-Poulenc.

verkaufen oder umtauschen, doch besitzt das Management hierbei weitgehende Einflussmöglichkeiten. Häufig wird es in der Lage sein, seine Empfehlungen durchzusetzen. Sollten sich also die Vorstände beider Unternehmen einigen, verläuft die Übernahme freundlich, anderenfalls spricht man von feindlichen Übernahmen (*unfriendly* oder auch von *hostile takeovers*). Solche verlaufen gegen den Willen des Managements der Zielgesellschaft (*target*), das Angebot der Bietergesellschaft (*bidder*) wendet sich daher direkt an deren Aktionäre. Ziel ist es primär, eine Kontrollmehrheit in der Hauptversammlung zu erlangen, um damit die Unternehmensführung kontrollieren und gegebenenfalls austauschen zu können. Je nach Verteilung der Aktien und Frequentierung der Hauptversammlungen kann dafür eine einfache Mehrheit (50 %) oder auch schon weit weniger ausreichend sein<sup>474</sup>.

Vorrangig sind es diese feindlichen Unternehmensübernahmen, die das Interesse der Öffentlichkeit sowie der Politik geweckt haben<sup>475</sup>. Denn regelmäßig, oft auch aufgrund gesetzlicher Notwendigkeiten, wendet sich die Bietergesellschaft mit einem öffentlichen Angebot (*takeover bid* beziehungsweise *tender offer*) an die Aktionäre. Diese sind ihm ja normalerweise auch nicht im Einzelnen bekannt, zumindest nicht, wenn sich die Aktien in einem weitem Streubesitz befinden. Das Angebot beinhaltet entweder die Bezahlung eines, notwendigerweise über dem aktuellen Börsenkurs liegenden, Barpreises für die Aktien (*cash tender offer*) oder den Umtausch in andere Wertpapiere, meist Aktien des Bieters (*exchange offer*).

Bei den Barangeboten wurden im Laufe der Jahre verschiedene Strategien entwickelt. Sie können sich auf das gesamte Aktienvolumen beziehen (*any or all offer*) oder nur auf den zur Kontrollübernahme notwendigen Teil (*partial offer*). Eine Variante bildet das sogenannte *two-tier, front-end loaded tender offer*. Bei einem solchen zahlt der Übernehmer einen über dem Marktwert liegenden Preis lediglich für die zur faktischen Kontrollübernahme notwendigen Anteile. Die verbleibenden Aktionäre werden dann zu einem niedrigeren Preis abgefunden. Die Möglichkeit zu einem solchen Manöver bietet zum Beispiel die US-amerikanische Rechtsordnung.

Allerdings wird sich die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft im Normalfall nicht einfach kampflos geschlagen geben. Sie wird auf ein solches Angebot reagieren, dazu stehen ihr eine Vielzahl von möglichen Mitteln zur Verfügung. So kann es zu einer regelrechten Übernahme- und Verteidigungsschlacht kommen.

---

<sup>474</sup> So kann in der Praxis bereits eine bloß 25 %ige Beteiligung eine solide Hauptversammlungsmehrheit darstellen. (*Doralt, Takeover-Recht* S. 5).

<sup>475</sup> So sprach man in den 80igern in den USA von einer regelrechten „*merger mania*“, als Tausende von Takeovers in einem Gesamtbetrag von Hunderten Milliarden Dollar stattfanden- dargestellt bei *Meier-Schatz, ZHR* 1985, 76 ff.

Als eine Sondergruppe von Unternehmensübernahmen seien noch die sogenannten *management buyout's* (MBO) und *leveraged buyout's* (LBO)<sup>476</sup> genannt. Davon spricht man, wenn ein Unternehmen von einer kleinen Investorengruppe, vom eigenen Management, mit Hilfe von fremden Wagnisfinanzierern übernommen wird. Bei diesen Fällen ergeben sich dann zusätzlich zu den Problemen des Übernahmenvorgangs noch Fragen im Bereich der Insiderproblematik<sup>477</sup>.

---

<sup>476</sup> Definition und Begriffsbildung bei Cary/ Eisenberg, Cases and Materials, S. 1214 f.; ausführlich Lehnert, Unternehmensübernahmen in den USA, S. 10 ff.; Kugler, Die Anteilsbewertung beim MBO, S. 19 ff.; in Verbindung mit steuerlichen Aspekten siehe die Dissertation von Kessel.

<sup>477</sup> Zu dieser besonderen Problematik Heidemann, Das Verhältnis zwischen Management und Aktionären beim MBO, S. 219 ff.; Fleischer, AG 2000, 309 ff.; sowie Lerbinger, Unternehmensakquisition durch LBO, in Die Bank 1986, 133 f.

## 2. Der Übernahmevorgang

-----

### a) Ablauf und Rahmenbedingungen

-----

Um eine Gesellschaft zu übernehmen, also um eine kontrollierende Mehrheit zu erwerben, sind praktisch drei Wege vorstellbar: erstens der sukzessiven Aktienkauf direkt an der Börse, zweitens der Erwerb von Aktienpaketen von Großaktionären oder drittens die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes<sup>478</sup>. Welcher Weg sich als der günstigste darstellt, hängt von der Besitzstruktur des Zielunternehmens ab, von eventuell schon vorhandenen Beteiligungen des Übernehmers und von den kalkulierten Transaktionskosten. Auch gibt es in verschiedenen nationalen Rechtsordnungen Restriktionen, welche vor allem im Hinblick auf den Schutz von Klein- und Minderheitsaktionären bestimmte Vorgehensweisen verbieten oder behindern.

Feindliche Unternehmensübernahmen und somit die ganze Problemdiskussion darüber setzen grundsätzlich voraus, dass gewisse wirtschaftliche und rechtliche Rahmenbedingungen vorhanden sind. Öffentliche Angebote oder Direktkäufe an der Börse sind nur möglich, wenn potentielle Zielgesellschaften mit einem möglichst breitgestreuten Aktienbesitz existieren und diese auch tatsächlich auf dem Markt gehandelt werden.

An den wirtschaftlichen Strukturen hiezulande lag es auch, dass feindliche Unternehmensübernahmen bis vor einem Jahrzehnt noch so gut wie kein Thema waren. Die geringe Anzahl von börsennotierten Aktiengesellschaften<sup>479</sup> verbunden mit einer stabilen Aktionärs- oder Konzernstruktur<sup>480</sup>, in der vor allem Banken und Versicherungen als Großaktionäre sowie wechselseitige Unternehmensbeteiligungen vorherrschten<sup>481</sup>, boten kaum Raum für derartige Geschäfte. Unternehmensübernahmen in einem solchem Klima werden mehr oder weniger unter Ausschluss der Öffentlichkeit unter Regie des jeweils kontrollierenden Großaktionärs im Rahmen von Paketkäufen oder -tauschgeschäften vollzogen. Transaktionen in der Art und in dem Maße, wie aus dem US-amerikanischen Wirtschaftsraum bekannt, fanden nicht statt, da die beteiligten Aktionäre, bedingt durch ein

---

<sup>478</sup> Systematik von *Lutter/ Timm* NJW 1982, 409, 412; dazu auch *Busch*, Notwendigkeit der spezialgesetzlichen Regelung, S. 48 ff.

<sup>479</sup> So gab es 1991 lediglich 450 börsennotierte AG's (gegenüber fast 500.000 GmbH's)- siehe statistisches Jahrbuch 1993, S. 140.

<sup>480</sup> *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote, S. 18.

<sup>481</sup> Zur Struktur und dem Beteiligungsgeflecht der deutschen Konzerne *Franks/ Mayer*, Review of Financial Studies 2001, 943ff.

weitverzweigtes Beziehungsgeflecht, vielschichtige Interessen an den Unternehmen hatten, oder auch weil die Finanzierung von Banken aus Reputationsgründen verweigert wurde<sup>482</sup>.

Anders der Trend in den letzten Jahren, in denen der einstmals unterentwickelte Finanzmarkt eine sprunghafte Entwicklung durchlebte. Heute werden viele Unternehmen mit breiter Marktkapitalisierung an der Börse gehandelt und durch die steigende Anzahl von Kleinaktionären im Inland, dem Aufkommen professioneller Investmentfonds sowie dem wachsenden Einfluss ausländischer Kapitalanleger verschiebt sich auch die Interessenausrichtung der Beteiligungen, da diese Investorengruppen mehr an der spekulativen als an der unternehmerischen Seite des Geschäfts interessiert sind. Unter diesen veränderten Rahmenbedingungen gibt es und wird es wohl auch künftig eine größere Anzahl „typischer“ Übernahmen nach dem im Folgenden zu erläuternden Schema zu beobachten geben.

Eine Übernahme beginnt mit dem Entschluss der Bietergesellschaft. Diese muss sich für ein Vorgehen entscheiden, dessen Finanzierung planen und für das Konzept Investoren finden. Handelt es sich um eine primär fremdfinanzierte Übernahme spricht man von einem *leveraged buyout* (LBO)<sup>483</sup>. Eine besondere Variante bildet die Finanzierung mittels sogenannter *junk bonds*<sup>484</sup>. Dazu gründet der Erwerber eine Holding-Gesellschaft ohne eigenes Vermögen, welche hochverzinsliche Schuldverschreibungen (eben *junk bonds*) emittiert. Die Aktivität der Holding-Gesellschaft beschränkt sich dann darauf, Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben und zu halten. Diese dienen gleichzeitig als Absicherung für die Erwerber der *junk bonds*.

Neben der Evaluation der finanziellen Mittel ist die Erwerbsmöglichkeit entscheidend. Der sicher unkomplizierteste, schnellste und womöglich auch billigste Weg ist der Kauf von Aktienpaketen vorhandener Großaktionäre, um so an eine ausreichende Mehrheit zu gelangen. Je größer der Anteil des zu diesem Zeitpunkt schon vollzogenen Geschäfts, desto einfacher und erfolgversprechender ist die Situation des Übernehmers. Sollten keine Paketaktionäre mit einer ausreichenden Beteiligung für den Kontrollerwerb vorhanden oder diese nicht zu einem Verkauf bereit sein, ist die Gesellschaft gezwungen, sich an die

---

<sup>482</sup> Beispielsweise beschloss der Vorstand der Deutschen Bank auf diese Finanzierungsgeschäfte zu verzichten, da man anderenfalls Ruf- oder Kundenverluste befürchtete. - Weisner, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche, S. 191 m. w. N. Diese Strategie wurde jedoch sehr bald aufgegeben, angesichts der enormen Geschäftschancen solcher Merger.

<sup>483</sup> Cary/ Eisenberg, Cases and Materials, S. 1214 f.; zu dieser Problematik Koch, Hindernisse für öffentliche Übernahmeangebote, S. 92 ff.; Lohrer, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 192 ff. jeweils m. w. N.

<sup>484</sup> Cary/ Eisenberg, Cases and Materials, S. 1215; ausführlich Herkenroth, Konzernierungsprozesse S. 143 ff.; Lohrer, a. a. O.; S. 203 ff.

Unternehmensführung der Zielgesellschaft zu wenden. Aus wirtschaftlichen Erwägungen, um die Kosten geringer zu halten, ist es in der Regel sinnvoll, sich mit dieser über eine freundliche Übernahme zu einigen. Sollte ein Konsens nicht möglich sein, bleibt nur der Weg des Erwerbs gegen dessen Widerstand. Möglich sind dann Aktienkäufe direkt an der Börse oder die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots, für alle oder nur für einen Teil der Aktien. Sollte das Angebot auf einen Aktientausch (*exchange offer*) abzielen, ist dieses zuvor in den meisten Rechtsordnungen der eigenen Hauptversammlung zur Entscheidung vorzulegen.

Das öffentliche Angebot kann sich auf das gesamte Aktienvolumen beziehen oder nur auf einen Teil<sup>485</sup>, der für eine gesicherte Unternehmenskontrolle, also eine zuverlässige Hauptversammlungsmehrheit, notwendig ist. Zum Schutz der Minderheitsaktionäre sehen die verschiedenen Rechtsordnungen jedoch in zunehmendem Maße zwingend die Abgabe eines Kaufangebots für alle Aktien, ein sogenanntes Pflichtangebot, vor. Dieses ist dann obligatorisch beim Erwerb einer bestimmten Beteiligungsquote, um den verbliebenen Aktionären die Möglichkeit zum Verkauf zu bieten. Sobald das Management der Zielgesellschaft von der geplanten Übernahme erfährt, kann dieses versuchen, geeignete Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen<sup>486</sup>, wodurch sich der Bieter gezwungen sehen kann, seinerseits das Angebot zu erhöhen. Die Übernahme ist faktisch vollzogen mit dem Erwerb der Kontrollmehrheit der Aktien. Die Hauptversammlungsmehrheit eröffnet die Möglichkeit, die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft neu zu besetzen und somit die Unternehmenspolitik zu bestimmen.

Obwohl der eigentliche Akt der Übernahme mit dem Erwerb der Kontrollmehrheit im Prinzip abgeschlossen ist, konzipiert zumindest die Systematik des deutschen Konzernrechts diesen nur als den ersten Schritt einer idealtypischen Fusion. Nach der gesetzlichen Intention sollte dem Erwerb einer tatsächlichen Einflussmöglichkeit die Verifizierung des Verhältnisses beider Unternehmen zueinander folgen, also die Bildung eines Vertragskonzerns (§§ 291, 308 AktG). Die noch weitergehende Möglichkeit besteht in der anschließenden Eingliederung (§§ 319 ff. AktG) der übernommenen Gesellschaft. Dazu werden den verbliebenen Aktionären in der Regel Aktien des Mutterkonzerns zum Tausch angeboten. Zur Erleichterung dieser Vorgehensweise bestehen in verschiedenen Rechtsordnungen, jetzt auch im deutschen Recht (§§ 327a AktG<sup>487</sup>), die Möglichkeit eines sogenannten *squeeze out*,

---

<sup>485</sup> Ein sogenanntes *two-tier, front-end loaded offer*.

<sup>486</sup> Dazu siehe im Anschluss.

<sup>487</sup> Einführung mit dem WpÜG (BGBl. 2001, 3822).

womit die Minderheitsaktionäre zum Verkauf ihrer Anteile gezwungen werden können<sup>488</sup>. Tragende Gründe der Einführung der Regelung waren vor allem der zusätzliche Verwaltungs- und Kostenaufwand, der einer Gesellschaft durch die Beachtung von Minderheitenrechten entsteht und das erhebliche Missbrauchspotential von Kleinstbeteiligungen<sup>489</sup>. Gemäß § 327a I AktG kann ein Hauptaktionär im Besitz von mindestens 95 Prozent des Grundkapitals durch Hauptversammlungsbeschluss die Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung ausschließen<sup>490</sup>.

In der Praxis bleibt es oftmals jedoch bei dem so entstandenen faktischen Konzern, also der Beherrschung auf Kapitalbasis ohne Eingliederung oder Vertrag. Ein solcher Konzern weist spezifische Probleme vor allem im Umgang mit Minderheitsbeteiligungen auf, welche in den Ausführungen zum Konzernrecht noch kurz dargestellt werden sollen.

## **b) Verteidigungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft**

-----

Wenn sich ein Unternehmen zu einer feindlichen Übernahme entschlossen hat, bedeutet das nach dem geschilderten Normalverlauf zugleich, dass vorherige Verhandlungen über ein einverständliches Zusammengehen gescheitert sind. Ursache oder zumindest Folge davon dürfte die ablehnende Haltung der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft sein. Diese wird daher versuchen, den Verlust der Eigenständigkeit zu verhindern. Dazu stehen verschiedene Mittel und Strategien zur Verfügung, deren Zulässigkeit nicht zuletzt von der jeweils einschlägigen Rechtsordnung abhängt.

Wie bereits erwähnt, stellen Übernahmen für ein lukratives Unternehmen eine ständige Gefahr dar, mit der praktisch jederzeit gerechnet werden muss. Deshalb wird eine Unternehmensführung diesbezüglich immer die Situation ihrer Gesellschaft und potentielle Übernehmer beobachten müssen und ihre Geschäftspolitik so ausrichten, dass einer Übernahme begegnet werden kann. Um einer solchen entgegenzuwirken, lassen sich präventiv verschiedene mehr oder weniger subtile Hindernisse und Hürden installieren. Aber auch nach bekannt werden eines Übernahmeangebotes sind noch Maßnahmen möglich, um den Erfolg des Geschäftes zu verhindern oder zumindest zu erschweren.

---

<sup>488</sup> Zur Einführung der Regelungen und der veränderten Rechtslage ausführlich *Baums*, Ausschluss von Mehrheitsaktionären, S. 111 ff.; *Grunewald*, ZIP 2002, 18 ff.

<sup>489</sup> *Steinmeyer/ Häger*, WpÜG, § 327a Rdnr. 4 ff.; *Neye*, in: *Hirte*, WpÜG, S. 25.

<sup>490</sup> Einzelheiten in den Kommentierungen bei *Steinmeyer/ Häger*, WpÜG, § 327a AktG; *Hirte*, WpÜG; § 327a AktG.



Die Vorgänge während der Mannesmann-Übernahme demonstrierten dies deutlich. Das Team um *Esser* versuchte vor allem auf zwei Wegen, die drohende Übernahme zu verhindern<sup>491</sup>. Zum einen nahm man direkten Einfluss auf die Meinungsbildung der eigenen Aktionäre. Durch extensive Öffentlichkeitsarbeit (eine ausgedehnte Werbekampagne) hoffte man, die Anteilseigner von den Perspektiven des Unternehmens und den damit verbundenen Gewinnchancen zu überzeugen, um sie von einem Verkauf der Anteile abzuhalten. Zum anderen wurde versucht, adäquate Partnerunternehmen für eine Zusammenarbeit zu gewinnen. Angeblich soll es vor allem mit dem französischen Konzern Vivendi Verhandlungen über eine Fusion gegeben haben.

#### aa) Präventive Verteidigungsmaßnahmen

-----

Der Prävention gegen potentielle Übernahmen dienende Maßnahmen sind in verschiedenen strukturellen Ansätzen bekannt<sup>492</sup>.

#### (1) Organisatorische Maßnahmen

-----

Maßnahmen in der Organisation verfolgen den Zweck, die Ausübung von Aktionärsrechten und den Austausch der Unternehmensverwaltung zu erschweren. Vorstellbar ist hierbei die Einführung von Höchst-<sup>493</sup> oder Mehrstimmrechten<sup>494</sup>, die Ausgabe vinkulierter Namensaktien<sup>495</sup>, die zeitliche Staffelung von Geschäftsleiterämtern<sup>496</sup>, die Einräumung eines Entsendungsrechts von Aufsichtsratsmitgliedern für bestimmte Aktionäre<sup>497</sup> oder die satzungsmäßige Festlegung bestimmter Anforderungen und Voraussetzungen an die Geschäftsleiterfunktion<sup>498</sup>. Solche Maßnahmen können, selbst wenn sie im Einzelfall einer gerichtlichen Überprüfung nicht standhalten sollten, als Barriere zumindest verzögernd und somit übernahmehemmend wirken.

---

<sup>491</sup> Dazu siehe oben in der Einführung.

<sup>492</sup> Dazu ausführlich *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche, S. 12 ff.; *Stingl*, GesRZ 1999, 113, 114 ff.; *Bayer*, ZGR 2002, 588 ff.

<sup>493</sup> Zulässig im Rahmen des § 134 I 2 AktG seit Einführung des KonTraG nur noch für nichtbörsennotierte Gesellschaften (*Hüffer*, AktG, § 134 Rdnr. 4).

<sup>494</sup> Letztere unzulässig nach § 12 II AktG. Zu beiden umfassend die Dissertation von *Zeissig*, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der AG, S. 78 ff., 136 ff.

<sup>495</sup> Dazu *Steinmann*, Präventive Abwehrmaßnahmen, insbesondere S. 60 ff.

<sup>496</sup> Dazu *Lohrer*, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 218 ff.

<sup>497</sup> Im deutschen Aktienrecht vorgesehen in § 101 II für vinkulierte Namensaktien bis maximal ein Drittel der Zahl der Aufsichtsratsmitglieder.

<sup>498</sup> Zu persönlichen Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder *Lohrer*, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 221.

Parallelen lassen sich hier zu den als *shark repellent provisions* bekannten Strategien auf dem US-amerikanischen Markt ziehen<sup>499</sup>. Diese sind Satzungsbestimmungen, welche die Übernahme der Gesellschaft erschweren. Zum Beispiel können besondere Anforderungen an die Abberufung der Direktoren (*staggered boards*)<sup>500</sup>, ein Zustimmungserfordernis qualifizierter Mehrheiten zu einem *tender offer* oder Mindestpreise (*fair price provisions*) festgelegt werden.

## (2) Einwirkungen auf die Kapitalstruktur

-----

Auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises kann die Gesellschaft in einer sich abzeichnenden Übernahmesituation einwirken durch den Erwerb eigener Aktien<sup>501</sup> zur Verringerung des Streubesitzes (insbesondere um Übernahmen zu verhindern, welche durch liquide Mittel der Gesellschaft finanziert werden sollen) oder im Gegenteil durch gezielte Ausgabe neuer Aktien an Aktionäre zur Verwässerung der Anteilsverhältnisse<sup>502</sup>.

Beide Maßnahmen sind allerdings hiezulande einerseits zulässig nur mit Billigung der Hauptversammlung (§ 71 I Nr. 8 i.V.m. III AktG beziehungsweise § 119 I Nr. 6 in Verbindung mit §§ 182 ff. AktG), was vor allem dann ein Problem darstellt, wenn ein vorhandener Paketaktionär eine Übernahme plant, beziehungsweise andererseits zulässig zur Abwendung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens von der Gesellschaft (§ 71 I Nr. 1 AktG). Übernahmeverbeugend oder zumindest -erschwerend kann auch die Ausgabe von Belegschaftsaktien wirken. Eine solche Aktionärsgruppe wird sich aufgrund der eigenen Bindung zum Unternehmen tendenziell einem Verkauf abgeneigt zeigen, zumindest dann, wenn dadurch der eigene Arbeitsplatz bedroht scheint. Zu diesem Zweck ist auch der Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 I Nr. 2 AktG möglich.

Subtilere Maßnahmen im Hinblick auf die Kapitalstruktur ermöglicht noch hiezulande die generelle Verflechtung der großen Kapitalgesellschaften untereinander (die sogenannte „Fortress Germany“)<sup>503</sup>. In einem solchen wechselseitigen Beziehungssystem sind Einflussnahmen von Unternehmensleitungen auf Aktionärsentscheidungen durch Ausnutzung bestehender Abhängigkeiten gut vorstellbar.

<sup>499</sup> Weisner, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche, S. 27 ff.

<sup>500</sup> Lohrer, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 212 f.

<sup>501</sup> Hiezulande unter den Einschränkungen des § 71 AktG bis maximal 10 %.

<sup>502</sup> Dazu BGHZ 33, 175; 83, 319; 136, 133; insbesondere zur Frage der Ungleichbehandlung von Aktionären bei Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss, §§ 203 I, II, 186 III AktG.

<sup>503</sup> Zur Struktur und dem Beziehungsgeflecht der deutschen Konzerne *Franks/ Mayer*, Review of Financial Studies 2001, 943ff.

### (3) Installation von *poison pill's*

-----

Unliebsamen Veränderungen in der Kapitalstruktur kann mittels Installation sogenannter *poison pill's*<sup>504</sup>, also Giftpillen, entgegengewirkt werden. Dem Begriff liegt die Metapher zugrunde, dass durch diese Maßnahmen die Übernahme so teuer gestaltet wird, dass der Bieter das Zielunternehmen nicht schadlos zu ‚schlucken‘ vermag<sup>505</sup>. Darunter fallen die Einräumung von Optionsrechten an Altaktionäre, Bezugsrechte für befreundete Unternehmen, Kontrollklauseln in Verträgen oder das Auslösen kostspieliger Folgen im Übernahmefall.

Eine noch näher zu betrachtende Variante davon, und eine für die Geschäftsleitung äußerst reizvolle dazu, ist die Vereinbarung exorbitanter Entschädigungssummen für Manager im Übernahmefall, sogenannter *golden parachutes* (also goldener Fallschirme, die wohl eine weiche Landung beim Absturz aus der obersten Firmenetage ermöglichen sollen)<sup>506</sup>. Diese werden sowohl für Fall der Entlassung oder auch der eigenen Kündigung nach einem Takeover geschlossen. Der Übernehmer wird also in jedem Fall die zugesicherte Summe an die frühere Geschäftsleitung zu zahlen haben. Vor allem in den USA ist diese Form einer *poison pill* sehr beliebt und verbreitet.

### (4) *Empire building*

-----

Die wichtigste Prophylaxe gegen das Aufkommen einer Übernahmesituation setzt im Vermögensbestand des Unternehmens an und verwirklicht ein einfaches Konzept - dass meist die Kleinen von den Großen gekauft werden.

Das sogenannte *empire building*<sup>507</sup> macht sich bemerkbar in einer (zwanghaft) überzogenen Tendenz zum Wachstum. Wenn ein Unternehmen groß genug ist, kann es schlicht und einfach zu teuer für eine Übernahme sein. Neben dem Vorantreiben interner Wachstumsprozesse sind es deshalb vor allem eigene Unternehmenskäufe, die als Auswuchs einer aggressiven Unternehmenspolitik dem expandierenden Konzern wiederum seinerseits die Unabhängigkeit sichern.

Derartige präventive Abwehrmaßnahmen wird der Übernehmer bei seinem Vorhaben bereits vorfinden, er muss sie also in seine Kalkulation mit einbeziehen, soweit sie ihm bekannt sind.

---

<sup>504</sup> Meist als *shareholder rights plans*.

<sup>505</sup> Weisner, Verteidigungsmaßnahmen, S. 19 ff.

<sup>506</sup> Dagegen und deshalb Neutralitätspflicht fordernd: Strenger, WM 2000, 952 f.

<sup>507</sup> Dazu näher Meier-Schatz, ZHR 149,101.

Genauso gut kann die Leitung der Zielgesellschaft aber auch versuchen, im Fall einer Konkretisierung der abstrakten Übernahmegefahr noch die eine oder andere der angesprochenen Maßnahmen zu ergreifen, soweit dies noch möglich ist, um sozusagen die Übernahmehürde noch einmal höher zu legen.

#### bb) Aktuelle Verteidigungsmaßnahmen

-----

Erfährt die Geschäftsleitung von einem bevorstehenden Übernahmeversuch, hat sie in der Regel nur noch wenig Zeit, Maßnahmen zu ergreifen. Trotzdem verbleiben ihr eine Vielzahl von Möglichkeiten.

#### (1) Öffentlichkeitsarbeit

-----

Die Entscheidung über Annahme oder Nichtannahme eines Angebots liegt letzten Endes natürlich bei den Anteilseignern. Der Vorstand kann und wird aber versuchen, diese mit guten Argumenten zum Halten der Aktien und Vertrauen in das Unternehmen und dessen Zukunft zu bewegen.

Dazu eignet sich eine Stellungnahme gegenüber den Aktionären direkt, zum Beispiel in einer kurzfristig einberufenen Hauptversammlung, und auch gegenüber der Öffentlichkeit, zu der die Medien in einem solchen Fall wohl jederzeit bereitwillig Gelegenheit gewähren werden. Dabei muss sich das Management mit einer einfachen sachlichen Meinungsäußerung allein nicht zufrieden geben, sondern kann weit darüber hinaus mit Mitteln der gezielten Manipulation der öffentlichen Meinung versuchen, Unterstützung für seinen Standpunkt zu gewinnen. In welche Richtung dies gehen kann, deutete die großangelegte Werbekampagne der Mannesmann AG im Fallbeispiel bereits an<sup>508</sup>.

Nach dem deutschen Aktienrecht sind dabei jedoch verschiedene Vorschriften zu beachten, die den Vorstand zu einer objektiven, sachlich richtigen und sorgfältig recherchierten Stellungnahme verpflichten. Neben der allgemeinen Pflicht aus § 93 I, 76 AktG ist hier insbesondere auch an § 400 AktG zu denken, Ansprüche von durch Fehlinformationen geschädigten Aktionären könnten sich dann aus § 117 I S. 2 AktG ergeben.

Über die Mittel der Argumentation und der Manipulation der Aktionärshaltung hinaus verbleiben noch andere, durchaus effektive Wege, die Übernahmesituation zu verändern, um

---

<sup>508</sup> Deren Gesamtvolumen wurde auf bis zu 700 Mio. DM geschätzt (FAZ vom 5.2. 2000).

die Entscheidung der Aktionäre zu beeinflussen oder auch direkt gegen den Bieter vorzugehen und das geplante Vorhaben doch noch zu verhindern.

## (2) *White knight*

-----

Sicher die eleganteste Abwehrmaßnahme ist die Suche nach einem weiteren Käufer, einem sogenannten *white knight*, normalerweise einem Geschäftspartner und Verbündeten des Unternehmens. Dieser offeriert seinerseits den Aktionären ein (besseres) Alternativangebot zum Kauf ihrer Anteile. Somit wird der Übernehmer gezwungen, sein Vorhaben aufzugeben oder sich auf einen teuren Preiskrieg um die Anteile einzulassen.

Die Einschaltung eines „weißen Ritters“, der dem bedrohten Unternehmen zu Hilfe eilt, um ihm Schutz zu gewähren, beziehungsweise die Initiierung eines ganzen Bieterwettbewerbs mit der Folge einer Auktion der Unternehmensanteile, bildet eine durchaus erfolgversprechende Abwehrvariante.

Im Falle der Mannesmann-Übernahme war wohl die Suche nach einem geeigneten *white knight* die primäre Abwehrstrategie des *Escher*-Teams. Über die Gründe des Scheiterns gibt es nach wie vor allerdings nur Spekulationen<sup>509</sup>.

## (3) Zukäufe und Verkäufe

-----

Insbesondere wenn es dem Bieter auf einen ganz bestimmten Vermögensbestandteil der Zielgesellschaft ankommt, etwa ein Patent oder ein ganzer Betriebsteil, bietet sich eine andere, allerdings deutlich problematischere Maßnahme an. Sollte das eigentliche Ziel also nicht das Unternehmen insgesamt, sondern nur ein bestimmtes Objekt sein oder der eigentliche Wert des Unternehmens quasi nur aus einem konkreten Objekt besteht, könnte dessen Verkauf bereits jeden Anlass für die Übernahme beseitigen (sogenannte *crown jewel*-Taktik).

Der Verkauf der „Kronjuwelen“ hat natürlich eine ebenso augenfällige wie negative Kehrseite. Wenn das Unternehmen gezwungen ist, wertvolle Bestandteile zu veräußern, schädigt es sich schließlich dabei selbst. Das Ergebnis einer derartigen Maßnahme, insbesondere Wertverluste durch Kursrückgänge, dürfte daher kaum im Interesse der eigenen Aktionäre sein.

---

<sup>509</sup> Siehe die Einführung zum Fallbeispiel.

Eine ähnlich wirksame, wenn auch genau gegenläufige Methode bildet ein unattraktiver Neuerwerb. Die finanziellen Reserven, die liquiden Mittel also, werden dabei verbraucht, um selbst einen Unternehmenskauf zu tätigen oder ein anderes kostenintensives Geschäft einzugehen. Wenn dieses nicht zum Wohl des Unternehmens beiträgt, muss der (erfolgreiche) Übernehmer den Preis dafür zusätzlich aufbringen, was die Übernahme unter Umständen unrentabel machen kann.

Insgesamt problematisch bei einem solchen Vorgehen ist, wie auch beim Verkauf der *crown jewels*, ein direkter Wertverlust im Unternehmen, also eine bewusste Selbstschädigung, den die Aktionäre zu tragen haben, wenn die Übernahme nicht gelingt, anderenfalls der Übernehmer. Für den derartige Maßnahmen anordnenden Vorstand wäre dabei nach deutschem Recht immer zu fragen, inwieweit diese trotzdem der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführers im Sinne von § 93 I AktG entsprechen.

Eine weitere Verteidigung kann in dem gezielten Zukauf bestimmter Unternehmen bestehen, um dem potentiellen Erwerber rechtliche Hindernisse in den Weg zu legen.

Ein Beispiel hierfür ist hier die Schaffung einer kartellrechtlichen Problemlage, wie sie bei der Mannesmann-Übernahme durch die britische Mobilfunktochter Orange bestand<sup>510</sup>. Der Übernehmer kann derartige Probleme jedoch in der Regel durch eine Veräußerungsverpflichtung gegenüber der zuständigen Kartellbehörde beseitigen. Eine vergleichbare Wirkung kann in vielen Rechtsordnungen auch von dem gezielten Zukauf von Unternehmen ausgehen, welche aufgrund ihres Geschäftsfeldes einer besonderen staatlichen Kontrolle unterliegen, etwa Unternehmen der Rüstungsindustrie oder Versicherungen.

#### (4) Gegenangebot - *PacMan defence*

-----

Ein Beispiel für eine Verteidigungsmethode, welche nicht auf Selbstschädigung beruht, stellt die sogenannte *PacMan defence* dar<sup>511</sup>. Als eine sehr aggressive Antwort auf ein feindliches Übernahmeangebot gibt der Bedrohte hierbei selbst eine Offerte ab, und zwar auf nichts Geringeres als seinerseits den Angreifer zu übernehmen.

Diese im ersten Moment absurd anmutende Taktik ergibt durchaus Sinn, wenn man bedenkt, dass nicht immer nur ein größeres Unternehmen ein Kleineres zu kaufen plant, sondern dass sich mit entsprechender Fremdfinanzierung oder durch ein *exchange offer* auch schon an der

<sup>510</sup> Dazu siehe die Einleitung zum Fallbeispiel. Dieses Problem für Vodafone wurde durch eine Veräußerung von Orange gelöst.

<sup>511</sup> Zum Beispiel Elf Aquitaine – Total Fina siehe Fn. 466.

umgekehrten Variante versucht wurde<sup>512</sup>. Dadurch mitunter entstehende wechselseitig beteiligte Unternehmen erfahren im deutschen Aktienrecht durch §§ 19, 328 AktG eine besondere Regelung, durch welche die Stimmrechtsausübung beider Unternehmen auf je 25 % der Anteile beschränkt sein kann.

Es kann also wohl festgestellt werden, dass dem Management des Zielunternehmens nicht nur eine reine Statistenrolle im Anteilshandel zwischen den Aktionären zusteht, sondern dass es im Gegenteil durchaus wirksame Möglichkeiten der Einflussnahme gibt. Inwieweit es allerdings wünschenswert und rechtlich zulässig ist, dass der Vorstand in die Zusammensetzung des Aktionärskreises eingreift, vor allem durch Eingriffe zu Lasten des Unternehmenswertes, bedarf noch einer gesonderten Betrachtung.

---

<sup>512</sup> Zum Fall Krupp – Thyssen siehe Fn. 465.

### 3. Wertung von Übernahmen

---

#### a) Volkswirtschaftliche Betrachtung

---

Nach dem Aufzeigen der möglichen Szenarien, von Gründen für Angebote und deren Folgen stellt sich die Frage nach einem Standpunkt zu feindlichen Unternehmensübernahmen in einer volkswirtschaftlichen Betrachtung. Ausgehend von dieser Bewertung können dann die deutsche und ausgewählte internationale Regelungswerke dargelegt und einer kritischen Bewertung unterzogen werden. Eine eindeutige Definition wirtschaftlicher Notwendigkeiten ließe sich dabei zur teleologischen Interpretation einer eventuell unklaren Gesetzeslage durch potentielle, hinter der Regelung stehende Intentionen des Gesetzgebers für die Lösung von Einzelproblemen heranziehen.

Die Vielzahl von vorstellbaren Anreizen für Unternehmensübernahmen machen diese zum Teil des unternehmerischen Alltags. Aktiengesellschaften befinden sich dabei gleichsam in einer potentiellen Täter- und Opferrolle und haben ihre Geschäftspolitik darauf einstellen. Daraus ergeben sich Konsequenzen nicht nur für das Unternehmen selbst.

Unternehmensübernahmen sind bedeutende wirtschaftliche Vorgänge mit zum Teil erheblichen externen Auswirkungen, welche Eingriffe des Gesetzgebers erfordern. Eine gesetzliche Regelung hat dabei im Auge zu behalten, dass sie für die ökonomische Entwicklung positive Akzente setzt. Ein Übernahmegesetz sollte deshalb die optimierende Ressourcenzuführung stärken, die wirtschaftliche Konkurrenzfähigkeit der Unternehmen unterstützen sowie zukunftsfähige und arbeitsmarktfördernde Projekte schaffen helfen. In diesem Sinne hat eine gesetzliche Regelung sinnvolle Übernahmen zu ermöglichen und (volks-) wirtschaftlich schädliche zu verhindern. Es stellt sich daher die Frage nach den ökonomischen Vor- und Nachteilen von Übernahmen. Deren Beantwortung hat dann die Grundlage der Behandlung von Unternehmensübernahmen mit den zur Verfügung stehenden regulatorischen Mitteln zubilden, das heißt der Entscheidung, ob und in welcher Form Unternehmensübernahmen wirtschaftlich gewollt sind und wie auf derartige Vorgänge Einfluss genommen werden soll.



#### aa) Synergieeffekte

-----

Durchweg positiv nicht nur für das Unternehmen, sondern auch für die gesamte Volkswirtschaft sollte sich die Partizipierung an synergetischen Effekten einer Konzernierung auswirken.

Wenn die Übernahme Wettbewerbsvorteile mit sich bringt, sind diese nicht nur für den Übernehmer und dessen Eigentümer realisierbar. Das Unternehmen kann Kosten sparen und deshalb in der Lage sein, seine Produkte künftig günstiger anzubieten. Damit wird Druck auf den Markt ausgeübt, der Wettbewerb verbessert und die Ausgaben der Abnehmer oder Konsumenten verringert. Es tritt also eine Marktbelebung ein, die am Ende zugunsten des Verbrauchers arbeitet. Eine Übernahme, die auf die Nutzung von Synergieeffekten ausgerichtet ist, ist somit positiv zu bewerten<sup>513</sup>.

#### bb) Erhöhung des Fremdkapitalanteils

-----

Als weitere Quelle solcher Rentabilitäts- und Effizienzsteigerungen wird der möglicherweise mit einer Übernahme einhergehende höhere Verschuldungsgrad genannt<sup>514</sup>. Dies kann natürlich nur *cash offer* beziehungsweise sich anschließende Barabfindungen nach einem *squeeze out* betreffen. Die Senkung des Eigenkapitalanteils eines Unternehmens bewirke dessen höhere Rentabilität, geringere Kapitalkosten eine Effizienzsteigerung. Der erhöhte Fremdkapitalanteil entfalte dazu eine disziplinarische Wirkung auf die Geschäftsleitung. Das Insolvenzrisiko mit allen damit zusammenhängenden Konsequenzen für die Angestellten erhöhe deren Erfolgsdruck.

Dieser Überlegung lässt sich natürlich entgegenhalten, dass bei einer solch risikofreudigen Geschäftsführung die Gefahr einer Fehlkalkulation sehr nahe liegt. Ein mit Passiva überbelastetes Unternehmen gerät dann auch im Falle wirtschaftlicher Schwierigkeiten, selbstverschuldet oder nicht, viel leichter und schneller in eine existentielle Krise als eines mit soliden Rückhalten, vor allem an liquiden Mitteln.

Aus dem Aspekt eines höheren Fremdkapitalanteils lässt sich daher kein eindeutiger Schluss für eine Bewertung von Unternehmensübernahmen ziehen.

---

<sup>513</sup> Vergleiche Herkenroth, Konzernierungsprozesse, S. 37.

<sup>514</sup> Lehnert, Unternehmensübernahmen in den USA, S. 181 ff.

## cc) Markt für Unternehmenskontrolle

-----

Wichtigstes Argument der Befürworter einer Deregulierung von Unternehmensübernahmen bildet die unterstellte Notwendigkeit für die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle.

(1) Lösung des *principal-agent*-Problems

-----

Unter Berufung auf eine grundlegende Arbeit von *Manne* aus dem Jahre 1965<sup>515</sup> wird mehrheitlich vom Vorhandensein eines solchen Marktes ausgegangen<sup>516</sup>. An diesem spiele sich der Wettbewerb um die Kontrolle von Unternehmen mit den schon oben genannten Mitteln ab.

Die Theorie beinhaltet im Wesentlichen, dass eine durch Kontrollerwerb mit Entlassung bedrohte Unternehmensverwaltung effizienter arbeiten werde. Ausgehend vom bereits dargelegten *principal-agent*-Problem verspricht man sich Disziplinierungseffekte auf das Management und hofft, so die *agency costs* zu senken<sup>517</sup>. Eine qualitativ schlechte Führungsleistung spiegele sich im Unternehmenserfolg und somit bald auch im Unternehmenswert wider. Die Verfolgung von nicht gewinnmaximierenden Strategien durch ein Managementteam ziehe deshalb über kurz oder lang den Börsenkurs in Mitleidenschaft. Sollte dieser zu stark absinken, würde die Differenz zwischen tatsächlichem Unternehmenswert und dem hypothetischen, den es bei optimaler Leitung haben könnte, eine Investition in die Gesellschaft amortisieren. Dieses Resultat mache das Unternehmen zu einem Übernahmekandidaten. Eine Übernahme lohne sich dann allein schon aus der Korrektur der Ressourcenverschwendung durch Neubesetzung des Managements.

Doch nicht erst die tatsächliche Auswechslung, sondern auch schon deren potentielle Drohung verbessere die Allokation der im Unternehmen gebundenen Ressourcen, fördere den Strukturwandel der Volkswirtschaft und führe zu mehr Wettbewerb auf den Gütermärkten<sup>518</sup>. Allein die Existenz von *raidern* und deren konstante Suche nach unterbewerteten Zielunternehmen bilde eine ständige Herausforderung an Führungskräfte, die Effizienz ihrer

---

<sup>515</sup> *Manne*, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 J.Pol.Econ. 110.

<sup>516</sup> *Hopt*, Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534, 544 ff.; *Lehnert*, Unternehmensübernahmen in den USA, S. 189 ff.; *Adams*, AG 1990, 243 ff.; skeptisch *Lenel*, in: *Gröner*, Der Markt für Unternehmenskontrollen, S. 9; *Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 128 ff.

<sup>517</sup> *Adams*, a. a. O., S. 243 ff.; *Immenga*, FAZ vom 9.3.1991, S. 13.

<sup>518</sup> *Hopt*, a. a. O., S. 544.

Arbeit zu maximieren und die Interessen ihrer Aktionäre zu fördern, um nicht selbst zu einem Opfer zu werden.

Unbeschadet des Mangels eines überzeugenden empirischen Nachweises ist dieses Konzept im Ansatz überzeugend<sup>519</sup>. Angesichts der bereits dargestellten Vielzahl von Motiven für Unternehmensübernahmen ist der Anteil der praktischen Auswirkung auf die Kausalität von Übernahmen sowie deren Erfolg allerdings nur schwer einschätzbar. Genauso wird eine fundierte externe Einschätzung des tatsächlichen Unternehmenswertes und der Managerleistung und somit der diesbezüglichen Ressourcenverschwendung vor einigen nicht unerheblichen Hürden stehen, welche die Informationsbeschaffung erschweren.

## (2) Tendenzielle Förderung des *empire building*

-----

Ungeachtet der tatsächlichen Gründe für Übernahmen hat die ständige Bedrohung mit dieser Möglichkeit aber jedenfalls Auswirkungen auf die Arbeit von Unternehmensführungen. Diese bestehen jedoch wohl nur teilweise in einer optimaleren Ressourcenallokation und somit einer tatsächlich besseren Wahrnehmung der Leitungsaufgabe. Zumindest einen Nebeneffekt des Marktes für Unternehmensübernahme bildet die Überbetonung potenzieller Abwehrmaßnahmen, was besonders in einer womöglich überzogenen Tendenz zum *empire-building* resultiert, einem Prozess, der für die Gewinnerwartung und Entwicklung des Unternehmens schädlich sein kann.

Die Annahme, das Management werde durch die Gefahr von feindlichen Übernahmeangeboten und der damit verbundenen Notwendigkeit zur Befassung mit Verteidigungsstrategien von seiner eigentlichen Aufgabe abgelenkt und in seiner „Schaffenskraft“ beeinträchtigt<sup>520</sup>, geht jedoch zu weit. Hier besteht sicher eine Grenze zwischen einem gesunden Maß an geschäftlicher Vorsicht und pathologisch paranoiden Zuständen, welche diese Annahme heraufbeschwören will, für welche aber keine tatsächlichen Anhaltspunkte ersichtlich sind. Ein etwaiger Schaden sollte sich daher in tolerablen Grenzen halten. Es handelt sich schließlich nur um einen Aspekt der Unternehmensführung, der nicht überbewertet werden sollte.

Gesamtwirtschaftlich betrachtet dürften von einer maßvollen Tendenz zum *empire-building* jedenfalls keine nennenswerten negativen Auswirkungen ausgehen. Unternehmen benötigen eine gewisse Größe und Struktur, um global agieren zu können.

<sup>519</sup> Ebenso Hopt, a. a. O., S. 544; derselbe in FS Zöllner, S. 253; umfassend Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot; Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen.

<sup>520</sup> So Werner, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote, S. 15.

Gegner einer großzügigen Übernahmeregulierung entnehmen der These der Beeinflussung der Managementleistung durch die Kontrollerwerbsdrohung allerdings ein weiteres Argument. Diese führe nicht zu einer real verbesserten Managementleistung, sondern resultiere einzig und allein in einer Überbewertung des Shareholder Value und der damit zusammenhängenden, die Eigenkapitalgeber bevorzugenden Art und Weise der Unternehmensführung. Dass dies jedoch grundsätzlich kein Nachteil ist, sondern ein durchaus begrüßenswertes Ergebnis, wurde bereits dargelegt<sup>521</sup>.

#### dd) Unerwünschte Übernahmen

-----

Nicht unproblematisch erscheint die Befürwortung eines freien Marktes für Unternehmenskontrolle aber dann, wenn Unternehmensübernahmen nur zum Zweck der anschließenden Zerschlagung gesunder und zukunftsfähiger Unternehmensstrukturen oder einzig zum Zweck der Ausschaltung eines Konkurrenten durchgeführt werden. Für die betroffenen Arbeitnehmer und die Wirtschaftsregion wird dies mit wirtschaftlichen Nachteilen verbunden sein.

Für eine objektive wirtschaftliche Betrachtung muss jedoch nach den Motiven der Übernahme gefragt werden. Ein *raider* wird ein solches Geschäft nur dann durchführen, wenn es rentabel erscheint. Der Unternehmenskauf einzig zur anschließenden Zerschlagung lohnt nur, wenn der tatsächliche Wert der Gesellschaft höher als der Marktpreis an der Börse ist und der Ausverkauf kurzfristig realisiert werden kann. Dies deutet auf eine zu hohe Rücklagenbildung hin, die einen Anreiz für die Finanzierung schafft<sup>522</sup>. Genauso kann eine Unterbewertung auch die Folge der mangelhaften Leistung eines Managements sein, welches entlassen werden sollte. Die Ursache dafür können mangelnde Fähigkeiten sein oder eine Verfolgung eigennütziger Ziele zum persönlichen Wohl und zu Lasten des Ertrags<sup>523</sup>.

In all diesen Fällen erweisen sich *raider* als nützlich. Die Liquidation eines solch fehlgeleiteten Unternehmens führt im Prinzip zu gleichen Ergebnissen wie eine zum Zweck der Weiterführung innerhalb eines übernehmenden Konzerns durchgeführte Übernahme. Auch dabei wird es zu Umstrukturierungen und Arbeitsplatzverlusten kommen. Tatsächlich findet aber keine Ressourcenvernichtung statt. Wenn der wirtschaftlich sinnvolle Einsatz

---

<sup>521</sup> Siehe oben Abschnitt B. II. 4.

<sup>522</sup> Otto, DB Beilage 12/1998, S. 1 f.; Weisner, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenpflichten der Leitungsorgane, S. 194.

<sup>523</sup> Adams, AG 1990, 63, 64.

eines Unternehmensbestandteils weiterhin möglich ist, dann wird er auch erfolgen, durch den Übernehmer selbst oder einen späteren Käufer.

Zerstört wird lediglich eine, womöglich nach Marktgesetzen fehlerhafte Unternehmensstruktur, aber nicht die -substanz. Sachlich betrachtet handelt es sich daher nicht um einen Zerstörungs-, sondern um einen Restrukturierungsprozess, vergleichbar mit einem Recyclingvorgang. Effiziente Strukturen werden herausgefiltert und neu angegliedert, weil es sich für den Erwerber rentiert. Nur unwirtschaftliche, deshalb das übernommene Unternehmen belastende Betriebsteile oder Strukturen werden zerstört, damit aber womöglich zugleich Ressourcen für neue Projekte freigesetzt. Betroffenen mag dies sicher hart erscheinen, jedoch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht lässt sich auch diesem Vorgang ein Nutzen nicht absprechen.

Als volkswirtschaftlich schädlich zu charakterisieren können jedoch Fälle von Übernahmen durch Konkurrenzunternehmen sein. Diese wirken konzentrationsfördernd und hemmen somit unter Umständen den Wettbewerb<sup>524</sup>. Durch dessen Beeinträchtigung mag tatsächlich ein volkswirtschaftlicher Schaden entstehen.

Eine schadensvermeidende Regulierung ist daher geboten. Dahingehenden Fehlentwicklungen kann jedoch mit Mitteln der Fusionskontrolle Einhalt geboten werden<sup>525</sup>. Eine funktionsfähige Novellierung findet sich bereits im Kartellrecht, sowohl auf deutscher<sup>526</sup> als auch auf europäischer<sup>527</sup> Ebene. Da diese dem Problemkreis sachnäher ist, ist eine zusätzliche Berücksichtigung derartiger Vorgänge im Übernahmerecht nicht erforderlich.

#### ee) Internationale Übernahmen

-----

Da Unternehmensübernahmen im Zuge der Globalisierung der Märkte ein zunehmend internationales Geschäft darstellen, sind die volkswirtschaftliche Auswirkungen von Übernahmen inländischer durch ausländische Unternehmen von wachsender Bedeutung. Dabei ergeben sich vor allem fiskalische und strukturpolitische Bedenken.

Internationale Transaktionen erfordern eine gesonderte Betrachtung. Ausgehend vom nationalen Standpunkt eines Gesetzgebers sind diese *merger* differenziert zu beurteilen. Regionalinteressen werden dabei zu Nationalinteressen und gewinnen volkswirtschaftliche

<sup>524</sup> Werner, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote, S. 15.

<sup>525</sup> Mertens, AG 1990, 252 f.

<sup>526</sup> Im Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB).

<sup>527</sup> KartellVO Nr.17 auf Grundlage von Art.85 EGV.

Erheblichkeit<sup>528</sup>. Internationale Übernahmen haben strukturpolitische Bedeutung, welcher im Rahmen einer gesetzlichen Regelung in angemessenem Maße Rechnung getragen werden muss<sup>529</sup>.

Durch Abwanderung von Konzernleitungen nach außerhalb des Erfassungsgebietes der Volkswirtschaft, und somit unter anderem auch des Fiskus, entstehen dieser klare Verluste. Am wenigsten betrifft dies noch staatliche Steuereinnahmen, weitaus schwerwiegender sind die Arbeitsplätze und Beschäftigungsfelder, Produktiv- und Innovativkräfte sowie die wirtschaftlichen Impulse in die Regionen, welche verloren gehen.

Die Vorteile der Standorte von Konzernzentralen sind nicht zu unterschätzen. Ein großes Unternehmen wird seiner Heimatregion immer positive Effekte bescheren: durch die Ansiedelung der Verwaltung oder insbesondere von Forschungsabteilungen, wodurch der Arbeitsmarkt sowohl primär als auch sekundär durch Dienstleister und Zulieferer bereichert wird. Vorteilhaft kann auch die Entwicklung einer gewissen ‚lokalen Identifikation‘ sein, wodurch eine höhere Toleranz in wirtschaftlichen Belangen entsteht mag, was dazu führt, dass tendenziell im Fall von Rationalisierungsmaßnahmen und Kürzungen eher Zweigniederlassungen betroffen sein werden. Nicht unerheblich ist auch die Sogwirkung eines Konzernsitzes für andere Unternehmen, bedingt durch die wachsende Infrastruktur und die Publizität des Standortes.

Unter diesen Gesichtspunkten sind daher Bedenken gegen eine zu freiheitliche Regelung von Unternehmensübernahme angebracht. Eine Liberalisierung, die zum Ergebnis vermehrter Aufkäufe einheimischer Unternehmen durch ausländische führt, schwächt letztenendes die Attraktivität des nationalen Wirtschaftsraums und verursacht volkswirtschaftlichen Schaden. Bei der Regelung von Unternehmensübernahmen sollten daher möglichst inländischen Unternehmen Vorteile angeboten werden, auf keinen Fall Nachteile gegenüber internationaler Konkurrenz entstehen. Eine in einem nationalen Alleingang vergleichsweise zu freiheitliche Gestaltung des Rechtsgebietes kann dazu führen, dass einheimische Unternehmen der Gefahr einer Übernahme jederzeit schutzlos gegenüberstehen, während die ausländische Konkurrenz sich hinter restriktiven rechtlichen Barrieren in Sicherheit wiegen kann, was über kurz oder lang einen Ausverkaufs mit sich bringen könnte. Der Gesetzgeber hat demnach auf Waffengleichheit bei den Kompetenzen von Geschäftsführern in Übernahmekämpfen zu

---

<sup>528</sup> Vergleiche *Busch*, Notwendigkeit der spezialgesetzlichen Regelung, S. 36.

<sup>529</sup> Anders *Busch*, a.a.O., S. 36; der allerdings nur nationale Fälle betrachtet.

achten<sup>530</sup>. Bei der notwendigen Öffnung der Märkte für internationales Kapital ist also Vorsicht geboten, ein maßvoller Protektionismus durchaus angebracht.

Die Behandlung dieses Problems erfordert freilich einen Blick über das konkrete Übernahmerecht hinaus<sup>531</sup>. Beispielsweise wurde von *Körner* herausgestrichen<sup>532</sup>, dass die in Deutschland abgeschafften Höchst<sup>533</sup>- oder Mehrfachstimmrechte<sup>534</sup> für Aktien, welche als potentielle Verteidigungsmaßnahmen eine übernahmehemmende Wirkung entfalten, in anderen europäischen Staaten<sup>535</sup> und in den USA<sup>536</sup> nach wie vor zulässig und verbreitet sind und diesbezüglich auch keine Harmonisierung in Sicht ist<sup>537</sup>. Bei Überprüfung der Möglichkeiten für Verteidigungsmaßnahmen deutscher Zielgesellschaft sind deshalb alle Rechtsgebiete im Kontext zu untersuchen. Allgemein sollen deutsche Aktiengesellschaften dabei im internationalen Vergleich als ungewöhnlich übernahmeoffen gelten<sup>538</sup>.

Die Bedeutsamkeit dieses Problemkreises wird durch die Situation in den Vereinigten Staaten<sup>539</sup> demonstriert. Dort gilt das jeweilige *takeover*-Recht der einzelnen Bundesstaaten mittlerweile als ein Standortfaktor<sup>540</sup>, was sich insbesondere der Staat Delaware zunutze gemacht hat. Es besteht eine Konkurrenzsituation um die managerfreundlichste, das heißt demnach auch übernahmefesteste Ausgestaltung im Kampf um die Ansiedlung von *corporations*<sup>541</sup>.

<sup>530</sup> *Ebenroth/ Daum*, DB 1991, 1157, 1160 fordern deshalb eine Ausnahme von der von ihnen angenommenen Neutralitätspflicht deutscher Vorstände beim Fehlen einer solchen Reziprozität.

<sup>531</sup> Vergleiche dazu als gescheiterten Versuch einer europäischen Konzernrechtsregelung den Entwurf einer 9. Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie (DOK III/ 1639/84) von 1984 (abgedruckt in ZGR 1985, 444 ff.); dazu *Lutter*, ZGR Sonderheft 1, S. 57 ff. m. w. N. zur Literatur und die Ausführungen des *Forum Europaeum Konzernrecht*, ZGR 1998, 672.

<sup>532</sup> *Körner*, DB 2001, 367, 368, zur Neuregelung der Übernahmekontrolle.

<sup>533</sup> § 134 I 2 AktG.

<sup>534</sup> § 12 II AktG.

<sup>535</sup> Diese werden auch gegenüber der neuen EU-Übernehmerichtlinie zumindest zum Teil Bestand haben (vgl. im Einzelnen bei *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 348). Allerdings hat auch schon der EuGH in neuerer Rechtsprechung sogenannte „Goldene Aktien“ in staatlicher Hand wiederholt für gemeinschaftsrechtswidrig (wegen Verstoßes gegen Art. 56 EG) erkannt. Dies betraf eine vom französischen Staat gehaltene „goldene Aktie“ an der Société nationale Elf-Aquitaine (EuGH Rs C-483/99; ZIP 2002, 1085) und eine portugiesische Regelung, welche ausländische Beteiligungen von mehr als 10 % an Privatunternehmen von einer staatlichen Genehmigung abhängig machte (EuGH Rs C-367/98). Anerkannt wurde allerdings eine belgische Regelung zur Sicherstellung der Energieversorgung (EuGH Rs C-503/99; ZIP 2002, 1090). Volltexte der Entscheidungen sind unter [www.rws-verlag.de](http://www.rws-verlag.de) einzusehen. Eine Zusammenfassung der Entscheidungen und ihrer Folgen für die deutsche Rechtsordnung findet sich beispielsweise bei *Bayer*, BB 2004, 1, 3 ff.; *ders.*, BB 2002, 2289.

<sup>536</sup> Nachweise bei *Lohrer*, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 227 f.

<sup>537</sup> Beispielhaft zu Möglichkeiten der schweizerischen Rechtsordnung *Steinmann*, Präventive Abwehrmaßnahmen; zur Praxis und künftigen (das heißt nach Einführung der geplanten EU-Übernehmerichtlinie) Möglichkeiten in anderen EU-Staaten *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 345 und 348.

<sup>538</sup> *Schneider/ Burgard*, DB 2001, 963, 965.

<sup>539</sup> Zur US-amerikanischen Rechtsordnung siehe unten C. IV. 1. a.

<sup>540</sup> *Merkt*, ZHR 2001, 224, 231; *Schneider/ Burgard*, a. a. O., S. 965.

<sup>541</sup> In dem der Staat Delaware mit 40 % der an der New York Stock Exchange gelisteten Unternehmen führend ist, auch infolge der übernahmefeindlichen Gesetzgebung (*Schneider/ Burgard*, a. a. O.).

Mit dem zunehmenden Zerfall der sogenannten „Fortress Germany“<sup>542</sup>, also der erhofften Öffnung und Entflechtung der deutschen Konzern- und Bankenbeteiligungsstrukturen, wird dieser Aspekt auch hierzulande an Gewicht gewinnen. In Europa kann es genauso wie in den Vereinigten Staaten zu einem Systemwettbewerb im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht kommen<sup>543</sup>, wobei dem Standort Deutschland bereits erhebliche Schwächen zu bescheinigen sind<sup>544</sup>, insbesondere durch die vergleichsweise geringe Kapitalkraft privater Investmentfonds, etwa im Vergleich zu ausländischen Pensionsfonds. Diese bevorzugen tendenziell inländische Unternehmen als Anlageobjekt, wegen der größeren Nähe in jeder Beziehung - räumlich, sachlich, persönlich, informativ und auch rechtlich. Gleiches gilt für das hiesige Mitbestimmungs- und Steuerrecht, welches von ausländischen Unternehmen oft als ein Grund genannt wird, sich hierzulande nicht niederzulassen.

Im Angesicht dieses Ungleichgewicht ist es demnach nicht zu empfehlen, eine diesbezüglich völlige Marktliberalisierung ohne entsprechende internationale Kongruenz anzustreben. Das Ziel einer Regelung muss Harmonisierung sein, um einen Gleichstand in der Übernahmeresistenz zu erzeugen und somit einen fairen und produktiven Wettbewerb zu ermöglichen.

#### (5) Stellungnahme

-----

Nach Sichtung der Argumente pro und contra eines liberalen Marktes für Unternehmensübernahmen sind die der Befürworter grundsätzlich als schwerwiegender einzustufen<sup>545</sup>.

Dafür steht neben der unbestritten positiven Wirkung der synergetischen Effekte vor allem die Notwendigkeit eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle<sup>546</sup>. Den Bedarf für einen solchen Kontrollmechanismus zeigen immer wieder Fälle aus der Wirtschaftsgeschichte, die beweisen, dass das System der Unternehmensverfassung allein

---

<sup>542</sup> Zur Struktur und dem Beteiligungsgeflecht der deutschen Konzerne *Franks/ Mayer*, Review of Financial Studies 2001, 943 ff.

<sup>543</sup> Es sei hierzu beispielsweise auf die Folgen der „Centros“- (NJW 1999, 2027; ZIP 1999, 438; DB 1999, 625) und der „Überseering“-Entscheidung (NJW 2002, 3614; ZIP 2002, 2037; DB 2002, 2425) des EuGH hingewiesen, durch welche Unternehmen die freie Wahl der Rechtsordnung innerhalb der EU bestätigt wird. Eine erste Folge dieser Rechtsprechung könnte das Aussterben der deutschen GmbH sein, ersetzt durch die vergleichsweise billigere und nicht durch Mindestkapitalerfordernisse belastete englische *public limited company* (plc).

<sup>544</sup> Vergleiche *Schneider/ Burgard* a. a. O., S. 965.

<sup>545</sup> Zu einem vergleichbaren Resümee kommt auch *Hirte*, KölnKomm WpÜG, Einleitung Rdnr. 33 f.

<sup>546</sup> A.A. *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote S. 16 f.



nicht unfehlbar ist<sup>547</sup>. Es gibt ein gesamtwirtschaftliches Interesse, ineffizientes oder gar unseriöses Verhalten bei der Verwaltung von Anlagekapital zu verhindern, wenigstens in zumutbaren Grenzen zu halten. Nur dann wird der Kapitalmarkt das Vertrauen der privaten Anleger gewinnen, das er für seine Existenzfähigkeit so dringend benötigt. Im Problemkreis von womöglich unzureichenden Kontrollinstrumenten über den Vorstand kann sich das Übernahmeangebot als „letztes Mittel der Managerkontrolle“<sup>548</sup> erweisen und so wirtschaftlichen Fehlentwicklungen Einhalt gebieten oder noch besser, schon durch die potentielle Bedrohungswirkung vorbeugen und so zur Optimierung der Kapital- und Ressourcenallokation beitragen. In einer weitgehend deregulierten und unabhängigen Volkswirtschaft kann auf diese Disziplinierungseffekte für das Management zur Prävention vor wirtschaftlichen Fehlentwicklungen beziehungsweise zu deren Eingrenzung nicht verzichtet werden.

Letztendlich hat die Legislative auch gezielte Einflussmöglichkeiten. Der Gesetzgeber kann durch die Ausgestaltung der relevanten rechtlichen Regelungen die Zeichen setzen, unter denen eine Übernahme sinnvoll und lohnend erscheint. Die Festlegung funktionaler Spielregeln selektiert die Fälle, wann eine solche tatsächlich durchgeführt und wann davon Abstand genommen wird und entscheidet damit über die volkswirtschaftliche Wirkung des Phänomens. Die Konsequenz für den Gesetzgeber muss deshalb sein, Unternehmensübernahmen in wirtschaftlich sinnvollen Fällen zu ermöglichen und nicht durch zu intensive Regulierungen und Auflagen unrentabel zu machen. Die sicher notwendige Steuerung der Vorgänge darf also zu nicht zu einer Blockade führen.

Im Angesicht der zunehmenden Internationalität von Unternehmensübernahmen und Bildung von weltumspannenden Konzernstrukturen muss eine nationale Regelung jedoch dringend international orientiert, das heißt mit anderen maßgeblichen Rechtsordnungen abgestimmt sein.

Da Konzernstandorte nachgewiesenermaßen von Vorteil sind ist es unverzichtbar, diesen im Rahmen einer Rechtsordnung angemessenen Schutz zu gewähren. Dafür müssen die Blockadewirkung und die Zulässigkeit von Schutzmaßnahmen anderer Rechtsordnungen abgewogen und eine nationale Regelung diesem Niveau angepasst werden, um ein Kräftegleichgewicht zu vermeiden. Vor einem nationalen Alleingang kann also nur gewarnt

---

<sup>547</sup> Zum Fall der Metallgesellschaft vergleiche *Lutter*, AG 1994, 176; *Weisner*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 195.

<sup>548</sup> *Adams*, AG 1990, 243, 244.

werden, wenn dadurch einheimische Unternehmen zu leichten Opfern möglicher Übernehmer werden ohne ihrerseits dieselbe Chance gegenüber auswärtiger Konkurrenz zu besitzen.

Volkswirtschaftlich betrachtet ist also die Möglichkeit auch von gewaltsamen Übernahmen unverzichtbar, jedoch nur dann, wenn die nationale Rechtsordnung sich an internationalen Standards orientiert.

## **b) Einzelbetrachtung aus Sicht der Beteiligten**

-----

Nach der Bedeutung und den Auswirkungen von Unternehmensübernahmen für die Allgemeinheit und die Volkswirtschaft insgesamt sollen nun die Folgen für die einzelnen Beteiligten und deren daraus resultierende Interessen dargelegt werden<sup>549</sup>, um im Anschluss die Frage nach einem abstrakten Unternehmensinteresse beantworten zu können.

Primär Beteiligte einer Übernahme sind zunächst nur Käufer und Verkäufer der Unternehmensanteile, also die Aktionäre der Zielgesellschaft und der Übernehmer beziehungsweise Bieter. Neben diesen spielt das Management der Zielgesellschaft eine entscheidende Rolle, da es als Geschäftsleitungsorgan das Unternehmensinteresse des Kaufobjekts vertritt. Am Verkauf selbst zwar unbeteiligt, doch von den Folgen der Übernahme direkt betroffen sind außerdem verschiedene mit der Zielgesellschaft in engem Zusammenhang stehende Dritte, insbesondere deren Angestellte und Arbeitnehmer. Alle diese Personengruppen haben eigene, differenzierte Standpunkte zu der stattfindenden Übernahme, und daraus resultierend verfolgen sie auch verschiedene, mitunter gegensätzliche Interessen.

### **aa) Der Übernehmer**

-----

Die Position des potentiellen Übernehmers ist in erster Linie erfolgsorientiert. Welches der oben genannten Übernahmemotive für ihn auch immer kausal ist, sein primäres Ziel ist der Vollzug der Übernahme. Eine einmal als gewinnbringend und vorteilhaft erkannte Übernahmechance will dann auch durchgesetzt werden.

Für den rational und ökonomisch denkenden Bieter steht dann die Kostenminimierung im Vordergrund, also ein möglichst niedriger Kaufpreis. Weiterhin spielt das Zeitmoment eine große Rolle, insbesondere für fremdfinanzierte Übernahmen, ebenso wie die Diskretion im

---

<sup>549</sup> Eine ausführliche Betrachtung der verschiedenen Beteiligten und Interessenträger gibt *Busch*, Notwendigkeit der spezialgesetzlichen Regelung, S. 27 ff.

Vorfeld<sup>550</sup>, aber auch während der Übernahme aufgrund der dann besseren Verhandlungsposition.

Eine im Planungsstadium bekannt werdende Übernahme wird Spekulanten die Möglichkeit geben, als Trittbrettfahrer auf Rechnung des Übernehmers an der Börse ein Geschäft zu machen und die Aktienkurse in die Höhe treiben, eventuelle Konkurrenten auf die Geschäftsmöglichkeit aufmerksam machen oder Abwehrmaßnahmen seitens der Zielgesellschaft provozieren. Aus diesem Grund sieht die normale Taktik einer Übernahme auch vor, zunächst möglichst viele Anteile durch direkte Geschäfte mit den Vorbesitzern zu erwerben, also Pakete zu kaufen<sup>551</sup>. Einen großen Vorteil bildet dabei die Basis eines schon vorhandenen Aktienpakets im Besitz des Bieters. Auch bietet sich ein aufgegliedertes Angebot an, welches besondere Prämien für den Kontrollerwerb anbietet<sup>552</sup>, wenn es die einschlägige Rechtsordnung zulässt.

#### bb) Die Aktionäre der Zielgesellschaft

-----

Traditionell im Vordergrund rechtlicher Bearbeitungen des Problemkreises steht der Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft<sup>553</sup>. Deren Situation wird wohl am treffendsten durch den Begriff des *prisoners dilemma*<sup>554</sup> charakterisiert.

Aktionäre setzen sich aus verschiedenen Gruppen zusammen. Die Anteile der großen Konzerne werden gehalten von Fondgesellschaften, von Banken, von Versicherungen, von Pensionsfonds, von anderen Unternehmen, von politischen Institutionen und Staaten sowie von Privatpersonen. Mit ihrer Kapitalanlage verfolgen diese die unterschiedlichsten kurz- oder längerfristigen Interessen, von der reinen Wertsteigerungsspekulation über die regelmäßige Dividendenabschöpfung, der Altersvorsorge bis zur wirtschaftlichen oder politischen Einflussnahme. Eine homogene Masse der Aktionäre existiert also in Wahrheit gar nicht, ebenso wenig wie ‚ein‘ Aktionärsinteresse.

Etwas dürfte jedoch allen Aktionären, wie überhaupt allen Geldanlegern, gemeinsam sein: ein Wertsteigerungs- oder als Minimum ein Werterhaltungsinteresse. Die Anteilseigner der Zielgesellschaft werden ihre Aktien nur dann verkaufen, wenn dies ihnen einen finanziellen

---

<sup>550</sup> Richter, Chancen für eine Übernahmeregulierung in Europa, S. 10.

<sup>551</sup> Zum Paketerwerb und damit verbundenen Problemen siehe Kugler, Anteilsbewertung beim MBO, S. 54 ff.; Grossfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, S. 112 ff.; Lohrer, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 135 ff. m. w. N.; zum Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz bei Mehrheitszuschlägen OLG Düsseldorf, AG 1973, 282, 284.

<sup>552</sup> Ein sogenanntes *partial offer* beziehungsweise auch ein *two-tier, front-end loaded offer*.

<sup>553</sup> Meier-Schatz, ZHR 149, 80 f.

<sup>554</sup> Witt, NZG 2000, 809, 811 mit Quellenangaben zur Begriffsprägung.

Vorteil gegenüber dem Status Quo verspricht. Als Verkäufer eint sie also als gemeinsames finanzielles Interesse die Maximierung des Verkaufspreises, welches dem des Bieters als Käufer gegenläufig ist.

Dieses Ziel verfolgen die einzelnen Aktionäre jedoch nicht gemeinsam: ein großer Vorteil für den Übernehmer. Da er in der Regel nicht alle Aktien benötigt, kann er die einzelnen Teilhaber gegeneinander ausspielen. Er kann einzelnen Paketinhabern höhere Preise bieten (sogenannte Paketprämien) oder auch nur ein Teilangebot abgeben, um damit den Kontrollwechsel zu vollziehen<sup>555</sup>. Die verbliebenen Aktionäre befänden sich dann in einer unvorteilhaften Minderheitsposition, da der Übernehmer mittels Neubesetzung der Verwaltungsorgane die Geschäftspolitik auch gegen ihren Willen durchsetzen kann. Somit geraten bei Vorliegen eines Angebots vor allem die Kleinaktionäre der Zielgesellschaft von Anfang an unter Bedrängnis, entweder durch vorschnellen Verkauf einen zu geringen Preis zu erzielen oder aber durch Nichtverkauf in die ungünstige Position des Minderheitsaktionärs gedrängt zu werden und eventuell bei einem späteren Verkauf Kursverluste hinnehmen zu müssen, das sogenannte *prisoners dilemma*. Deshalb hat diese Aktionärsgruppe ein Interesse an einer ausreichenden gesetzlichen Regelung zum Schutz von Minderheiten im geltenden Aktienrecht, um mit dieser Möglichkeit nicht erpressbar zu sein, beziehungsweise einen Schutz davor, nicht zwangsläufig in diese Position zu geraten.

Zusätzlich zu dieser durch die Konkurrenzsituation der potentiellen Verkäufer bedingten Manipulationsmöglichkeit gibt sein Informationsvorsprung dem Übernehmer Vorteile in die Hand<sup>556</sup>. Deshalb haben alle Aktionäre, vor allem aber die diesbezüglich prinzipiell schlechter gestellten Kleinanleger, ein Interesse an umfassender Information während aller Phasen der Unternehmensübernahme, bildlich gesprochen an einer „regelmäßigen Wasserstandsmeldung“<sup>557</sup>.

Die strukturell und informationsbedingt schlechtere Stellung, in der sich vor allem die Kleinaktionäre befinden, erfordert die Initiative des Gesetzgebers, um eine Übervorteilung seitens des Übernehmers zu verhindern und Chancengleichheit herzustellen. Den Aktionären, und zwar allen, muss erstens überhaupt ein Angebot gemacht werden, zweitens die Möglichkeit eröffnet werden, eine möglichst objektive und realistische Einschätzung des Angebots vornehmen zu können und drittens muss man sie auch in die Lage versetzen, gefahrlos eine Entscheidung über das Angebot treffen zu können. Dieses Unterfangen macht

<sup>555</sup> Dabei wird nur den ersten Verkäufern eine Kontrollerwerbsprämie angeboten.

<sup>556</sup> Zu dieser Problematik mit Forderungen an eine gesetzliche Regelung Witt, NZG 2000, 809ff.

<sup>557</sup> Witt, a. a. O., S. 811.

im Allgemeinen eine Vielzahl von Regulierungen notwendig, welche neben Angebots- und Informationspflichten, Mindestangebotsfristen und Gleichbehandlungsgrundsätzen direkt im Zusammenhang mit der Übernahme auch eine funktionale Regelung des Konzernrechts beinhaltet, um den Schutz einer Minderheitsposition sicherzustellen und somit die Möglichkeit der Ablehnung des Angebots überhaupt erst als Alternative zur Verfügung zu stellen.

#### cc) Die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft

-----

Dritter Akteur im Übernahmekampf ist der Vorstand der zu übernehmenden Gesellschaft. Dieser ist ausschließlich den Interessen der Zielgesellschaft verpflichtet. Jedoch besitzt er durch seine Stellung im Zielunternehmen auch eine persönliche Motivationslage. Nach einer gelungenen Übernahme wird nämlich in der Regel das Management durch Mitarbeiter des Übernehmers ersetzt werden, um dann alle weiteren Maßnahmen in der Gesellschaft durchsetzen zu können<sup>558</sup>. Die Geschäftsleitung ist also direkt mit dem Verlust ihrer Stellung und ihres Arbeitsplatzes bedroht, weshalb man ihr ein grundsätzliches persönliches Anliegen an der Verhinderung der Übernahme unterstellen kann, also ein dem der Bietergesellschaft entgegengerichtetes Interesse.

Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang zudem, dass der für das Management ermittelte grundsätzliche Drang zur Verhinderung der Übernahme durchaus auch den Interessen der eigenen Aktionäre entgegenstehen kann, nämlich denen der Befürworter der Übernahme. So kann also die konkrete Übernahmekonstellation eine Interessendivergenz innerhalb der Bietergesellschaft mit sich bringen.

Nicht zuletzt aus diesem Grund besitzt eine Übernahmesituation für die geschäftsleitenden Organe der Zielgesellschaft eine haftungsrechtliche Brisanz. Sie befinden sich in der Zwangslage, einerseits eventuell handeln zu müssen, um den Fortbestand der Gesellschaft zu sichern (wodurch, nicht zu vergessen, nur unter anderem ihre persönlichen Interessen gewahrt wären) und andererseits mit Maßnahmen das Wohl des Unternehmens und der Aktionäre nicht zu gefährden.

Im Mittelpunkt hierzulande stehen dabei die Unsicherheiten über Existenz und Reichweite eines Neutralitätsprinzips<sup>559</sup>. In der momentanen Gesetzeslage sind Überreaktionen oder

---

<sup>558</sup> Ebenroth/ Daum, DB 1991,1105; Richter, a. a. O., S. 12.

<sup>559</sup> Zu diesem Problem und ausführlich zur Rechtslage in Deutschland noch in Abschnitt C. III. 3.

Passivität gleichermaßen zu befürchten<sup>560</sup>. Eine solch prekäre Situation ist geradezu ein Garant für kommende Schadensersatzansprüche<sup>561</sup>. Da hierzulande D&O- Versicherungen erst langsam Verbreitung finden<sup>562</sup> stellen diese Haftungsansprüche für das Management zumindest theoretisch<sup>563</sup> eine echte Gefahr dar. Auch notwendige Aktivitäten von Geschäftsleitungen könnten dadurch behindert werden, insbesondere infolge der Beweislastregel des § 93 II S. 2 AktG.

Im Interesse der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft liegt daher vor allem Rechtssicherheit, um Klarheit über den Handlungsspielraum zu gewinnen und um ein eventuelles Haftungsrisiko zu minimieren beziehungsweise kalkulierbar zu machen.

#### dd) Die übrigen Beteiligten

-----

Zwar nicht direkt an den Vorgängen beteiligt, doch nicht minder betroffen sind all jene, die in einer engen Beziehung zur übernommenen Gesellschaft stehen, insbesondere deren Arbeitnehmer. Die berufliche Zukunft nicht nur des Vorstands, sondern aller Arbeiter und Angestellten des Unternehmens ist durch eine Übernahme bedroht. Die Umstrukturierung oder gar der Ausverkauf des übernommenen Unternehmens führt in den meisten Fällen zu Stellenabbau und Entlassungen. Deren Arbeitnehmer dürften also generell nicht an einer Übernahme ihres Unternehmens interessiert sein.

Da sie jedoch kein unmittelbares Mitspracherecht an der Entscheidung haben, sondern nur einen bedingten Einfluss etwa durch ihre Vertreter im Aufsichtsrat ausüben können, laufen sie Gefahr, von den Parteien schlicht übergangen zu werden. Deshalb kann ihnen ein Bedürfnis auf umfassende Information über die Vorgänge bei der Übernahme nicht abgesprochen werden. Auch wenn sie selbst auf den eigentlichen Prozess keinen Einfluss besitzen, können sie doch durch Meinungsäußerung Position beziehen. Diese könnte auch für den potentiellen Übernehmer interessant sein, wenn er tatsächlich weitere Ziele mit dem Unternehmen hat. Ansonsten werden die Interessen der Stakeholder gezielt von Rechtsgebieten außerhalb des Übernahmerechts erfasst, der Schutz der Arbeitnehmer und Angestellten des Unternehmens durch das Arbeitsrecht, der Geschäftspartner durch das allgemeine Zivil- und Vertragsrecht und der Allgemeinheit insbesondere durch öffentlich-rechtliche Vorschriften.

---

<sup>560</sup> *Becker*, ZHR 2001, 280, 281.

<sup>561</sup> So auch *Körner*, DB 2001, 369, 371.

<sup>562</sup> Dazu siehe *Hefermehl/ Spindler*, in: *Kropff/ Semler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 91 ff.

<sup>563</sup> Praktisch scheitern sie jedoch meist an der Zulassungshürde, also an prozessualen Problemen, was im Gegenzug aber auch die Entwicklung einer detaillierten Rechtssprechung verhindert hat. - dazu noch näher in Abschnitt D.

Nicht nur die Ziel-, auch die Bietergesellschaft ist gewissermaßen von der Übernahme betroffen. So kann die Aufbringung der finanziellen Mittel je nach Größe des Geschäfts unter Umständen eine enorme finanzielle Belastung für das Unternehmen darstellen, was sich in der Bilanz und natürlich auch in der Dividende bemerkbar machen wird. Deshalb gibt es empirischen Erhebungen zufolge eine deutliche Neigung zu negativen Auswirkungen auf die Bewertung der Erwerbergesellschaft<sup>564</sup>.

Insbesondere wird natürlich eine von der Fachwelt als Fehler empfundene Übernahme zu Kursverlusten beim Übernehmer führen. Den Schaden eines wirtschaftlichen Scheiterns der Übernahme haben die Aktionäre der Bietergesellschaft zu tragen. Deshalb haben diese ein Interesse an Vorabinformation, um zu einer Meinungsbildung, Stellungnahme und eventuell zu einer Entscheidung in der Lage zu sein. Insbesondere gilt das für den Fall, dass die Übernahme durch einen Aktientausch finanziert werden soll. Im Interesse der Aktionäre der Bietergesellschaft liegt daher eine Regelung für eine Beschlussfassung über die Durchführung des Unternehmenskaufs.

---

<sup>564</sup> Quellen bei *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse S. 322 f., Fn.116 ff.

#### 4. Zur Ermittelbarkeit eines Unternehmensinteresses

---

Das Äquivalent zur Bedeutung der volkswirtschaftlichen Entwicklung für den Gesetzgeber bildet das Unternehmensinteresse als entscheidendes Leitbild für die Geschäftsführung. Die grundlegende Verpflichtung zur Interpretation und Ausführung durch die daran gebundenen Verwaltungsorgane wurde bereits in den Abhandlungen zum allgemeinen Aktienrecht dargestellt.

Im Ergebnis ließ sich für den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb von börsennotierten Aktiengesellschaften eine obligatorische Orientierung an der Steigerung des Shareholder Value feststellen<sup>565</sup>. In der Konsequenz sind demnach üblicherweise andere im Unternehmen angelegte Interessen gegenüber denen der Aktionäre als sekundär einzustufen. Diese Grundsätze lassen sich jedoch nicht ohne Weiteres auf eine Übernahmesituation übertragen. Die Konfrontation mit einem feindlichen Übernahmeangebot stellt für die betroffene Gesellschaft eine Ausnahmesituation dar<sup>566</sup>.

Die Geschäftsleitung darf sich nicht an einer vorbehaltlosen und kurzfristigen Maximierung der Kursgewinne für die Aktionäre orientieren. Es wurde erkannt, dass Maßnahmen des Vorstands zur Erzielung des höchstmöglichen Veräußerungsgewinns für die Aktionäre nicht dem Unternehmensinteresse entsprechen. Vielmehr ist eine Interessenabwägung vorzunehmen, die Perspektiven des Unternehmens in wirtschaftlicher Selbstständigkeit sind denen als Teil des Konzerns des Übernehmers gegenüberzustellen<sup>567</sup>. Dabei sind die Vorstellungen aller Stakeholder mit einzubeziehen<sup>568</sup>, die Aktionärsinteressen genießen ausnahmsweise nicht den Vorrang.

Die Begründung dafür ergab sich aus der Umkehrung der Argumentation pro Shareholder Value-Konzept<sup>569</sup>. Dessen unabdingbare Notwendigkeit wurde vorrangig darauf gestützt, dass die Anteilseigner durch ihre Kauf- oder Verkaufsentscheidung den Unternehmenswert am Finanzmarkt bestimmen und somit die Eigen- und indirekt auch die Fremdkapitalquellen regulieren. Die Bedrohung mit einer Übernahme verschiebt jedoch die Prioritäten bei der Unternehmensführung. Das Shareholder Value-Konzept ist eine langfristige Unternehmensstrategie. Es ist ein Prinzip, das die reguläre Geschäftsführung an die Interessen der

---

<sup>565</sup> Abschnitt B. II. 4.

<sup>566</sup> Siehe oben Abschnitt B. III.

<sup>567</sup> Siehe dazu insbesondere Abschnitt B. III. 3. c. cc.

<sup>568</sup> Die amtliche Begründung des neuen WpÜG unterstellt dem Vorstand während eines Übernahmeangebotes eine Verpflichtung gegenüber den Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und sogar der Allgemeinheit! (zu § 33 I S. 2; S. 147).

<sup>569</sup> Siehe oben Abschnitt B. II.



Börsenanleger, also der Aktieninhaber, bindet. Auf die Frage, ob das Unternehmen besser in wirtschaftlicher Selbstständigkeit verbleibt oder es vorteilhafter ist, sich in die Abhängigkeit des Übernehmers zu begeben, gibt dieses Konzept jedoch keine Antwort. Das Unternehmensinteresse in einer Übernahmesituation ist daher als Interessenabwägung unter prioritätsloser Einbeziehung aller im Unternehmen verankerten Interessen vorzunehmen.

In einer potentiellen Verkaufssituation ist das Unternehmensinteresse anhand der Frage zu entwickeln, wer der ‚bessere‘ Eigentümer für das Unternehmen und dessen Zukunft ist. Dazu muss die hypothetische Entwicklung in wirtschaftlicher Selbstständigkeit mit der Zukunft als Teil des übernehmenden Konzerns verglichen werden. Dazu sind die Pläne des Übernehmers, so weit wie sie erkennbar sind, mit einzubeziehen<sup>570</sup>.

Die Geschäftsleitung hat also eine Situationsanalyse vorzunehmen und dann beide Konzepte, den abschätzbaren Weg in wirtschaftlicher Selbstständigkeit und den zu erwartenden in Abhängigkeit, sachlich und realistisch zu vergleichen, um so im Interesse aller Beteiligten und Betroffenen die objektiv bessere Alternative zu wählen. Die pflichtgemäße Verfolgung des Unternehmensinteresses ist dann konsequenterweise darin zu verstehen, diese durchzusetzen<sup>571</sup>. Weil dabei mit hypothetischen Kausalverläufen gearbeitet werden muss, wird bei der Interessenabwägung ein weiter Ermessensspielraum zuzugestehen sein.

Ob hierzu eine generelle Wertung gefunden werden kann, ist zu bezweifeln<sup>572</sup>. Übernahmen sind sicherlich nicht per se gesellschaftsschädlich. Nicht zwingend ist eine solche verbunden mit einem Ausverkauf des Gesellschaftsvermögens, Massenentlassungen oder Schädigung außenstehender Aktionäre (gern werden als Negativbeispiel so prägnante wie untypische Fälle wie eine Übernahme durch Mafiaorganisationen oder politisch problematische Staaten ins Feld geführt<sup>573</sup>, um eine Abwehrkompetenz in Ausnahmefällen zu begründen). Ebenso sind aber auch nicht alle Abwehrmaßnahmen von vornherein als gesellschaftsschädlich zu bewerten<sup>574</sup>.

---

<sup>570</sup> Weshalb im neuen Übernahmegesetz auch richtigerweise eine dementsprechende Darlegungspflicht verankert ist (§ 12 WpÜG), allerdings ohne eine Verbindlichkeit durch Klagemöglichkeit der verbleibenden Aktionäre herzustellen, was diese Auskunft weitgehend obsolet macht.

<sup>571</sup> Ob und inwieweit dies den Organen der Zielgesellschaft zugestanden wird, hängt von der Existenz und der Ausprägung eines dahingehenden Neutralitätsgebotes ab, ist also eine gesetzgeberische Entscheidung (dazu noch im Folgenden).

<sup>572</sup> Hinzuweisen ist in dieser Stelle auch auf die Diskussion pro und contra der Regelung eines Neutralitätsgebotes (im Folgenden) als Beantwortung der Frage, ob Unternehmensübernahmen prinzipiell positiv oder negativ einzuordnen sind (dazu noch im Abschnitt C. III. 3.).

<sup>573</sup> Mertens, KölnKomm § 76 Rdnr. 26.

<sup>574</sup> Dies ergeben empirische Daten zur Auswirkung von Verteidigungsmaßnahmen auf den Börsenkurs. Allgemein ist davon auszugehen, dass Aktionäre der Zielgesellschaft eines erfolgreichen Übernahmeangebotes

Genauso wenig wird man den Markt für Unternehmenskontrolle als Effizienzgarant bei der Geschäftsführung und die Vorteile von Synergieeffekten überschätzen dürfen, da nicht jede Übernahme auch zwangsweise den damit verbundenen Erwartungen gerecht wird. Empirische Untersuchungen über die Effekte der Konzernbildung und die Folgen von Übernahmen auf das entstehende Gesamtunternehmen im Vergleich zur Situation der Einzelgesellschaften vorher ergeben eine eher ernüchternde Bilanz<sup>575</sup>. So werden die Probleme oftmals unterschätzt. Die versprochenen Synergieeffekte lassen sich nicht immer wie vorgesehen realisieren und sind häufig wieder mit neuen Kosten verbunden (zum Beispiel beim Personalabbau). Die Zusammenführung unterschiedlicher Unternehmenskulturen und die zentrale Leitung eines Konzerns ab einer gewissen Größe stellen enorme logistische Herausforderungen dar und zeigen die Grenzen der Globalisierung. Infolge solcher Schwierigkeiten stellen sich einige der großen Mergers und Takeovers im Nachhinein als teure Fehler dar<sup>576</sup>, was sich am Ende im Börsenkurs widerspiegelt.

Eine Pauschalbewertung von Unternehmensübernahmen im Lichte des Unternehmensinteresses lässt sich deshalb nicht vornehmen. Es ist auf den konkreten Einzelfall zu schauen und dieser einer objektiven Betrachtung zu unterziehen. Anhand der Analyse beider Alternativen, der Zukunft in Selbstständigkeit und in wirtschaftlicher Abhängigkeit, und zwar für alle maßgeblichen Interessenträger, muss von der Geschäftsleitung dann die Bessere gewählt werden.

Pauschal lässt sich das Unternehmensinteresse jedoch in einem wichtigen Aspekt negativ begrenzen. Es ist durch eine Geschäftsführungsmaßnahme zweifellos dann verletzt, wenn diese in sachfremder Motivation erfolgt ist. Für die geschäftsleitenden Organe der Zielgesellschaft stellt eine Übernahme die schon erwähnte Konfliktsituation zwischen persönlichen und gesellschaftlichen Interessen dar. Persönlich riskieren sie bei einer erfolgreichen Übernahme, ihre Anstellung zu verlieren. Sie befinden sich deshalb in der Situation, eventuell ihre persönlichen Interessen hinter die der Gesellschaft stellen zu müssen.

---

erhebliche Kursgewinne realisieren können. Im Falle des Scheiterns gehen diese im Allgemeinen wieder verloren, es sei denn, ein nächstes Angebot ist zu erwarten. Die Ergreifung von Verteidigungsmaßnahmen stellt demgegenüber regelmäßig keine systematische Schädigung der Anleger dar, lediglich dann, wenn diese die Möglichkeit einer Übernahme von vornherein zunichte machen. (Quellen bei Herkenroth a.a.O. S. 320 f., Fn.109 ff.).

<sup>575</sup> Hansen, AG 2001, R70 ff.

<sup>576</sup> Ein besonders anschauliches Beispiel aus dem Automobilsektor gibt die Übernahme von Rover durch BMW; zu reihenweise Fehlinvestitionen in Unternehmensübernahmen der New Economy wie die der Jim Henson Company durch EM.TV (für 700 Mio. Euro - Schätzwert im Jahr 2001: 230 Mio. Euro) findet sich ein lesenswerter Beitrag in Capital 16/2001, 120 ff.

Zudem wurde auch schon eine eventuelle Interessendivergenz mit Aktionärsgruppen angeführt.

In dieser Interessenkollision ist es für das Management sicher nicht leicht, Objektivität und Loyalität gegenüber dem Interesse des Unternehmens sowohl zu finden als auch zu wahren. Die Versuchung, aus Gründen des Selbstschutzes mit unsachlichen Mitteln gegen die drohende Übernahme vorzugehen, ist groß. Die Möglichkeiten dazu sind, wie bereits dargestellt, vielfältig und tiefgreifend und für das Unternehmen zum Teil mit verheerenden Auswirkungen verbunden (exemplarisch sei nur an den Verkauf von *crown jewels* zu denken). Die Bindung an das Unternehmensinteresse beschränkt die Handlungsfreiheit der Geschäftsleitung auf Maßnahmen zu Gunsten des Unternehmens. Abwehrmaßnahmen sind nur pflichtgemäß, wenn sie im erkennbaren Interesse der Gesellschaft stehen, um deren Schädigung zu verhindern.

Neben der Gefahr, dass Entscheidungsträger in der Zielgesellschaft eigene Interessen zum Selbstschutz überproportionieren, besteht eine durchaus naheliegende Verlockung, aus der besonderen Lage direkt persönliches Kapital zu schlagen.

Gelegenheit dazu wird sich sicherlich bieten. Vorstellbar sind Angebote seitens des Übernehmers auf Einigung zu einer freundlichen Übernahme, welche eine persönliche Abfindung der Geschäftsführung der Zielgesellschaft beinhalten (ein sogenannter *golden handshake*). Im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme ist also die Gefahr einer eigennützigen Schädigung der Gesellschaft durch deren Verwaltung ganz besonders groß - ein Umstand, der konkrete Regelungen über allgemeine Vorschriften und Sanktionen des Gesellschafts- und Strafrechts hinaus überdenkenswert macht.

### **III. Überblick über die Rechtslage**

---

## **1. Charakteristik von Übernahmeregelungen**

---

Für die Analyse und Bewertung einer gesetzlichen Regelung von Unternehmensübernahmen sind die maßgeblichen Problemstellungen herausgearbeitet worden, die diese zu bewältigen hat. Dazu stehen dem Gesetzgeber verschiedene typisierte Lösungsvarianten zur Verfügung. An der Realisierung und deren praktischem Erfolg lässt sich dann auch ein Qualitätsurteil über die normative Regelung fällen.

### **a) Rechtsnatur**

---

Es steht ihm die Möglichkeit der Verabschiedung einer gesetzlichen Regelung, die Akzeptanz einer freiwilligen Regelung der Wirtschaft oder die Schaffung von Grenzen und Voraussetzungen für eine zielgerichtete richterliche Rechtsfortbildung zur Verfügung. Je nach Rechtskultur und -geschichte werden auch alle diese Varianten in verschiedenen Staaten praktiziert, mit unterschiedlichem Erfolg.

### **b) Kompetenzregelungen oder Neutralitätsgebot**

---

Als eine Schlüsselfrage aller Übernahmeregelungen stellt sich die nach Festlegung und Grenzen eines Neutralitätsgebotes dar. Ein solches statuiert die Pflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft, mögliche Verteidigungsmöglichkeiten zu unterlassen. Als Alternative können auch Leitlinien für zulässige Abwehrmaßnahmen aufgestellt werden.

In einem von direkten staatlichen Eingriffen freien Markt bildet die Regulierung des Vorstandshandelns des angegriffenen Unternehmens das zentrale Instrument für die Regelung über den Ablauf und die Kosten von Unternehmensübernahmen und somit über deren Praktikabilität, Häufigkeit und ihre Folgen im Einzelfall. Die Regelung bezüglich eines Neutralitätsgebotes gibt deshalb gleichzeitig eine Auskunft darüber, ob und wie Unternehmensübernahmen als wirtschaftliches Instrument überhaupt anerkannt und erwünscht sind. Ein Übernahmegesetz ist dabei im Kontext aller relevanten Gesetze zu positionieren, da viele Maßnahmen, welche nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen stehen oder schon im Vorfeld ergriffen werden, sich indirekt auf

solche auswirken und dabei außerhalb des Einflussbereichs eines möglichen Neutralitätsgebots stehen können<sup>577</sup>.

Eine Alternative zum Neutralitätsgebot könnte die konkrete Zuweisung von Befugnissen an Organe der Zielgesellschaft über den Umgang mit dem vorliegenden Übernahmeangebot darstellen.

Eine Regelung könnte Kompetenzen auf Organe wie Vorstand, Aufsichtsrat oder insbesondere die Aktionäre verlagern und diesen die Entscheidung über den Umgang mit dem Angebot überlassen, inklusive der Festlegung zu ergreifender Maßnahmen. Die Übertragung der Beschlussfassung und Handlungsfestlegung auf die Aktionärsversammlung bildet freilich nicht nur ein logistisches Problem<sup>578</sup>, auch die Frage nach der Berücksichtigung anderer im und am Unternehmen interessierter Gruppen gibt hierbei zu denken<sup>579</sup>. Allerdings ergeben sich unverkennbar Vorteile in Bezug auf den Minderheitsaktionärsschutz durch entsprechende Klagemöglichkeiten (etwa im Rahmen des § 241 AktG). Da sich in einem solchen Fall voraussichtlich immer Kläger finden werden, aus den verschiedensten Gründen, würde eine solche Regelung letzten Endes eine Entscheidungsverlagerung auf die Gerichte bedeuten - eine Konsequenz, der man durchaus auch skeptisch gegenüberstehen kann.

### c) Pflichtangebot

-----

Kernbereich des Schutzes von Minderheitsaktionären bildet die Frage um die Statuierung eines sogenannten Pflichtangebotes.

Es wurde bereits dargestellt, dass insbesondere Kleinaktionäre sich grundsätzlich in einer sowohl strukturell, als auch informativ schlechteren Lage befinden als die Verkäufer-, also die Bieterseite. Um ihre Position zu stärken und sie nicht erpressbar zu machen empfiehlt sich eine entsprechende Regulierung. Eine solche legt fest, dass im Falle eines Anteilserwerbs in bestimmter Höhe (wann immer man einen faktischen Kontrollerwerb annimmt) ein öffentliches Übernahmeangebot abzugeben ist und sich dieses Kaufangebot auf alle vorhandenen Aktien zu einem einheitlichen Preis zu erstrecken hat. Dadurch wird verhindert, die einzelnen Aktionärsgruppen gegeneinander auszuspielen und Paketaktionäre zu bevorzugen. Kleinaktionäre werden so in die Lage versetzt, sich in Ruhe und objektiv über

---

<sup>577</sup> Als Beispiel seien wieder Höchst- und Mehrfachstimmrechte auf Aktien genannt.

<sup>578</sup> Es sind die gesetzliche Fristen zu beachten, welche nicht ohne Grund existieren, da bei großen Publikumsgesellschaften die Aktionäre auf der ganzen Welt verteilt sein können. Entsprechend schwierig ist es, eine außerordentliche Hauptversammlung angemessen Publik zu machen.

<sup>579</sup> Insbesondere Kritikern des Shareholder Value-Ansatzes dürfte dies widerstreben.

das Angebot zu entscheiden, ohne zu riskieren, sich plötzlich ungeahnt in einer Minderheitsposition wiederzufinden.

Sinnvollerweise muss eine solche Angebotspflicht mit einer Mindestlaufzeit und Informationspflichten verbunden werden. Um Position zu beziehen und eine vernünftige Entscheidung treffen zu können müssen alle beteiligten Gruppen über einen möglichst weitreichenden und objektiven Kenntnisstand verfügen. Insbesondere die Pläne und Konzepte für das Unternehmen der Käuferseite, aber auch als Alternative die des aktuellen Managements sind hierbei von Interesse.

#### **d) Sanktions- und Überprüfungsmöglichkeiten**

-----

Den letzten zentralen Punkt einer jeden Regulierung bildet die Ausgestaltung von Sanktionsmöglichkeiten. Jede staatliche oder freiwillige Festlegung der Spielregeln von Unternehmensübernahmen ist wertlos, wenn sie nicht durchsetzbar ist<sup>580</sup>.

Dies kann sowohl mittels Kontrolle durch eine Behörde<sup>581</sup>, durch eine unabhängige private Institution<sup>582</sup> oder durch eine Einbindung der Gerichte<sup>583</sup> erfolgen, indem ausreichende Klagemöglichkeiten eröffnet werden.

---

<sup>580</sup> Den anschaulichen Beweis liefert die bis Inkrafttreten des WpÜG Anfang 2002 geltende deutsche Regelung mit dem freiwilligen Übernahmekodex (dazu noch im Folgenden).

<sup>581</sup> So der „deutsche Weg“ des WpÜG durch Schaffung von Sanktionsmöglichkeiten der BAFin.

<sup>582</sup> Vergleiche die Regelung des City Code.

<sup>583</sup> Weitgehend die Regelung in den USA, neben der Kontrolle durch die SEC.

## 2. Die internationale Rechtslage

---

Nach den theoretischen Gedanken und Ausführungen soll nun ein Überblick über die aktuelle Rechtslage gegeben werden. Dazu empfiehlt sich ein Ausblick auf einige nationale Regelungen, insbesondere die beiden bedeutendsten Übernahmemärkte: die USA und Großbritannien, ebenso wie auf die europäische Entwicklung, um die aktuelle Lage in Deutschland im Kontext darstellen und erörtern zu können.

### a) Der Williams Act und die Rechtsprechung in den Vereinigten Staaten

---

Das Land mit den meisten Erfahrungen und der größten Bedeutung für Unternehmenszusammenschlüsse und Übernahmen, insbesondere für feindliche Unternehmensübernahmen, sind zweifellos die USA<sup>584</sup>.

Dort ist das Unternehmensübernahmerecht zum einen bundesrechtlich und zum anderen im Recht der Einzelstaaten geregelt. Dies ergibt sich aufgrund einer föderativen Kompetenzverteilung, welche vereinfacht gesagt dem Bund die Gesetzgebungskompetenz für den Wertpapierhandel und den Bundesstaaten die für das Gesellschaftsrecht zugesteht<sup>585</sup>. Ergänzt und präzisiert wird die gesetzliche Regelung durch eine äußerst weit entwickelte und detaillierte Rechtsprechung.

Eine bundesstaatliche Regelung erfahren *tender offers* im sogenannten Williams Act von 1967<sup>586</sup>, einem Rahmengesetz, das durch die Vorschriften der Überwachungsbehörde für das Wertpapiergeschäft, der Securities and Exchange Commission (SEC), näher ausgestaltet worden ist. Grundintention des Williams Act ist es, Chancengleichheit zwischen den Kontrahenten zu wahren und einen weitgehend informierten und autonomen Entscheidungsprozess der Investoren zu gewährleisten<sup>587</sup>. Die bundesstaatliche Regelung besteht daher aus Offenlegungs-, Informations- und Verfahrenspflichten. Jeder Erwerber von mehr als fünf Prozent des registrierten Kapitals wird gezwungen, umfangreiche Informationen über sich selbst und über seine konkreten Pläne und Absichten in Bezug auf das Zielobjekt zu publizieren<sup>588</sup>. Jedes Angebot gilt auf eine Mindestlaufzeit von zwanzig Tagen, die sich bei

---

<sup>584</sup> Dort wurden schon seit den 70iger Jahren durchschnittlich um die 100 Tender Offers jährlich registriert, mit steigender Tendenz. (Quellen bei *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 130 f.).

<sup>585</sup> Mit weiteren Nachweisen *Zinser*, RIW 1999, 845.

<sup>586</sup> Als Section 13 d, g und 14 d, g dem Securities Exchange Act von 1934 beigelegt; Einzelheiten bei *Cary/Eisenberg*, Cases and Materials, S. 1215 ff.; dazu *Merk*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 600 ff.; ferner *Busch*, Notwendigkeit der spezialgesetzlichen Regelung, S. 112 ff.

<sup>587</sup> *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 133 f.; *Meier-Schatz*, ZHR 1985, 76, 84.

<sup>588</sup> Section 14 (d) 1 Securities Exchange Act; SEC Rule 14 d-1 bis 10.

Angebotserhöhungen um weitere zehn Tage verlängert<sup>589</sup>. Den Verkäufern wird ein limitiertes Rücktrittsrecht (*withdrawal right*) innerhalb von sieben Tagen beziehungsweise bis zur Leistungserbringung des Erwerbers nach erfolgtem Akzept zugestanden, um eventuell ein höheres Angebot eines anderen Bieters anzunehmen<sup>590</sup>. Bei der Offerte nur eines Teilangebotes hat der Bieter alle innerhalb der ersten zehn Tage eingehenden Angebote auf einer Pro-rata-Basis überschüssiger Aktien zu erfüllen<sup>591</sup>. Besonders wichtig im Hinblick auf den Schutz von Kleinaktionären ist der Gleichbehandlungsgrundsatz, der eine preisliche Differenzierung oder einen Ausschluss von einzelnen Aktieninhabern untersagt<sup>592</sup> und der nachträgliche Angebotserhöhungen allen Anteilseignern gleich zukommen lässt; auch denen, die bereits akzeptiert haben<sup>593</sup>. Bemerkenswerterweise beinhaltet der Williams Act keine Regelung über ein Pflichtangebot.

Genauso wenig existiert eine ausdrückliche Neutralitätspflicht für das Management der Zielgesellschaft<sup>594</sup>. Die einzelnen Verteidigungsmaßnahmen werden jedoch anhand der sogenannten *business judgement rule*<sup>595</sup> auf Objektivität und Interessenwahrung für die Gesellschaft überprüft. Maßstab für die Beurteilung der Rechtmäßigkeit von Verteidigungsmaßnahmen ist also das für den konkreten Fall zu ermittelnde Unternehmensinteresse.

Als grundlegend gelten dabei zwei Leitentscheidungen des in diesem Zusammenhang besonders bedeutsamen Supreme Court des Staates Delaware<sup>596</sup> aus dem Jahr 1985. In der Unocal-Entscheidung<sup>597</sup> wurde dem *board of directors* der von einem Übernahmeversuch bedrohten Unocal Corporation ein weitgehender Entscheidungsspielraum über die Einschätzung der Situation und die durchzuführenden Maßnahmen zugestanden<sup>598</sup>. Im

---

<sup>589</sup> SEC Rule 14 e-1 (a),(b).

<sup>590</sup> Section 14 (d) 5 Securities Exchange Act.

<sup>591</sup> Section 14 (d) 6 Securities Exchange Act.

<sup>592</sup> SEC Rule 14 d-10, 13 e-4.

<sup>593</sup> Section 14 (d) 7 Securities Exchange Act.

<sup>594</sup> Zu Möglichkeiten einzelner Verteidigungstaktiken Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 622 ff.; Abeltschauer, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 227 ff.

<sup>595</sup> Welche aufgrund der besonderen Situation als *modified business judgement rule* in verschärfter Form angewendet wird (Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 644 ff.; Weisner, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche, S. 124).

<sup>596</sup> Die überwiegende Zahl der Fortune 500 *corporations* (56 %) und mehr als die Hälfte der an der NYSE notierten *corporations* hat ihren Firmensitz in Delaware (Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S.643).

<sup>597</sup> Delaware Supreme Court, Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Corp, 493 A. 2d 946 (1985); abgedruckt bei Cary/Eisenberg, Cases and Materials, S. 1219 ff.

<sup>598</sup> Zu dem Unocal-Standard siehe Weisner, a. a. O., S. 72 ff.; Lammers, Verhaltenspflichten von Verwaltungsorganen, S. 48 ff.; Oltmanns, Geschäftsleiterhaftung und unternehmerisches Ermessen, S. 117 ff.



Gegensatz dazu wurde dem Management der Zielgesellschaft in der Revlon-Entscheidung<sup>599</sup> ein solcher abgesprochen<sup>600</sup>. Der Unterschied wird im Wesentlichen darin gesehen, dass in letzterem Fall mehrere Angebote konkurrierender Bieter vorlagen und sich dann das Leitungsorgan der Zielgesellschaft ausschließlich am Interesse der Anteilseigner (also am Shareholder Value) zu orientieren habe und ihn somit keine in der Gesellschaft begründeten Interessen zum Eingriff in die Zusammensetzung des Aktionärskreises ermächtigen würden. Im Gegensatz zur großzügigen Unocal-Doktrin, die unter Berücksichtigung der Wahrung von Stakeholder-Interessen aktive Maßnahmen zur Verteidigung der Zielgesellschaft erlaubt, legt die Revlon-Doktrin eine strenge Neutralitätspflicht fest<sup>601</sup>. Im Laufe der Weiterentwicklung dieser Rechtsprechung differenziert man die Phase des Übernahmeprozesses in die Zeit vor und nach der Entscheidung der Zielgesellschaftsleitung über den Verkauf<sup>602</sup>. Während ihnen davor eine verhältnismäßig weitgehende Entscheidungsfreiheit über Maßnahmen zum Besten der Gesellschaft zugestanden wird, dürfen die Direktoren danach nur noch auf die Maximierung des Verkaufserlöses hinwirken.

Grundsätzlich sind in den USA also unter Berufung auf das Unternehmensinteresse Verteidigungsmaßnahmen der Zielgesellschaft zulässig<sup>603</sup>. Allerdings besitzt das Fehlen einer strengen Neutralitätspflicht auch ein bedeutsames Korrektiv: die Wahrung der Gesellschaftsinteressen durch die Geschäftsleitung ist nämlich von den Anteilseignern mittels einer Aktionärsklage in weitem Umfang gerichtlich überprüfbar<sup>604</sup>. Damit wird die Abwehr der Gefahr eines eigenmächtigen und pflichtwidrigen Handelns des *boards* in den Vereinigten Staaten durch die Möglichkeit von Gerichtskontrollen zu gewährleisten versucht. Die Rechtsprechung hat es im Laufe der Jahrzehnte geschafft, aus dem sehr abstrakten gesetzlichen Ansatz einen an konkreten Fallgruppen orientierten Katalog von Abfindungs-, Schadensersatz- und Unterlassungsansprüchen insbesondere zum Schutz von Minderheiten zu

---

<sup>599</sup> Delaware Supreme Court, *Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (1985), nachzulesen bei *Cary/ Eisenberg*, Cases and Materials, S. 1242 ff.

<sup>600</sup> Einzelheiten bei *Merk*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S.647 ff.; *Weisner*, a. a. O., S. 91 ff.; *Lammers*, a. a. O., S. 64 ff.; *Oltmanns*, a. a. O., S. 123 ff.

<sup>601</sup> Es wird ein *level playing field* geschaffen, das keinem der Kaufinteressenten Vorteile entstehen. Abwehrmaßnahmen dürfen daher nicht selektiv eingreifen. (Delaware Supreme Court, *Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (1985)); *Merk*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S.647 ff.; siehe auch *Kirchner*, BB 2000, 105, 108; *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 168 ff.

<sup>602</sup> *Defensive mode* und *auction mode* (*Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc.*, 682 F.Supp. 772 (Del. 1988); dazu *Merk*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S.649 f.; ferner *Weisner*, a. a. O., S. 173 mit weiteren Nachweisen.

<sup>603</sup> Anerkannt wurden z.B. *white knights*, *poison pill's*, *PacMan*-Strategien und sogar *crown-jewel*-Verkäufe.

<sup>604</sup> Umfangreich die Materialsammlung zu den *shareholder suits* bei *Cary/ Eisenberg*, Cases and Materials, S. 996 ff.; auch *Körner*, DB 2001, 369, 370.

entwickeln<sup>605</sup> und einen recht komfortabel detaillierten Verhaltenskodex für Übernahmesituationen gebildet.

Die verschiedenen Regelungen der einzelnen Bundesstaaten (*antitakeover statutes*)<sup>606</sup> orientieren sich am Williams Act, weisen aber mehr oder weniger bedeutsame Differenzen auf. Generell lässt sich eine Tendenz zu verstärktem Aktionärsschutz sowie Instrumente zum Schutz der ansässigen Unternehmen vor Übernahmen mittels verschärfter Publizitäts- und Verfahrenspflichten erkennen<sup>607</sup>. Man versucht also, der jeweils einheimischen Industrie offene Wettbewerbsvorteile zu verschaffen, um sich als Region zu empfehlen. Diese Form der Konkurrenz verschiedener Übernahmegesetze bei der Etablierung von Standortvorteilen ist insofern bemerkenswert, dass durch die Diskussion um die EU-Übernahmerrichtlinie<sup>608</sup> auch in Europa derartige Erwägungen erkennbar werden.

## b) Der City Code in Großbritannien

-----

Eine vollkommen andere Lösung bietet das englische Recht. Geregelt ist diese überwiegend im City Code on Takeovers and Mergers von 1968<sup>609</sup> (kurz City Code), mit verschiedenen Ergänzungen<sup>610</sup>. Dieser weist eine ganz vordergründige Besonderheit auf, denn es handelt sich dabei nicht um ein Gesetz. Der City Code ist ein als freiwillige Selbstkontrolle entwickelter Verhaltenskodex der Institutionen des Wertpapierhandels der Londoner City. Zuständig für dessen Überwachung und Weiterentwicklung ist folgerichtig eine Selbstverwaltungseinrichtung der britischen Finanzwirtschaft - das Panel on Takeovers and Mergers.

In zehn Prinzipien und 38 Regeln fasst der City Code die „good standards on commercial behaviour“<sup>611</sup> zusammen. Die Grundaspekte seines Regelungsinhaltes sind der Aktionärsschutz vor unfairer beziehungsweise ungleicher Behandlung insbesondere in

<sup>605</sup> Fallsammlung bei *Cary/ Eisenberg*, Cases and Materials, S. 1213 ff.; ferner *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 238 f.; *Kübler/ Schmidt*, Gesellschaftsrecht und Konzentration, S. 68.

<sup>606</sup> *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 614 ff.; *Busch*, Notwendigkeit der spezialgesetzlichen Regelung, S. 131 ff.

<sup>607</sup> *Meier-Schatz*, ZHR 149, 76, 83 f.; *Zinser*, RIW 1999, 844, 846; Einzelheiten bei *Lehnert*, Unternehmensübernahmen in den USA, S. 32ff; *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche, S. 47 ff.

<sup>608</sup> Dazu noch im Folgenden.

<sup>609</sup> Aktuell in der Fassung vom 16.12. 1996, abgedruckt bei *Hirte*, WpÜG, S. 349 ff.

<sup>610</sup> Diese sind im Wesentlichen die Rules on Substantial Aquisitions of Shares (SARS), der Companies Securities Act von 1985, der Financial Services Act (FSA) von 1987 und das sogenannte Yellow Book (den Börsenrichtlinien für notierte Gesellschaften).

<sup>611</sup> *Bärman*, Takeovers in freiwilliger Selbstkontrolle, S. 6.

informeller Hinsicht, die Lauterkeit des Wertpapiermarktes und die Verhinderung von Abwehrmaßnahmen zulasten der Aktionäre<sup>612</sup>. Stakeholder-Interessen, etwa die der Arbeitnehmer der Zielgesellschaft, gelten dagegen als nachrangig<sup>613</sup>.

Der City Code beinhaltet ein Pflichtangebot, das beim Überschreiten einer festen Beteiligungsschwelle (30 Prozent) ausgelöst wird<sup>614</sup>. Ein Anteilseigner hat also beim Erlangen der angenommenen faktischen Unternehmenskontrolle den übrigen Aktionären ein Angebot für alle restlichen Anteile abzugeben. Die Preisgestaltung bestimmt sich nach dem höchsten Betrag, den der Bieter oder ein mit ihm gemeinsam agierender Partner innerhalb des letzten Jahres für einen vergleichbaren Anteil bezahlt hat<sup>615</sup>. Von dieser Pflicht wird nur in Ausnahmefällen abgesehen<sup>616</sup>, etwa der Zustimmung der Hauptversammlung des Unternehmens<sup>617</sup>.

Im Kodex verankert ist ein weitreichendes Neutralitätsgebot für das Management der Zielgesellschaft<sup>618</sup>. Dieses beginnt bereits mit der Kenntnisnahme<sup>619</sup> von dem festen Entschluss<sup>620</sup> eines Bieters zu einem Übernahmeangebot. (Präventive Verteidigungsmaßnahmen sind demnach vom City Code nicht erfasst.) Nach der Abgabe oder dem sich Abzeichnen eines Übernahmeangebots sind alle Maßnahmen unzulässig, die zur Vereitelung eines Angebots führen oder den Aktionären eine vorteilhafte Veräußerungschance nehmen könnten<sup>621</sup>. Es gilt also eine strenge Neutralitätspflicht. Eine Ausnahme bilden nur von der Aktionärsversammlung im Voraus gebilligte Maßnahmen<sup>622</sup>. Die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft darf von sich aus lediglich die gewöhnliche Geschäftsführung fortsetzen, sie darf insbesondere keine bereits genehmigten und keine neuen Aktien oder Bezugsrechte ausgeben, Gesellschaftsvermögen in erheblichem Umfang kaufen oder verkaufen sowie außergewöhnliche Vertragsverpflichtungen eingehen<sup>623</sup>. Verboten ist auch der Erwerb eigener Aktien<sup>624</sup>. Als Instrument der Geschäftsleitung zur Verteidigung der Gesellschaft bleibt also nur die Stellungnahme gegenüber den Aktionären, die jedoch von

<sup>612</sup> Zinser, RIW 1999, 846 mit weiteren Nachweisen.

<sup>613</sup> Stern, in: Doralt/ Nowotny/ Schauer (Hrsg.), Takeover-Recht, S. 55.

<sup>614</sup> Rule 9.1 (a).

<sup>615</sup> Rule 9.5 „the highest price paid by the offerer or any person acting in concert... within 12 month prior“.

<sup>616</sup> Dazu näher Zinser, NZG 2000, 573, 574 f.

<sup>617</sup> Sogenannte *whitewash procedure* (Appendix 1 des City Code).

<sup>618</sup> Rule 21 *restrictions on frustrating action* bzw. im General Principle 7.

<sup>619</sup> Rule 21 „even ... if the company has reason to believe ... a bona fide offer might be imminent“.

<sup>620</sup> Im Sinne von Rule 2.5 (b), wenn „a firm intention to make an offer is announced“.

<sup>621</sup> Principle 7 „any action... which could effectively result in any bona fide offer being frustrated or in the shareholders being denied an opportunity to decide on its merits.“

<sup>622</sup> Principle 7 sowie Rule 21 verbieten (wortgleich) alle Maßnahmen „without the approval of the shareholders in general meeting“.

<sup>623</sup> Rule 21 (a) – (e).

<sup>624</sup> Rule 37.3 (a).

unabhängigen Beratern überprüft werden muss<sup>625</sup>. Unsachliche Kampagnen oder Werbung bezüglich des Übernahmegegenstandes sind unzulässig<sup>626</sup> oder mit dem Panel abzusprechen. Möglich ist die Suche nach einem *white knight*, aber dabei ist zu beachten, dass alle relevanten Informationen allen Bietern gleich zugänglich gemacht werden müssen<sup>627</sup>.

Der City Code enthält also allseitig eine sehr strenge Regulierung öffentlicher Unternehmensübernahmen<sup>628</sup>, sowohl hinsichtlich des Übernahmeangebotes, als auch hinsichtlich der Verteidigungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft. Im Mittelpunkt steht die möglichst hohe und authentische Informationsausstattung aller Beteiligten und die Unabhängigkeit der Aktionärsentscheidung. Keiner der Akteure soll Möglichkeiten haben, Tatsachen oder deren Erscheinung zu seinen Gunsten zu manipulieren.

Das Panel als eine Selbstverwaltungseinrichtung der Finanzwirtschaft besitzt keine Hoheitsgewalt und kann daher bei Verstößen gegen den City Code keine rechtlich verbindlichen Sanktionen verhängen. Dennoch mangelt es ihm nicht an Durchsetzungsfähigkeit<sup>629</sup>, denn zum einen ist der Code in eine Vielzahl gesetzlicher Vorschriften eingebettet, die ihm de facto Verbindlichkeit verleihen und zum anderen stehen die maßgeblichen Finanzinstitute und Wirtschaftsorganisationen dem Panel bei seiner Arbeit zur Seite. Mögliche Sanktionen sind zum Beispiel die Aussetzung oder der Widerruf der Börsenzulassung oder der Ausschluss aus berufsständigen Organisationen, deren Mitgliedschaft für das Anbieten von Finanzdienstleistungen essentiell ist. Es kann also einem Unternehmen der Zugang und die Nutzung des einheimischen Kapitalmarktes gänzlich entzogen werden. Den handelnden Personen selbst drohen zivilrechtliche Haftungen wegen fahrlässigen Handelns durch Herbeiführung der Sanktionen, eventuell sogar Strafen wegen Täuschung und Marktverfälschung<sup>630</sup>. Selbst auf ausländische Gesellschaften kann das Panel enormen Druck ausüben, da bei Verstößen sämtlichen, mit diesem in Geschäftsbeziehung stehenden Unternehmen die erwähnten Sanktionen bei Fortsetzung der Zusammenarbeit drohen. Somit würde der Gesellschaft der bedeutende Wirtschafts- und Börsenplatz Großbritannien beziehungsweise London entzogen. Für einen Großkonzern ist daher eine Machtprobe mit dem Panel wenig empfehlenswert, die Übernahme einer an der London Stock

---

<sup>625</sup> Rule 3.1 “competent independent advice”.

<sup>626</sup> Rule 19.2 und 4.

<sup>627</sup> Rule 20.2 und zwar „on request ...equally and promptly“.

<sup>628</sup> So auch *Kirchner*, BB 2000, 105, 101; *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 364.

<sup>629</sup> Ausführlich *Stern*, a. a. O., S. 53; *Habersack/ Mayer*, ZIP 1997, 2141, 2144; *Goo*, Minority Shareholders’ Protection, S. 93 f.

<sup>630</sup> Gemäß Sec 47 des Financial Services Act (FSA).

Exchange gehandelten Gesellschaft tatsächlich nur nach den Regeln des City Code erfolgversprechend.

Insgesamt kann man sagen, dass die rechtliche Lösung der Problematik in Großbritannien zwar eine vollkommen andere ist als die in den Vereinigten Staaten, das beide Modelle dieser zwei bedeutsamsten Übernahmемärkte<sup>631</sup> jedoch eine Funktionalität besitzen, die im Laufe der Jahre ihre Praxistauglichkeit anschaulich unter Beweis gestellt hat.

### **c) Das Schweizerische Kapitalmarktrecht<sup>632</sup>**

Nachdem in der Schweiz zunächst 1989 ein sogenannter Übernahmekodex in Selbstregulierung erlassen worden war, entschloss man sich nach ausführlichen Diskussionen Mitte der neunziger Jahre zur Einführung einer gesetzlichen Regelung. Im Jahre 1995 wurde das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) beschlossen. Dieses ist seit 1997 in Kraft.

Die Regelungen sehen ein Pflichtangebot bei Übertreten einer Schwelle von 33 1/3 % aller Stimmrechte an einer Gesellschaft vor<sup>633</sup>, wobei die Höhe des Auslösewertes im Rahmen der Satzungsgebung auf bis zu 49 % der Anteile erhöht werden kann. Der gebotene Preis für die Anteile darf nicht unter dem Börsenkurs liegen und höchstens 25 % unter dem vom Übernehmer innerhalb des letzten Jahres gezahlten Höchstpreis<sup>634</sup>.

Die Verwaltung der Zielgesellschaft trifft die Pflicht zu einer Stellungnahme<sup>635</sup> und einer ausführlichen Berichterstattung aller im Zusammenhang mit dem Angebot relevanten Informationen, um den Anteilseignern eine Entscheidung in Kenntnis der objektiven Sachlage zu ermöglichen. Ansonsten liegen alle Kompetenzen zur Abwehr eines Angebotes bei der Generalversammlung. Der Verwaltungsrat darf keine Maßnahmen durchführen, die den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändern<sup>636</sup>.

Die Einhaltung der Bestimmungen und eines fairen Ablaufs obliegen der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK)<sup>637</sup>. Diese bestellt bei öffentlichen Kaufangeboten eine

<sup>631</sup> In Großbritannien wurden allein zwischen 1970 und 90 über 5.000 Übernahmeangebote registriert (*Bittner*, RIW 1992, 183). Für die Bedeutung des US-amerikanischen Marktes siehe oben.

<sup>632</sup> Dazu *Nobel*, WM 1996, 100; *Zinser*, RIW 1999, 848; derselbe in NZG 2000, 573; *Tuczka, Doralt/ Nowotny/ Schauer*, Takeover-Recht, S. 125; zu Möglichkeiten des Aktienrechts: *Steinmann*, Präventive Abwehrmaßnahmen.

<sup>633</sup> Art. 32 I BEHG.

<sup>634</sup> Art. 32 IV BEHG.

<sup>635</sup> Art. 25 I, 29 I BEHG.

<sup>636</sup> Art. 29 II BEHG.

<sup>637</sup> Art. 34 BEHG.

Sonderkommission für deren Überprüfung. Der Aufsichtsbehörde stehen ausreichende Sanktionsmittel zur Durchsetzung der gesetzlichen Regelungen zur Verfügung, im äußersten Fall kann sie sogar die Bewilligung des Effektenhändlers entziehen<sup>638</sup>.

Zur Beurteilung der Pläne der Bietergesellschaft hat diese ein detailliertes Prospekt über die Einzelheiten des Angebots sowie die zukünftigen Vorstellungen hinsichtlich der Zielgesellschaft zu veröffentlichen und der Kommission zur Prüfung vorzulegen<sup>639</sup>. Während der Laufzeit des Angebots treffen den Bieter Publizitätspflichten bei Überschreitung bestimmter Grenzwerte der Stimmrechte.

#### **d) Das österreichische Übernahmegesetz<sup>640</sup>**

-----

Seit dem 1.1.1999 ist in Österreich das Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (ÜbG) in Kraft. Mit der Einführung des Gesetzes reagierte man auf seit längerem festgestellte Notwendigkeiten nach einer gesetzlichen Regelung von Unternehmensübernahmen und orientierte sich an den Vorgaben der europäischen Union (Entwurf der 13. EU-Richtlinie), welche man (damals) als kurz vor einer Verabschiedung stehend erachten konnte.

Ein Pflichtangebot auf den Kauf sämtlicher Anteile ist abzugeben bei Annahme der Erlangung einer kontrollierenden Beteiligung. Diese wird (widerlegbar) vermutet bei 30 % der Stimmrechte oder bei einer Beteiligung zwischen 20 und 30 %, wenn diese in den letzten drei Hauptversammlungen die Mehrheit der anwesenden Stimmrechte dargestellt hätte<sup>641</sup>. Der anzubietende Mindestpreis liegt dabei in Höhe des durchschnittlichen Börsenkurses der letzten 6 Monate oder 15 % unter dem innerhalb des letzten Jahres vom Erwerber gezahlten Höchstpreises von Anteilen<sup>642</sup>. Für den Bieter bestehen umfangreiche Veröffentlichungspflichten im Zusammenhang mit der Abgabe eines öffentlichen Angebots<sup>643</sup>.

Den Vorstand der Zielgesellschaft trifft für die Laufzeit des Angebotes eine strenge Neutralitätspflicht<sup>644</sup>, von der lediglich eine Stellungnahme zum Angebot sowie deren Begründung ausgenommen ist. Ein objektives Urteil über das Angebot und die Beratung der Zielgesellschaft übernimmt ein von dieser obligatorisch zu bestellender unabhängiger

---

<sup>638</sup> Art. 36 I,II BEHG.

<sup>639</sup> Art. 19 ff. BEHG.

<sup>640</sup> Dazu *Stockenhuber*, RIW 1999, 752; *Lohrer*, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 111 ff., 273 ff.; *Zwissler*, AG 1999, 411 ff.; zur Bewertung von Abwehrmaßnahmen *Stingl*, GesRZ 1999, 113.

<sup>641</sup> § 2I, 3I ÜbG.

<sup>642</sup> § 26 I ÜbG.

<sup>643</sup> §§ 10 f. ÜbG.

<sup>644</sup> § 12 ÜbG.

Sachverständiger<sup>645</sup>, welcher insbesondere die aus dem Interessenkonflikt der Zielgesellschaft entstehenden Probleme neutralisieren soll<sup>646</sup>.

Die Überwachung der Vorgänge übernimmt die Übernahmekommission, eine weisungsfreie Kollegialbehörde mit richterlichem Einschlag<sup>647</sup>, deren Bescheide nur durch den Verfassungsgerichtshof revidiert werden können. Bei Verstößen gegen die gesetzliche Regelung können seitens der Kommission als Sanktionsmaßnahmen das Ruhen von Stimm- und Mitgliedschaftsrechten sowie Geldstrafen verhängt werden<sup>648</sup>. Den Veräußerern von Stimmrechten steht in Fällen von Zuwiderhandlungen ein Rücktritts- oder Wandlungsrecht zu<sup>649</sup>.

---

<sup>645</sup> § 13, 14 II ÜbG.

<sup>646</sup> *Stockenhuber*, RIW 1999, 752, 757.

<sup>647</sup> Art. 133 Z 4 B-VG.

<sup>648</sup> §§ 34 I-III, 39 V ÜbG.

<sup>649</sup> §§ 33 I, 39 IV ÜbG.

### 3. Die Rechtslage in der Bundesrepublik Deutschland

---

Beinahe alle Rechtsordnungen in der europäischen Union enthalten spezielle Gesetze zur Abwicklung von Unternehmensübernahmen und zur Abgabe von Pflichtangeboten<sup>650</sup>. Die Bundesrepublik Deutschland gehörte zu den letzten Staaten, in denen ein solches erlassen wurde. Insbesondere aufgrund der hier lange Zeit angenommenen Vernachlässigbarkeit dieser Form des Unternehmenserwerbs wurde ein gesetzlicher Regelungsbedarf immer wieder verneint<sup>651</sup>.

Das anfangs des Jahres 2002 in Kraft getretene Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>652</sup> regelt jetzt wichtige Aspekte von Unternehmensübernahmen. Dabei orientiert es sich in wichtigen Punkten an bestehenden Interpretationsansätzen und allgemeinen Begriffsbestimmungen und fügt sich so ins Gefüge vergleichbarer Übernahmeregeln ein.

Zu dem in dieser Erörterung maßgeblichen Problemkreis der Abfindungszahlungen ist das WpÜG jedoch insbesondere durch im Gesetzesgebungsverfahren nachträglich vorgenommene Änderungen nur sehr begrenzt aussagekräftig. Den Ausgangspunkt der Rechtsbetrachtung sollen deshalb die kapitalmarktrechtlichen Aspekte des Aktienrechts bilden.

---

<sup>650</sup> Lutter, ZGR 2000, 2, 11 f.

<sup>651</sup> Weisner, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 189 (1993).

<sup>652</sup> BGBl. 2001, 3822.



## a) Das allgemeine Wertpapier- und Kapitalmarktrecht

---

Im Aktienrecht finden sich Vorschriften für das Verhalten von Leitungsorganen, zur Zulässigkeit von Geschäftsführungsmaßnahmen und zum Schutz der Aktionäre, die natürlich auch während der Phase eines Übernahmekampfes Anwendung finden.

### aa) Handlungsmöglichkeiten des Vorstandes

---

Aus der organschaftlichen Treupflicht<sup>653</sup> lässt sich für den Vorstand eine Verpflichtung zur Stellungnahme gegenüber den Aktionären und zur Aufklärung über Vor- und Nachteile des Übernahmeangebots entnehmen<sup>654</sup>. Als Fremdinteressenwahrer der Gesellschaft ist der Vorstand auch den Interessen der Eigentümer verpflichtet. Er hat diesen die relevanten Informationen zur Verfügung zu stellen, nach denen der einzelne Aktionär eine sachlich fundierte und orientierte Entscheidung treffen kann.

Gleichzeitig ergibt sich aus dieser Stellung eine Pflicht zur Wahrung von Objektivität. Bei einer Stellungnahme zur wirtschaftlichen Situation des Unternehmens, bei einer Prognose über dessen Geschäftschancen und künftigen Entwicklung sowie bei einer Bewertung des Angebots und des Bieters hat er gegenüber den eigenen Aktionären eine sachliche, realistische, unvoreingenommene und wahrheitsgemäße Stellungnahme abzugeben. Jede manipulative Beeinflussung der Aktionärsentscheidung mittels falscher oder auch nur entfremdeter Darstellung von Fakten würde einen Verstoß gegen die Treupflicht aus dem Organverhältnis darstellen. Das zu erreichende Maß an Objektivität bei Information der Anteilseigner über die gesellschaftliche Situation sollte dabei an den Anforderungen der Bilanzierungsregeln über die Wiedergabe der tatsächlichen Verhältnisse (also an dem Grundsatz von § 264 II HGB i.V.m. § 150 I AktG) orientiert werden, da eine vergleichbare Interessenlage gegeben ist. Natürlich kann der Vorstand auch eine persönliche Meinung äußern, diese ist dann jedoch auch unmissverständlich als solche zu kennzeichnen und darf ausschließlich vom objektiven Unternehmensinteresse und nicht von persönlichen Motiven geprägt sein.

---

<sup>653</sup> Im einzelnen *Henze*, BB 1996, 489 ff. Der organschaftlichen Treupflicht wesensgleiche Aussagen lassen sich im Übrigen als Nebenpflichten des Anstellungsvertrages konstruieren, also in Verbindung mit § 241 II BGB; bedingt durch das Trennungsprinzip von Organstellung und Anstellungsverhältnis.

<sup>654</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 76 Rdnr. 24; *Schander/Posten*, ZIP 1997, 1534, 1535; *Beckmann*, DB 1995, 2407; *Weisner*, Verteidigungsmöglichkeiten gegen unfreundliche Übernahmeversuche, S. 14; *Hopt*, ZHR 1997, 368, 411; *Lammers*, Verhaltenspflichten von Verwaltungsorganen, S. 122 ff.

Weiterhin ist unstreitig, dass der Vorstand eine Hauptversammlung einberufen (wenn dies überhaupt aufgrund der Kürze der Zeit möglich ist) und sich dort durch einen Entschluss die Zustimmung zu Maßnahmen erteilen lassen kann<sup>655</sup>.

Ob der Vorstand seine weitreichende Handlungsfreiheit und Geschäftsführungskompetenz (aus §§ 76 I, 93 I AktG) darüber hinaus auch von sich aus zur Verteidigung seines Unternehmens gegen eine drohende Übernahme nutzen darf, ist unklar. Eine ausdrückliche, spezielle Regelung trifft das Aktienrecht nicht. In welcher Form er also seine Pflicht zur Interessenwahrung der Gesellschaft und zur Abwehr von Gefahren und Risiken für diese zu verwirklichen hat, ist daher auf Grundlage von allgemeinen Regelungen zu entscheiden, angewendet auf die spezielle Übernahmesituation.

#### bb) Kein abstraktes Neutralitätsgebot

-----

Während einer Übernahmephase gelten die Grundsätze des Aktienrechtes fort<sup>656</sup>. Ob diesen ein Neutralitätsgebot bei Übernahmeangeboten entnommen werden kann, ist seit langem höchst umstritten<sup>657</sup>.

Obwohl gelegentlich als herrschende Meinung gekennzeichnet<sup>658</sup> kann die Position der Verfechter der Existenz eines generellen Neutralitätsgebotes für den Vorstand der Zielgesellschaft nicht überzeugen, weder in der Begründung, noch in der dogmatischen Herleitung.

<sup>655</sup> Weisner, a. a. O.; Ebenroth/ Daum, DB 1991, 1157; Kirchner, AG 1999, 486 ff.

<sup>656</sup> Kirchner, WM 2000, 1824 ff.; Schander/ Posten, ZIP 1997, 1535.

<sup>657</sup> Um den Versuch eines Überblicks aus dem reichhaltigem Schrifttum zur Existenz eines Neutralitätsgebotes zu wagen:

-Befürworter: Adams, AG 1990, 243, 245 f.; Assmann/ Bozenhardt, Übernahmeangebote, S. 112 ff.; Dimke/ Heiser, NZG 2001, 243 ff.; Kessler, AG 1995, 120, 130; Krause, AG 2000, 217, 218 f.; Grunewald, WM 1989, 1233, 1237; Hirte, ZIP 1989, 1233, 1238; Michalski, AG 1997, 152, 159; Ring, BuW 1997, 430, 431; Wagner, Standstill Agreements bei feindlichen Übernahmen, S. 146 ff.; Weisner, Feindliche Übernahmeangebote, S. 199 ff.; Merkt, ZHR 2001, 224 ff.

-Vermittelnde Positionen: Mertens, KölnKomm § 76 Rdnr. 26; Hopt, ZGR 1993, 534, 548 f.; Ebenroth/ Daum, DB 1991, 1157, 1158; Maier-Reimer, ZHR 2001, 258 ff.; Oltmanns, Geschäftsleiterhaftung, S. 298 f.

-Gegner: Martens, in: FS Beusch, S. 539, 549 ff.; Werner, Probleme feindlicher Übernahmeangebote, S. 16 f.; Schander/ Posten, ZIP 1997, 1534, 1536; Kirchner, WM 2000, 1821, 1825; Lammers, Verhaltenspflichten von Verwaltungsorganen S. 130 ff.; Weisner, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche, S. 141 ff.; Müller, in: FS Semler, S. 210 f.; Bungert, NJW 1998, 488, 492; derselbe, ZHR 1995, 261, 267; Körner, DB 2001, 367, 368; Schwennicke, in: Geibel/ Süßmann, WpÜG, § 33 Rdnr. 12 ff.; Thümmel, DB 2000, 461, 462 f.; Kort, in: Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 102; Hüffer, AktG, § 76 Rdnr. 15 d.

<sup>658</sup> Zum Beispiel von Liebscher, ZIP 2001, 866 oder Hopt, FS Lutter, S. 1361, 1375.

## (1) Herleitung aus dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz

Als gesetzliches Argument pro Neutralitätsgebot wurde der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz beziehungsweise § 53 a AktG, notfalls in analoger Anwendung, genannt<sup>659</sup>.

Dieser hat sich jedoch für eine Herleitung als nicht tragbar erwiesen.

Zum einen lässt sich von ihm keinerlei Bezug zum Erwerb von Aktien herstellen. Sinn und Zweck der Norm ist der Schutz von Aktionären des Status quo vor Diskriminierungen. Sie entfaltet keine Vorwirkung gegenüber zukünftigen Erwerbern von Anteilen. Sie berührt auch nicht das Verhältnis zwischen aktuellen und potentiellen Aktionären. Eine daran gemessene Ungleichbehandlung dieser Gruppen beim Erwerb von Aktien würde den Normzweck ad absurdum führen.

Selbst wenn der potentielle Erwerber schon Anteile der Gesellschaft halten sollte, den Schutz des § 53 a AktG also prinzipiell für sich geltend machen kann, ist die Regelung einer geplanten Übernahme kein Fall des § 53 a AktG<sup>660</sup>. Die Entwicklung eines Neutralitätsgebotes würde dessen Anwendungsbereiches überdehnen<sup>661</sup>. Dieser beschränkt sich auf den Bereich mitgliedschaftlicher Beziehungen, auf den Schutz mitgliedschaftlicher Vermögens- und Mitverwaltungsinteressen<sup>662</sup>. Die Norm findet also auf Problemstellungen Anwendung, in denen aus der Aktionärsstellung begründete Rechte von Aktionären durch die Geschäftsführung verletzt werden, dies schließt die Möglichkeit des Erwerbs von Aktien nicht ein<sup>663</sup>.

Selbst wenn man eine extensiveren Auslegung als die herrschende Meinung zugrundelegen würde, eine Anwendbarkeit des Paragraphen auf diese Fälle also befürwortet, ist dann zu beachten, dass das Gebot nicht ohne Bedingung formuliert ist. Das Gleichbehandlungsgebot gilt nur bei gleichen Voraussetzungen (§ 53a AktG). Eine Ungleichbehandlung kann daher unter besonderen Umständen gerechtfertigt sein.

Eine solch außergewöhnliche Situation läge dann aber jedenfalls vor. Ein potentieller Übernehmer des Unternehmens stellt sich diesem hinsichtlich der Übernahme in einer Art und Weise entgegen, die eine Sonderbehandlung rechtfertigt. Beim Versuch der gewaltsamen Kontrollübernahme eines Unternehmens handelt es sich eben nicht nur um eine gewöhnliche Auseinandersetzung zwischen Aktionären um Anteile und Herrschaftsverhältnisse, es geht

<sup>659</sup> Hopt, Großkomm, AktG § 93 Rdnr. 122; ders., FS Lutter, S. 1361, 1376; Michalski, AG 1997, 152, 159; Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 18, 26.

<sup>660</sup> Es sei denn, die AG erwirbt oder stößt eigene Aktien ab; dann gilt über § 71 I Nr.8 bzw. § 186 AktG das Gleichbehandlungsgebot des § 53a (siehe Reichert/ Harbarth, ZIP 2001, 1441 f.).

<sup>661</sup> Zur Rechtsnatur und Anwendungsbereich Lutter/Zöllner, KölnKomm, § 53a Rdnr. 1 ff., 17 ff.

<sup>662</sup> Lutter/ Zöllner, a. a. O., Rdnr. 19.

<sup>663</sup> Ebenso Maier-Reimer, ZHR 2001, 258, 260; Schwennicke, in: Geibel/ Süßmann, WpÜG, § 33 Rdnr. 13.

dann um die Frage der Zukunft und des Fortbestands der Gesellschaft. Auch ein bietender Aktionär tritt bei einem Übernahmever such der Gesellschaft quasi als Dritter gegenüber und damit aus seiner ‚normalen‘ Aktionärsstellung heraus. Diese Situation rechtfertigt zweifelsohne auch außergewöhnliche Maßnahmen in Anwendung des Ausnahmeverbehalts des § 53 a AktG.

Dadurch ist zwar nicht zugleich indiziert, dass über diese Frage dann ausgerechnet der Vorstand entscheiden soll, jedenfalls aber ist die Entwicklung eines Neutralitätsgebotes aus § 53a AktG abzulehnen.

## (2) Beschneidung von Hauptversammlungskompetenzen

---

Gegen eine ein Übernahmeangebot verhindernde Unternehmenspolitik ließe sich einwenden, dass der Vorstand damit die Grenzen seiner Geschäftsführungsbefugnis überschreite und sich in Rechte der Hauptversammlung einmische<sup>664</sup>.

Gemäß § 119 I AktG unterliegt es der Zuständigkeit der Aktionäre, die Satzung eines Unternehmens zu ändern oder dieses sogar jederzeit aufzulösen. Die strukturellen Änderungen im Zusammenhang mit einer Übernahme unterfallen also tendenziell dem Entscheidungsbereich der Anteilseigner, nicht dem des Vorstands<sup>665</sup>. Wenn diese etwa ihre Gesellschaft liquidieren wollen, haben sie als Eigentümer das Recht dazu.

Allerdings hat eine Kompetenzwahrnehmung der Aktionäre in den rechtlich vorgesehenen Bahnen zu erfolgen. Nur ein wirksamer Hauptversammlungsbeschluss bindet den Vorstand an die darin vorgesehenen Umstrukturierungsmaßnahmen. Solange kein solcher für die Geschäftsführung verbindlicher Beschluss existiert, sind erklärte oder mutmaßliche Aktionärsinteressen für den Vorstand rechtlich unmaßgeblich, wenn sie dem Unternehmensinteresse widersprechen<sup>666</sup>.

Das erklärte Interesse (einzelner) Aktionäre am Verkauf des Unternehmens hätte keinen Einfluss auf die Geschäftsführungsbefugnisse des Vorstandes, der Verteidigungsmaßnahmen als für das Unternehmen sinnvoll erachtet. Es besteht daher keine Kompetenz von Aktionären, die durch die Ergreifung von Maßnahmen eventuell verletzt werden könnte.

---

<sup>664</sup> Weisner, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 202; Hopt, Großkomm, § 93 Rdnr. 124; Dimke/ Heiser, NZG 2001, 246.

<sup>665</sup> Zu sogenannten ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenzen siehe noch im Zusammenhang mit der Klagebefugnis von Aktionären unter C. II. 3. b.

<sup>666</sup> Ebenso Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 24 f. Es liegt danach natürlich der Gedanke nahe, dass wenn bei einem Unternehmensverkauf die Sphäre der Aktionärsinteressen betroffen ist, dann diesen eine (wirksame) Kompetenzausübung in Form eines Hauptversammlungsbeschlusses zu ermöglichen. Dagegen hat sich der Gesetzgeber allerdings in der spezielleren Regelung des WpÜG ausgesprochen (vgl. noch genauer im Abschnitt C. III. 3. c. sowie zum dahingehenden Vorschlag de lege ferenda unter G. IV.).

### (3) Herleitung aus dem Prinzip der Trennung von Kapital und Leitungsmacht

---

Wenn die konkreten Kompetenzregelungen im Verhältnis zwischen Vorstand und Aktionären keinen verbindlichen Schluss auf ein Neutralitätsgebot zulassen, könnte dies immer noch aus dem diesen zugrundeliegenden Prinzip möglich sein<sup>667</sup>.

Im Verhältnis zwischen Vorstand und Aktionären gilt das dem System der Kapitalgesellschaft immanente Prinzip der Trennung von Kapitalgebung und Leitung der Gesellschaft, also der Trennung des Eigentums an dem und der Kontrolle über das Unternehmen. A priori könnte man nun annehmen, dass es für das Unternehmen keinen Unterschied macht, wer seine Eigentümer sind beziehungsweise aus welchen Quellen es sein Eigenkapital bezieht.

Grundsätzlich ist eine Einflussnahme des Vorstandes auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises aber durchaus gesetzlich anerkannt. Einzelne Fallgruppen bilden zum Beispiel die Vinkulierung von Aktien oder die Möglichkeit der Gestattung einer Due Dilligence<sup>668</sup>. Demnach würde es nur dann nicht zu den Aufgaben des Vorstandes gehören, auf die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre Einfluss zu nehmen, wenn das Unternehmensinteresse davon nicht berührt wäre.

Es wurde jedoch bereits dargelegt, dass das Unternehmensinteresse durchaus von einer Übernahme betroffen ist<sup>669</sup>. Die Übernahme eines Unternehmens kann gravierende Folgen für die einzelnen Beteiligten und Interessengruppen haben, insbesondere für deren Stakeholder. Es obliegt der Geschäftsleitung also sehr wohl, im Sinne des sie bindenden Unternehmensinteresse Maßnahmen zu ergreifen<sup>670</sup>.

### (4) Herleitung aus dem Unternehmensinteresse

---

Auch in einer Übernahmesituation sind die Verwaltungsorgane einer Aktiengesellschaft an das Unternehmens- beziehungsweise Gesellschaftsinteresse gebunden. Im Falle eines Übernahmeangebotes getroffene Maßnahmen sind daran zu messen, ob sie diesem entsprechen oder zuwiderlaufen.

---

<sup>667</sup> Gegen eine Einflussnahme des Vorstandes auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises *Adams*, AG 1990, 243; *Ebenroth/ Daum*, DB 1991, 1157; *Mertens*, KölnKomm, § 76 Rdnr. 26; *Michalski*, AG 1997, 159; *Rümker*, in: FS *Heinsius*, S. 688 ff.

<sup>668</sup> *Weisner*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 145.

<sup>669</sup> Siehe oben Abschnitt C. II. 3., C. II. 4.

<sup>670</sup> *Schwennicke*, in: *Geibel/ Süßmann*, WpÜG, § 33 Rdnr. 14 m. w. N.

Wie schon dargestellt<sup>671</sup>, lässt sich eine pauschalisierende, vom Einzelfall gelöste Bewertung von Unternehmensübernahmen im Lichte des Unternehmensinteresses nicht vornehmen. Eine Vermutung pro oder contra ihrer Schädlichkeit besteht nicht<sup>672</sup>. Es sind genauso gut unternehmensschädliche wie auch unternehmensnützliche Übernahmen vorstellbar. Somit ist in jedem Falle eine Einzelbetrachtung vorzunehmen.

Wenn aber kein genereller Standpunkt gefunden werden kann, dann ergibt sich daraus zugleich zwingend, dass sich zumindest aus der Pflichtenbindung der Leitungsorgane an das Unternehmensinteresse kein abstraktes Neutralitätsgebot herleiten lässt.

#### (5) Herleitung aus dem Prinzip der Fremdinteressenwahrung

-----

Im befürwortenden Schrifttum tendiert man zu einer Entwicklung des Neutralitätsgebotes aus dem Gedanken der Fremdinteressenwahrung<sup>673</sup>. Der Vorstand ist Leitungsorgan der Gesellschaft und habe als solches die Interessen der Gesellschaft als des „Eigentums“ der Aktionäre zu wahren<sup>674</sup>. Diese allgemeine Pflicht hindere ihn, im eigenen Interesse Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu nehmen.

Auch diese Konstruktion kann nicht überzeugen, denn sie unterstellt die Notwendigkeit eines Neutralitätsgebots für die Lösung einer Interessenkollision zwischen dem persönlichen Interesse des Vorstands einerseits und dem der Gesellschaft und ihrer Aktionäre andererseits.

Das ist jedoch nicht die maßgebliche Konfliktsituation. Dem Vorstand obliegt als Fremdinteressenwahrer eine Pflicht zur Treue gegenüber seinem Vertretenen, also der Gesellschaft, und nicht zuerst gegenüber den Aktionären. Diese in seiner Organstellung, in der Systematik des Aktiengesetzes und in den Grundsätzen der § 76 I und 93 I AktG, der ordnungsgemäßen Geschäftsführung begründete Verpflichtung findet sich im anerkannten Grundsatz der Orientierung von Geschäftsführungsmaßnahmen am Unternehmensinteresse wieder<sup>675</sup>. Die Frage, welche Handlungen des Geschäftsganges in der akuten Übernahmesituation weiterhin gestattet sein sollen, misst sich deshalb für ihn wie stets am Unternehmensinteresse, und nicht am Aktionärsinteresse.

---

<sup>671</sup> Siehe oben Abschnitt C. II. 4.

<sup>672</sup> Vgl. *Kort*, in: Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 100.

<sup>673</sup> *Hopt*, Großkomm, AktG § 93 Rdnr. 122; *Merkt*, ZHR 2001, 224, 249 jeweils mit umfangreichen Nachweisen; in diesem Sinne spricht *Koch*, Hindernisse für öffentliche Übernahmeangebote S. 235 ff., 282 von einer allgemeinen Pflichtenbindung.

<sup>674</sup> *Hopt*, a. a. O., Rdnr. 122; *ders.*, FS Lutter, S. 1361, 1376; eine Treupflicht der Vorstandsmitglieder gegenüber den Aktionären befürwortend *van Aubel*; Vorstandspflichten, S. 139 f.

<sup>675</sup> Zur Begründung siehe oben Abschnitt B, II. 3.

Nur bei einer derartigen Betrachtungsweise wird die pflichtgemäße Interessenwahrnehmung des Vorstandes in die gesetzlichen Bahnen gelenkt. Dass dabei das eigene Interesse des Vorstandes an der Erhaltung seiner Position kein legitimer Entscheidungsparameter ist, versteht sich aus seiner ausschließlichen Bindung an das Unternehmensinteresse und ist kein Grund für die Herleitung eines Neutralitätsgebotes<sup>676</sup>. Die für die Geschäftsleitung entscheidende Konfliktsituation bei einer Übernahme besteht zwischen dem Unternehmensinteresse einerseits und den Interessen des Bieters andererseits. Ein eventuelles Neutralitätsgebot könnte nur dort seinen Ansatz haben, dafür lässt sich jedoch im Aktiengesetz keine dogmatische Begründung finden.

Die Geschäftsleitung hat also zunächst situationsbezogen das Unternehmensinteresse zu ermitteln und sich dann daran zu orientieren. Dem Unternehmen entstehender Schaden kann sonst eine Haftung nach § 93 II AktG auslösen. Eine Abwehrkompetenz ist zu bejahen, wenn das Unternehmensinteresse einer Übernahme entgegensteht. Dies ist insbesondere dann vorstellbar, wenn man die Interessen der Stakeholder als entsprechend gewichtig einstuft<sup>677</sup>, wozu anerkanntermaßen<sup>678</sup> die Möglichkeit besteht, oder die potentiellen Interessen der aktuellen Aktionäre den erklärten Plänen des Bieters gegenüberstellt. Der Vorstand kann durchaus andere Interessen als die der Aktionäre in seine Entscheidungen mit einbeziehen, auch wenn zwischen diesen ein Interessenkonflikt besteht.

Die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen gegen eine feindliche Übernahme bedeutet nicht gleichzeitig die Verfolgung persönlicher Vorteile zulasten der Gesellschaft. Bereits im gesellschaftsrechtlichen Teil wurden die Prioritäten der Interessenwahrnehmung bei der Unternehmensleitung dargestellt<sup>679</sup>. Dabei wurde als allgemein anerkanntes oberstes Gebot die Wahrung der substantiellen Existenz des Unternehmens beziehungsweise die Sicherung ihres Erhalts und Bestands herausgestellt. Sollte dafür Gefahr drohen, ist die Geschäftsleitung verpflichtet zu reagieren.

Nun stellt die gewaltsame Übernahme einer Gesellschaft keinen gewöhnlichen Fall eines Kaufs oder Verkaufs von Anteilen dar<sup>680</sup>, die übliche Aktionärsfluktuation also. Übernahmen zielen in der Regel auf eine Eingliederung oder die Zerschlagung des Zielobjektes ab. Die

<sup>676</sup> Dafür aber *Hopt*, FS Lutter, S. 1361, 1376 f.

<sup>677</sup> Dementsprechende Ansätze in der Literatur und Rechtsprechung (dazu siehe Abschnitt B. II. 4.) übersieht die amtliche Begründung des Regierungsentwurfs zum Übernahmegesetz (S. 136)- kritisch dazu *Kirchner*, WM 2000, 1821, 1829.

<sup>678</sup> BVerfGE 50, 290; gegen ein pauschales Verbot der Einflussnahme auf den Aktionärskreis *Bungert*, NJW 1988, 488, 492; *Martens*, in: FS *Beusch*, S. 549 ff.; *Maier-Reimer*, ZHR 2001, 258, 259.

<sup>679</sup> Dazu siehe oben Abschnitt B. II. 4.

<sup>680</sup> Anderslautenden Meinungen widersprechen ganz energisch *Schneider/ Burgard*, DB 2001, 963.

Folgen einer Übernahme können für alle Beteiligten verheerend sein: es kann zu Personalabbau, zu Standortbereinigungen oder gar zur Liquidation des Gesamtunternehmens, zu Wettbewerbsbeeinträchtigungen und zu Verlusten für die Aktionäre kommen. Dies gilt insbesondere im Fall eines Aktientauschangebots.

Natürlich kann eine Eingliederung in einen Konzern auch reibungslos und ohne negative Effekte geplant sein und ausgeführt werden. Unternehmensübernahmen sind nicht per se gesellschaftsschädlich. Das Wert- und Substanzerhaltungsinteresse als Quintessenz des Unternehmensinteresses ist nicht als ein apodiktisches Unabhängigkeits- und Selbstständigkeitsstreben zu verstehen. Im Einzelfall könnten die wesentlichen Interessen des Unternehmens als Teil eines Konzerns besser verwirklicht werden. Eine Pauschalbewertung lässt sich nicht vornehmen<sup>681</sup>. Die Geschäftsleitung ist deshalb im Unternehmensinteresse angehalten, die Situation und deren hypothetische Folgen zu prüfen und, wenn notwendig, zu reagieren. Ob dies der Fall ist, kann nur anhand des konkreten Übernahmeangebots entschieden werden<sup>682</sup>.

Dieses Verständnis der Pflichtensituation des Vorstandes korreliert im Übrigen genau mit der Treupflicht des Aktionärs<sup>683</sup> (ein solcher wird ein potentielle Übernehmer oft bereits zuvor gewesen sein), auf die Interessen der Gesellschaft und der Mitgesellschafter Rücksicht zu nehmen. Es ist deshalb schwer nachvollziehbar, warum dem Vertreter der Gesellschaft jede Möglichkeit genommen werden sollte, die Erfüllung dieser Pflichten gegenüber seinem Vertretenen zu überwachen und durchzusetzen.

#### (6) Notwendigkeit zur Schaffung eines Marktes für Unternehmenskontrolle

-----

So sinnvoll der bereits angesprochene<sup>684</sup> Markt für Unternehmenskontrolle zur Kontrolle der Vorstandstätigkeit auch sein mag, für die dogmatische Herleitung eines Neutralitätsgebots ist auch er absolut ungeeignet<sup>685</sup>.

---

<sup>681</sup> Vgl. oben Abschnitt C. II. 4.

<sup>682</sup> Zu diesem Ergebnis kommt im Übrigen auch die Majorität der Verfechter eines Neutralitätsgebots, allerdings mittels einer undogmatischen Konzeption. Es wird die Existenz eines abstrakt-generellen Neutralitätsgebotes unterstellt und dieses dann einem Ausnahmeverbehalt unterworfen. Einige der verschiedenen aufgezählten Szenarien von negativen Auswirkungen einer Übernahme werden dann als Grund für eine Intervention der Geschäftsleitung akzeptiert (siehe dazu beispielsweise *Mertens*, KölnKomm, § 76 Rdnr. 26, welcher als ausreichend ansieht: die Gefährdung der Marktstellung, Beteiligung von unerwünschten Organisationen wie „Mafia“ oder die kreditfinanzierte Übernahme durch *raider*).

<sup>683</sup> Zweifellos anerkannt z.B. in BGHZ 103, 184, 194 f. „Linotype“; BGHZ 129, 136 „Girmes“; *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 484.

<sup>684</sup> Siehe oben im Abschnitt C. II. 3.

<sup>685</sup> Mit anderer Begründung im Ergebnis ebenso *Kort*, in: Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 101 m. w. N.



Dem marktwirtschaftlichen Hauptargument für die Forderung nach der Deregulierung von Unternehmensübernahmen wäre zwar durch die Anerkennung eines Neutralitätsgebotes gedient, eine den Vorstand von Zielgesellschaften bindende rechtliche Grundlage im Aktienrecht besitzt dieses Prinzip aber nicht.

Hier muss klar zwischen den Perspektiven der Funktionsfähigkeit einer Marktwirtschaft insgesamt und der des einzelnen Unternehmens unterschieden werden.

Einem Geschäftsleiter obliegt nur letztere, die Wahrung ersterer ist die Pflicht des Gesetzgebers, der zu diesem Punkt aber im Aktienrecht keine Regelung eingefügt hat. Die allgemeinen Regelungen zur Sorgfaltspflicht des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters (§ 76 I, 93 I, 116 AktG) dienen explizit dem Schutz des Gesellschaftsvermögens<sup>686</sup>, sind somit als Handhabe zur Sicherung gesamtwirtschaftlicher Belange nicht brauchbar. Eine dahingehende Interpretation würde den Regelungszweck der Normen sprengen. Es ist nicht Aufgabe einer Unternehmensleitung, volkswirtschaftliche Notwendigkeiten in Maßnahmen der Geschäftsführung mit einzubeziehen. Eine Subsumtion der Ausrichtung der Geschäftsführung an den Interessen des Marktes für Unternehmenskontrolle unter die §§ 76 I und 93 I AktG ist deshalb nicht möglich. Wenn der Gesetzgeber eine solche Notwendigkeit für gegeben erachtet, dann muss er dies ausdrücklich regeln.

Die noch zu beantwortende, aber von der aktienrechtlichen Wertung unabhängige Frage wird sein, ob er dies im WpÜG getan hat<sup>687</sup>.

## (7) Ergebnis

-----

Es ist also festzustellen, dass, ebenso wenig wie es eine Pauschallösung für alle Unternehmensübernahmen gibt, keine aktienrechtliche Regelung<sup>688</sup> zur Frage nach der Existenz einer abstrakten Neutralitätspflicht existiert.

<sup>686</sup> Hüffer, AktG, § 93 Rdnr. 1; Hefermehl/ Spindler, in: Kropff/ Semler, MünchKomm AktG, Rdnr. 1, welche wiederum darin den Schutz der Aktionäre und der Gläubiger verkörpert sehen.

<sup>687</sup> Dazu siehe im Folgenden unter C. III. 3. c.

<sup>688</sup> Ein gesetzgeberisches Indiz für die Anerkennung der Notwendigkeit einer Beeinflussung des Aktionärskreis seitens der geschäftsführenden Organe bildet die Einräumung der Möglichkeit zur Ausgabe von vinkulierten Namensaktien (§ 68 II AktG)- eine Ausnahmenvorschrift allerdings, der man kaum eine Signalwirkung gegen ein Neutralitätsgebot entnehmen kann. (für einen solchen induktiven Schluss hingegen Werner, Probleme feindlicher Übernahmen, S. 16; a.A.: Wagner, Standstill Agreements bei feindlichen Übernahmen, S. 147- betont den Ausnahmecharakter der Vorschrift, die ausweislich der amtlichen Begründung nur den besonderen Interessen von Unternehmensgründern gerecht werden will) Allerdings kann man aus der Existenz eines Zustimmungsvorbehalts für den Aktienübergang schließen, dass das Prinzip der Trennung von

Eine am Unternehmensinteresse und den Grundgedanken der ordentlichen Geschäftsführung orientierte Rechtsfindung kann deshalb zumindest kein generelles Gebot der Neutralität der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ergeben. Eine Stillhaltepflicht mit der Folge, dass dem Vorstand der Zielgesellschaft in einer Übernahmesituation grundsätzlich die Hände gebunden wären, besteht nach geltendem Aktienrecht nicht.

Nach der aktuellen Rechtslage muss immer eine konkrete Einzelfallbetrachtung orientiert am Unternehmensinteresse vorgenommen werden<sup>689</sup>. Es kann also aus dem Aktienrecht keine generelle, vom Einzelfall losgelöste Antwort auf die Frage der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen per se gefunden werden.

Eine andere Frage ist jedoch die auch für das Unternehmensinteresse relevante Frage nach der Auswahl und Ergreifung spezieller Abwehrmaßnahmen. Nachdem das Problem der generellen Zulässigkeit behandelt wurde, ist damit noch kein Urteil über die Methode, also die Wahl der Mittel, gesprochen.

Von der Einschätzung der Rechtslage hinsichtlich eines abstrakten Neutralitätsgebotes und der Frage der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen in einer konkreten Übernahmesituation ist die Einschätzung konkreter Verteidigungsmaßnahmen unabhängig. Jedoch weist nicht nur die grundsätzliche Entscheidung, ob Verteidigungsmaßnahmen ergriffen werden sollen, sondern auch die Wahl der Verteidigungsmittel eine hinreichende rechtliche Relevanz auf.

Dazu ist notwendig, in jedem Fall die einzelnen direkten oder indirekten Maßnahmen singulär am Unternehmensinteresse beziehungsweise den Generalklauseln der §§ 76 I, 93 I, 116 AktG zu messen.

Das Thema der Bearbeitung lässt jedoch eine Reduktion auf die Untersuchung von zwei konkreten Maßnahmen zu, welche allein eine Relevanz zu Abfindungsvereinbarungen aufweisen.

---

Kapitalerbringung und Geschäftsführung in der Aktiengesellschaft nicht absolut und eine Beeinflussung seitens des Managements dem Gesetz durchaus nicht wesensfremd ist.

<sup>689</sup> Ebenso Kort, in: Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 100 ff.; Schwennicke, in: Geibel/ Süßmann, WpÜG, § 33 Rdnr. 16 f.

cc) Installation von *golden parachute*-Vereinbarungen<sup>690</sup>

-----

Einer (potentiellen) Zielgesellschaft steht eine ganze Palette an Möglichkeiten zur Verfügung, sich gegen ein feindliches Übernahmeangebot zur Wehr zu setzen. Nach der primären Entscheidung pro Ergreifung von Abwehrmaßnahmen hat sich die Verwaltung der Zielgesellschaft auf eine oder mehrere konkrete Maßnahmen festzulegen. Diese sind dann natürlich auch im Einzelnen einer rechtlichen Überprüfung zugänglich.

Unproblematisch dürften immer wertsteigernde Maßnahmen sein, welche den Börsenkurs nach oben treiben und die Kosten eines Kaufs steigern, ganz im Sinne des Unternehmensinteresses. Ohne Weiteres zulässig dürfte auch die Suche nach einem Konkurrenzangebot von einem *white knight* sein. Problematischer gestaltet sich schon die Situation bei der Bewertung von selbstschädigenden Maßnahmen, dem Verkauf von Vermögenswerten (*crown jewels*) oder der Installation von *poison pill's*. Hier wäre eine Abwägung des Interesses des Unternehmens am Erhalt der Selbstständigkeit beziehungsweise am Erhalt schlechthin gegen den wirtschaftlichen Schaden einer solchen Aktion vorzunehmen.

In diesem Zusammenhang wurde bereits auf Vereinbarungen von Managerabfindungen für den Fall einer feindlichen Unternehmensübernahme (*golden parachutes*) als einer speziellen *poison pill* hingewiesen. Diese werden meist schon vor Eintritt einer konkreten Übernahme-situation, also präventiv abgeschlossen. Doch auch nach Abgabe eines Angebots bliebe theoretisch immer noch Zeit für eine solche Vereinbarung.

Ihre Intention besteht in zweierlei Hinsicht. Ursprünglich bezweckte eine Gewährung lediglich, Führungskräfte für den Fall des drohenden Verlustes ihres Arbeitsplatzes nach einem Eigentümerwechsel abzusichern und ihnen somit eine neutrale Beurteilung und Haltung während der Übernahme zu ermöglichen. Es sollte also der Konflikt persönlicher und gesellschaftlicher Interessen der Geschäftsleitung beseitigt werden<sup>691</sup>. Die dahingehende Funktionalität von *golden parachutes* ist zu bezweifeln. Ein empirischer Nachweis wurde nie geführt. Statt eine Beseitigung der genannten Interessendivergenz zu erreichen könnte theoretisch betrachtet genauso gut die Motivationslage des Managements ins Gegenteil verdreht werden mit der Folge, dass dieses nun nicht mehr Übernahmen aus Verlustangst um ihren Arbeitsplatz ablehnt, sondern gezielt auf eine Übernahme hinsteuert, um die lukrative

---

<sup>690</sup> Auch als *change of control*- Klauseln bezeichnet.

<sup>691</sup> Lehnert, Unternehmensübernahmen in den USA, S. 101 f. m. w. N.; Weisner, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche, S. 45 f.

Abfindung zu kassieren. Ob also dieser persönliche Interessenkonflikt durch Installation von *golden parachutes* wirklich bereinigt werden kann, ist nicht erwiesen. Im Einzelnen wird hierbei die Höhe der vereinbarten Summe ausschlaggebend sein.

Die eigentliche Intention solcher Abfindungsvereinbarungen als Verteidigungsmaßnahme, durch die damit verbundene Verteuerung des Unternehmenserwerbs, kam erst später auf<sup>692</sup>. Trotz der großen öffentlichen Kritik etablierten sie sich speziell in den USA zu einem festen Bestandteil unternehmerischer Vorsorgemaßnahmen gegen potentielle feindliche Übernahmen und wurden dann auch geleistet<sup>693</sup>.

Die Fachliteratur steht solchen *golden parachute*-Vereinbarungen eher kritisch oder gar ganz ablehnend gegenüber<sup>694</sup>.

Zunächst bestehen Bedenken hinsichtlich ihrer Wirksamkeit. Ob sie tatsächlich eine abschreckende Wirkung entfalten, muss angesichts der Summen, die teilweise bei einem Unternehmenskauf gezahlt werden, zweifelhaft erscheinen. In der Kalkulation eines Milliardengeschäftes nehmen sich selbst Abfindungszahlungen in Millionenhöhe eher unwesentlich aus. Ihre übernahmehemmende Wirkung ist deshalb wohl als gering einzustufen, was natürlich auch von der Höhe der vereinbarten Zahlungen und der Relation zu der Größe des Mergers abhängt. Um einen wirklichen Effekt zu erzielen, müsste wohl über derart exorbitante Summen verfügt werden, welche dann schon aufgrund ihrer absoluten Höhe zu kritisieren wären<sup>695</sup>. Deswegen können die „goldenen Fallschirme“ als sinnvoll überhaupt nur in Kombination mit anderen Vorsorgemaßnahmen angesehen werden.

Doch überhaupt scheint das ganze Konzept von solchen Abfindungszahlungen fraglich. Neben ihrer zweifelhaften Wirksamkeit als Verteidigungswaffe muss auch der Aspekt der Förderung von Neutralität und Objektivität für die Verwaltung einer Zielgesellschaft hinterfragt werden. Schließlich ist diese ja bereits aufgrund ihrer Organstellung und ihrer Anstellungsverträge zu einer solchen Einstellung verpflichtet. Angesichts dessen wirkt eine Vereinbarung überflüssig, welche zur Wahrung einer loyalen Haltung eine zusätzliche

---

<sup>692</sup> Sehr beliebt waren diese Vereinbarungen in den USA Anfang der 80iger Jahre. (Nachweise bei *Lehnert a.a.O.*).

<sup>693</sup> So sah 1990 jedes dritte Unternehmen in den USA *golden parachute*-Vereinbarungen für das Management im Fall einer Übernahme vor. (*Lehnert a.a.O.*). Beispielsweise erhielten die CEO's von Revlon und Norton Simon aufgrund einer *golden parachute*-Vereinbarung nach der Übernahme ihrer Unternehmen je 35 Mio. \$ ausgezahlt (Quellen bei *Lohrer*, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 223).

<sup>694</sup> *Hauschke/ Roth*, AG 1988, 181, 192; *Michalski*, AG 1997, 152, 160 m. w. N.; *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 143 f.; *Lohrer*, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, S. 225 f.

<sup>695</sup> Dies wäre aber dann vorstellbar, wenn nicht nur mit einzelnen Topmanagern, sondern auch in großer Zahl auf darunterliegenden Leitungsebenen derartige Vereinbarungen getroffen würden (*silver parachutes*). Dann könnte die Gesamtsumme durchaus einen gewichtigen Faktor der Übernahmekosten darstellen. Derartige Vereinbarungen sind jedoch in der Praxis bislang nicht bekannt.

Summe in Aussicht stellt. Die Honorierung des bloßen Nichtwidersetzens gegen eine Übernahme kann kaum als Leistung und als Gegenwert für eine solche Zahlung überzeugen<sup>696</sup>.

Insbesondere ist dies aber deshalb bedenklich, da die im Auszahlungsfall Begünstigten die Vereinbarung ja faktisch mit sich selbst abschließen. Formell vertritt natürlich der Aufsichtsrat die Gesellschaft. Verteidigungsmaßnahmen obliegen jedoch als Geschäftsführungsmaßnahmen der Zuständigkeit des Vorstandes, welcher diese deshalb selbst vorschlagen und den Aufsichtsrat quasi nur als ausführendes Organ beteiligen wird. Selbst wenn man überhaupt die Wirksamkeit als Neutralitätsstifter unterstellt, bleibt die Frage nach der Notwendigkeit. So hilfreich ein zusätzlicher Anreiz zur Erreichung eines bestimmten Zwecks auch immer sein mag, durchaus auch wenn ihn die zu beeinflussende Person sich selbst gibt, angesichts der wirtschaftsethischen Anstößigkeit und der breiten Kritik an derartigen Maßnahmen muss hinterfragt werden, ob diese tatsächlich notwendig sind. Ein überzeugender Nachweis der Funktionalität von *golden parachutes* als Neutralitätsstifter für den Vorstand ist bislang aber nicht erbracht worden.

Noch andere Argumente sprechen tendenziell gegen *golden parachutes*. Ausgehend vom Wirkungsprinzip des schon dargestellten Marktes für Unternehmenskontrolle sollen Übernahmen beziehungsweise die Bedrohung mit solchen ja den Zweck erfüllen, den Leistungsdruck auf Manager in potentiellen Zielgesellschaften zu erhöhen. *Golden parachute*-Vereinbarungen würden dahingehende positive Anreizwirkungen jedoch direkt wieder aufheben.

Zudem können solche Vereinbarungen den kaum erwünschten Effekt erzielen, dass die Begünstigten im Falle der Auszahlung quasi für die Vernichtung ihres eigenen Werkes belohnt werden. Eine feindliche Übernahme stellt zwar nicht zwingend<sup>697</sup>, aber doch möglicherweise ein Indiz für eine unterdurchschnittliche Managerleistung dar. Die Abfindung würde dann gewissermaßen eine Honorierung für persönliches unternehmerisches Versagen bedeuten. Natürlich kann eine Übernahme auch ganz andere Ursachen haben, wirtschaftsethisch wirft diese Möglichkeit jedoch kein positives Licht, weder auf die so Begünstigten noch auf die vertragliche Vereinbarung.

Einen weiteren unschönen Aspekt bildet der Vorwurf der persönlichen Bereicherung, welcher der Installation der *golden parachutes* stets innewohnt. Da die Begünstigten selbst maßgeblich daran beteiligt sind, besitzen sie immer den Hauch des Charakters einer Selbstbedienungstransaktion. Faktisch trägt die Kosten zwar ein künftiger Erwerber und somit

---

<sup>696</sup> Schüller, Vorstandsvergütung, S. 143 f.

<sup>697</sup> Schüller, Vorstandsvergütung, S. 143.

nicht direkt die eigene Gesellschaft, aber in gewissem Sinne wird hierbei die Macht der Organstellung zur Erlangung von privaten Vorteilen benutzt. Warum sonst sollten Abfindungszahlungen dieser Art nur für Mitarbeiter auf der Führungsebene, und nicht für normale Arbeitnehmer, welche keinen Einfluss auf Unternehmensleitung nehmen können, getroffen werden. Derartige Vereinbarungen sind jedoch nicht üblich. Dies lässt sich auch nicht ohne Weiteres mit dem höheren Maß an Verantwortung begründen, da ja auch die Geschäftsführung ausweislich des Systems der Kapitalgesellschaften kein unternehmerisches Risiko trägt.

Die Argumente gegen eine Zulässigkeit von *golden parachutes* sind schwerwiegend. Abfindungsvereinbarungen für den Fall der Übernahme des eigenen Unternehmens können in Anbetracht dessen nur sehr eingeschränkt als dem Unternehmensinteresse förderlich angesehen werden.

Maßgeblich für eine einzelfallbezogene Bewertung muss die Höhe der im Übernahmefall zu leistenden Zahlung sein, welche in Relation zu den bis Vertragsende ausstehenden Gehaltszahlungen gesehen werden muss. Es kann im Interesse keines Unternehmens sein, wenn ihre Führungskräfte im Fall einer Übernahme sich auf lebenslange Vorsorge aufgrund der an sie zu zahlenden Abfindungen freuen dürften. Dies wäre ja geradezu ein Ansporn, die Gesellschaft gezielt zu einem Übernahmekandidaten auszubauen, aus Sicht der Förderung des Unternehmensinteresses also absolut kontraproduktiv. Die Pflicht zur Wahrnehmung des Unternehmensinteresses setzt demnach den Rahmen für die Höhe der Vereinbarung, für deren wirtschaftliche und rechtliche Vertretbarkeit.

Als Ausgangsgröße ist die Summe des vertraglich vereinbarten Gehalts für die Einstellungsdauer (gemäß § 84 I AktG auf maximal fünf Jahre beschränkt) anzusetzen, reduziert auf den Anteil der jeweiligen Restlaufzeit des Vertrages. Annähernd diese Summe wird einem gekündigten Manager aufgrund seines Arbeitsvertrages normalerweise auch ohne vertragliche Regelung ausbezahlt sein<sup>698</sup>. Die Vereinbarung über eine Abfindung in einer Höhe, die sich in vergleichbaren Relationen bewegt, ist unter diesem Aspekt bei Zugrundelegung eines unternehmerischen Ermessens des Aufsichtsrates nicht zu beanstanden. Die Zusage einer solchen Summe erscheint trotz des zuvor Gesagten nicht pflichtwidrig, da sie den handelnden Vorständen die Sorge vor dem Verlust ihres Arbeitsplatzes und vor allem vor der Ungewissheit eines eventuell anschließenden Rechtsstreit um eine Abfindung nehmen

---

<sup>698</sup> Vergleiche Abschnitt B. III. 1.

sollte und deshalb der Überbewertung persönlicher Interessen im Falle eines Übernahmeangebots vorzubeugen mag<sup>699</sup>.

Der aktienrechtliche Ansatzpunkt, die Zulässigkeit von *golden parachute*-Vereinbarungen trotz des Gewichts der gegenläufigen Argumente zu bejahen, kann daher nur im Abfindungsgedanken gesucht werden. Von der Legitimation als funktionale Abwehrmaßnahme oder der Schaffung einer Neutralitätsgarantie ist dagegen Abstand zu nehmen. Vielmehr lassen sich solche Vereinbarungen als angemessen im Sinne von § 87 I AktG und im Sinne des Unternehmensinteresses nur als vorweggeregelte Abfindung vertraglicher Restansprüche rechtfertigen. Die Übernahme-situation gibt lediglich den Anlass beziehungsweise ist Auslöser der Fälligkeit einer solchen Zahlung, vergleichbar mit einer aufschiebenden Bedingung im Sinne von § 158 I BGB.

Diese Überlegung liefert den Schlüssel zur rechtlichen Bewertung der Höhe einer *golden parachute*-Vereinbarung.

Sollte eine Abfindungsvereinbarung den pflichtgemäßen Rahmen überschreiten, also in keinem vertretbaren Verhältnis zu den ausstehenden Gehaltszahlungen für die Restvertragszeit stehen, dann bedarf sie einer besonderen Rechtfertigung. Anderenfalls würde die Vereinbarung eine pflichtwidrige Bereicherung des Begünstigten auf Kosten des Unternehmens beziehungsweise des Erwerbers darstellen. Mangels Legitimation einer Zahlung, also einer Vergabe von Mitteln aus den Ressourcen der Gesellschaft, wäre diese als Verschwendung von Gesellschaftsmitteln zu qualifizieren, welche Rechtsfolgen nicht nur für den Begünstigten, sondern auch für die Initiatoren (also auch für einen nur genehmigenden Aufsichtsrat) nachsichziehen könnte.

Eine solche Rechtfertigung kann jedoch in den genannten maßgeblichen Intentionen, also der Vereinbarung von *golden parachutes* als Verteidigungsinstrument und als Neutralitätsgarant, nicht gefunden werden.

Die Verpflichtung zur Zahlung von Abfindungen für den Fall einer Übernahme ist, wenn sie nicht in Dimensionen entsteht, die sich schon aufgrund § 87 I AktG verbieten, als Verteidigungsmaßnahme äußerst gering geeignet. Dies wird dadurch verstärkt, dass bei einer außervertraglichen Kündigung sowieso mit einer Abgeltung seitens der Gesellschaft zu rechnen ist und die Differenz wohl eine beim Kauf eines großen Unternehmens vernachlässigbare Summe darstellt. Aufgrund der zusätzlichen Bedenken sind deshalb andere, wirksamere und weniger bedenkliche Maßnahmen vorzuziehen, die insbesondere nicht zur

---

<sup>699</sup> Für die generelle Unzulässigkeit solcher Vereinbarungen aber *Schüller*, Vorstandsvergütung, S. 143.

persönlichen Bereicherung maßgeblicher Entscheidungsträger führen. Für die Zulässigkeit von *golden parachutes* wurde zudem die Förderung der neutralen Interessenwahrung des Vorstandes während einer Übernahme angeführt. Dieser Effekt tritt jedoch ebenso wenn überhaupt nur dann ein, wenn eine angemessene Höhe nicht überschritten wird, die in einem ähnlich positionierten Verhältnis zur Abgeltung vertraglicher Restansprüche steht. Darüber hinausgehende Zahlungen lassen keine die Neutralitätsgarantie des Vorstandes verstärkende Motivation erkennen, eher würden sie einen Anreiz darstellen, das Unternehmen gezielt zu einem Übernahmekandidaten auszubauen.

Es kann daher festgehalten werden, dass die Vereinbarung von *golden parachutes* nur bis zu einer Höhe als zulässig erachtet werden kann, die sich am Rahmen der vertraglich zugesicherten Gehalts(rest)zahlungen orientiert. Insoweit besteht aus der im Anstellungsvertrag getroffenen Verpflichtung der Gesellschaft zur Zahlung eine Legitimation der Vereinbarung im Sinne des Unternehmensinteresses. Bei der konkreten Ausgestaltung besteht sicher auch ein gewisses Ermessen des Unternehmers (genauer gesagt des für die Gesellschaft handelnden Aufsichtsrates), das einer juristischen Überprüfung gegenüber Bestand haben sollte. Zu Gehaltsrestansprüchen in keiner Relation stehende Abfindungsvereinbarungen sind jedoch von dieser Legitimation im Sinne des Unternehmensinteresse ausgenommen.

Eine pflichtgemäße Vereinbarung kann daher auch nicht eine feste Summe in Aussicht stellen. Es muss vielmehr berücksichtigt werden, dass sich der Betrag der vertraglichen Restvergütungen im Laufe der Anstellungsdauer ändert, genauer gesagt stets abnimmt. Eine sicher angemessene und dem Unternehmensinteresse zumindest nicht abträgliche Vereinbarung könnte also etwa eine sofortige Vertragsauflösung im Übernahmefall unter gleichzeitiger Abfindung des Vorstandsmitgliedes maximal in Höhe der ausstehenden Gehälter bis Vertragsende vorsehen.

Damit wäre zum einen garantiert, dass der Vorstand im Übernahmekampf eine sachliche und objektive Position einnehmen kann, ausschließlich an den Interessen des Unternehmens orientiert. Zum anderen würde die Abfindungssumme nie die vertragliche Restvergütung überschreiten, also keine systemwidrigen Anreize setzen.

Idealerweise sollte die Vereinbarung im Interesse des Unternehmens zusätzlich berücksichtigen, dass die Auszahlung des Restgehaltes im Übernahmefall vor Fälligkeit erfolgt, somit wäre ein Abschlag aus Sicht des Unternehmens interessengerecht.



Leistungsbezogene Vergütungsbestandteile sollten auf der Basis vor Bekanntwerden des Übernahmeangebots berechnet werden, da, wie bereits festgestellt wurde, die Kurssteigerungen während der Laufzeit eines Übernahmeangebots nicht auf erbrachte Leistungen der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft zurückzuführen sind. Damit würden systemwidrige Leistungsanreize, vergleichbar mit denen der schon erörterten „Wertsteigerungszulagen“<sup>700</sup>, vermieden.

---

<sup>700</sup> Siehe dazu Abschnitt B. III. 4. c. (insbesondere Unterabschnitt gg.)

dd) *golden handshake*- Verstoß gegen die Treupflicht

-----

Ein andere Möglichkeit für Manager, im Übernahmefall persönlich finanziell zu profitieren, ist die Vereinbarung von Abfindungszahlungen mit dem Übernehmer beziehungsweise die Entgegennahme sonstiger finanzieller Mittel von am Erfolg der Übernahme interessierten Personengruppen.

Vorstellbar ist der Fall, dass die Geschäftsführung mit dem Angebot einer Übernahme ihres Unternehmens konfrontiert wird und diesem aus wirtschaftlichen Erwägungen prinzipiell ablehnend gegenüber steht. Die Bietergesellschaft könnte dann versuchen, diese ablehnende Haltung durch finanzielle Zuwendungen in die Privatkasse der maßgeblichen Entscheidungsträger der Zielgesellschaft zu ändern, um Verteidigungsmaßnahmen zu verhindern. Dem Management werden also Zahlungen anlässlich des Ausscheidens aus seiner Gesellschaft für den Fall der erfolgten Übernahme angeboten. Die Unterstützung der Übernahme und die Entscheidung gegen die Ergreifung von Verteidigungsmaßnahmen wird quasi durch „Bestechung“ des Managements erkaufte: ein sogenannter *golden handshake*.

Die rechtliche Beurteilung eines solchen goldenen Handschlages ist eindeutig. Sie ergibt sich aus einem simplen wirtschaftlichen Prinzip: kein vernünftiger Unternehmer wird eine Zahlung veranlassen, ohne dass er eine Notwendigkeit dafür sieht. Eine Notwendigkeit bestünde in diesem Fall aber nur darin, einen ursprünglich der angestrebten Übernahme ablehnend gegenüberstehenden Vorstand der Zielgesellschaft zu einem Seitenwechsel zu veranlassen. Angesichts dieser so offensichtlichen Tatsache besteht für ein unlauteres Verhalten des so begünstigten Managements eine nicht von der Hand zu weisende Evidenz.

Denn die ablehnende Haltung des ja ausschließlich dem Unternehmensinteresse verpflichteten Vorstandes kann lediglich zwei vorstellbare Ursachen haben: Entweder die Übernahme widerspricht dem Unternehmensinteresse, dann darf sich der Vorstand von dessen Verfolgung nicht durch eine finanzielle Zuwendung durch einen Dritten abbringen lassen; oder das Unternehmensinteresse widerspricht der Übernahme nicht und der Vorstand würde sich nur aus persönlichen Interessen gegen diese stemmen und sich erst nach der Zahlung auf den Boden der Legalität zurückbegeben.

Die beiden Fällen immanente Verletzung des Unternehmensinteresses addiert sich hierbei zu einem Missbrauch der Stellung und einer darauf aufbauenden persönlichen Bereicherung.

Ein solches Vorgehen impliziert einen Verstoß gegen die der Gesellschaft geschuldete Treupflicht. Diese sich aus den Rechtsgedanken der §§ 76 und 93 I AktG ergebende, unmittelbar auf der Organstellung beruhende<sup>701</sup>, allgemein anerkannte<sup>702</sup> Verpflichtung der Verwaltungsorgane gegenüber der Gesellschaft und ihren Interessen fordert von diesen eine besondere, über das Maß des § 242 BGB hinausgehende Loyalität bei der Geschäftsführung, deren Inhalt auch den Umfang der konkret im Anstellungsvertrag geregelten Pflichten übersteigt.

Dies beinhaltet unter anderem ein Verbot der Verwendung von Gesellschaftsmitteln zu privaten Zwecken sowie der Entgegennahme von Leistungen Dritter beim Abschluss eines Vertrages, wenn diese mit dem Geschäft in irgendeiner Weise zusammenhängen<sup>703</sup>. Darunter fallen etwa die Annahme von Provisionszahlungen, Schmiergeldern oder Vorzugspreisen. Die Schädigung der Gesellschaft besteht aus den Folgen des womöglich objektiv schlechteren Geschäfts und mittelbar aus der durch die mit einbezogenen Leistungen höheren Kostenkalkulation des Geschäftspartners<sup>704</sup>.

Ein *golden handshake* ist gleichsam zu bewerten<sup>705</sup>. Die Pflichtverletzung ergibt sich aus der interessenwidrigen Vertretung der Gesellschaft und der damit ermöglichten persönlichen Bereicherung. Die Konsequenz ist eine Haftung aus § 93 II AktG gegenüber der Gesellschaft<sup>706</sup>. Die Vereinbarung selbst ist wegen Verstoßes gegen die guten Sitten gemäß § 138 BGB nichtig<sup>707</sup>.

Gleiches gilt im Übrigen auch dann, wenn nicht der Übernehmer selbst Veranlasser der Zahlung war<sup>708</sup>. Vorstellbar ist auch das besondere Interesse eines Aktionärs der Zielgesellschaft an dem Erfolg der Übernahme, um ein lukratives Angebot für seine Aktien zu erhalten.

Die Einflussnahme auf die Entscheidung und das Verhalten des Managements der eigenen Gesellschaft, vorbei an den aktienrechtlich vorgesehenen Möglichkeiten der Interaktion zwischen Aktionären und Vorstand, ist konsequenterweise gleich zu behandeln<sup>709</sup>. Insoweit spielt die Herkunft vom Übernehmer oder Bieter als Veranlasser von Zahlungen nicht die

<sup>701</sup> Wiesner, Münchner HB des GesR, Bd.4, § 25 Rdnr. 8.

<sup>702</sup> Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 57; Hefermehl, GHEK, § 76 Rdnr. 8; Godin/ Wilhelmi, § 93 Rdnr. 5; Hopt, Großkomm, § 76 Rdnr. 144; BGHZ 49, 30, 31 oder BGHZ 20, 239, 246 (zur GmbH).

<sup>703</sup> Hopt, Großkomm, § 76 Rdnr. 177 ff.; Godin/ Wilhelmi, a. a. O.; Mertens, KölnKomm, § 76 Rdnr. 62.

<sup>704</sup> Hopt, Großkomm, a. a. O.

<sup>705</sup> Hopt, FS Lutter, S. 1361, 1379; Hirte, KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 184.

<sup>706</sup> Dazu Hopt, Großkomm, § 93 Rdnr. 229 ff.; Hüffer, AktG, § 93 Rdnr. 11 ff.

<sup>707</sup> Zu den Rechtsfolgen eines Treuebruchs bei einer Vereinbarung zur Schädigung Dritter Palandt, BGB, § 138 Rdnr. 62.

<sup>708</sup> Hirte, KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 184; zustimmend und deshalb die Regelung des § 33 III WpÜG (entsprechend § 29 Übernahmegesetzentwurf) kritisierend Hopt, FS Lutter, S. 1361, 1379.

<sup>709</sup> Vergleiche dazu auch schon oben Abschnitt B. III. 4. a.

entscheidende Rolle. Entscheidend ist die rechtswidrige Einflussnahme auf das Handeln und auf Entscheidungen des Vorstandes und der damit verbundene Pflichtverstoß desselben.

Nicht ganz einfach sein dürfte dabei die Berechnung des Umfangs des der Gesellschaft entstehenden Schadens. Dieser kann nur sehr annähernd unter Zuhilfenahme und Vergleich von tatsächlichen und hypothetischen Kausalverläufen ermittelt werden können. In jedem Fall würde aber die Rückforderung der an das Vorstandsmitglied geleisteten Zahlung, als Minimum, aus § 93 II AktG an die Gesellschaft möglich sein.

Allerdings dürfte die Durchsetzung der berechtigten Ansprüche auch an dieser Stelle kein geringes Problem darstellen. Denn die zur Einforderung berechtigte Gesellschaft befindet sich, ein Gelingen der Übernahme unterstellt, dann ja in der Hand dessen, der die Leistung erbracht und im Gegenzug dafür einen geschäftlichen Vorteil erhalten hat. Bei den geringen Möglichkeiten einer Aktionärsklage<sup>710</sup> ist eine zivilrechtliche Aufarbeitung deshalb höchst unwahrscheinlich, somit bliebe meist nur die Einschaltung der Staatsanwaltschaft als Hoffnung.

Von den Vorüberlegungen abzugrenzen ist ein anderer Fall. Es kann durchaus legitim sein, die Abfindungen des planungsgemäß zu ersetzenden Managements in die Übernahmeverhandlungen mit einzubeziehen.

Zwar ist der Übernehmer zu diesem Zeitpunkt eigentlich (noch) nicht zuständig für die Abfindung des Vorstands, also nicht der legitime Verhandlungspartner, jedoch steht natürlich mit dem Erfolg eines Angebots fest, dass der Übernehmer demnächst die maßgeblichen Positionen im Aufsichtsrat besetzen wird. Eine Vereinbarung über die Abfindung kann also durchaus im Vorfeld des Vollzugs der Übernahme schon mit rechtlich bindender Wirkung für den Übernehmer erfolgen. Jedoch gilt es diesbezüglich ganz klar herauszustellen, dass das Verhalten des Vorstands der Zielgesellschaft während der Laufzeit eines Übernahmeangebots in keiner Weise an das Ergebnis der Abfindungsvereinbarung gekoppelt werden darf. Der Vorstand ist bei der Entscheidung über Geschäftsführungsmaßnahmen im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot ausschließlich dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Eine Vernachlässigung desselben zugunsten persönlicher Motive würde einen klaren Verstoß gegen seine Treupflicht gegenüber dem Unternehmen sowie gegen §§ 76, 93 I AktG darstellen.

---

<sup>710</sup> Dazu noch im Abschnitt D. II. 3.

Das einzig sichere Indiz der Bewertung einer solchen Abfindungsvereinbarung, somit auch der Abgrenzung zwischen regelgerechtem und treuwidrigem Verhalten des Vorstandes bildet die absolute Höhe der Zahlungsvereinbarung, welche in Relation zur Vergütung aus dem Anstellungsvertrag zu betrachten ist. Die eigentlich rechtlich entscheidenden motivierenden Beweggründe dürften dagegen in aller Regel kaum nachvollziehbar sein. Auf diese wird daher von der Höhe der Abfindung und anderen Indizien geschlossen werden müssen. Interessanterweise liegt dabei die Darlegungs- und Beweislast der Einhaltung der Sorgfalt des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsmannes, mithin also auch der fehlenden Pflichtwidrigkeit, beim Vorstand (§ 93 II S. 2 AktG)<sup>711</sup>.

Die rechtliche Einordnung wird zusätzlich durch die Ermessensspielräume geprägt, welche einer Angemessenheitsprüfung gemäß § 87 I AktG und einer Vertretbarkeitskontrolle im Sinne des Unternehmensinteresses zugrunde liegen. Dabei ist die sicher nicht geringe Gefahr zu beachten, dass versucht wird, einen *golden handshake* unter dem Deckmantel anderer wirtschaftlicher Grundlagen oder rechtlicher Konstruktionen gegenüber den Aktionären und der Öffentlichkeit zu vertreten. Genauso besteht die Gefahr, dass Zuwendungen, hinter denen wirtschaftlich gesehen der Übernehmer steht, aus anderen Quellen geleistet werden, um so die Rechtslage zu verschleiern. Deshalb ist bei der rechtlichen Behandlung aller im Zusammenhang mit einer Übernahme geleisteten Zahlungen besondere Vorsicht geboten.

#### ee. Weitere aktienrechtliche Regelungen

-----

Unabhängig von einer grundsätzlichen Wertung über die Ergreifung von Verteidigungsmitteln seitens der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft enthält das Aktienrecht jedoch auch singuläre Bestimmungen, die für die Anwendung einzelner Maßnahmen von Relevanz sind. So sind zum Beispiel beim Erwerb eigener Aktien die §§ 71 ff. AktG zu beachten, bei Kapitalerhöhungen die §§ 182 ff. AktG beziehungsweise 202 ff. AktG.

Die Vereinbarung überdotierter Abfindungszahlungen an Vorstandsmitglieder als sogenannte *golden parachutes* unterfallen als Vergütungsbestandteile dem Anwendungsbereich des § 87 I AktG. Auf diese speziellen Verteidigungsmaßnahmen sind daher die Grundsätze aus Abschnitt B. anwendbar<sup>712</sup>. Abfindungsklauseln für den Übernahmefall könnten theoretisch durchaus in einer Höhe vereinbart werden, die sie im Rahmen einer Gesamtbetrachtung der Bezüge eines Vorstandsmitglieds relevant werden lässt. Da diese insgesamt eine angemessene

<sup>711</sup> Einzelheiten dazu bei Hüffer, AktG, § 93 Rdnr. 16, sowie im Abschnitt D. III. 1.

<sup>712</sup> Siehe dort insbesondere Abschnitt B. II. 3.

Höhe nicht überschreiten dürfen, könnte dies einer exzessiven Entschädigungszahlung entgegenstehen. Die Regelung des § 87 I AktG stellt daher neben dem Aspekt des Unternehmensinteresses eine zusätzliche Schranke für Abfindungsvereinbarungen dieser Art dar. Auch sie wird in aller Regel explizit verhindern, dass *golden parachutes* in einer Höhe vereinbart werden, die eine spürbare Wirksamkeit als Verteidigungsmaßnahme voraussetzt.

Aus dem Aktienrecht ergeben sich für die Bietergesellschaft Pflichten nur gegenüber den eigenen Aktionären, insoweit es sich um eine Aktiengesellschaft handelt. Eine Pflicht zur Gleichbehandlung der Anteilseigner der Zielgesellschaft aus § 53a AktG ist mit der herrschenden Meinung<sup>713</sup> abzulehnen.

Seit der Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes treffen einen potentiellen Übernehmer Meldepflichten beim Überschreiten bestimmter Schwellenwerte (ab 5 Prozent der Unternehmensanteile, §§ 21, 22 WpHG) sowohl dem betroffenen Unternehmen gegenüber als auch dem Bundesaufsichtsamt<sup>714</sup>. Besondere Publizitätspflichten können sich auch aus dem Börsenrecht ergeben. Wenn die Bietergesellschaft die Übernahme durch ein Tauschangebot finanzieren will und dafür neue Aktien emittieren will, hat sie die Angaben gemäß § 38 BörsG in Verbindung mit § 41 BörsZulV zu veröffentlichen. Eventuell kann ein Übernahmeangebot auch eine Tatsache im Sinne von § 44a BörsG darstellen. Im Hinblick auf die Einführung des WpÜG sind diese Vorschriften jetzt aber insoweit bedeutungslos.

## **b) Die konzernrechtliche Regelung**

---

<sup>713</sup> Siehe Beckmann, DB 1995, 2407; Grunewald, WM 1989, 1234 f.; Zinser, Übernahmeangebote im dt. und engl. Recht S. 154.

<sup>714</sup> Zur Verletzung dieser Pflichten bei der Mannesmann- Übernahme durch Vodafone Burgard, WM 2000, 611, 613 f.

-----

Die bisherige Gesetzeslage<sup>715</sup> in der Bundesrepublik betreffend Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen verfolgte ein im internationalen Vergleich eher unübliches Konzept<sup>716</sup>. Man versuchte hierzulande nicht, der Problematik durch die Steuerung des Unternehmenserwerbs Herr zu werden, also der Etablierung einer effektiven Konzerneingangskontrolle, sondern durch eine ausführliche Regelung des Konzernrechts. Der Ansatz ist ein vollkommen anderer, man greift damit nicht in der Phase des Kontrollübergangs ein, sondern erst im Nachhinein in den schon etablierten Konzern: eine Ex-Post-Regelung also. Diese ist erst infolge der Mannesmann-Übernahme durch die Novellierung des WpÜG<sup>717</sup> um ein spezielles Übernahmegesetz ergänzt worden.

Eine idealtypische Konzernierung im Sinne des deutschen Konzernrechts sieht vor, nach der erfolgreichen (faktischen) Übernahme die Konzernverhältnisse vertraglich zu statuieren beziehungsweise dann das erworbene Unternehmen in den Mutterkonzern aufzunehmen. Dies kann nach den Regeln des Aktienrechts durch Eingliederung (§§ 319 ff. AktG), durch die mit dem Abschluss eines Beherrschungsvertrages begründete Bildung eines Vertragskonzerns (§§ 291, 308 AktG) oder mittels sonstiger Abhängigkeitsverhältnisse erfolgen, also ein sogenannter faktischer Konzern begründet werden (§§ 311 ff. AktG).

Problematisch ist und bleibt dabei vor allem der letztgenannte Fall des sogenannten faktischen beziehungsweise qualifiziert faktischen Konzerns, wenn nämlich der Erwerber es vorzieht, ein Unternehmen ohne festes Vertragswerk mittels seiner Anteile zu kaufen und allein durch seine Macht zur Besetzung der Verwaltungsorgane zu kontrollieren<sup>718</sup>. Gleiches gilt für die Übergangszeit zwischen faktischer Kontrollübernahme und Statuierung eines Vertragswerkes<sup>719</sup>. Das Konzernrecht stößt dann an seine Grenzen, weswegen die Zulässigkeit einer solchen Konstruktion<sup>720</sup>, sowie auch die kodifizierte Rechtsordnung

---

<sup>715</sup> Ergänzt wurde diese erst mit Einführung des WpÜG im Jahre 2002.

<sup>716</sup> Eine vergleichbare Regelung existiert innerhalb der Europäischen Union lediglich in Portugal (*Gause*, Europäisches Konzernrecht im Vergleich, S. 29).

<sup>717</sup> BGBl. 2001, 3822.

<sup>718</sup> Umfassende Dissertationen zu diesem Thema lieferten zuletzt z.B. *Büschner*, Die qualifiziert faktische Konzernierung; *Heyder*, Der qualifiziert faktische Konzern; *Wanner*, Konzernrechtliche Probleme mehrstufiger Unternehmensverbindungen; *Schmidt-Hern*, Der Schutz aussenstehender Aktionäre im faktischen Konzern.

<sup>719</sup> Beispielsweise wurde ein formeller Beherrschungsvertrag zwischen Vodafone und Mannesmann erst am 12. 6. 2001 geschlossen, also mehr als ein Jahr nach der erfolgreichen Übernahme (siehe FAZ vom selben Tag).

<sup>720</sup> *Bayer*, MünchKomm AktG, § 18 Rdnr. 14; derselbe, Der Grenzüberschreitende Beherrschungsvertrag, S. 4 f.; *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 726; *Hommelhoff*, Konzernleitungspflicht, S. 139; *Lutter*, ZGR 1982, 264; *Ulmer*, ZHR 148, 391; *Emmerich/ Sonnenschein*, Konzernrecht S. 362- Fn.62 zum Nachweis einer ablehnenden herrschenden Meinung.

selbst<sup>721</sup> heftigst umstritten sind. Die Schwächen des Konzernrechts werden vor allem in der Erfassung und bei der Durchsetzung von Ansprüchen deutlich, insbesondere für durch Missbrauch des beherrschenden Einflusses eines Mehrheitsaktionärs geschädigte Dritte<sup>722</sup>. Die Strategie des Gesetzgebers, abhängige Gesellschaften durch Nachteilsausgleichung so zu stellen, als wären sie eigenständig, wird deshalb vielfach als grundsätzlich zum Scheitern verurteilt angesehen<sup>723</sup>.

Das Aktiengesetz regelt im Konzernrecht nur die sich aus dem bestehenden Abhängigkeitsverhältnis ergebenden Verpflichtungen, während des Vorgangs des Zusammenschlusses selbst spielt es keine Rolle. Die relevanten Probleme dieser Bearbeitung werden vom Konzernrecht deshalb kaum erfasst oder gar gelöst. Die §§ 291 ff. AktG geben zu den Problemen beim Übernahmevergange, also zum Beispiel zum Fehlverhalten von Beteiligten oder zum Schutz von Betroffenen, keine Antworten<sup>724</sup>. Das Konzernrecht behandelt zudem nur den Fall der Übernahme durch ein Unternehmen, der Erwerb durch Privatpersonen (wie im Fall eines *management buyouts*) bleibt ungeregt. Ebenso ins Leere greift die Regelung beim Erwerb durch *raider*, also zur sofortigen Liquidation.

Die Schaffung einer funktionalen Konzerneingangskontrolle war deshalb richtig, da gerade der Prozess der Konzernentstehung den Schlüssel zur Erfassung von großen Teilen der Konzernproblematik darstellt. Rechtsverletzungen im Zusammenhang mit der Übernahme eines Unternehmens und der Schutz außenstehender Anteilseigner vor dem Risiko einer ungewollten Stellung als Minderheitsaktionär können nur im Rahmen einer exklusiven Regelung von Unternehmensübernahmen begegnet werden. Ein rechtspolitischer Neuansatz war daher erforderlich.

---

<sup>721</sup> Herkenroth, Konzernierungsprozesse, S. 71; Lutter, SAG 48, 152, 157 ff.; Kirchner, Ansätze S. 228, Fn.23; Konzeptionelle Mängel des Konzernrechts sah schon 1975 Behrend, ZGR 1975, 433, 442; später für viele Timm, NJW 1992, 2185, 2192 f.; Herkenroth, Konzernierungsprozesse, S. 366 f..

<sup>722</sup> Zu Parallelen zur „Konzernhaftung“ bei der GmbH siehe BGH NJW 2001, 3622 = WM 2001, 2062 = ZIP 2001, 1874 („Bremer Vulkan“) mit Anmerkungen Schmidt, NJW 2001, 3577 ff. In diesem Urteil wurde die bisherige Haftung eines beherrschenden Mehrheitsgesellschafters analog den aktienrechtlichen Vorschriften aufgegeben.

<sup>723</sup> Kropff, in: Lutter, 25 Jahre Aktiengesetz, S. 46 ff.; zustimmend Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 71.

<sup>724</sup> Die Regelung durch das Konzernrecht in Verbindung mit Kartell-, Arbeits- und Sozialrecht für ausreichend hält demgegenüber Weisner, Feindliche Übernahmeangebote, S. 204 f.



### c) Das Übernahmerecht

-----

#### aa) Vom Übernahmekodex zum WpÜG

-----

Um den Unzulänglichkeiten der damaligen gesetzlichen Regelung beizukommen wurde 1995 von einer Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium für Finanzen eine als Übernahmekodex<sup>725</sup> betitelte Empfehlung von Verhaltensnormen für die an öffentlichen Übernahmeangeboten beteiligten Parteien erstellt. Nach dem Vorbild des englischen City Code enthielt dieser eine freiwillige Regulierung von Übernahmenvorgängen durch Anerkenntnis der involvierten Unternehmen. Ihm stand also kein Gesetzesstatus und auch keine Rechtsverbindlichkeit zu<sup>726</sup>. Verschiedene dahingehende Interpretationsansätze im Schrifttum, also abzielend auf eine Heilung des Mangels der Rechtsverbindlichkeit<sup>727</sup>, konnten sich nicht durchsetzen.

Dieses Problem führte letztendlich auch dazu, dass der Kodex als gescheitert angesehen wurde<sup>728</sup>. Der Erfolg des Versuchs einer freiwilligen Regelung war gering. Sie ist nie ansatzweise im gleichem Umsatz Kapitalmarktusance geworden wie etwa der City Code in Großbritannien. Dem Kodex fehlten adäquate Mittel, sich am Kapitalmarkt Geltung zu verschaffen und durchzusetzen. Das vorgesehene Anerkennungsverfahren (Art. 21) und Publikationen von Stellungnahmen durch eine Kommission aus Fachleuten (Art. 20), mithin also der Druck der Öffentlichkeit, genügten dazu nicht<sup>729</sup>. Auch spätere Versuche, den Kodex als Zulassungsvoraussetzung zur deutschen Börse zu etablieren<sup>730</sup>, führten nicht zu einer

<sup>725</sup> Mit den Änderungen von 28.11.1997 abgedruckt in AG 1998, 133 oder bei *Hirte*, WpÜG, S. 315 ff.

<sup>726</sup> H.M.: *Habersack/ Mayer*, ZIP 1997, 2141, 2144; *Kallmeyer*, AG 1996, 169; *Assmann*, AG 1995, 563, 564 f.; *Neye*, ZIP 1995, 1464; *Thoma*, ZIP 1996, 1725; *Weisgerber*, ZHR 1997, 421.

<sup>727</sup> Diskutiert bei *Beckmann*, Übernahmeangebote in Europa, S. 75 ff.; zu den dem Kodex vorausgehenden Leitsätzen für Übernahmeangebote von 1979 schon *Grunewald*, WM 1989, 1236; als Maßstab für die Annahme sittenwidrigen Verhaltens gemäß § 826 BGB bei Überschreitungen *Kurth*, Aktionärsschutz und öffentliche Kaufangebote, S. 186.

<sup>728</sup> Zu diesem Ergebnis kam auch die Börsensachverständigenkommission (siehe amtliche Begründung zum Entwurf des Übernahmgesetzes S. 63); ausführlich zu dem Standpunkt der BSK *Zinser*, Übernahmeangebote im deutschen und englischem Recht S. 231 ff.

<sup>729</sup> So musste die Börsenkommission Ende 1998 feststellen, dass lediglich zwei Drittel der Verfahren gemäß dem Kodex durchgeführt wurden, in den restlichen Fällen (insbesondere Überschreitungen der Pflichtangebotsschwelle) war er entweder nicht anerkannt oder zwar anerkannt, aber schlichtweg nicht beachtet worden (zum Bericht der Börsensachverständigenkommission (Stand 23.11.1998) *Zinser*, Übernahmeangebote im deutschen und englischem Recht, S. 232 f.).

<sup>730</sup> 1998 wurde vereinbart, dass die deutsche Börse nur noch solche Unternehmen in den DAX oder M-DAX aufnimmt, die dessen Regelung anerkannt haben. Für den Neuen Markt wurde dies sogar als Zugangsvoraussetzung festgelegt (Quelle: AG-Report 1997 R420, R488).

flächendeckende Anerkennung<sup>731</sup> oder gar allgemeinen Akzeptanz und Beachtung. Ungeklärt blieb zudem auch die Folgen einer etwaigen Anerkennung und die Frage, ob Aktionäre daraus Rechte ableiten könnten<sup>732</sup>. Lediglich wenn sich ein Bieter in seinem Angebot zur Einhaltung der Richtlinien verpflichtet hätte (wie dies Art. 7 Nr. 18 vorsah), dann wurden diese Teil der vertraglichen Vereinbarung zwischen Bieter und Aktionär, woraus sich Ansprüche des Bieters ergeben konnten<sup>733</sup>. Ansonsten jedoch war die Einhaltung des Kodex, allein mit der Möglichkeit der Überwachungsbehörde, ein eventuelles Fehlverhalten festzustellen und zu rügen, letztendlich nicht durchsetzbar<sup>734</sup>.

Spätestens seit mit der Mannesmann-Übernahme nun offensichtlich wurde, dass Übernahmekämpfe auch hierzulande an Relevanz gewinnen und welche Konsequenzen dies für die deutsche Wirtschaft haben kann, so sich der Gesetzgeber zu einer Neuregelung gezwungen. Das auf Grundlage von Empfehlungen einer von der Bundesregierung eingesetzten Expertengruppe formulierte Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>735</sup> trat zum 1. Januar 2002 in Kraft. Nach dem vorherigen Scheitern der 13. Gesellschaftlichen EU-Richtlinie sah sich der deutsche Gesetzgeber zunächst frei in der Gestaltung einer nationalen Regelung<sup>736</sup>.

## bb) Regelungsziele des WpÜG

-----

In der amtlichen Begründung wird die große Bedeutung von Unternehmensübernahmen für den Strukturwandel herausgestrichen und anerkannt, dass sie ein wichtiges Instrument zur Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft sein können<sup>737</sup>. Das Gesetz soll den Anforderungen der Globalisierung und der Finanzmärkte angemessene Rechnung tragen und den Wirtschaftsstandort und Finanzplatz Deutschland im internationalen

<sup>731</sup> Es hatten bis zum 11. April 2000 540 von den 933 börsennotierten inländischen Gesellschaften, darunter 79 Unternehmen des DAX-100, den Kodex anerkannt (Quelle: Amtliche Begründung zum Entwurf des Übernahmegesetzes S. 62).

<sup>732</sup> Nach wohl herrschender Ansicht kam der Unterwerfungserklärung kein Vertragscharakter zu (*Groß*, DB 1996, 1909, 1910; *Kirchner/ Ehrliche*, AG 1998, 105, 107; *Hopt*, ZHR 1997, 400 ff.; *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche, S. 280; *Wirth/ Weiler* in DB 1998, 117, 118; a.A. und für eine Verbindlichkeit der Anerkennung *Assmann*, AG 1995, 563, 564 f.) Der Empfehlungscharakter des Kodex und sein eigenes Sanktionssystem sprachen zudem gegen eine Drittwirkung, welche für eine Haftung gegenüber verbleibenden Minderheitsaktionären notwendig gewesen wäre (*Wirth/ Weiler*, DB 1998, 117, 118).

<sup>733</sup> *Groß*, a. a. O., 1910; *Weisgerber*, ZHR 1997, 421, 426; *Weisner*, a. a. O., S. 281 f.; weitergehend *Hopt* a. a. O., 400 f. der bereits die öffentliche Bekanntgabe der Anerkennung als ausreichend für eine Einbeziehung in den Vertrag gelten lassen will.

<sup>734</sup> Einschätzung ebenso bei *Busch*, Notwendigkeit einer spezialgesetzlichen Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten, S. 157 f.

<sup>735</sup> BGBl. 2001, 3822.

<sup>736</sup> Amtliche Begründung, BT-Drucks. 14/ 7034 (Abgedruckt bei *Hirte*, WpÜG, S. 114), S. 63 f.

<sup>737</sup> Amtl. Begr. WpÜG, S. 61 f.

Wettbewerb stärken<sup>738</sup>. Es soll einen verlässlichen Rechtsrahmen für die unmittelbar Beteiligten bereitstellen, dabei die unterschiedlichen Interessen der beteiligten Parteien berücksichtigen, ein faires und transparentes Verfahren ermöglichen. Daneben soll es praktikabel sein und insbesondere „eine Verlangsamung des Strukturwandels durch eine einseitige Erschwerung von Unternehmensübernahmen vermeiden“<sup>739</sup>. Betont wird auch die Rolle der Übernahmeregeln als Faktor bei der Standortwahl von Unternehmen und der Anspruch an eine internationale Wettbewerbsfähigkeit derselben.

Als die Hauptintentionen der Regelung werden herausgestrichen die Schaffung von Leitlinien für ein faires und geordnetes Übernahmeverfahren, ohne Unternehmensübernahmen zu fördern oder zu verhindern, die Verbesserung von Information und Transparenz für die betroffenen Aktionäre und Arbeitnehmer, die Stärkung der rechtlichen Stellung von Minderheitsaktionären und die Orientierung an international üblichen Standards<sup>740</sup>.

#### cc) Regelungsinhalt des WpÜG

-----

Das Gesetz beinhaltet ein Pflichtangebot bei Überschreitung einer Schwelle von 30 Prozent der Stimmrechte einer Gesellschaft für sämtliche Aktien (§§ 35 ff. WpÜG), Teilangebote werden als unzulässig gesehen (§ 32 WpÜG). Die Minderheitsaktionäre werden durch eine Mindestpreisregelung geschützt (§ 31 WpÜG), die sich am durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie beziehungsweise am höchsten bezahlten Preis des Bieters orientiert.

Der Vorstand der Zielgesellschaft unterliegt grundsätzlich einer Neutralitätspflicht (§ 33 I WpÜG), von der nur die sachlich gebotenen Maßnahmen des laufenden Geschäftsbetriebs ausgenommen sind. Erlaubt sind allerdings ausdrücklich die Suche nach einem Konkurrenzangebot (*white knight*)<sup>741</sup> sowie Handlungen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat. Abwehrmaßnahmen sind weiterhin möglich aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung (§ 33 II WpÜG), welche innerhalb verkürzter Ladungsfristen einberufen werden kann (§16 IV WpÜG). Die Neutralitätspflicht in der Formulierung des § 33 I S.1 WpÜG besitzt den Charakter eines durch die genannten

---

<sup>738</sup> Amtl. Begr. WpÜG, S. 65.

<sup>739</sup> Amtl. Begr. WpÜG, S. 62.

<sup>740</sup> Amtl. Begr. WpÜG, S. 65.

<sup>741</sup> § 33 I; WpÜG Nicht beantwortet wurde allerdings die Frage, inwieweit der Vorstand bei der Suche nach einem *white knight* unternehmensinterne Informationen verwenden darf (dazu Werner, ZIP 2000, 990; Fleischer, ZIP 2002, 651). Ohne solche, ohne eine Due Diligence zu ermöglichen, dürfte sich schwerlich ein weiterer Käufer zur Abgabe eines Angebotes überzeugen lassen. Dies könnte allerdings einerseits in einer Informationsasymmetrie zwischen den Bewerbern resultieren, andererseits für den Vorstand eine Übertretung seiner Treue- beziehungsweise Verschwiegenheitspflicht bedeuten. (zum Thema Informationsweitergabe im Rahmen einer due diligence zuletzt *Stoffels*, ZHR 165, 362).

Ausnahmen eingeschränkten Vereitelungsverbots für den Vorstand. Die Entscheidung soll also grundsätzlich den Aktionären überantwortet werden. Insofern formuliert § 33 WpÜG eine eindeutige Kompetenzregelung. Der Gesetzesentwurf enthält allerdings auch eine ausdrückliche Bindung von Vorstand und Aufsichtsrat an das Unternehmensinteresse (§ 3 III WpÜG), woraus sich innerhalb dessen Grenzen die grundsätzliche Möglichkeit einer Einflussnahme ableiten lässt.

Zur Schaffung von Transparenz und um eine umfassende Information der Aktionäre der Zielgesellschaft zu gewährleisten hat der Bieter eine Vielzahl von Informationen zum Angebot und seinen weiteren Plänen für das Unternehmen zu veröffentlichen (§§ 10 ff. WpÜG) ebenso wie sämtliche finanzielle Zusagen an Entscheidungsträger der Zielgesellschaft (§ 11 II Nr. 3 WpÜG). Während der Laufzeit des Angebots muss er regelmäßig über den Verlauf der Transaktion Auskunft geben (§ 23 WpÜG). Wichtig für die Meinungsbildung der Anteilseigner und deshalb ebenso obligatorisch ist eine Beurteilung des Angebots durch die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft sowie des Aufsichtsrats (§ 27 WpÜG), in die auch eine Stellungnahme der Arbeitnehmervertreter zu integrieren ist.

Da eine Übernahmesituation für die Zielgesellschaft eine nicht unerhebliche Belastung darstellt, versucht man auf möglichst zügige Verfahren hinzuarbeiten (§3 IV WpÜG). Deshalb sind für die Ausarbeitung des Angebots und dessen Laufzeit relativ kurze Fristen gesetzt (§§ 10, 14, 35 WpÜG)<sup>742</sup>. Gegen Maßnahmen der Aufsichtsbehörde soll ein beschleunigtes Verfahren bei dem zuständigen Oberlandesgericht zugelassen werden (§§ 49 ff. bzw. 63 ff. WpÜG).

Mit der Überwachung und näheren Ausführung des Gesetzes ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) betraut. Dieser stellt das WpÜG, im Gegensatz zur alten Rechtslage mit dem Kodex, einen Maßnahmenkatalog von Sanktionen zur Verfügung (§§ 47, 60 ff. WpÜG).

Aus den Erfahrungen der Übernahme von Mannesmann hat man verschiedene Erkenntnisse gezogen, die sich im Gesetz widerspiegeln. Darunter zählt das Verbot von Leistungen des Bieters an die Verwaltungsorgane (*golden handshake*) der Zielgesellschaft oder auch nur deren Inaussichtstellung, offensichtlich durch die Unklarheiten und die öffentliche Diskussion um die umstrittenen Zahlungen an den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden. Als Reaktion wurde § 33 III WpÜG vom Verfasser des Gesetzesentwurfes eingefügt, um angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung von Unternehmensübernahmen jeden Zweifel an der

---

<sup>742</sup> Kritisch dazu *Riehmer/ Schröder* in NZG 2000, 820 f.

Unabhängigkeit der Geschäftsführung der Zielgesellschaft durch Beeinflussungen des Bieters zu beseitigen<sup>743</sup>.

Auch die zugleich angegriffene Werbekampagne von Mannesmann hinterließ Spuren, derartige Maßnahmen wurden allerdings nicht ausdrücklich untersagt. Die werbende Darstellung des eigenen Unternehmenskonzepts als Alternative zum Vorschlag des Übernehmers gehört in den Bereich der eigenverantwortlichen Geschäftsführungsmaßnahmen der Geschäftsleitung<sup>744</sup> und wird dieser damit nach wie vor gestattet sein. Im § 28 WpÜG wird dem Aufsichtsamt ein Recht eingeräumt, bestimmte Arten der Werbung zu untersagen, was im Gegenzug nur bedeuten kann, das Öffentlichkeitsarbeit grundsätzlich erst einmal zulässig ist. Angesichts der Tatsache, dass der Vorstand der Zielgesellschaft zu einer Stellungnahme verpflichtet ist (§ 27 WpÜG), hat er auch das Recht, eine negative Einschätzung der Übernahme zu publizieren und diese gegebenenfalls durch Werbung zu unterstützen, um ein breit gestreutes Aktionärspublikum zu erreichen<sup>745</sup>, da sich insoweit aus § 3 WpÜG nichts Gegenteiliges ergibt.

Insgesamt lässt dem Gesetz ein sich in die Konzeption vergleichbarer nationaler Regelungen einfügenden Standard bescheinigen. Es stellt teilweise eine durchaus geeignete Grundlage für eine längst überfällige gesetzliche Regelung dar, in einigen Punkten sind allerdings gravierende Mängel zu attestieren.

#### dd) Probleme des WpÜG

-----

Zentraler Kritikpunkt der gesetzlichen Regelung ist die Nichtbewältigung der Problematik des Verhaltens der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft. Weder wurde ein konsequentes Neutralitätsgebot noch eine vergleichbare funktionale Regelung geschaffen.

Anstatt einem konsequenten Neutralitätsgebot oder zumindest Vereitelungsgebot<sup>746</sup>, in Anlehnung an das damalige Planungsstadium der 13. Gesellschaftsrechtliche EU-Richtlinie<sup>747</sup>, mit der Regelung des § 33 I S.1 WpÜG zu folgen, wurde aufgrund kritischer Stimmen aus Wirtschaft und Wissenschaft zunächst eingefügt, Vorratsbeschlüsse für Maßnahmen zur Abwehr eines Übernahmeversuchs zuzulassen (§ 33 II WpÜG)<sup>748</sup>. Die

<sup>743</sup> Amtl. Begr. § 33 WpÜG, S. 149.

<sup>744</sup> LG Düsseldorf AG 2000, 233.

<sup>745</sup> Ebenso *Liebscher* in ZIP 2001, 853, 867.

<sup>746</sup> Zur Terminologie *Maier-Reimer*, ZHR 165, 260 f.; *Drygala*, ZIP 2001, 1864.

<sup>747</sup> Siehe Abschnitt C. III. 4.

<sup>748</sup> Ob allerdings derartige Genehmigungen flächendeckend erteilt werden, ist zu bezweifeln.

genehmigten Maßnahmen können dann mit Einverständnis des Aufsichtsrates durchgeführt werden. Zur Genehmigungserteilung ist eine 3/4-Mehrheit des bei einer Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals notwendig, welche diese für maximal 18 Monate geben kann.

In der letztendlich verabschiedeten Fassung des WpÜG findet sich an dieser Stelle jedoch eine wesentliche Änderung gegenüber dem Vorentwurf<sup>749</sup>. Die in Kraft getretene Fassung des § 33 I WpÜG sieht vor, dass sofortige Maßnahmen der Geschäftsführung (also im Zweifel Abwehrmaßnahmen) durch den Aufsichtsrat gebilligt werden können (§ 33 I S. 2 Alt. 3 WpÜG). Dies stellt eine ganz erhebliche Abweichung von der vorherigen Version dar, welche noch ausnahmslos (von Stellungnahmen und Suche nach Konkurrenzangeboten abgesehen) einen Beschluss der Aktionärsversammlung voraussetzte.

Das zuvor als so substanziell erachtete Neutralitätsgebot für den Vorstand der Zielgesellschaft wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens immer weiter abgeschwächt. Ein zwar auch nicht unproblematisches, doch zumindest konsequentes Modell eines strengen Vereitelungsverbot durch eine Stillhaltepflicht, wie es im ursprünglichen, an der EU-Richtlinie orientierten Entwurf<sup>750</sup> noch enthalten war, wurde durch nachträgliche Korrekturen verwässert. Die Endfassung des § 33 I WpÜG ist deshalb gleich in doppelter Hinsicht problematisch.

Zum einen bewirkt die Formulierung in § 33 I S. 2 Alt. 3 WpÜG jetzt, dass eine unternehmerische Entscheidung des Vorstandes entgegen der gängigen Systematik des Aktienrechts nun zusätzlich vom Aufsichtsrat getragen werden muss. Der mit Fragen der Geschäftsführung normalerweise nicht betraute Aufsichtsrat hat nunmehr zu entscheiden, ob er eine vorgeschlagene Maßnahme des Vorstandes genehmigt, wodurch ihm eine parallele Entscheidungskompetenz beziehungsweise -pflicht entsteht. Diese Kompetenzverschiebung oder -ausdehnung auf den genehmigenden Aufsichtsrat durchbricht grundlos die Dogmatik des dualen Systems der Unternehmensführung. Die unternehmerische Entscheidung über das Verhalten der Geschäftsleitung der übernahmebedrohten Gesellschaft wird somit einem Organ überantwortet, das mit den relevanten Entscheidungsgrundlagen kaum vertraut ist und dem im Zweifel auch die Kompetenz dafür fehlen wird. Die sich daraus ergebende Haftungsproblematik trifft eine Instanz im Unternehmensverband, die zu ihrer Bewertung vielleicht am wenigsten in der Lage ist. Welche Konsequenzen dies in der Zukunft haben wird, ist kaum abzuschätzen. Die strikte Ablehnung auch sinnvoller Maßnahmen durch von

---

<sup>749</sup> ZIP 2001, 1261.

<sup>750</sup> ZIP 2001, 1261; siehe § 33 I des Entwurfs.

Haftungssorgen belastete Aufsichtsräte oder die Freizeichnung bedenklicher Vorstandsmaßnahmen durch überforderte Aufsichtsräte wären gleichermaßen vorstellbar<sup>751</sup>. Im Übrigen wurden bereits verfassungsrechtliche Bedenken gegen diese Regelung erhoben<sup>752</sup>. Die Beeinflussung der Entscheidung, ob er seine Aktien veräußern kann oder nicht, durch ein Gesellschaftsorgan, welches zur Hälfte aus Arbeitnehmervertretern besteht, könnte sich als eine Verletzung des Aktionärs in seinem Eigentumsrecht aus Art. 14 GG darstellen. Im Mitbestimmungsurteils des BVerfG<sup>753</sup> proklamierte dieses das Veräußerungsrecht der Aktie als ausschließliches Recht des Anteilseigners und klammerte dieses Recht zugleich aus der Sozialpflichtigkeit des am Gesellschaftseigentum vermittelten Anteils aus. Auch vor diesem Hintergrund stellt sich die in § 33 I S. 2 Alt. 3 WpÜG getroffene Kompetenzzuweisung an mitbestimmte Aufsichtsräte als zumindest bedenklich dar.

Zum anderen verlagert die Öffnungsklausel des Neutralitätsgebotes die Prüfung der Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen wieder in die allgemeinen Gesetze und Rechtsgrundsätze, also die unbestimmten Regelungen des Aktienrechts. Maßstab der Entscheidungsfindung des Vorstands über die Ergreifung von Maßnahmen und des Aufsichtsrat über eine Zustimmungserteilung bildet deshalb trotz Existenz eines spezifischen Übernahmegesetzes wieder die unsichere Interpretation des Unternehmensinteresses. Durch diese Hintertür verliert das WpÜG seinen Einfluss auf das so wichtige Thema der Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft.

Eine an der damaligen europäischen Lösung orientierte Regelung wäre sinnvoller gewesen, also die klare Entscheidung für ein Neutralitätsgebot mit der Einschränkung der Zulassung einzelner Möglichkeiten, um ein international vergleichbares Verhinderungspotential hinsichtlich Übernahmeangeboten zu schaffen. Im Zuge der Regelung von Unternehmensübernahmen hätte zugleich in den verbundenen Rechtsgebieten auf eine internationale Angleichung hingearbeitet werden müssen, um irgendwann die gesamtwirtschaftlich positiven Akzente eines weitgehend freien Übernahmemarktes verspüren zu können. Der richtige Weg wäre also die Harmonisierung der Rechtsordnungen durch allgemeine Abschaffung von Blockaderegulungen, nicht durch Nachrüstung einer liberaleren Gesetzeslage gewesen. Statt dessen herrscht nun weiterhin mangels klarer gesetzlicher Vorgaben eine objektive Unsicherheit über die tatsächlichen

---

<sup>751</sup> Kritische Stimmen in der Literatur sehen vordergründig die Gefahr „unheiliger Allianzen“ zwischen Vorstand und Aufsichtsrat von Zielgesellschaften zur Verhinderung von Übernahmen (Kort, in: Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 95 m. w. N.).

<sup>752</sup> Steinmeyer/ Häger, WpÜG, § 33 Rdnr. 23; Kort, in: Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 95; Winter/ Harbarth, ZIP 2002, 1, 8; Zschocke, DB 2002, 79, 82f.

<sup>753</sup> BVerfGE 50, 290.

Handlungsmöglichkeiten einer angegriffenen Zielgesellschaft und daraus resultierend die mit einem erheblichen Haftungsrisiko<sup>754</sup> verbundene Blockademöglichkeit auch wirtschaftlich sinnvoller Unternehmensübernahmen.

Die durch die Zulassung der Vorratsbeschlüsse für Abwehrmaßnahmen eingebaute erste Korrektur des Deckungsvorteils, den andere Rechtsordnungen Unternehmen insbesondere mit Höchst- und Mehrfachstimmrechten für Aktien oder mit „goldenen Aktien“ zugestehen, wird dagegen von untergeordneter Bedeutung bleiben. Es werden sich in den Hauptversammlungen kaum die notwendigen Mehrheiten finden lassen. Es liegt schließlich nicht im Aktionärsinteresse, sich Chancen für eine Überwertveräußerung ihrer Anteile wegen einer womöglichen Interessenverletzung von stakeholdern verwehren zu lassen. Zumindest neutrale Anleger wie Fond- und Investmentgesellschaften werden sich kaum dazu bereit erklären, was angesichts des hohen Mehrheitserfordernisses schon allein maßgeblich sein könnte.

Wie schon die Mannesmann-Übernahme gezeigt hat, ist der Aufsichtsrat nicht das geeignete Kontrollinstrument für den Vorgang einer Unternehmensübernahme. Vielfach werden persönliche Motive nur schwer von sachlichen Überlegungen zu trennen sein. Die realistische Einschätzung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit und der Auswirkungen eines konkreten Übernahmeangebotes und die Abwägung mit den unternehmerischen Möglichkeiten der AG beim Verbleib in Selbstständigkeit dürfte, wenn nicht die Fähigkeiten dann sicher den Informationsstand von Aufsichtsratsmitgliedern nicht selten übersteigen. Dasselbe betrifft die tatsächlichen Auswirkungen von zu ergreifenden Maßnahmen. Man wird also in der Praxis auf die Angaben der Geschäftsleitung vertrauen müssen und mehr oder weniger blind über eine Zustimmungserteilung entscheiden müssen. Als wirksame Kontrollinstanz dürfte der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft daher von vornherein zum Scheitern verurteilt sein.

Ein weiteres Problem bildet die fehlende Klagemöglichkeit verbleibender Aktionäre wegen Unrichtigkeit oder Fehlens wesentlicher Angaben seitens des Bieters<sup>755</sup>. In § 12 I WpÜG wird diese nur den Aktionären zugestanden, welche das Angebot akzeptiert haben<sup>756</sup>.

Diese Unausgewogenheit erscheint nicht sachgerecht. Wenn der Bieter konkrete und verbindliche Angaben macht, um eine Verkaufsentscheidung zu beeinflussen, dann sollten diese auch einer gerichtlichen Kontrolle unterzogen werden dürfen, ansonsten sind die Auskunftspflichten praktisch wertlos. Ein Übernehmer, der die Kontrollmehrheit bereits

---

<sup>754</sup> Dazu noch im Folgenden.

<sup>755</sup> Auch das Fallbeispiel belegt den Handlungsbedarf auf diesem Gebiet. So wurden von Vodafone entgegen den ursprünglichen Zusagen weite Teile des Konzerns zerschlagen und nur die Mobilfunksparte weitgehend in bisheriger Form weiterbetrieben.

<sup>756</sup> Zu diesem Problemkreis *Santelmann*, Angebotsunterlagenhaftung, S. 148 f.



erlangt hat, vielleicht indem er sich mit Paketaktionären bereits handelseinig geworden ist, könnte dann den übrigen Aktionären lukrative Zusagen machen, um sie in der Gesellschaft zu halten. Somit ließen sich ein Kauf zu Pflichtangebotsbedingungen vermeiden und Übernahmekosten senken. Im Nachhinein ist die Erfüllung dieser Zusagen schwer durchsetzbar.

Probleme bereitet auch die Entscheidungspraxis der BAFin. Mehrfach werden dieser im Gesetz Kompetenzen eingeräumt, beispielsweise die Möglichkeit des § 37 WpÜG zur Befreiung von der Angebotspflicht des § 35 WpÜG. Betroffene Dritte, etwa verkaufswillige Minderheitsaktionäre, haben dann keine Möglichkeit, gegen eine solche Entscheidung der Behörde vorzugehen. Die bisherige Rechtsprechung des OLG Frankfurt/a.M.<sup>757</sup> hat dahingehend eine Antragsbefugnis mangels Drittschutzes des WpÜG stets abgelehnt<sup>758</sup>, was diese weitgehend rechtlos stellt<sup>759</sup>.

#### ee) Konsequenzen für Abfindungszahlungen

-----

Zu den speziellen Problemen verschiedener Abfindungszahlungen enthält die neue gesetzliche Regelung mit einer Ausnahme keine Aussagen. Lediglich das Verbot des *golden handshake* ist jetzt ausdrücklich in § 33 III WpÜG normiert<sup>760</sup>. Rechtsfolge davon ist die Nichtigkeit einer solchen Vereinbarung gemäß § 134 BGB, da es sich bei der Norm um ein Verbotsgesetz handelt<sup>761</sup>.

Davon betroffen sind Zahlungen, Zahlungsversprechen oder vergleichbare Leistungen<sup>762</sup> an Organmitglieder der Zielgesellschaft ausgehend vom Bieter oder von mit diesem gemeinsam handelnden Personen. Gemeint sind gemäß § 2 V WpÜG solche, die ihr Verhalten im Hinblick auf ihren Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft oder ihre Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft mit dem Bieter abstimmen. Grund für deren Gleichbehandlung ist das wie beim Bieter bestehende, gegenüber dem Normalmaß erhöhte

---

<sup>757</sup> Die Rechtsprechung des OLG ist hierbei weitgehend letztinstanzlich (§ 67 WpÜG).

<sup>758</sup> Zuletzt das Urteil des OLG Frankfurt/ M., ZIP 2003, 1392; zuvor die Beschlüsse des OLG Frankfurt/ M., ZIP 2003, 1297 = NZG 2003, 729 und ZIP 2003, 2206.

<sup>759</sup> Vgl. hierzu die Beiträge von Zschocke/ Rahlf, DB 2003, 1375; Seibt, ZIP 2003, 1865, 1871 ff.; Verse, ZIP 2004, 199 ff. je m. w. N.

<sup>760</sup> Im Einzelnen dazu Hirte, KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 183 ff.; Steinmeyer/ Häger, WpÜG, § 33 Rdnr. 48ff.

<sup>761</sup> So die Begründung des Regierungsentwurfs (vergleiche auch Hirte, KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 190; Steinmeyer/ Häger, WpÜG, § 33 Rdnr. 50).

<sup>762</sup> Einzelheiten bei Hirte, KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 187.

Risiko einer Förderung des Übernahmeangebots in unlauterer Weise<sup>763</sup>. Nicht davon erfasst sind Hilfspersonen des Bieters wie Berater oder Investmentbanken<sup>764</sup>, wobei dies natürlich eine Zurechnung der Vereinbarung zum Bieter als Veranlasser beziehungsweise wirtschaftlichen Nutznießer grundsätzlich nicht ausschließt.

Problematischer ist die schon erwähnte<sup>765</sup> Möglichkeit einer Gleichbehandlung derartiger Vereinbarungen zwischen Organmitglied der Zielgesellschaft mit einem verkaufswilligen Aktionär, da sich die Abstimmung mit dem Bieter hier nicht auf einen Erwerb, sondern auf eine Veräußerung richtet. Allerdings besteht dabei die gleiche Problemlage des erhöhten Beeinflussungsrisikos<sup>766</sup>, weshalb nach dem Sinn und Zweck des § 33 III WpÜG eine Ausdehnung des Anwendungsbereichs desselben im Wege einer Analogie grundsätzlich möglich erscheint. Letztenendes ist dies aber eine rein theoretische Frage, da eine Zahlung entgegen § 33 III WpÜG keine spezifisch übernahmerechtlichen Rechtsfolgen nach sich zieht<sup>767</sup>. Rechtsfolge wäre die Unwirksamkeit der Vereinbarung gemäß § 134 BGB<sup>768</sup> (wobei zugleich wohl auch von einer Sittenwidrigkeit gemäß § 138 BGB auszugehen ist) und die Rückforderbarkeit der Zahlung gemäß § 812 I S. 1 Alt. 1 BGB durch den Veranlasser<sup>769</sup>. Ansprüche der Zielgesellschaft ergeben sich dagegen aus § 33 III WpÜG nicht. Dieser bleibt insoweit die allgemeine Haftung aus § 93 II, 117 II AktG beziehungsweise aus § 826 BGB gegenüber dem Leistungsempfänger beziehungsweise aus § 117 I, III AktG und § 826 BGB gegenüber dem Leistungsveranlasser.

Das Vereitelungsgebot des § 33 I S.1 WpÜG hat praktisch keine Relevanz für eine Installation von *golden parachutes*. Durch den Genehmigungsvorbehalt ist die Regelung bedeutungslos, da über finanzielle Vereinbarungen mit dem Vorstand ja sowieso der Aufsichtsrat zu entscheiden hat. Diesbezüglich wird daher immer eine entsprechende Zustimmung vorliegen.

Die Bedeutung des WpÜG für die behandelten Fragen wird zudem durch dessen Anwendungsbereich begrenzt, welcher sich auf die Zeit nach bekannt werden des Angebots beschränkt, also lediglich aktuelle Maßnahmen betrifft, während präventive nicht erfasst

<sup>763</sup> Versteegen, KölnKomm WpÜG, § 2 Rdnr. 149.

<sup>764</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 14/ 7034, S. 34.

<sup>765</sup> Vgl. oben Abschnitt B. III. 4.

<sup>766</sup> Vergleiche Versteegen, KölnKomm WpÜG, § 2 Rdnr. 149.

<sup>767</sup> Vgl. Hirte, in: KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 190 sowie siehe noch unten im Abschnitt D.

<sup>768</sup> Bei § 33 WpÜG handelt es sich nach der Begründung des Regierungsentwurfs um ein gesetzliches Gebot (Hirte, KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 190; Steinmeyer/ Häger, WpÜG, § 33 Rdnr. 50).

<sup>769</sup> Deren Verwaltungsorgane sollen sich nach der Begründung des Regierungsentwurfs auch durch Unterlassen der Rückforderung einer Pflichtwidrigkeit schuldig machen (ebenso Steinmeyer/ Häger, WpÜG, § 33 Rdnr. 50). Dies würde allerdings nur inländische Bieter betreffen (Hirte, KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 190).

werden<sup>770</sup>. Abfindungsvereinbarungen sind also in der Regel schon vom Anwendungsbereich des WpÜG ausgeschlossen. Ähnlich wie auch die Einführung des österreichischen Übernahmegesetzes bringt das WpÜG eine Differenzierung in prophylaktische und aktuelle Abwehrmaßnahmen mit sich, wobei erstere ausschließlich nach gesellschaftsrechtlichen Vorschriften zu prüfen sind<sup>771</sup>. Nur letztere unterfallen dem Anwendungsbereich des Übernahmegesetzes.

Es ergeben sich deshalb durch die Einführung des WpÜG mit Ausnahme ein erveränderten dogmatischen Herleitung des Verbots eines „Goldenen Handschlags“ keine für die Bearbeitung relevante Neuerungen der Rechtslage.

---

<sup>770</sup> So auch die Amtl. Begr. zu § 33 I S. 1 des WpÜG, S. 149.

<sup>771</sup> Zum österreichischen Übernahmegesetz *Stingl*, GesRZ 1999, 112, 120.

#### 4. Die Entwicklung des europäischen Rechts (die 13. Gesellschaftsrechtliche Richtlinie)

---

Die Entwicklung der Übernahmerichtlinie stellt wohl eines der dauerhaftesten Rechtssetzungsprojekte der Europäischen Union dar. Bereits zu Beginn der Siebziger Jahre, als die Bedeutung von Übernahmeangeboten bei Konzernierungsprozessen erkennbar wurde und mehrere Mitgliedstaaten nationale Regelungen erließen, gab die europäische Kommission den Auftrag zum Entwurf einer diesbezüglichen Richtlinie. Auf Grundlage des sogenannten „Pennington-Report“ vom November 1973<sup>772</sup> entstand dann 1989 ein erster Richtlinienentwurf<sup>773</sup>, welcher sich jedoch im Rat als nicht mehrheitsfähig erwies. Am 10. November 1997<sup>774</sup> wurde ein neuer Vorschlag des europäischen Parlaments und des Rates vorgelegt, zu diesem am 19. 6. 2000 ein gemeinsamer Standpunkt<sup>775</sup>, am 6. Juni 2001 ein gemeinsamer Entwurf von Rat, Parlament und Kommission verhandelt, jedoch am 4. Juli 2001 vom europäischen Parlament abgelehnt. Nach Art. 251 Abs.5 EGV galt die Richtlinie damit als nicht erlassen, was dem deutschen Gesetzgeber freie Hand beim Erlass des WpÜG<sup>776</sup> gab. Ein neuer Kommissionsvorschlag wurde unter Zugrundelegung des „Winter-Berichts“ vom 10. 1. 2002<sup>777</sup> am 25. 2. 2003<sup>778</sup> vorgelegt, am 16. 12. 2003 vom Europäischen Parlament und am 27. 11. 2003 vom Ministerrat einstimmig bestätigt<sup>779</sup>, nachdem zuvor einige, zur Kompromissfindung notwendige, nicht unwesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Die neue Richtlinie<sup>780</sup> entspricht in großen Teilen ihrem im Entwurfsstadium gescheiterten Vorgänger. Er ist eine Rahmenregelung, die den einzelnen Mitgliedstaaten einen großen Gestaltungsspielraum hinsichtlich ihrer Umsetzung in nationales Recht gewährt. Wichtige Teile der Regelung sind, anders als im Kommissionsvorschlag vom 2. 10. 2002<sup>781</sup>, nur optional umzusetzen. Genauso wurde auf eine ins Detail gehende Harmonisierung von

---

<sup>772</sup> EG-Komm.-Dok. XI/ 56/ 74; dazu *Richter*, Chancen für eine Übernahmeregelung in Europa, S. 15 ff.

<sup>773</sup> Dazu *Hopt*, in: FS *Rittner*, S. 187.

<sup>774</sup> Abgedruckt in ZIP 1997, 2172.

<sup>775</sup> Im Text der politischen Einigung von 1999 abgedruckt in AG 2000, 298 ff. mit Anmerkungen von *Neye*.

<sup>776</sup> BGBl. 2001, 3822; so auch ausdrücklich die amtliche Begründung.

<sup>777</sup> In englischer Vollversion unter [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/HLG-report-TOB-en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/HLG-report-TOB-en.pdf) abrufbar.

<sup>778</sup> KOM 2002, 534; Amtsblatt Nr. C 045 E vom 25/02/2003 S. 0001 - 0017.

<sup>779</sup> Dok. 15476/ 03 DRS 106 CODEC 16461

<sup>780</sup> Einzelheiten schon vorab bei *Krause*, BB 2004, 113 ff.; *Wiesner*, ZIP 2004, 343 ff.

<sup>781</sup> KOM 2002, 534.

Verfahrens- und Verwaltungsvorschriften der einzelnen Länder verzichtet. Notwendig war dies, um endlich einen umsetzbaren Kompromiss zu finden<sup>782</sup>.

Die wichtigsten Anliegen der Richtlinie sind: die Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft, ausreichende Informationsgewährung für die Entscheidung über Annahme oder Ablehnung des Angebots, die Verpflichtung der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft zur ausschließlichen Orientierung an deren Gesellschaftsinteresse, die Verhinderung von Marktverzerrungen im Börsenhandel und eine zeitliche Begrenzung des Angebots zur Entlastung der Zielgesellschaft. Zudem soll die Richtlinie durch eine Regel zur Durchbrechung bestimmter Übernahmehindernisse auch in Bezug auf die Ausgangsbedingungen für ein Übernahmeangebot in den einzelnen Mitgliedstaaten gleiche Voraussetzungen zu schaffen. Diese an sie gestellten Anforderungen bewältigt sie jedoch nur zum Teil.

Zentrale Regelungen sind das Pflichtangebot in Art. 5, die Neutralitätspflicht in Art. 9 II und III und die Durchbruchsregel in Art. 11. Im Gegensatz zum Vorentwurf zeigen letztere jedoch entscheidende Differenzen auf.

Die Regelung der Neutralitätspflicht wurde durch ein Optionsmodell für die nationalen Gesetzgeber ergänzt (Art. 11 a). Es lässt diesen die Wahl, inwieweit die Art. 9 II, III und 11 der Richtlinie umgesetzt werden sollen. Sieht er davon ab, muss er lediglich den Gesellschaften die Möglichkeit verschaffen, sich den Beschränkungen der Richtlinie in ihrer Satzung zu unterwerfen. Im Hinblick auf die derzeitige Regelung des § 33 WpÜG und die Interessenlage der Bundesrepublik ist zu erwarten, dass der deutsche Gesetzgeber den einheimischen Unternehmen nur die individuelle Möglichkeit einräumen wird, eine Neutralitätspflicht für ihre Organe zu vereinbaren.

Die Durchbruchsregel des Art. 11, welche eigentlich sicherstellen soll, dass die verschiedenen nationalen Übernahmehindernisse beseitigt werden, wurde durch weitgehende Ausnahmetatbestände entkräftet<sup>783</sup>. Ausgenommen sind Wertpapiere, die von einem Mitgliedstaat gehalten werden (*golden shares*) und durch einzelstaatliches Gesetz gewährte Sonderrechte (etwa das deutsche VW-Gesetz<sup>784</sup>). Ebenso wird Bestandsschutz für Altverträge (schuldrechtliche Stimmrechtsbeschränkungen) anerkannt. Somit verfehlt sie weitgehend

---

<sup>782</sup> Siehe dazu die Berichte in der FAZ vom 28. 11. 2003, S. 11 und der Financial Times Deutschland vom 28. 11. 2003.

<sup>783</sup> Einzelheiten bei Wiesner, ZIP 2004, 343, 348.

<sup>784</sup> BGBl. 1960, 583; aktuell in der Fassung vom 31. 7. 1970 (BGBl. I, 1149). Vergleiche zu den Folgen der Entwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts Bayer, BB 2004, 1, 2 f.

ihren Zweck und dürfte an den Übernahme-Schutzbarrieren vieler Unternehmen, zumindest aber der großen ehemaligen Staatskonzerne der EU-Mitglieder, nichts ändern.

Die neue Richtlinie ist damit weitgehend hinter den lange gehegten Erwartungen zurückgeblieben. Die Probleme bei der politischen Einigung waren wohl nicht anders als in einem solch konturenlosem Konzept zu bewältigen. Immerhin wurde nach 30 Jahren endlich überhaupt ein Konsens gefunden. Darin wird eine gewisse Angleichung in Verfahrensfragen erfolgen. Umfangreiche Transparenzgebote und die Regelung eines Pflichtangebots sind ebenfalls positiv zu werten. Nicht zu unterschätzen ist auch die Koordinierung der Tätigkeit nationaler Aufsichtsbehörden.

Allerdings können die Mitgliedstaaten nach der Endfassung der Richtlinie einen sehr weitgehenden Spielraum für die Umsetzung in nationales Recht nutzen und es ist wohl davon auszugehen, dass dieser auch überwiegend ausgeschöpft wird. Das Ziel der weitgehenden Harmonisierung eines europäischen Übernahmemarktes wurde damit verfehlt. Die Richtlinie ist letztlich nur eine Minimallösung<sup>785</sup>, welche die Summe des momentan politisch Durchsetzbaren repräsentiert. Die von einzelnen Mitgliedstaaten so hartnäckig verteidigte Vielfalt und Individualität der verschiedenen Rechtsordnungen bleibt indes erhalten.

Zum Thema Neutralitätspflicht und speziell zu den Problemen *golden parachutes* und *golden handshake* sind von der Richtlinie und der zu erwartenden Umsetzung ins deutsche Recht praktisch keine Neuerungen zu erwarten. Auch wenn § 33 WpÜG korrekturbedürftig sein sollte, ist nicht davon auszugehen, dass der Gesetzgeber die Option ignoriert und eine konsequente Neutralitätspflicht initiiert. Jedenfalls aber bleiben präventive Abfindungsvereinbarungen vom Geltungsbereich der übernahmerechtlichen Regelung ausgenommen.

---

<sup>785</sup> So die allgemeine Einschätzung: siehe den Beitrag im Handelsblatt vom 28. 11. 03; *Krause*, BB 2004, 113, 119; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 349..

#### IV. Zusammenfassung zum Kapitalmarktrecht

-----

Grundsätzlich ergibt eine ökonomische Betrachtung von Unternehmensübernahmen, dass sie als wirtschaftlicher Prozess für die Optimierung der Ressourcenallokation und Erhöhung der Attraktivität eines Finanzmarktes unverzichtbar sind. Aufgrund der Vielzahl möglicher Ursachen und Ziele sind allerdings die Einzelfälle zu selektieren, um wirtschaftlichen Schaden für das betroffene Unternehmen, für beteiligte Personen und die nationale Wirtschaft zu vermeiden, für letztere gilt dies insbesondere bei internationalen Mergers. Solche negativen Auswirkungen gilt es zu verhindern, durch Schaffung geeigneter rechtlicher Spielregeln. Dazu wurden in verschiedenen Rechtsordnungen sehr unterschiedliche Lösungen gefunden.

In der Bundesrepublik Deutschland existiert seit Anfang 2002 das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Inhaltlich und bedingt durch seinen Anwendungsbereich ist dessen Einfluss auf die Problembereiche des Bearbeitungsthemas jedoch gering. Aus § 33 III WpÜG ergibt sich ein an die Bietergesellschaft gerichtetes Zahlungsverbot an Organmitglieder der Zielgesellschaft. Die Vereinbarung von *golden parachutes* als Abwehrmaßnahme unterfällt prinzipiell dem Vereitelungsgebot des § 33 I WpÜG, aufgrund der Möglichkeit der Genehmigung durch den Aufsichtsrat ist die Norm diesbezüglich jedoch gegenstandslos, da sich bereits aus der aktienrechtlichen Kompetenzverteilung eine obligatorische Mitwirkung des Aufsichtsrates bei deren Installation ergibt.

Der Anwendungszeitraum des Gesetzes, welcher mit dem Beschluss der Bietergesellschaft auf Abgabe eines Angebots beginnt, macht eine Unterscheidung zwischen präventiven und aktuellen Verteidigungsmaßnahmen notwendig. Erstere, als die sich *golden parachute*-Vereinbarungen regelmäßig darstellen, unterfallen deshalb nicht dem Anwendungsbereich des WpÜG. Bei der Beurteilung von Sachverhalten ist deshalb auf die Grundsätze des allgemeinen Aktienrechts zurückzugreifen.

Das Aktienrecht lässt die Frage der Existenz und Ausprägung eines Neutralitätsgebotes für die Organe der Zielgesellschaft ungeregelt. Ein abstraktes Neutralitätsgebot mit der Folge, dass Verteidigungsmaßnahmen grundsätzlich verboten sind, ist nicht feststellbar. Jede singuläre Maßnahme ist deshalb generell und einzelfallbezogen auf ihre rechtliche Zulässigkeit zu überprüfen.

Die Vereinbarung von Abfindungszahlungen für das Management der Zielgesellschaft im Falle einer feindlichen Unternehmensübernahme stellt eine solche Verteidigungsmaßnahme dar. Im Lichte des Unternehmensinteresses und des § 87 I AktG sind die sogenannten *golden parachute*-Vereinbarungen nur sehr eingeschränkt zulässig. Sie verbieten sich aus diesen Grundsätzen in einer Höhe, in denen ihre Wirksamkeit als Abwehrmaßnahme eigentlich erst beginnt. Auch die solchen Abfindungsvereinbarungen neben der übernahmehemmenden Wirkung innewohnende zweite Intention, die Ermöglichung einer objektiven Haltung der in einer Übernahmephase handelnden Entscheidungsträger durch vorzeitige Absicherung finanzieller Probleme und Schaffung von Rechtssicherheit, kann nicht überzeugen.

Wegen des Gewichts der dagegen sprechenden Argumente können *golden parachute*-Vereinbarungen aktienrechtlich nur als Abfindungen betrachtet werden. Von der Legitimation als funktionale Abwehrmaßnahme oder der Schaffung einer Neutralitätsgarantie ist Abstand zu nehmen. Die Übernahmesituation gibt lediglich den Anlass, lässt aber keine exklusive Wertung von *golden parachutes* gegenüber ‚normalen‘ Abfindungsvereinbarungen zu. Vielmehr lassen sich solche Vereinbarungen als angemessen im Sinne von § 87 I AktG und im Sinne des Unternehmensinteresses nur als vorweggeregelte Abfindung vertraglicher Restansprüche rechtfertigen.

Daher wird ihre angemessene, dem Interesse des Unternehmens gerecht werdende Höhe durch die Gesamtsumme der regulär bis Vertragsende zu zahlenden finanziellen Verpflichtungen begrenzt. Eine entsprechende Vereinbarung sollte in der Regel vom unternehmerischen Ermessen des Aufsichtsrates gedeckt sein. Die Vorfälligkeitsleistung macht zudem eine Restriktion gegenüber der Gesamtsumme der vertraglichen Restvergütung im Sinne des Unternehmens interessengerecht. Leistungsbezogene Vergütungsbestandteile sind auf Grundlage der Gesellschaftssituation vor Bekanntwerden des Übernahmegebotes zu berechnen, um keine systemwidrigen Anreize entsprechend denen von „Wertsteigerungszulagen“ zu setzen.

Jegliche finanzielle Zuwendungen seitens der Bietergesellschaft (aber auch von Dritten) an ein Organmitglied der Zielgesellschaft zur Beeinflussung der Aufgabenwahrnehmung können eindeutig als rechtswidrig bezeichnet werden. Aus der organschaftlichen Treupflicht verbietet sich die Annahme von Zahlungen, um die Unterstützung des Managements für einen Übernahmeversuch zu gewinnen. Außerdem impliziert ein sogenannter *golden handshake* die Evidenz eines Verstoßes gegen das Unternehmensinteresse als Gegenleistung. Die Problematik besteht in der Abgrenzung und damit in Zusammenhang stehenden



Tarnungsversuchen solcher Zahlungen. Es ist zulässig, in den Verhandlungen eines Unternehmenskaufs die Abfindung von zu entlassenden Mitarbeitern vorweg zu regeln. Eine Beeinflussung des Handelns der künftigen Zuwendungsempfänger darf dabei jedoch nicht erfolgen.

Die Bewertung solcher Vereinbarungen mit der Bietergesellschaft kann daher nur nach dem einzig sicheren objektiven Merkmal vorgenommen werden: ihrer Höhe. Die Grenze des Zulässigen kann dabei wieder nur die Gesamtsumme der bis zu Vertragsende zu zahlenden Vergütungen sein. Darüber hinausgehende Zuwendungen, ohne objektive Notwendigkeit stellen ein starkes Indiz für einen pflichtwidrigen *golden handshake* dar.

## D. Rechtsfolgen und Haftungsfragen

---

Die bisherigen Überlegungen haben ergeben, dass es verschiedene Fälle gibt, in denen sich eine Vergütungs- beziehungsweise Abfindungsvereinbarung als rechtswidrig darstellt. Im Anschluss an diese Wertung stellt sich die Frage nach den Rechtsfolgen. Primär sind die Konsequenzen für die Vereinbarung selbst und sekundär die Konsequenzen für verantwortliche Personen zu prüfen, also ob und inwieweit eine persönliche Haftung der an der Vereinbarung Beteiligten in Frage kommt.

### I. Das Schicksal der vertraglichen Regelung

---

Zur Behandlung einer rechtswidrig hohen Zahlungs- oder Abfindungsvereinbarung äußert sich das Aktienrecht selbst nicht.

Vereinbarungen auch rechtswidrig hoher Bezüge, also etwa unter Verstoß gegen § 87 I AktG, sind wirksam. Da es sich bei der Norm nicht um ein Verbotsgesetz im Sinne von § 134 BGB handelt, führt ein Verstoß zu keiner Nichtigkeit der Vereinbarung<sup>786</sup>. Gleiches gilt auch für eine unter Verletzung des Unternehmenswohls zustande gekommene vertragliche Regelung.

Die Grenze der Rechtswirksamkeit wird daher in beiden Fällen nur durch § 138 BGB gebildet. Vorstellbare Fallgruppen sind hierbei insbesondere der Tatbestand der bewussten Schädigung Dritter, also der Gesellschaft, speziell bei kollusivem Vorgehen von Aufsichtsrat und Vorstand<sup>787</sup> und eventuell auch der des Wuchers, wenn also Leistung und Gegenleistung in einem auffälligem Missverhältnis zueinander stehen<sup>788</sup>.

Bei einer sittenwidrigen Vergütungsvereinbarung bestünde dann Nichtigkeit bezüglich des sittenwidrigen Teils der Regelung, eine Teilbarkeit im Sinne des § 139 BGB vorausgesetzt. Dies würde die Gesellschaft zur Geltendmachung eines Kondiktionsanspruch in Höhe des nichtigen Teils aus § 812 I S. 1 Alt. 1 BGB gegen den Zahlungsempfänger, also das Vorstandsmitglied, berechtigen. Eine Gesamtnichtigkeit des Anstellungsvertrages oder auch nur der Vergütungsabrede, falls diese insgesamt gegen die guten Sitten verstößt, ist unter Bezugnahme auf die Grundsätze von fehlerhaften Arbeitsverträgen und § 612 II BGB

---

<sup>786</sup> H.M.: Hefermehl, GHEK, § 87 Rdnr. 10, Mertens, KölnKomm, § 87 Rdnr. 3, Hüffer, AktG, § 87 Rdnr. 5.

<sup>787</sup> Beispiele zu kollusivem Zusammenwirken von Vertreter und Vertragspartner finden sich etwa bei Palandt, BGB, § 138 Rdnr. 62.

<sup>788</sup> Lotmar, Der Arbeitsvertrag, S. 210. Sehr fraglich ist allerdings in diesem Fall, ob die subjektiven Voraussetzungen auf Seite der Geschädigten vorliegen könnten.

abzulehnen. § 139 BGB ist insoweit also nicht anzuwenden<sup>789</sup>. Vielmehr bestünde dann nur ein Anspruch des Vorstandsmitglieds auf ein für seine Tätigkeit übliches Gehalt<sup>790</sup>.

Zahlungen an Organmitglieder seitens Dritter sind nichtig gemäß § 138 I BGB, wenn sie in Absicht der Schädigung der Gesellschaft erfolgen<sup>791</sup>. Der Verstoß von Leistungen Dritter im Übernahmefall entgegen § 33 III WpÜG resultiert in der Nichtigkeit der Vereinbarung gemäß § 134 BGB.

Unterhalb der Grenze der Sittenwidrigkeit werden rechtswidrige vertragliche Regelungen dagegen wohl auch gegenüber einer gerichtlichen Überprüfung Bestand haben. Der Gesellschaft bleibt dann nur die Geltendmachung von Sekundäransprüchen. Es ist daher zu fragen, inwieweit Schadensersatzansprüche gegen die verantwortlichen Personen in Vorstand und Aufsichtsrat sowie gegen Dritte bestehen und wer zu deren Einforderung berechtigt beziehungsweise verpflichtet ist.

## II. Ansprüche gegen Dritte

-----

Gegen Dritte, welche durch Ausübung ihres Einflusses auf Organmitglieder der Gesellschaft letzterer Schaden zugefügt haben, können Ansprüche der Gesellschaft aus § 117 I und III AktG (im Falle der Aktionärseigenschaft des Dritten auch in Verbindung mit § 53 a AktG) bestehen. Zudem kommen Ansprüche aus allgemeinem Deliktsrecht in Frage. Insbesondere ist hierbei an eine Haftung aus § 826 BGB, in Einzelfällen zudem aus § 823 II BGB in Verbindung mit verletzten Schutzgesetzen<sup>792</sup> zu denken.

<sup>789</sup> *Hefermehl*, Soergel BGB, § 139 Rdnr. 60 m. w. N.

<sup>790</sup> Eine Reduktion auf das „übliche“ Maß in entsprechender Anwendung von § 612 II BGB erscheint hierbei sachgerecht (*Palandt*, BGB, § 138 Rdnr. 75; BAG MDR 1960, 612 f. und wohl auch *Hefermehl*, Soergel BGB, § 138 Rdnr. 47). Anderer Ansicht und für eine Reduktion auf das „höchstzulässige“ Maß ist *Sack*, Staudinger BGB, § 138 Rdnr. 395. Gegen eine solche geltungserhaltende Reduktion spricht jedoch, dass dann bei Eingehung einer sittenwidrigen Abrede keinerlei Risiko für den Leistungsempfänger bestünde.

<sup>791</sup> *Hefermehl*, Soergel BGB, § 138 Rdnr. 181; zum Treubruch Beispiele bei *Palandt*, BGB, § 138 Rdnr. 62.

<sup>792</sup> Wobei die Schutzgesetzzeigenschaft von § 117 AktG allgemein abgelehnt wird, wenn auch ohne Begründung und lediglich mit dem Hinweis auf die jeweils anderen Fundstellen (vgl. *Hüffer*, AktG, § 117 Rdnr. 14; *Kropff*, MünchKomm AktG, Rdnr. 76; *Mertens*, KölnKomm AktG, Rdnr. 48). Folgt man dem, kommt wohl auch in dem Fall, dass der Bieter unter Verstoß gegen § 33 III WpÜG Leistungen an Organmitglieder der Zielgesellschaft erbracht oder in Aussicht gestellt hat, eine Schadensersatzpflicht gemäß § 823 II BGB in Verbindung mit § 33 III WpÜG nicht in Frage. Dafür spricht in der Tat die Vergleichbarkeit der Norm („zivilrechtliches Pendant“- *Hirte*, KölnKomm WpÜG, § 33 Rdnr. 184) mit den Straftatbeständen der Vorteilsgewährung (§ 333 StGB) und Bestechung (§ 334 StGB). Unstreitig ist eine Haftung aus § 823 II BGB aber beispielsweise in Verbindung mit § 263 StGB vorstellbar.

### III. Persönliche Haftung von Organmitgliedern

---

Als Anspruchsgegner der Gesellschaft kommen aber auch die Mitglieder der beteiligten Organe Aufsichtsrat und Vorstand in Frage.

#### 1. Haftung von Vorstandsmitgliedern

---

Am naheliegendsten erscheint eine Haftung des durch eine Vereinbarung begünstigten Vorstandsmitglieds. Sollte die Vereinbarung an sich jedoch wirksam sein, also etwa (nur) unter Verstoß gegen das Unternehmensinteresse oder § 87 I AktG zustande gekommen sein, also die Grenze der Sittenwidrigkeit unberührt lassen, haftet der Vorstand selbst grundsätzlich nicht.

Zur Interessenwahrnehmung in Vorstandsangelegenheiten ist der Aufsichtsrat berufen (§ 112 AktG). Bei der Aushandlung seiner Bezüge ist demnach ein Vorstandsmitglied nur seinen eigenen Interessen verpflichtet, nicht dem diesen entgegenstehenden Unternehmensinteresse. Es kann daher unbeschadet einen Anstellungsvertrag mit einer überhöhten Vergütungsregelung eingehen oder eine überhöhte Abfindungsvereinbarung treffen. Ein Mitglied des Vorstandes ist nicht zur Mitwirkung an der Vereinbarung einer aus Sicht der Gesellschaft angemessenen Vergütung mit sich selbst verpflichtet.

Die Grenze der unbedenklichen Wahrung eigener Interessen liegt bei einer manipulativen Beeinflussung der Entscheidung des Aufsichtsrates, etwa durch Vorlage falscher entscheidungsrelevanter Tatsachen oder eine ähnlich kompetenzüberschreitenden Einflussnahme<sup>793</sup>, wenn die Festsetzung der Vergütung eher den Charakter einer „Selbstbedienungstransaktion“<sup>794</sup> aufweist. Ein solches Handeln wäre auch unterhalb der Grenze des § 138 BGB als haftungsbegründender Pflichtverstoß gemäß § 93 II AktG beziehungsweise gemäß § 117 I, III AktG zu werten. Relevant werden diese Überlegungen vor allem im Fall der Installation von *golden parachute*-Vereinbarungen in einer Höhe, wie sie im Vorangegangenen als die Rechtmäßigkeit überschreitend definiert wurde, da diese als Teil der Unternehmensführungsstrategie vom Vorstand eingebracht werden.

Selbstverständlich entsteht einem Vorstandsmitglied die Ersatzpflicht gegenüber der Gesellschaft für Schäden, die dieser infolge der pflichtwidrigen Entgegennahme von Zahlungen außerhalb vertraglicher Vereinbarungen mit der AG entstehen beziehungsweise

---

<sup>793</sup> Vergleiche einzelnen Haftungsgrundlagen *Herrmann*, Funktion, Kontrolle und Haftung der Leitungsorgane, S. 129 ff.

<sup>794</sup> *Tegtmeier*, Fn. 83, S. 284.

aufgrund der dafür erbrachten Gegenleistung. Hierunter können Leistungen Dritter fallen, aber auch solche von Aktionären der Gesellschaft an den gesetzlich vorgesehenen Vergütungswegen vorbei. Als Anspruchsgrundlage kommen hierbei neben § 241 II, 311 II, III BGB in Verbindung mit dem Anstellungsvertrag<sup>795</sup> sowohl § 93 II AktG, als auch § 117 II AktG in Frage. Bei sittenwidrigen Schädigungen kommt daneben eine Anwendung des § 826 BGB<sup>796</sup> in Betracht, bei Verletzung von Schutzgesetzen eine deliktische Haftung aus § 823 II BGB, beispielsweise bei Erfüllung der Straftatbestände der §§ 263 oder 266 StGB<sup>797</sup>.

Bei einer vorsätzlichen Beeinflussung des Aufsichtsrats zu einer gesellschaftsschädigenden Handlung, also einem kollusiven Vorgehen zur Schädigung der Gesellschaft im Sinne von § 117 AktG, ergäbe sich zudem ein Ersatzanspruch gegen das Vorstandsmitglied (in Abhängigkeit vom konkreten Schädigungsvorgang) aus § 117 I oder III AktG.

Nach der zentralen Schadensersatznorm § 93 II AktG haften Vorstandsmitglieder bei schuldhafter Pflichtverletzung<sup>798</sup> ihrer Gesellschaft für alle aus der Pflichtverletzung resultierenden Schäden. Ausreichend ist eine Verletzung der in §§ 76 I, 93 I AktG normierten Sorgfaltspflicht<sup>799</sup>. Grundsätzlich kann auch schon leichte Fahrlässigkeit eine Haftung auslösen<sup>800</sup>. Bei der Beurteilung der Haftung ist der unternehmerische Ermessensspielraum zu beachten<sup>801</sup>. Durch §§ 93 I AktG wird dabei sowohl ein allgemeiner Verhaltensmaßstab (die Sorgfaltspflicht), als auch die Notwendigkeit individueller Verantwortlichkeit, also Verschulden, geregelt<sup>802</sup>. Aufgrund der treuhänderischen Verwaltung fremden Vermögens ist die Sorgfalt des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters im Sinne von § 93 I AktG ist dabei nach Umfang und Intensität gegenüber der eines gewöhnlichen Geschäftsmannes qualifiziert<sup>803</sup>.

Mitglieder des Vorstandes haften der Gesellschaft gesamtschuldnerisch. Im Innenverhältnis kann eine Abstufung der Ausgleichspflicht anhand § 254 BGB zum Tragen kommen<sup>804</sup>. Die Pflichtverletzung kann in positivem Tun, aber auch in Unterlassen bestehen. Letzteres kommt

<sup>795</sup> Also aus positiver Vertragsverletzung (p.V.V.).

<sup>796</sup> Organmitglieder können gemäß § 826 BGB nicht nur der eigenen Gesellschaft, sondern auch gegenüber Dritten haften (vgl. *Palandt*, BGB, § 826 Rdnr. 21a, 31 M. w. N.).

<sup>797</sup> Zur Schutzgesetzeigenschaft siehe *Palandt*, BGB, § 823 Rdnr. 145 ff.

<sup>798</sup> Im Einzelnen *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung, S. 282 ff. m. w. N.

<sup>799</sup> *Hüffer*, AktG, § 93 Rdnr. 4, 14; *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 19 ff.; *Wiesner*, Münchner HB des AktR, § 26 Rdnr. 7.

<sup>800</sup> *Godin/ Wilhelmi*, AktG, § 93 Anm.6; *Horn*, ZIP 1997, 1129, 1133; *Busse*, JURA 2000, 337, 341.

<sup>801</sup> *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 24 ff.; *Hüffer*, AktG, § 93 Rdnr. 13a; vergleiche dazu schon Abschnitt B. II. 5.

<sup>802</sup> *H.M. Hopt*, Großkomm AktG, § 93 Rdnr. 252 m. w. N.

<sup>803</sup> *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 22.

<sup>804</sup> BGHZ 51, 275, 279.

insbesondere bei Verletzung der allgemeinen Aufsichtspflicht in Frage. Diese besteht trotz einer etwaigen Geschäftsaufteilung oder Pflichtendelegation an Ausschüsse, wenn auch in modifizierter Form<sup>805</sup>. Für Vorstandsmitglieder gilt dabei der objektive Haftungsmaßstab des § 93 I S. 1 AktG<sup>806</sup>.

Bei der Haftung ist eine Besonderheit der Darlegungs- und Beweislast zu beachten. Eine Abweichung vom allgemeinen Grundsatz, dass stets jede Partei die Voraussetzungen einer ihr günstigen Norm zu beweisen hat, findet sich in § 93 II S. 2 sowie in § 117 II S. 2 AktG<sup>807</sup>. Überwiegend werden diese so verstanden, dass der Aktiengesellschaft als Kläger grundsätzlich die Darlegung und der Beweis von Handlung des Vorstandsmitglied, Eintritt und Höhe des Schadens sowie der Kausalität zwischen beiden obliegt. Allerdings kann sich aus der Art des Schadens eine tatsächliche Vermutung für eine schadensverursachende Handlung des verklagten Vorstandes ergeben<sup>808</sup>. Umgekehrt wird eine einschränkende Auslegung bei sozialen Aufwendungen, etwa bei Unternehmensspenden, befürwortet<sup>809</sup>. Das beklagte Vorstandsmitglied hat dagegen grundsätzlich fehlendes Verschulden oder fehlende Pflichtwidrigkeit (also Einhaltung der Sorgfaltspflicht des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters) darzulegen und nachzuweisen. Beweiserleichterungen werden diesbezüglich ausgeschiedenen Vorstandsmitgliedern gewährt<sup>810</sup>. Die Regelungen der Darlegungs- und Beweislast sind gläubigerschützend und daher nicht disponibel<sup>811</sup>.

Bei Leistungen an ein Vorstandsmitglied von einem Dritten, auch seitens eines Aktionärs, wäre es zudem angebracht, im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung bei der Beweisführung eine Schadensvermutung für die Gesellschaft in Höhe der geleisteten Zahlung aufzustellen. Der konkrete Schadensnachweis, welcher der Gesellschaft ja obliegt, könnte sich sonst zu einem faktischen Problem entwickeln. Dies ist angesichts der Indizwirkung einer Leistung an den gesetzlich konzipierten Vergütungssystemen vorbei, welche die Vermutung des Synallagmas mit einer dafür im Gegenzug erbrachten Pflichtverletzung in sich trägt, nicht sachgerecht. Die Kosten der Beeinflussung des Managements wird der Vertragspartner in seine Kalkulation mit einbeziehen und deshalb ein insoweit höheres Angebot abgeben. Somit

<sup>805</sup> Einzelheiten bei *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 71, 76; zum Aufsichtsrat noch im Anschluss.

<sup>806</sup> *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 17.

<sup>807</sup> Einzelheiten bei *Hüffer*, AktG, § 93 Rdnr. 16; *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 86 ff.

<sup>808</sup> Vgl. zur GmbH BGH WM 1980, 1190.

<sup>809</sup> *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 88; *Hüffer*, AktG, § 93 Rdnr. 17.

<sup>810</sup> Diese besitzen schließlich keinen oder zumindest keinen gesicherten Zugang zu relevanten Unterlagen. Vorgeschlagen wird daher die Annahme von Rechtsmissbrauch bei Versagung des Zugangs und der Einblicknahme seitens der AG (*Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 89) beziehungsweise eine teleologische Reduktion des § 93 II S. 2 AktG oder zumindest eine Beweiserleichterung nach dem Prinzip der Tatsachennähe (*Hüffer*, AktG, § 93 Rdnr. 17).

<sup>811</sup> *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 89.

wird ein Unternehmen indirekt diese Kosten durch schlechtere Geschäftsabschlüsse selbst zu tragen haben. Zumindest in einem Schadensersatzprozess gegen den Leistungsempfänger ist deshalb regelmäßig von einem Minimalschaden der Gesellschaft in Höhe der Leistung auszugehen. Im Übrigen wäre diesbezüglich auch an die Möglichkeit zu einer erleichterten Beweisführung gemäß § 287 ZPO zugunsten der Gesellschaft als Kläger zu denken.

Angesichts der vorstehenden prozessualen Erwägungen scheint ein großes Risiko für Organmitglieder bei der Entgegennahme von Leistungen zu bestehen, der Gesellschaft gegenüber haftbar zu werden. Ein solches Ergebnis wäre auch durchaus zu begrüßen. Die Praxis beweist aber das Gegenteil, denn leider besteht ein Problem bei der gerichtlichen Geltendmachung derartiger Ansprüche, welches noch ausführlich behandelt werden wird.

Für formell ordnungsgemäße Vergütungsleistungen an ein Vorstandsmitglied ist aufgrund der Kompetenzzuweisung in § 112 AktG der zur Vertretung der Gesellschaft berufene Aufsichtsrat das der Gesellschaft primär verantwortliche Organ. Eine Haftung des Vorstandes für Vergütungen kommt daher daneben nur ausnahmsweise in Betracht. Vordergründig stellt sich also die Frage nach einer Haftung des Aufsichtsrates.

## 2. Haftung von Aufsichtsratsmitgliedern

---

### a) Haftung bei Sorgfaltspflichtverletzung, §§ 116, 93 I, II AktG

---

Für den im Namen der Aktiengesellschaft agierenden Aufsichtsrat kommt eine Schadensersatzpflicht bei Verletzung der §§ 86 f. AktG als spezieller Ausprägungen der ihm obliegenden Sorgfaltspflicht aus § 93 I AktG (in Verbindung mit § 116 AktG) in Betracht, etwa bei einer dem Unternehmensinteresse entgegenstehenden Handlung. Den generellen Haftungstatbestand für Aufsichtsratsmitglieder bildet zudem über den Verweis des § 116 AktG der § 93 II AktG.

Wenn also eine rechtswidrige Vergütungsvereinbarung mit einem Vorstandsmitglied getroffen wurde, wie dies nach dem im Fallbeispiel zugrunde gelegten Sachverhalt hinsichtlich der sogenannten „Wertsteigerungszulage“ geschehen wäre<sup>812</sup>, knüpft sich daran eine Haftung des verantwortlichen Aufsichtsrates. Dabei gelten im Grundsatz die vorherigen Ausführungen zur Vorstandshaftung. Diese gilt es im Folgenden zu spezifizieren sowie einige Besonderheiten für den Aufsichtsrat darzustellen.

#### aa) Individualisierter Haftungsmaßstab

---

Das Aktienrecht etabliert zwar eine kollektive, gesamtschuldnerische Haftung gegenüber der Gesellschaft (§ 93 II S. 1 AktG), aber keine pauschale Organhaftung, sondern eine individuelle Verantwortlichkeit der einzelnen Organmitglieder<sup>813</sup>. Handlungen des Organs werden durch das Individualverhalten seiner Mitglieder getätigt, demzufolge muss auch eine Pflichtverletzung auf individuellem Fehlverhalten beruhen. Ein Aufsichtsratsmitglied haftet daher weder für das Versagen des Organs schlechthin, noch kann ihm das Fehlverhalten anderer Organmitglieder zugerechnet werden (etwa gemäß § 278 BGB)<sup>814</sup>. Er haftet nur für eine individuelle Pflichtverletzung, die auf eigenes Fehlverhalten zurückzuführen ist<sup>815</sup>.

---

<sup>812</sup> Ausgehend von den Tatsachendarstellungen im Abschnitt B.

<sup>813</sup> *Hopt*, FS Mestmäcker, S. 909 ff; *Gawrisch*, Ermessensentscheidungen, S. 295 f. m. w. N.; *Hüffer*, AktG, § 93 Rdnr. 18.

<sup>814</sup> *Hopt*, Großkomm AktG, § 93 Rdnr. 257.

<sup>815</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 116 Rdnr. 2; *Hopt*, Großkomm AktG, § 93 Rdnr. 257; *Gawrisch*, Ermessensentscheidungen, S. 296 m. w. N.



Dieser Grundsatz wird allerdings durch die Anerkennung einer Überwachungspflicht hinsichtlich der Tätigkeit anderer Organmitglieder relativiert<sup>816</sup>. Der Schwerpunkt der aufsichtsrätlichen Arbeit liegt sicher in der Kontrolle und Überwachung des Vorstands, also in einer rein observierenden Tätigkeit. Als Anknüpfungspunkt einer Haftung sind jedoch immer konkrete Handlungen beziehungsweise Unterlassungen bei Bestehen einer Handlungspflicht zu suchen.

Die Wahrnehmung der Aufsichtsratsfunktion erfolgt durch Beschlussfassung (§ 108 I AktG), eine mögliche Pflichtverletzung hätte deshalb dort ihren Ansatz. Die Voraussetzungen einer Handelndenhaftung erfüllen diejenigen Mitglieder, welche persönlich den haftungsbegründenden Tatbestand erfüllen, also an einer pflichtwidrigen Beschlussfassung selbst teilnehmen beziehungsweise den Erlass eines gebotenen Beschlusses unterlassen. Anknüpfungspunkt einer Haftung kann also einerseits die Beteiligung an einer Beschlussfassung sein oder andererseits die Nichtvornahme oder das Nichtteilnehmen am Erlass eines Beschlusses.

Anerkanntermaßen gilt für alle Aufsichtsratsmitglieder ein typisierter, also ein objektiver Verschuldensmaßstab, und zwar für alle gleichermaßen, das heißt insbesondere auch für Arbeitnehmervertreter<sup>817</sup>. Von allen Mitgliedern des Aufsichtsrats werden wenigstens Mindestkenntnisse und -fähigkeiten gefordert, die zum Verständnis und zur Beurteilung der gewöhnlichen Geschäftsvorgänge erforderlich sind<sup>818</sup>. Sollten diese nicht vorhanden sein, so hat sie sich das Aufsichtsratsmitglied anzueignen oder aber das Mandat abzulehnen, ansonsten trifft es ein Übernahmeverschulden. Der Umfang und der Inhalt dieser Mindestqualifikation wird dabei von der Größe und dem Betätigungsfeld des Unternehmens bestimmt<sup>819</sup>, da diese Kriterien auch insbesondere Inhalt und Umfang der Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrates festlegen.

---

<sup>816</sup> Dazu im folgenden Abschnitt.

<sup>817</sup> H.M.: BGHZ 85, 293, 295 f. („Hertie“); *Hoffmann-Becking*, Münchner HB AktG, § 33 Rdnr. 46; *Hüffer*, AktG, § 116 Rdnr. 2 m.w. N.; *Semler*, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 30; a. A. *Geßler*, GHEK, § 116 Rdnr. 10.; für eine differenzierte Behandlung von Arbeitnehmervertretern im erhöhten Anforderungsprofil von Fachausschüssen *Raiser*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 15 Rdnr. 117 ff.

<sup>818</sup> BGHZ 85, 293, 295; zur Diskussion im Schrifttum *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung, S. 285 ff.; zu gesetzlichen Anforderungen an Sachkunde bei Aufsichtsratsmitgliedern *Wardenbach*, Interessenkonflikte und mangelnde Sachkunde als Bestellungshindernisse, S. 165 ff.; *Potthoff/Trescher*, Das Aufsichtsratsmitglied, S. 36 ff., 76 ff.

<sup>819</sup> *Dreher* spricht von struktureller Differenzierung (FS *Boujong*, S. 76 f.). Einleuchtend ist, dass die Tätigkeit in einer Großbank andere Anforderungen stellt als die in einer Regionalbrauerei (dies klarstellend *Hüffer*, AktG, § 116 Rdnr. 3).

Über diesen Mindeststandard hinaus ist eine Differenzierung jedoch allgemein anerkannt<sup>820</sup>. In Anknüpfung an die ausgeübte Funktion können für einzelne Mitglieder höhere Sorgfaltsanforderungen gelten als für andere<sup>821</sup>. Dies betrifft insbesondere Mitglieder von Ausschüssen im Rahmen der Ausschusstätigkeit<sup>822</sup>. Die Haftung ist daher für jeden einzelnen Aufsichtsrat persönlich zu prüfen. Grundsätzlich muss sie vom Grad des Verschuldens abhängig gemacht werden. Besondere Sachnähe, wie die Zuständigkeit im verantwortlichen Ausschuss oder die besondere Stellung eines Vorsitzenden erhöhen dabei die Verantwortlichkeit<sup>823</sup>. In Ansehung der praktischen Durchführung der Aufsichtsrats Tätigkeit als Folge der gesetzlichen Konzeption des Amtes als Nebentätigkeit erscheint es unerlässlich, individuelle Haftbarkeit mit der Sachnähe zu der Pflichtverletzung abzustimmen. Eine solche Betrachtung ist vor allem im Bereich der Ausschusstätigkeit notwendig, da diese ausschließlich von den jeweiligen Ausschussmitgliedern wahrgenommen wird<sup>824</sup>.

Aber auch persönliche Fähigkeiten, wie besondere Kompetenz und Erfahrung sind von Bedeutung für den Grad der Verantwortbarkeit und des Verschuldens<sup>825</sup>. Während beim Vorstand ein einheitlicher Verschuldensgrad unabhängig von persönlichen Fähigkeiten und Kenntnissen zugrundegelegt wird<sup>826</sup> (sollten diese fehlen, muss er das Amt niederlegen beziehungsweise hätte er dieses nicht annehmen dürfen), lässt sich trotz des Verweises des § 116 AktG wegen der andersgearteten Tätigkeit der Aufsichtsratsmitglieder eine personifiziertere Betrachtung befürworten<sup>827</sup>.

Die Bestellung zum Aufsichtsrat begründet eine Sonderrechtsbeziehung, welche die Kontrolle der Geschäftsleitung zum Gegenstand hat. Die Auswahl der Mitglieder des Kontrollorgans beruht auf der Erwartung, dass die in anderen Tätigkeitsbereichen erlernten Spezialkenntnisse auch eingesetzt werden, gerade wenn es sich um Betriebswirte, Wirtschaftsanwälte oder

<sup>820</sup> Hoffmann-Becking, Münchner HB AktG, § 33 Rdnr. 46; Dreher, FS Boujong, S. 83 ff.; Thümmel, Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten, S. 103 f.; Hüffer, AktG, § 116 Rdnr. 3 m. w. N.

<sup>821</sup> Thümmel, Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten, S. 103 f.; Dreher, FS Boujong, S. 83 ff. (letzterer auch zum daran anschließenden Problem der Besetzung von Ausschüssen); Hüffer, AktG, § 116 Rdnr. 3 m. w. N.).

<sup>822</sup> BGH WM 1993, 1330, 1336 bejahend für Kreditausschuss einer Bank, verneinend für Personalausschuss; dazu Mutter, Unternehmerische Entscheidungen, S. 288 f.

<sup>823</sup> Gawrisch, Ermessensentscheidungen, S. 300.

<sup>824</sup> Dazu im Anschluss noch genauer.

<sup>825</sup> Hüffer, AktG, § 116 Rdnr. 3 m. w. N.; kritisch Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 219 f.

<sup>826</sup> Hüffer, AktG, § 93 Rdnr. 14; Mertens, KölnKomm AktG, § 93 Rdnr. 99.

<sup>827</sup> Dreher, FS Boujong, S. 83 ff.; Mertens, KölnKomm AktG, § 116 Rdnr. 57; Gawrisch, Ermessensentscheidungen, S. 299; Mutter, Unternehmerische Entscheidungen, S. 292; a.A. Schwark, FS Werner, S. 852 f.; Feddersen, AG 2000, 389, der bei mangelnden Voraussetzungen grundsätzlich von einem Annahmeverschulden ausgeht.

Steuerexperten handelt. Es wäre daher nicht sachgerecht, wenn sich solche Fachleute in Haftungsfragen auf den angesprochenen Mindeststandard zurückziehen könnten<sup>828</sup>.

Aufsichtsratsmitglieder haben daher bei ihrer Tätigkeit einen Mindeststandard an Sorgfalt zu erfüllen, welcher durch die Größe und Komplexität des Unternehmens bestimmt wird. Für ein Unternehmen wie die Mannesmann AG im Jahr 2000 war dieser sicherlich auf höchstem Niveau anzusiedeln. Darüber hinaus ist individuell eine Erhöhung des persönlichen Sorgfaltsmaßstabs in Ansehung der einzelnen Aufsichtsratsmitglieder vorzunehmen.

Neben einer funktionellen Differenzierung, begründet durch Sachnähe und Stellung im Kollektivorgan muss vor allem im Bereich der Überwachung der Geschäftsleitung eine Individualisierung anhand persönlicher, über den Mindeststandard hinausgehender Kenntnisse für die verschiedenen Mitglieder des Aufsichtsrates angenommen werden.

#### bb) Haftung für Tätigkeit der Ausschüsse

-----

Zur Charakteristik eines Aufsichtsrates gehört seine Zusammensetzung als Kollektivorgan. Grundsätzlich ergibt sich aus dem Aktiengesetz das Prinzip der Gesamtverantwortlichkeit der Unternehmensleitung genauso wie eine gesamtschuldnerische Haftung aus §§ 76 I, 77, 93 II S. 1, 116 AktG. Daneben kann das Prinzip der Gesamtgeschäftsführung aber mittels einer Geschäftsordnung verändert werden (§ 77 II AktG). Die beiden Prinzipien stehen somit einander gegenüber.

Im Falle einer individuellen Pflichtverletzung bei der aufsichtsrätlichen Tätigkeit stellt sich daher die Frage nach der persönlichen Haftung von im Einzelfall nicht persönlich handelnden Mitgliedern wegen Verletzung von Organisations- und Überwachungspflichten. Diese Konstellation ergibt sich bei der Aufgabenwahrnehmung in Ausschüssen. Zu überprüfen ist, ob nicht im agierenden Ausschuss vertretene Mitglieder für einen aus einer Pflichtverletzung resultierenden Schaden in Anspruch genommen werden können.

Zweifelloos kann eine haftungsbegründende Pflichtverletzung darin bestehen, dass die Beschlussfassung über Tatbestände im Sinne des § 107 III S. 2 AktG an einen Ausschuss übertragen wird. Für Entscheidungen über die Bestellung eines Vorstandsmitglieds wird dort die obligatorische Zuständigkeit des Gesamtaufichtsrates festgelegt. Anknüpfungspunkt für

---

<sup>828</sup> Gegen eine abgestufte Verantwortung *Abeltshauser*, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 220.

eine Pflichtverletzung wäre dann die Entscheidung des Gesamtplenums, seine Kompetenz zu übertragen.

Für die Regelungen des Anstellungsvertrages inklusive der Vergütungsentscheidungen wurde im Unterschied dazu aber ausgeführt<sup>829</sup>, dass sie durchaus einem Personalausschuss übertragen werden können, der auch eine verbindliche Regelung mit dem Vorstand treffen darf, allerdings ohne die Beschlussfassung des Gesamtgremiums über die Bestellung nach § 84 I S. 1 AktG vorwegzunehmen. Eine solche Delegation wird in der Regel auch erfolgen, dafür sprechen schon ganz praktische Notwendigkeiten der Verhandlungsführung. Eine Pflichtverletzung könnte dann aber darin bestehen, dass auf die vorbereitende Arbeit von Ausschüssen in leichtfertiger Art und Weise vertraut wird. Bietet die Vorarbeit eines Ausschusses jedoch keine Anhaltspunkte einer sorgfaltswidrigen Arbeit, dann haften auch grundsätzlich nur die Ausschussmitglieder für sich daraus ergebende Pflichtverletzungen bei der Beschlussfassung des Gesamtplenums<sup>830</sup>.

Für den Fall einer berechtigten Aufgabenübertragung an einen Ausschuss könnte man aber immer noch von einer Überwachungspflicht des Gesamtaufichtsrates ausgehen<sup>831</sup>, vergleichbar mit der Haftung von Geschäftsführern für die Überwachung der nicht in ihrem Tätigkeitsbereich liegende Ressorts<sup>832</sup>, wobei dem Vorsitzenden eine besondere Verantwortlichkeit zukommt<sup>833</sup>. Es erscheint durchaus sinnvoll, da das Gesetz die Pflichten immer dem Aufsichtsrat (als Gesamtgremium) zuordnet, diesen insgesamt nicht durch eine interne Aufgabenverteilung aus der Verantwortung zu entlassen. Zumindest bei besonders wichtigen Fragen, entsprechend bei Vorstandsmitgliedern etwa dem Kernbereich der Unternehmensführung<sup>834</sup> wäre dies nicht unbedenklich. Dies entspricht auch dem allgemeinen Verständnis von Organhaftungen, welche Kollektivaufgaben nachgeordnet sind<sup>835</sup>. Anknüpfungspunkt der Pflichtverletzung wäre dann nicht eine Zurechnung des Handelns der anderen Organmitglieder (welche ja bereits abgelehnt wurde), sondern die

<sup>829</sup> Siehe Abschnitt B. II. 2.

<sup>830</sup> *Semler*, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 63.

<sup>831</sup> So zumindest *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung, S. 280, der eine Parallele zur anerkannten Verkehrssicherungspflicht im bürgerlichen Recht zieht; *Abeltshauser*, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 223 f.; a. A. *Golling*, Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder, S. 49 ff.

<sup>832</sup> Seit RGZ 98,98,100 (zur GmbH) st. Rspr. sowie überwiegende Meinung der Literatur, Nachweise bei *Bezenberger*, ZGR 1996, 661, 670 ff.

<sup>833</sup> So auch *Gawrisch*, Ermessensentscheidungen, S. 300; zur gesteigerten Verantwortung und Haftung des AG-Vorstandsvorsitzenden *Heller*, Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle, S. 160 ff.

<sup>834</sup> *Martens*, in: FS Fleck, S. 195.

<sup>835</sup> Anerkannt beispielsweise für die Geschäftsführung der GmbH bei der Haftung aus § 823 II i.V.m. § 246 StGB, wo Überwachungspflichten trotz interner Zuständigkeitsverteilung bestehen. (*Hager*, Staudinger BGB, § 823 G 33)

Nichtwahrnehmung der Überwachungsaufgabe, also in der Regel eine Haftung wegen Unterlassens gebotener Maßnahmen.

Bei regelmäßig einem Sondergremium übertragenen Entscheidungen würde jedoch eine derartige Handhabung auch Probleme mit sich bringen. Ergebnisse der Tätigkeit und Entscheidungen wie die Regelung vertraglicher Einzelheiten mit dem Management müssten zunächst einmal allen Aufsichtsratsmitgliedern zugänglich sein. Gerade im hochsensiblen Bereich der Personalangelegenheiten war dies zumindest bisher nicht immer möglich. Das Plenum entscheidet lediglich darüber, ob der Geschäftsleiter für das Unternehmen tätig wird, wie ist im Einzelnen Zuständigkeit des Personalausschusses. Bei einem Auskunftsverlangen über Details von Anstellungsverträgen wäre dann das Kontrollbedürfnis des Unternehmens gegen das Diskretionsbedürfnis und die Persönlichkeitsrechte des Vorstandsmitglieds abzuwägen. Einem nicht mit Personalangelegenheiten betrauten Aufsichtsratsmitglied konnte zwar mit Einwilligung des Vorsitzenden die Teilnahme an Sitzungen eingeräumt werden (§ 109 II AktG), um eine Überwachungspflicht und eine darauf beruhende Haftbarkeit vertreten zu können, müsste jedoch ein unbedingtes Anrecht darauf bestehen<sup>836</sup>. Dies kann durch Beschlussfassung des Gesamtorgans durchgesetzt werden, was jedoch in der Praxis wohl nicht üblich war.

Diese Argumentation dürfte mit Einführung des TransPublG<sup>837</sup> an Gewicht verloren haben. Die Gesetzesänderung verstärkte die Möglichkeiten der Informationsgewinnung, indem eine Berichtspflicht von Ausschüssen an das Plenum eingefügt wurde (§ 107 III S. 3 AktG), einhergehend mit einer ausdrücklichen Regelung der Verschwiegenheitspflicht für Aufsichtsratsmitglieder (§ 116 S. 2 AktG). Zudem besteht für alle Aufsichtsratsmitglieder ein unbedingtes Einsichtsrecht in Sitzungsprotokolle aus § 107 II S. 4 AktG<sup>838</sup>. Notfalls können Ratsmitglieder dieses Recht auch klageweise gegen die durch den Vorstand vertretene Aktiengesellschaft durchsetzen<sup>839</sup>.

Die Möglichkeit der notwendigen Informationenbeschaffung ist also mittlerweile für alle Aufsichtsratsmitglieder gegeben, somit eigentlich auch die Grundlage für eine Haftung.

---

<sup>836</sup> Dies verneinend LG Düsseldorf, AG 1988, 386; *Rellermeyer*, Aufsichtsratsausschüsse, S. 215 ff.

<sup>837</sup> BGBl. 2002, 2681.

<sup>838</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 107 Rdnr. 80; *Brinkschmidt*, Protokolle des Aufsichtsrats, S. 147 ff., 153 ff.; *Lutter/Krieger*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, Rdnr. 275.

<sup>839</sup> *Hüffer*, AktG, § 107 Rdnr. 14.

Überwiegend wird aber eine Beschränkbarkeit der Haftung angenommen<sup>840</sup>. Das Prinzip der Gesamtverantwortung wird auf Auswahl- und Überwachungspflichten beschränkt<sup>841</sup>. Das Plenum soll seiner Überwachungspflicht dann Genüge getan haben, wenn es die pflichtgemäß ausgewählten Mitglieder des Ausschusses in ihrer Tätigkeit insgesamt überwacht<sup>842</sup>. Es soll also nicht jede einzelne Entscheidung überprüft werden müssen. Ist mangels konkreter Anhaltspunkte<sup>843</sup> davon auszugehen, dass der Ausschuss seine Aufgaben ordnungsgemäß erfüllt, dann haften außenstehende Aufsichtsratsmitglieder nicht für einzelne Fehlentscheidungen. Begründet wird diese Beschränkbarkeit der Haftung durch Anerkennung der Organisationsentscheidung des Aufsichtsrates, welche eine konkrete Pflichtenzuweisung vornimmt.

Diese Regelung ist durchaus sachgerecht. Unmöglich kann jedes Aufsichtsratsmitglied sämtliche Entscheidungen treffen oder kontrollieren. Insbesondere der Charakter der aufsichtsrätlichen Tätigkeit als Nebentätigkeit, immerhin lässt § 100 II Nr.1 AktG zehn Mitgliedschaften dieser Art gleichzeitig zu, gebietet eine Aufgabenteilung und eine daraus folgende Haftungserleichterung.

Voraussetzung dafür ist jedoch eine ausdrückliche und zulässige Delegation von Aufgaben an einen sorgfältig ausgewählten Ausschuss, welcher bislang ordnungsgemäß tätig war. Zudem darf keine außergewöhnliche Unternehmenssituation, etwa eine wirtschaftliche Krise oder auch ein Übernahmeangebot, vorliegen. Dann ist es die Pflicht des Aufsichtsrates, dieser besonderen Situation durch intensiviertere Kontrolle, durch häufigere Tagungen und ähnliche Maßnahmen gerecht zu werden. Die Haftungsbeschränkung im beschriebenen Maße greift dagegen im normalen Geschäftsgang.

---

<sup>840</sup> Meyer-Landrut, Großkomm, § 107 Anm. 7; Mertens, KölnKomm, § 116 Rdnr. 57, 107 Rdnr. 161; Rellermeyer, Aufsichtsratsausschüsse, S. 57 ff. m. w. N.; Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 225 f.; kritisch Hüffer, AktG, § 117 Rdnr. 9.

<sup>841</sup> Semler, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 64.

<sup>842</sup> Dazu, wie dies im Einzelfall auszusehen hat siehe Semler, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 65.

<sup>843</sup> Rechtsprechung gibt es vor allem zu dem parallelen Problem der Überwachung der Vorstandstätigkeit. Die dazu entwickelten Fallgruppen können durchaus als Maßstab herangezogen werden. Zu nennen sind hier etwa ungewöhnlich leichtfertige Maßnahmen des Vorstands (BGHZ 69, 207, 214) oder Verzögerungen der Antragstellung trotz Insolvenzsreife (BGHZ 75, 96). Weitere Beispiele aus der Rechtsprechung für die Annahme solch pflicht- und haftungsbegründender Ausnahmesituationen finden sich bei Hüffer, AktG, § 117 Rdnr. 9; Semler, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 368 ff. sowie zum Vorstand bei Hopt, Großkomm AktG, § 93 Rdnr. 62.

## cc) Relevanz des Abstimmungsverhaltens bei Beschlussfassungen

Die Ausgestaltung der aufsichtsrätlichen Tätigkeit bedingt noch eine weitere haftungsrechtliche Besonderheit. Eine Haftung wegen Unterlassens gebotener Handlung kann sich durch die Wahrnehmung der Aufsichtsratsfunktion durch Beschlussfassung ergeben (§ 108 I AktG). Einzelne abwesende oder überstimmte Aufsichtsräte könnten dabei als Teil des beschließenden Gremiums einer, unterstellt, pflichtwidrig entscheidenden Majorität unterliegen. Die Frage ist, ob in einem solchen Fall das konkrete Abstimmungsverhalten von Auswirkung auf die individuelle Haftung sein kann.

Dies ist klar zu verneinen. In diesem Fall kommt die Überwachungsaufgabe der Organmitglieder zum tragen. Jedes einzelne Aufsichtsratsmitglied ist für die Rechtmäßigkeit des Handelns des Gesamtorgans verantwortlich. Diese Verantwortung kann nicht allein durch inopportunes Stimmverhalten oder gar nur durch Enthaltung oder Abwesenheit bei der Abstimmung abgelegt werden. Die Übernahme eines Aufsichtsratsmandates begründet Pflichten, die der §§ 111 f. AktG und natürlich auch hinsichtlich der Handlungen des eigenen Organs, also der Überwachung des Gesamtgremiums oder des spezifischen Ausschusses, als dessen Teil ein einzelnes Mitglied agiert. Jeder der Aufsichtsräte hat daher (gemäß §§ 116, 93 II S. 1 AktG) die Rechtmäßigkeit von Handlungen des Gesamtorgans und auch von Handlungen des Ausschusses, in dem er selbst tätig ist, zu überwachen.

Für ein bei einer rechtswidrigen Beschlussfassung überstimmtes Mitglied bedeutet dies die Pflicht zu Gegenaktivitäten<sup>844</sup>. Das überstimmte Gremienmitglied hat geeignete Maßnahmen zu ergreifen, etwa die Anstrengung einer Klage auf Feststellung der Nichtigkeit des Beschlusses<sup>845</sup> oder wenigstens die Protokollierung eines Widerspruchs gegen den Beschluss<sup>846</sup>, um selbst einer Haftung wegen Unterlassens gebotener Handlungen zu

<sup>844</sup> Mertens, KölnKomm, § 116 Rdnr. 58; Semler, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 56.

<sup>845</sup> Nach Ansicht des BGH (BGHZ 122, 342, 347; im Einzelnen dazu Semler, MünchKomm AktG, § 108 Rdnr. 246 ff.) sind rechtswidrige Beschlüsse des Aufsichtsrates nichtig (dazu noch gleich im Folgenden unter D. II. 3. a.). Ein einzelnes Mitglied kann Klage auf Feststellung der Nichtigkeit gegen die Gesellschaft, die sich diesen Beschluss zurechnen lassen muss, erheben (BGHZ 122, 342, 344; Hüffer, AktG, § 108 Rdnr. 18). Dazu ist grundsätzlich auch jedes Aufsichtsratsmitglied berechtigt (H.M. mit umfangreichen Nachweisen OLG Düsseldorf, BB 1996, 230 f.; das Rechtsschutzinteresse einschränkend für lediglich unter Verfahrensmängeln leidende AR-Beschlüsse BGHZ 122, 342, 351).

<sup>846</sup> Zum Teil wird allein die Dokumentation des ablehnenden Abstimmungsverhaltens im Protokoll der Sitzung für exkulpierend gehalten (OLG Düsseldorf, BB 1996, 230 f.; Potthoff/Trescher, Das Aufsichtsratsmitglied, S. 273; Semler, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 55; scheinbar anders jedoch ders., MünchKomm AktG, § 111 Rdnr. 200). Dass dies auch angesichts offensichtlich rechtswidriger AR-Beschlüsse geltend kann, ist kaum anzunehmen. Insbesondere erscheint eine solche Auffassung bei Beschlüssen größerer wirtschaftlicher Tragweite für die Gesellschaft bedenklich, beispielsweise der Zustimmung zu Verteidigungsmaßnahmen gemäß § 33 I S. 2 Alt. 3 WpÜG. Die Gefahr einer zu starken gerichtlichen Einflussnahme (Noack, DZWIR 1994, 341, 342 f.; Berg, WiB 1994, 382, 386) ist hier nicht erkennbar, insbesondere angesichts der Anerkennung des unternehmerischen Entscheidungsfreiraumes durch die Rechtsprechung. Viel größer stellt sich hingegen die

entgehen. Gleiches gilt für ein Aufsichtsratsmitglied, dass einer Beschlussfassung bewusst ferngeblieben ist oder sich der Stimme enthalten hat. Die Pflichtwidrigkeit liegt in diesem Fall zum einen darin, dass eine gebotene Meinungsäußerung unterblieben ist und zum anderen, dass im Nachhinein keine Gegenmaßnahmen ergriffen wurden<sup>847</sup>.

Dies zieht eine obligatorische Bewertung der Rechtmäßigkeit von gefassten Aufsichtsratsbeschlüssen nach sich. Für ein nicht an der Beschlussfassung beteiligtes oder überstimmtes Mitglied ist also entscheidend, ob ein Beschluss, trotz einer persönlich anderen Auffassung, immer noch rechtmäßig ist oder aber ein Verstoß gegen Gesetz oder Gesellschaftsvertrag vorliegt. Ist der gefasste Beschluss rechtswidrig, entsteht für ein Aufsichtsratsmitglied die Pflicht, diesen im Interesse der Gesellschaft durch geeignete Maßnahmen einer gerichtlichen Überprüfung zu unterziehen oder zumindest diese eigene Rechtsauffassung hinreichend deutlich zu machen, um den Beschluss so zu beseitigen oder zu verhindern. Anderenfalls entsteht auch einem an der Beschlussfassung positiv nicht beteiligten Organmitglied eine Haftung gegenüber der AG wegen Verletzung der Sorgfaltspflicht.

Im Rahmen der Haftung muss jedoch sicher berücksichtigt werden, inwieweit im Einzelfall die herrschende Rechtslage einschätzbar ist. Bei Unklarheiten in der aktuellen Rechtssprechung ist eine Restriktion der Haftung sicher geboten. Im Fall eindeutiger Pflichtverletzungen steht dem jedoch nichts entgegen.

Im Fall der Mannesmann-Abfindungen ist daher das konkrete Abstimmungsverhalten im Einzelfall zumindest für die Haftung der Mitglieder des Personalausschusses irrelevant, da im Fall einer Stimmenthaltung immer noch eine Verletzung der Überwachungspflicht zum Tragen kommt. Gerichtliche Maßnahmen gegen die einzelnen gefassten Beschlüsse sind jedoch unterblieben, es soll noch nicht einmal ein Widerspruch gegen die Entscheidungen zu Protokoll gegeben worden sein<sup>848</sup>.

---

Gefahr dar, dass die gerichtliche Überprüfung von Organentscheidungen ein theoretisches Gebilde bleibt und ein rechtsfreier Raum entsteht (vgl. zur Geltendmachung von Haftungsansprüchen der Gesellschaft Abschnitt D. III. 3).

<sup>847</sup> Semler, MünchKomm AktG, § 116 Rdnr. 58.

<sup>848</sup> Zum genauen Hergang Hüffer, BB 2003, Beilage Heft 43, S. 3 ff.



## dd Haftungsumfang und Nachweis der Pflichtverletzung

---

Besondere Probleme dürfte in der Regel auch die konkrete Bemessung des Schadens der Gesellschaft aufwerfen.

Eine unternehmerische Entscheidung zieht oft eine Vielzahl von Konsequenzen nach sich, welche ihrerseits in Wechselwirkung mit anderen Einflüssen treten. Die exakte Höhe des aus einer Fehlentscheidung entstandenen Schadens ließe sich bei komplexen wirtschaftlichen Vorgängen überhaupt nur dann ermitteln, wenn ein abgeschlossenes Alternativszenario nachvollziehbar wäre, in dem es bei gleichen Anfangsbedingungen nicht zu dem Schadensfall gekommen ist. Ein solches wird regelmäßig nicht zur Verfügung stehen. Alle theoretischen Überlegungen können insbesondere dann, wenn äußere, unternehmensfremde Einflüsse spürbare Wirkungen entfalten, nur sehr begrenzt aussagekräftig sein. Eine konkrete Schadensberechnung lässt sich deshalb verlässlich überhaupt nur in wirtschaftlich und zeitlich sehr eng begrenzten Vorgängen versuchen. Wenn man etwa bei Betrachtung des Fallbeispiels einen hypothetischen Zusammenhang zwischen der erfolgten Übernahme des Konzerns und den verschiedenen Abfindungszahlungen unterstellen würde, ließe sich nur sehr schwer ein konkreter Schaden ermitteln.

Ganz ohne vertiefende Gedanken zur haftungsausfüllenden Kausalität könnte man jedoch für den Fall der Rechtswidrigkeit einer an ein Vorstandsmitglied erfolgten Zahlung deren Höhe als Haftungs(mindest)höhe zugrunde legen und diese von den haftenden Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern einfordern. Im Übrigen wäre auch an die Möglichkeit zu einer erleichterten Beweisführung gemäß § 287 ZPO zu denken.

Bemerkenswert ist auch noch einmal die prozessuale Regelung zum Nachweis der Pflichtverletzung<sup>849</sup>. Dabei findet über § 116 AktG die Beweislastregel des § 93 II S. 2 AktG Anwendung, es kann also an dieser Stelle auf die Ausführungen zur Vorstandshaftung verwiesen werden. Das Aufsichtsratsmitglied trifft demnach eine Exkulpationspflicht. Die Darlegungspflicht bezüglich der eigenen Sorgfalt bei der Ausübung der aufsichtsrätlichen Tätigkeit beziehungsweise bezüglich des Nichtverschuldens liegt bei ihm. Diese Regelung ist sinnvoll, da Außenstehenden ein Nachweis des persönlichen Verursachungsbeitrages am Schadensfall aufgrund der komplexen Entscheidungsvorgänge oft nicht möglich sein wird.

---

<sup>849</sup> Vergleiche schon oben Abschnitt D. III. 1.

Interessant ist dies insbesondere deshalb, weil es einen verlässlichen Maßstab, der auch schon einer juristischen Überprüfung standgehalten hätte, dafür noch nicht gibt<sup>850</sup>. Eine verbindliche Regelung der Anforderungen und des Sorgfaltsmaßstabs bei der aufsichtsrätlichen Tätigkeit wäre deshalb dringend von Nöten. Bei womöglich zu erwartender praktischer Zunahme von Haftungsfällen im Bereich der Aufsichtsrats Tätigkeit könnten sich sonst irgendwann Probleme mit der Besetzung derartiger Ämter ergeben.

## **b) Weitere Haftungstatbestände**

-----

Neben der sicher bedeutsamsten Anspruchsgrundlage §§ 116, 93 II AktG kommen je nach Sachlage noch andere Tatbestände in Frage.

Einen Anspruch aus positiver Vertragsverletzung wird bei Aufsichtsratsmitgliedern mangels eines Anstellungsverhältnisses neben der organschaftlichen Bestellung allgemein abgelehnt<sup>851</sup>. Ebensolche Ansprüche aus dem Organverhältnis schließt wiederum § 93 II AktG aus.

Im Fall einer vorsätzlichen Schädigung der Gesellschaft kommt eine Haftung aus § 117 AktG in Betracht<sup>852</sup>. Diese ist für Aufsichtsratsmitglieder in zweifacher Hinsicht vorstellbar. Absatz 1 behandelt den Fall der eigenständigen Schädigung unter Benutzung des mit der Stellung verbundenen Einflusses auf die Gesellschaft. Im Absatz 2 wird dieselbe Ersatzpflicht für die pflichtwidrige Ausführung einer solchen Schädigung auf Veranlassung eines Dritten statuiert. Für vorsätzliche sittenwidrige Schädigungen der Aktiengesellschaft käme ferner eine Anwendung des § 826 BGB in Frage.

Deliktische Vergehen der Handelnden legen daneben eine Haftung gemäß § 823 II BGB in Verbindung mit einem Schutzgesetz nahe. Anerkannte Schutzgesetze von praktischer Relevanz dürften dabei zum Beispiel die §§ 263, 266 und 299 StGB<sup>853</sup> sein.

<sup>850</sup> Bereich „postulierter Unschärfe“ (*Mutter*, Unternehmerische Entscheidung, S. 297 ff.).

<sup>851</sup> Nachweise bei *Mutter*, Unternehmerische Entscheidung, S. 164 f. Fn. 853.

<sup>852</sup> Vgl. BGH NJW 1980, 1629 („Schaffgotsch“); BGH WM 1992, 1812, 1819.

<sup>853</sup> Übersicht zu anerkannten Schutzgesetzen bei *Hager*, Staudinger BGB, § 823 Rdnr. G 41 ff.

### 3. Geltendmachung von Ersatzansprüchen

---

Die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gegen Organmitglieder ist seit geraumer Zeit, seit einigen spektakulären Fällen von Missmanagement (erwähnt seien nur die Balsam AG<sup>854</sup>, die Metallgesellschaft oder auch die Holzmann AG)<sup>855</sup> in der Rechtsliteratur ein Thema. Gesetzt den Fall, ein Vorstand in einer Aktiengesellschaft wird aus unlauteren Motiven unangemessen hoch vergütet, es lässt sich also definitiv eine rechtswidrige Vergütungspraxis feststellen, dann stellt sich die Frage nach den bestehenden Möglichkeiten, dagegen vorzugehen.

#### a) Organklagebefugnis

---

Grundsätzlich obliegt nach § 78 I AktG die gerichtliche und außergerichtliche Vertretung der AG dem Vorstand, was mangels spezialgesetzlicher Grundlage auch für Schadensersatzansprüche gegenüber dem Aufsichtsrat gilt<sup>856</sup>. Für ebensolche Ansprüche gegenüber dem Vorstand besteht die gleiche Verpflichtung gemäß § 112 AktG wiederum für den Aufsichtsrat. Für die Verwaltungsorgane der Aktiengesellschaft existiert also eine gesetzlich konzipierte Zuständigkeit zur gegenseitigen Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen<sup>857</sup>.

Prinzipiell wäre es daher Aufgabe der Verwaltungsorgane, im Namen der Gesellschaft Maßnahmen zu ergreifen. Solche kommen bei Verfehlungen von Organen beziehungsweise deren Mitgliedern zum einen gegen die dabei gefassten Beschlüsse in Frage, zum anderen in Form der Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen.

Wenn der Aufsichtsrat dem Vorstand ein überhöhtes Gehalt im Allgemeinen oder eine überhöhte Abfindung im Besonderen zugbilligt hat, dann war dieser Beschluss wegen des immanenten Verstoßes gegen § 87 I AktG beziehungsweise gegen das Unternehmensinteresse rechtswidrig. Rechtswidrige Aufsichtsratsbeschlüsse sind nichtig, wenn sie an wesentlichen Verfahrensfehlern oder inhaltlichen Verstößen leiden<sup>858</sup>. Es wäre also möglich, und im

---

<sup>854</sup> Dazu LG Bielefeld in ZIP 2000, 20.

<sup>855</sup> Siehe zu den genannten Fällen die rechtstatsächliche Untersuchung von *Westerburg*, Die Kontrolle des Vorstands durch Aufsichtsrat und Abschlussprüfer, speziell zur Holzmann AG *Holl*, Reform des aktienrechtlichen Aufsichtsrates, S. 32 ff.

<sup>856</sup> *Mertens*, KölnKomm, § 78 Rdnr. 10; *Henze*, NJW 1998, 3309.

<sup>857</sup> Zur Systematik des aktienrechtlichen Überwachungssystem *Schlömer*, Das aktienrechtliche Überwachungssystem, S. 62 ff.; zur Parteifähigkeit und Kostenregelung: *Bauer*, Organklagen, S. 67 ff.

<sup>858</sup> BGH ZIP 1997, 883; BGHZ 122, 342, 347; BGHZ 124, 111, 115; *Hüffer*, Aktiengesetz, § 108 Rdnr. 18. Nichtigkeit liegt danach vor bei wesentlichen Verfahrensfehlern und bei inhaltlichen Verstößen gegen Gesetz oder Satzung. Bei Beschlüssen mit einem minderschweren Mangel schränkt der BGH die Nichtigkeitsfolge

Interesse der Gesellschaft auch angebracht, Klage auf Feststellung der Nichtigkeit gegen die Gesellschaft zu erheben<sup>859</sup> und Schadensersatzansprüche gegen die beteiligten Personen in Vorstand und Aufsichtsrat, je nach Sachlage, geltend zu machen.

Eine Verpflichtung zur Realisierung von der Gesellschaft zustehenden Schadensersatzforderungen gehört zu einer ordnungsgemäßen Geschäftsführung und ergibt sich für den Vorstand aus den allgemeinen Vorschriften. Grundsätzlich ist der Aufsichtsrat aus § 111 I AktG ebenfalls zur eigenverantwortlichen Prüfung und Verfolgung von, voraussichtlich begründeten, Ansprüchen der Gesellschaft gegenüber der Geschäftsleitung verpflichtet; auch zu deren gerichtlicher Geltendmachung. Der BGH hat dies in seiner „ARAG/ Garmenbeck“- Entscheidung ausdrücklich klargestellt<sup>860</sup>. Bei der Prüfung des Bestehens und der Durchsetzbarkeit eines Anspruches ist ihm dabei nur ein sehr eng begrenzter Beurteilungsspielraum eingeräumt worden<sup>861</sup>. Ein unternehmerisches Ermessen mit den oben geschilderten Folgen<sup>862</sup> wurde ihm dagegen verweigert. Ein Absehen von der Verfolgung und Durchsetzung bestehender Ansprüche gegen Organmitglieder ist somit nur in Ausnahmefällen aus Gründen, die dem Unternehmensinteresse entsprechen, möglich. Vorstellbar wäre hier eine Abwägung der Erfolgsaussichten einer Klage mit dem der Gesellschaft entstehenden Imageschaden durch dieselbe<sup>863</sup>. Persönliche Umstände, wie die Schonung eines verdienten Betriebsleiters und das Ausmaß der sozialen Konsequenzen werden in der Regel nicht zu einer Entbindung von Ersatzforderungen berechtigen<sup>864</sup>.

Die Möglichkeit der gerichtlichen Feststellung der Fehlerhaftigkeit von Aufsichtsratsbeschlüssen haben auch einzelne Organmitglieder aufgrund ihrer Organstellung<sup>865</sup>.

---

durch eine Verwirkung des Rügerechts ein (BGHZ 122, 342, 351 f.). Danach bleibt der Beschluss nichtig, erlangt aber Bestandskraft (im Einzelnen dazu *Semler*, MünchKomm AktG, § 108 Rdnr. 249 ff.) Bei weniger schwerwiegenden Verstößen gegen Gesetz oder Satzung geht eine im vordringen befindliche Lehrmeinung (Quellen bei *Hüffer*, Aktiengesetz, § 108 Rdnr. 19) lediglich von Anfechtbarkeit des Beschlusses analog § 243 AktG aus. Keine Nichtigkeit soll nach *Hüffer*, AktG, § 108 Rdnr. 18 (m. N.) vorliegen, wenn der Aufsichtsrat beschließt, berechnete Ersatzansprüche gegen den Vorstand nicht zu verfolgen.

<sup>859</sup> *Hüffer*, AktG, § 108 Rdnr. 18; *Grunewald*, Gesellschaftsrecht, S. 258 f.

<sup>860</sup> BGH ZIP 1997, 883, 885; dazu *Bauer/ v. Steinau-Steinrück*, ZGR 1999, 314 ff; kritisch *Hüffer*, AktG, § 111 Rdnr. 4b m. w. N..

<sup>861</sup> BGHZ 135, 244; dazu *Hüffer*, AktG, § 111 Rdnr. 4a; *Semler*, MünchKomm AktG, § 111 Rdnr. 199 f.; *Henze*, BB 2001, 53, 60; *Lutter*, ZIP 1995, 441 f.; *Dreher*, ZHR 158, 614 ff; kritisch *Kort*, Großkomm AktG, Vor. § 76 Rdnr. 59.

<sup>862</sup> Siehe Abschnitt B. II. 5.

<sup>863</sup> *Semler*, MünchKomm AktG, § 111 Rdnr. 199.

<sup>864</sup> Darstellung verschiedener Ansichten bei *Böbel*, Rechtsstellung der besonderen Vertreter, S. 24 ff.

<sup>865</sup> H.M.: BGHZ 83, 144; BGHZ 135, 244, 247 f.; *Semler/ Spindler*, MünchKomm AktG, Vor. § 76 Rdnr. 135; *Hüffer*, AktG, § 108 Rdnr. 18; *Schüller*, Vorstandsvergütung, Fn. 1225. Ein einzelnes Mitglied kann Klage auf Feststellung der Nichtigkeit gegen die Gesellschaft, die sich diesen Beschluss zurechnen lassen muss, erheben (BGHZ 122, 342, 344; *Hüffer*, AktG, § 108 Rdnr. 18). Dazu ist grundsätzlich auch jedes Aufsichtsratsmitglied

Dagegen wird die direkte Befugnis einzelner Organmitglieder, für das Gesamtorgan im Wege einer *actio pro socio* dessen Rechte wahrnehmen und gerichtlich durchsetzen, also etwa die Möglichkeit eines Aufsichtsratsmitglieds gegen Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstandes vorzugehen, weitgehend abgelehnt<sup>866</sup>. Jedenfalls wäre Voraussetzung eines Individualklagerechts einzelner Organmitglieder die vorherige Anhaltung des eigenen (Gesamt)Organs zu einer dahingehenden Maßnahme<sup>867</sup>.

Zur Durchsetzung der Schadensersatzansprüche der Gesellschaft ist ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied also nicht berechtigt<sup>868</sup>. Jedoch bleibt ihm die Möglichkeit beziehungsweise die Pflicht<sup>869</sup>, einen entsprechenden Plenarbeschluss anzustrengen sowie gegebenenfalls Maßnahmen gegen einen solchen, die Rechtsverfolgung rechtswidrig ablehnenden Beschluss zu ergreifen.

Speziell die Entscheidung „ARAG/ Garmenbeck“ soll angeblich einen positiven Bewusstseinswandel in der Aufsichtsratspraxis dahingehend herbeigeführt haben, Anspruchsprüfung und –verfolgung ernster zu nehmen als dies bisher praktisch der Fall war<sup>870</sup>. Diese Effekte bleiben noch abzuwarten.

Im Fallbeispiel fand sich jedenfalls kein Aufsichtsratsmitglied bereit, auch keiner der Arbeitnehmervertreter, Schadensersatzansprüchen gegen Organmitglieder der Mannesmann AG gerichtlich überprüfen zu lassen oder gegen die betreffenden Aufsichtsratsbeschlüsse vorzugehen.

Tatsächlich kann eine solche Zuständigkeitsverteilung schon vom Prinzip her nicht überzeugen. Der Mangel ist systemimmanent.

Schon generell spricht manches gegen eine hinreichende Funktionalität: der Mangel an eigenem Interesse, Rücksichtnahme aus Kollegialität, die Abhängigkeit der verschiedenen Verwaltungsorgane untereinander, die unprofessionelle Handhabung von Aufsichtsratsmandaten als Nebentätigkeit - eine Vielzahl von Motiven für eine Verweigerung

---

berechtigt (H.M. mit umfangreichen Nachweisen OLG Düsseldorf, BB 1996, 230 f.; das Rechtsschutzinteresse einschränkend für lediglich unter Verfahrensmängeln leidende AR-Beschlüsse BGHZ 122, 342, 351).

<sup>866</sup> Dies ist ausdrücklich offengelassen worden von BGHZ 106, 54 („Opel“-Entscheidung). Klar gegen eine solche Möglichkeit sprechen sich *Semler/ Spindler*, MünchKomm AktG, Vor. § 76 Rdnr. 134 aus. *Kort*, Großkomm AktG, Vor. § 76 Rdnr. 57, will eine solche nur in „extremen Ausnahmesituationen“ zulassen; kritisch dagegen *Raiser*, ZGR 1989, 44, 69 f.

<sup>867</sup> BGHZ 106, 54, 66f.

<sup>868</sup> *Semler*, MünchKomm AktG, § 111 Rdnr. 200.

<sup>869</sup> Vgl. oben Abschnitt D. III. 2. cc, ebenso *Semler*, MünchKomm AktG, § 111 Rdnr. 200.

<sup>870</sup> Diese Ansicht vertritt zumindest *Krieger*, ZHR 1999, 342, 345.

sind hier naheliegend und vorstellbar<sup>871</sup>. Das Ergebnis ist eine deutliche Zurückhaltung von sich wechselseitig überwachenden Vorständen und Aufsichtsräten, Ersatzansprüche gegeneinander geltend zu machen. Die gerichtliche Überprüfung solcher Ansprüche ist unwahrscheinlich. Es dürften Ausnahmefälle bleiben, dass selbst ein bei einer rechtswidrigen Beschlussfassung unbeteiligtes oder ein überstimmtes (und daher unbelastetes) Mitglied gegen den Beschluss Klage erhebt.

Mit zunehmender Verbreitung von Haftpflichtversicherungen<sup>872</sup> für Vorstände und Aufsichtsräte in Verbindung mit einer Verschärfung der Rechtsprechung könnte zumindest für fahrlässige Pflichtverletzungen noch auf eine Besserung gehofft werden<sup>873</sup>. Eine solche würde dann durch die Police gedeckt sein, während im Gegensatz dazu der Verzicht auf die Geltendmachung von Ansprüchen des Kontrollorgans eine neue selbstständige, vorsätzliche Schädigung ohne Versicherungsanspruch darstellen könnte. Bisher sind auf diesem Ansatz aufbauende positive Effekte jedoch noch nicht festgestellt worden.

Die hier relevanten Fälle der Überprüfung von Vergütungsentscheidungen bereiten aber sogar zusätzliche Probleme. Es fragt sich bei diesen um so mehr, wer Schadensersatzansprüche gegen die Organe der Gesellschaft geltend machen und durchsetzen soll. Schließlich sind sowohl Aufsichtsrat als auch Vorstand an der Vergütungsregelung beteiligt, als Interessenvertreter der Gesellschaft beziehungsweise als Begünstigter der Zuwendung.

Somit besteht bei Mitgliedern beider Kontrollinstanzen der Verdacht einer Pflichtverletzung. Im Falle einer gerichtlichen Überprüfung käme es dann zu einer Revision des eigenen Fehlverhaltens und eventuell zu einer eigenen Haftung. Eine Vereinbarung über ein Gehalt oder eine Abfindung bindet daher die Beteiligten aneinander. Die Wahrscheinlichkeit der Klage eines Geschäftsführers gegen sein eigenes, zu großzügiges Gehalt dürfte wohl genauso gering sein wie die der Schadensersatzklage eines Aufsichtsratsmitgliedes (zumindest auch) gegen sich selbst.

Um also überhaupt den Ansatz einer Kontrollmöglichkeit zu bekommen und nicht an dem altbekannten Prinzip „ohne Kläger kein Richter“ zu scheitern, muss nach anderen Wegen gesucht werden. Das Systems der dualistischen Unternehmensführung, wie es das Aktienrecht vorsieht, in dem ein Organ zur Überwachung der Tätigkeit eines anderen berufen ist, führt dazu, dass die Haftpflicht außerhalb von Insolvenzfällen kaum praktische Bedeutung

<sup>871</sup> Sünner, ZHR 1999, 364 Rdnr. 38 zitiert Lutter: „Vatermord sei nicht gebräuchlich.“; Peltzer spricht von einer „Bissperre“ (WM 1981, 246, 348).

<sup>872</sup> D&O – Versicherungen (*directors and officers liability insurances*), dazu Hefermehl/ Spindler, in: Kropff/Semler, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 91 ff.

<sup>873</sup> Zu diesem Ansatz Mutter, Unternehmerische Entscheidung und Haftung des AR, S. 309.

erlangt<sup>874</sup>. Fälle von Nichtverfolgung sich geradezu aufdrängend offensichtlicher Pflichtverstöße wie im Fall der Metallgesellschaft<sup>875</sup> oder Mannesmann/ Dieter<sup>876</sup> belegen dies leider deutlich.

Die aktienrechtliche Kontroll- und Haftungskonzeption muss jedoch vor allem dann versagen, wenn Vorgänge betroffen sind, an welchen beide Organe beteiligt sind. Es ist daher nach anderen Wegen zu suchen.

An dieser Stelle sei noch auf einen weiteren interessanten Aspekt hingewiesen. Das Verhalten des Übernehmers, der nach erfolgter Übernahme in der Regel zuallererst Vorstands- und Aufsichtsratsämter mit eigenen loyalen Mitarbeitern neu besetzen wird, kann Hinweise auf tatsächliche Motive bei Leistungen an frühere Organmitglieder der Zielgesellschaft geben.

Nachdem festgestellt wurde, dass eine Unterstützung der Aktionärsinteressen durch eine Beteiligung des Vorstandes an der Steigerung des Verkaufspreises eine Pflichtwidrigkeit seitens des bewilligenden Aufsichtsrates darstellt, wäre es nur konsequent, wenn nach der Übernahme seitens der geschädigten Gesellschaft rechtliche Maßnahmen gegen diesen, dann in der Regel entlassenen Aufsichtsrat, eingeleitet würden. Erfolgt dies nicht, kann es dafür verschiedene Gründe geben: mangelnde Rechtssicherheit, geringe Wahrscheinlichkeit auf Durchsetzbarkeit der Ansprüche, Vermeidung negativer Publicity etc. Eine vorstellbare Variante ist jedoch auch, dass der Übernehmer ein eigenes Interesse an dieser Zahlung hatte: ein getarnter *golden handshake* also. Somit liefert das Verhalten der Beteiligten im Nachhinein auch ein Indiz für die Interessenlage während der Übernahme und damit zusammenhängende Entscheidungen.

---

<sup>874</sup> So behauptet etwa *Oltmanns*, Geschäftsleiterhaftung, S. 336, die Organhaftung sei praktisch ein toter Buchstabe. Ansprüche würden erst dann geltend gemacht, wenn der Insolvenzverwalter das Unternehmen führe. Zur selben Erkenntnis gelangen auch *Peltzer*, WM 1981, 346, 348 f. und *Mertens*, KölnKomm, § 116 Rdnr. 61; *Roth*, ZIP 2003, 369, 376.

<sup>875</sup> Dazu *Westerburg*, Die Kontrolle des Vorstands durch Aufsichtsrat und Abschlussprüfer.

<sup>876</sup> Die Resonanz der Wissenschaft: „politischer Skandal“ (*Bayer*, NJW 2000, 2609, 2614); „Rechtslage nicht mehr haltbar“ (*Raiser*, NJW 1996, 2257, 2261)!

## b) Aktionärsklagebefugnis

-----

An der Beendigung einer hypothetischen rechtswidrigen Vergütung der Unternehmensleitung oder an der Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen kann praktisch nur eine einzige Gruppe innerhalb der Gesellschaft interessiert sein: die Aktionäre. Sie sind es, deren Gewinnanteile durch die Fehler und Kosten der Unternehmensführung gemindert wird, sie tragen also mittelbar den Schaden. Allerdings bringt es die aktuelle Gesetzeslage mit sich, dass die Herbeiführung einer Rechtsverfolgung gegen den Willen der Leitungsorgane kaum möglich ist.

De lege lata gibt es mit § 147 AktG einen „Knüppel zur Klageerzwingung“<sup>877</sup>. Gemäß Absatz 1 kann durch einfachen Beschluss der Hauptversammlung oder auf Verlangen einer Minderheit (10 % aller Aktien inklusive Vorzüge<sup>878</sup>) eine Verfolgung der Ansprüche erzwungen werden<sup>879</sup>. Eine weitere Möglichkeit bietet Absatz 3 für einen Stimmrechtsanteil von einem Zwanzigstel des Grundkapitals oder von insgesamt 500.000 Euro, direkt bei Gericht einen Vertreter zu bestellen, der die Ansprüche geltend macht<sup>880</sup>. Damit dürften jedoch Kleinaktionäre einer großen Publikumsaktiengesellschaft von dieser Möglichkeit ausgeschlossen bleiben.

Großaktionäre können ihre Interessen normalerweise schon davon unabhängig mittels der von ihnen entsandten Aufsichtsratsmitglieder durchsetzen. Inhabern von Splitterbeteiligungen bleibt dagegen nur die Suche nach Verbündeten für eine Sammelklage, wobei verschiedene Probleme zu bewältigen sind.

Die größte Hürde bildet die Prozesskostenregelung des § 147 IV AktG. Diese legt die Gerichtskosten und die Kosten des gesetzlichen Vertreters selbst bei vollständigem Obsiegen der klagebegehrenden Aktionärsminorität auf, also verschuldensunabhängig, soweit der Ersatzanspruch diese für die Gesellschaft nicht trägt<sup>881</sup>. Nicht unproblematisch dürfte auch die Streuung des Aktienbesitzes sein und das damit verbundene Kommunikationsproblem mit Mitaktionären. In der Regel bilden daher Kostenlastrisiko und Quorum zusammen ein unüberwindbares Prozesshindernis, weshalb die Regelung bislang kaum praktische Bedeutung erlangt hat<sup>882</sup>.

---

<sup>877</sup> *Sünner*, Aktionärsklage zur Kontrolle des Vorstands und Aufsichtsrats, S. 373.

<sup>878</sup> *Hüffer*, AktG, § 148 Rdnr. 4.

<sup>879</sup> Siehe zu einem solchen Fall zuletzt den Beschluss des OLG Frankfurt/ M., DB 2004, 177.

<sup>880</sup> Im Einzelnen zu diesem Thema die Dissertation von *Böbel*, Die Rechtsstellung der besonderen Vertreter gemäß § 147 AktG, 1999; OLG Frankfurt/M., DB 2004, 177.

<sup>881</sup> Einzelheiten bei *Schröer*, MünchKomm AktG, § 147 Rdnr. 71 ff. sowie Rdnr. 12.

<sup>882</sup> *Schröer*, MünchKomm AktG, § 147 Rdnr. 9; *Thümmel*, Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten, S. 109 ff.



Auch die letzte Neuregelung des § 147 AktG<sup>883</sup> löst das bestehende Problem nicht. Der Gesetzgeber sieht sich deshalb zu Recht kritischen Stimmen der Rechtsliteratur ausgesetzt<sup>884</sup>. Eine weitere Modifizierung der Norm erscheint wohl unumgänglich<sup>885</sup>.

Es stellt sich neben den Möglichkeiten aus § 147 AktG die Frage nach einer direkten Aktionärsklage<sup>886</sup> ähnlich der für Personengesellschaften anerkannten *actio pro socio* im Namen der Gesellschaft oder aus eigenem Recht. Eine solche ist beispielsweise im US-amerikanischen Rechtskreis als *shareholder derivative suit* (in Form der *direct suit*) zulässig<sup>887</sup>.

Einer Aktionärsklage aus § 823 I BGB gegen Beschlüsse der Unternehmensleitung hat der Bundesgerichtshof in seiner „Holzmüller“-Entscheidung<sup>888</sup> stattgegeben. Als Voraussetzung dafür wurde allerdings die substantiierte Behauptung gesetzt, der Beschluss oder die Maßnahme habe rechtswidrig in die Mitgliedschaftsrechte des Klägers eingegriffen<sup>889</sup>.

Die Mitgliedschaft in einer Aktiengesellschaft stellt ein anerkanntes Schutzgut des § 823 I BGB dar<sup>890</sup>. Als „sonstiges Recht“ im Sinne von Absatz 1 wird es gegen Eingriffe Dritter geschützt, welche sich unmittelbar gegen seinen Bestand oder die in ihm verkörperten Rechte richten<sup>891</sup>.

Fraglich ist nur, inwieweit daraus ein individueller Anspruch gegen pflichtwidrig handelnde Organmitglieder für die Aktionäre konstruierbar ist. Eine Verletzung des Mitgliedschaftsrechts ist zweifellos nicht durch jedes rechtswidrige Verhalten von Organmitgliedern gegeben. Eindeutigen Fällen wie dem gänzlichen Entzug der mitgliedschaftlichen Rechte, etwa durch Vollstreckungsmaßnahmen, stehen rechtlich problematische Fälle gegenüber, bei denen primär das Vermögen der Gesellschaft betroffen

<sup>883</sup> Mit Einführung des KonTraG (BGBl. 1998, 786).

<sup>884</sup> Zum Nachweis einer ablehnenden Haltung *Bayer*, NJW 2000, 2609, 2615 (Fn. 93); *Schröer*, MünchKomm AktG, § 147 Rdnr. 9 ff.

<sup>885</sup> Zu Vorschlägen de lege ferenda siehe Abschnitt G. III. Vergleiche auch den Referentenentwurf des BMJ vom 28. 1. 2004 des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG).

<sup>886</sup> Dazu umfassend *Rollin*, Die Aktionärsklage; S. 172 ff.

<sup>887</sup> Nähere Ausführungen mit einer umfangreichen Fallsammlung bei *Cary/ Eisenberg*, Cases and Materials, S. 996 ff.; *Clark*, Corporate Law, S. 639 ff.; *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 473 ff.; *Abeltshauser*, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 408 ff.

<sup>888</sup> BGHZ 83, 122 ff.

<sup>889</sup> BGHZ 83, 122, 125 ff.; LG Düsseldorf 2000, 233, 234; *Wiesner*, Münchner HB des Gesellschaftsrechts, Bd.4 § 18 Rdnr. 3 ff., spricht deshalb auch von einer Mitgliedschaftsklage, im Unterschied zu einer Aktionärsklage als Form der Prozeßstandschaft.

<sup>890</sup> Schon RGZ 158, 248, 255; *Palandt*, BGB, § 823 Rdnr. 12; *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 169 ff.; *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, S. 293.

<sup>891</sup> BGHZ 110, 323, 327, 334 für eingetragene Vereine; RGZ 100, 274, 278 für die GmbH; *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 169 m. w. N.

ist, Aktionärsrechte dagegen nur sekundär (ein sogenannter „Reflexschaden“ durch die Wertminderung der Gesellschaftsanteile).

Ein Schaden der Gesellschaft ist nicht mit einem Schaden der Aktionäre gleichzusetzen. Ein anspruchsbegründender Eingriff liegt deshalb nur dann vor, wenn gesetzliche Rechte oder Kompetenzen der Aktionäre missachtet werden. Dazu ist eine Abgrenzung gewöhnlicher Leitungs- und Geschäftsführungsakte von mitgliedschaftsbezogenen Eingriffen notwendig. Unter letztere fallen Maßnahmen der Geschäftsleitung, bei denen Hauptversammlungskompetenzen bestehen. Kompetenzen der Hauptversammlung ergeben sich aus dem Gesetz beispielsweise in den §§ 119, 179 AktG. Ein mitgliedschaftlicher Eingriff liegt zudem etwa bei Missachtung der Gleichbehandlungspflicht der Aktionäre aus § 53a AktG vor<sup>892</sup>.

Darüber hinaus werden im Zuge der „Holzmüller“-Doktrin des BGH sogenannte ungeschriebene Aktionärskompetenzen diskutiert<sup>893</sup>. Die im Gesetz enthaltenen Hauptversammlungszuständigkeiten sind anerkannterweise nicht abschließend<sup>894</sup>. In der Entscheidung „Holzmüller“ hatte sich das Gericht dafür ausgesprochen, dass in Angelegenheiten von herausragender Bedeutung für die Gesellschaft eine Ermessensreduzierung von § 119 II AktG vorzunehmen sei und das Vorlagerecht des Vorstandes in eine -pflicht umschlage<sup>895</sup>. Im Ergebnis wird dabei (mit unterschiedlichen Begründungen) übereinstimmend eine Beteiligung der Hauptversammlung an gesetzlich nicht geregelten Strukturmaßnahmen von erheblicher Bedeutung für Gesellschaft und Gesellschafter gefordert<sup>896</sup>.

Unabhängig von der in den Einzelfällen umstrittenen Konkretisierung dieses Erheblichkeitserfordernisses wird an diesem Punkt jedoch offenbar, dass der Regelung von Vorstandsbezügen eine solche Tragweite nicht zuzumessen ist, selbst einer außergewöhnlich hohen Abfindung nicht<sup>897</sup>. Derartige Vereinbarungen unterfallen immer lediglich der Kategorie gewöhnlicher Geschäftsführungsmaßnahmen. Ein Schaden ist nur im Vermögen der Gesellschaft gegeben. Die Festsetzung der Vorstandsvergütung berührt die absoluten

<sup>892</sup> *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 171.

<sup>893</sup> Siehe Nachweise bei *Kort*, Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 79; *Mülbert*, Großkomm AktG, § 119 Rdnr. 17 ff.

<sup>894</sup> *Kort*, Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 81.

<sup>895</sup> BGHZ 83, 122, 131. Dazu *Hüffer*, AktG, § 119 Rdnr. 16 ff.; *Kubis*, MünchKomm AktG, § 119 Rdnr. 32 ff.

<sup>896</sup> *Kort*, Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 81 ff.; *Hüffer*, AktG, § 119 Rdnr. 18; Generell kritisch gegenüber Ansprüchen aus mitgliedschaftsbezogenen Eingriffen äußern sich *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 173, welche eine Ausuferung des Deliktsrechts befürchten und gesellschaftsrechtliche Lösungen unter Ausnutzung anderer verbandsinterner Maßnahmemöglichkeiten bevorzugen.

<sup>897</sup> Die Verletzung von Hauptversammlungskompetenzen wird beispielsweise angenommen bei einer Strukturveränderung, welche 20 bis 25 Prozent des Gesellschaftsvermögens erfasse (*Abeltshauser*, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 212 m. w. N.) oder beim Börsengang beziehungsweise -austritt (dazu *Kort*, in: Großkomm AktG, § 76 Rdnr. 84 f.).

Rechte der Aktionäre nicht, sondern betrifft diese nur mittelbar, in Form eines eventuellen Wertverlustes ihrer Gesellschaftsanteile. Ein solcher Reflexschaden allein stellt jedoch keine Verletzung von Mitgliedschaftsrechten dar. Derartige Pflichtwidrigkeiten im Handeln von Vorstand oder Aufsichtsrat können deshalb mit der Aktionärsklage im derzeitigen Verständnis nicht angegriffen werden<sup>898</sup>.

Auch eine dahingehenden Ausweitung der „Holzmüller“- Rechtsprechung, also eine Erweiterung der Aktionärsklagerechte in richterlicher Rechtsfortbildung, ist wohl nicht zu erwarten. Ausdrücklich fordert der BGH die Geltendmachung eigener Rechte<sup>899</sup>. Eine Prozeßstandschaft für die Geltendmachung von gesellschaftlichen Ansprüchen durch die Aktionäre sieht das Aktienrecht nicht vor. Eine solche Befugniserweiterung würde den Aktionären eine Kontrollfunktion über die Geschäftsführung einräumen, welche der Gesetzgeber bewusst nicht vorgesehen hat<sup>900</sup>. Die aktienrechtliche Konzeption wird durch die Überwachung durch die Gesellschaftsorgane und die Möglichkeiten der Klageerhebung gemäß § 147 AktG gebildet, so unzureichend diese auch sein mögen. Die Entwicklung einer darüber hinausgehenden Abwehr- oder Schadensersatzklage, in Form einer Prozeßstandschaft für die Gesellschaft oder durch Anerkennung der Durchsetzbarkeit eigener Rechte wäre wohl als Umgehung der eindeutigen Aussage des § 147 AktG<sup>901</sup>, somit klar als Rechtsfindung contra legem zu bewerten<sup>902</sup>. Für eine solche Entwicklung sind derzeit keine Anzeichen ersichtlich<sup>903</sup>.

Eigene Schadenersatzansprüche von Aktionären sind daneben aus § 823 II BGB bei Verletzungen drittschützender Gesetze vorstellbar, insbesondere wird dies bei Vorliegen einer Untreue gemäß § 266 StGB und bei Erfüllung der Tatbestände der §§ 399 und 400 StGB

<sup>898</sup> H.M.: *Mertens*, KölnKomm, § 93 Rdnr. 169; *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, S. 537; *Bayer*, NJW 2000, 2609, 2613.

<sup>899</sup> Zuletzt BGHZ 135, 244 (ARAG/Garmenbeck).

<sup>900</sup> H.M.: *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, S. 463; *Schmidt*, JZ 1991, 157 ff.; *Herrmann*, Funktion, Kontrolle und Haftung der Leitungsorgane, S. 188; *Schick*, ZIP 1991, 938.

<sup>901</sup> Insbesondere angesichts der Tatsache, dass der Gesetzgeber bei Neuregelung des § 147 AktG in Kenntnis der damaligen Diskussion um Einführung einer Aktionärsklage in der Literatur (dazu *Bayer*, NJW 2000, 2609, 2615 ff.) bewusst dagegen entschieden hat in der Überzeugung, mit der getroffenen Regelung dem Aktionärsschutz in ausreichendem Maße Rechnung getragen zu haben (siehe amtl. Begr. des RegE; ZIP 1997, 2059, 2065 f.).

<sup>902</sup> Die mögliche actio pro socio wird durch die Regelung des § 147 AktG ausgeschlossen. (*Wiesner*, MünchKomm, § 26 Rndr.25; *Tegtmeier*, Fn. 83, S. 306, *Roth*, Unternehmerisches Ermessen und Haftung, S. 145 f.), weshalb sich die Diskussion seit „Holzmüller“ auch vordergründig um die Frage dreht, wann der Vorstand in Hauptversammlungskompetenzen verletzt, also um die Kompetenzabstimmung zwischen Verwaltung und Aktionären.

<sup>903</sup> So wird neueren Urteilen des BGH eine Tendenz zu einer eher restriktiveren Zulassung solcher Aktionärsklagen wie bei der Holzmüller-Entscheidung attestiert (siehe BGHZ 136, 133 „Siemens/Nold“; BGH DB 2001, 319 und 471; dazu *Sinewe*, DB 2001, 690; LG Frankfurt a.M., AG 2001, 491).

diskutiert<sup>904</sup>, genauso wie auch aus § 826 BGB (etwa bei Schädigungen im Zusammenhang mit dem Erwerb von Aktien). Grundsätzlich setzt ein solcher Anspruch jedoch immer auch einen individuellen Schaden für den klagenden Aktionär voraus, der nicht nur in einem Reflexschaden besteht, um eine Doppelhaftung auszuschließen. Regelmäßig wird deshalb auch in solchen Fällen nur eine Klage auf Leistung an die Gesellschaft möglich sein<sup>905</sup>. Ein eigener Anspruch des Gesellschafters ist nur in Ausnahmefällen vorstellbar, etwa wenn er zuvor der Gesellschaft den Schaden ausgleicht oder einen ihm besonders entstandenen Schaden geltend macht<sup>906</sup>. Bei den hier diskutierten Fallgruppen von Zahlungen an Vorstandsmitglieder dürften derartige Ansprüche jedoch nicht einschlägig sein.

Vorerst ist also nach aktueller Rechtsprechung kein Raum für eine weitergehende Klagezuständigkeit der Aktionäre<sup>907</sup>. Vergütungs- und Abfindungsentscheidungen sind mit dem Institut der Aktionärsklage in der geltenden Form gerichtlich nicht überprüfbar<sup>908</sup>. An dieser Stelle sollte daher der Gesetzgeber noch einmal eine ausreichende Neuregelung erwägen<sup>909</sup>, entweder durch eine massive Herabsetzung des Quorums oder besser durch eine gänzliche Aufhebung desselben.

Die soeben geschilderte prozessuale Regelung bildet die Ursache dafür, dass es in der einheimischen Rechtsgeschichte eine so geringe Anzahl von Haftungsfällen gibt. Eine der US-amerikanischen *shareholder derivative suit* entsprechende Klagemöglichkeit ist im deutschen Recht nicht anerkannt. Somit können deutsche Manager trotz vergleichsweise gehobener Sorgfaltsansprüche<sup>910</sup> praktisch einen vielleicht größeren Handlungsfreiraum nutzen als ihre amerikanischen Kollegen. Der Grund dafür ist einfach, dass für die mittelbar geschädigten Aktionäre eben meist keine Möglichkeit besteht, ihrem Anliegen rechtliches Gehör zu verschaffen. Diese deutsche „Barrikadelösung“ stellt im Ergebnis natürlich eine,

<sup>904</sup> Zur Diskussion siehe *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 175 ff., welche mit guten Argumenten einen Anspruch der Aktionäre aus § 823 II i.V.m. § 266 StGB mangels Schutzgesetz zu deren Gunsten ablehnen.

<sup>905</sup> *Hefermehl/ Spindler*, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 184 m. w. N.

<sup>906</sup> BGH NJW 1987, 1077, 1079 f.

<sup>907</sup> Ebenso *Hüffer*, AktG, § 147 Rdnr. 5; *Raiser*, ZHR 153, 1/26 ff.; *Wiesner*, MünchKomm, § 26 Rdnr. 25; *Bayer*, NJW 2000, 2613.

<sup>908</sup> Eine Ausnahme bildet lediglich die Hauptversammlungsentscheidung über die Genehmigung von Aktienoptionsprogrammen. Gegen Hauptversammlungsbeschlüsse kann auch ein einzelner Aktionär Anfechtungs- beziehungsweise Nichtigkeitsklage erheben (§§ 246, 249 AktG). Dabei käme als Anfechtungsgrund zum Beispiel ein Gesetzes- oder Satzungsverstoß gemäß § 243 I AktG in Frage. Doch auch bei dieser Form der Wahrnehmung von Gestaltungsrechten durch Aktionäre setzt die Rechtsprechung bedenklich enge Grenzen. So wird beispielsweise eine Nichtigkeitsklage gegen einen HV-Beschluss als rechtsmissbräuchlich und unzulässig gesehen, wenn sie auf Veranlassung eines Dritten erhoben wird (so OLG Stuttgart in AG 2001, 315 f.).

<sup>909</sup> Vergleiche dazu die Vorschläge de lege ferenda am Ende der Untersuchung.

<sup>910</sup> Vergleiche dazu die Ausführungen zur *business judgement rule* und der Sorgfalt des ordentlichen Geschäftsmannes gemäß § 93 I, 76 AktG in Abschnitt B. II. 5.

zumindest aus Managersicht, äußerst praktikable Regelung dar, das ist bedauerlicherweise anzuerkennen. Im Interesse der Wirtschaft und des Aktionärsschutzes ist eine Neuregelung jedoch unabdingbar.

#### **4. Zusammenfassung zur Haftung**

-----

Eine vertragliche Vergütungs- oder Abfindungsregelung ist selbst bei einem Verstoß gegen § 87 I AktG oder das Unternehmensinteresse wirksam, da es sich dabei nicht um Verbotsgesetze im Sinne des § 134 BGB handelt. Die Grenze der Gültigkeit bildet § 138 BGB, insbesondere bei kollusivem Handeln von Vorstand und Aufsichtsrat zum Nachteil der Gesellschaft. Unabhängig davon kann sich jedoch eine Haftung der persönlich handelnden Organmitglieder auf Schadensersatz an die Gesellschaft ergeben.

Dabei ist eine Haftung des Vorstands nur ausnahmsweise vorstellbar. Das beteiligte Vorstandsmitglied selbst ist in seinen Gehaltsangelegenheiten nicht zur Interessenwahrnehmung der Gesellschaft verpflichtet, kann also unbeschadet einen rechtswidrigen Vertrag eingehen. Grenze des Zulässigen ist dabei eine manipulative Einflussnahme auf die Entscheidung des Aufsichtsrates in einem Maße, das der Vergütungsvereinbarung der Charakter einer „Selbstbedienungstransaktion“ verliehen wird. Ein solches Verhalten resultiert auch schon unterhalb der Schwelle des sittenwidrigen Handelns in einer Haftung aus § 93 II AktG gegenüber der Aktiengesellschaft.

Der pflichtwidrige Abschluss einer rechtswidrigen Vergütungsregelung mit einem Vorstandsmitglied kann zu einem Schadensersatzanspruch der Aktiengesellschaft gegen Aufsichtsratsmitglieder aus §§ 116, 93 I, II AktG führen. Bei einer vorsätzlichen Schädigung oder Verletzung von Straftatbeständen kommen zudem § 117 AktG, § 823 II und 826 BGB als Anspruchsgrundlagen in Frage.

Das Aktienrecht regelt keine pauschale Organhaftung, sondern eine individuelle Verantwortlichkeit der einzelnen Organmitglieder. Ansatzpunkt einer möglichen Pflichtverletzung ist deren konkretes Verhalten in Beschlussfassungen des Organs. Relativiert wird dies durch die Anerkennung einer Überwachungspflicht hinsichtlich der Tätigkeit anderer Organmitglieder. Aus dieser kann etwa auch die Unterlassung gebotener Beschlüsse oder Maßnahmen gegen rechtswidrige Beschlüsse als haftungsbegründende Pflichtverletzung folgen.

Dabei gilt ein abgestufter Haftungsmaßstab. Für alle Aufsichtsratsmitglieder, auch für Arbeitnehmervertreter, wird ein objektiver Mindeststandard an Kenntnisse und Fähigkeiten gefordert, die zum Verständnis und zur Beurteilung aller normalen Geschäftsvorgänge erforderlich sind. Über den Mindeststandard hinaus ist ein individualisierter Haftungsmaßstab anerkannt. Sowohl funktional in Anknüpfung an die ausgeübte Tätigkeit, als auch individuell aufgrund für die Berufung ursächlicher persönlicher Kenntnisse und Fähigkeiten ergibt sich ein erhöhter Sorgfaltsmaßstab bei der ausgeübten Tätigkeit.

Besonderheiten ergeben sich bei der Tätigkeit von Ausschüssen. Eine haftungsbegründende Pflichtverletzung aller Mitglieder des Gesamtorgans wäre in der Übertragung der Beschlussfassung über Tatbestände im Sinne des § 107 III S. 2 AktG an einen Ausschuss zu sehen. Auch bei zulässiger Aufgabenübertragung an einen Ausschuss bleibt eine Überwachungspflicht des Gesamtorgans bestehen. Überwiegend wird aber eine Beschränkung der Haftung angenommen. Das Plenum soll seiner Überwachungspflicht dann Genüge getan haben, wenn es die pflichtgemäß ausgewählten Mitglieder des Ausschusses in ihrer Tätigkeit insgesamt überwacht. Eine intensiviertere Überwachungspflicht besteht allerdings in besonderen wirtschaftlichen Situationen der Gesellschaft.

Das individuelle Abstimmungsverhalten bei Beschlussfassungen hat aufgrund der Überwachungspflicht keinen Einfluss auf die Haftung des einzelnen Mitgliedes. Ein bei einer rechtswidrigen Beschlussfassung überstimmtes Gremienmitglied hat geeignete Maßnahmen zu ergreifen (etwa die Anstrengung einer Nichtigkeitsklage), um selbst einer Haftung wegen Unterlassens zu entgehen.

Prozessual bedeutsam ist der Nachweis der kausalen Pflichtverletzung. Dabei sind die Besonderheiten der Darlegungs- und Beweislast zu beachten. Eine Abweichung vom allgemeinen Grundsatz, dass stets jede Partei die Voraussetzungen einer ihr günstigen Norm zu beweisen hat, findet sich in § 93 II S. 2 sowie in § 117 II S. 2 AktG. Das Aufsichtsratsmitglied trifft eine Exkulpationspflicht, die Darlegungspflicht bezüglich der eigenen Sorgfalt bei der Ausübung der aufsichtsrätlichen Tätigkeit liegt bei ihm. Bei Bemessung der Schadenshöhe ist regelmäßig von einem Minimalschaden der Gesellschaft in Höhe der pflichtwidrig an das Organmitglied geleisteten Zahlungen auszugehen.

Für die Verwaltungsorgane der Aktiengesellschaft existiert eine gesetzlich konzipierte Zuständigkeit zur gegenseitigen Geltendmachung von Schadensersatzsprüchen, aus § 78 I AktG für den Vorstand und aus § 112 AktG für den Aufsichtsrat. Bei der Prüfung über das Bestehen und die Durchsetzbarkeit eines Anspruches wird ihm dabei nur ein sehr eng

begrenzter Beurteilungsspielraum eingeräumt. Von einem unternehmerisches Ermessen mit einer weitreichenden gerichtlichen Entscheidungsprärogative ist hinsichtlich der Frage der Durchsetzbarkeit nicht auszugehen. Bei Vergütungsentscheidungen, an denen beide Organe beteiligt sind, versagt diese wechselseitige Kontrolle jedoch zwangsläufig.

Aktionären steht die Möglichkeit zur Verfügung, gemäß § 147 AktG die Geltendmachung von Ersatzansprüchen gegen Organmitglieder durch einen Hauptversammlungsbeschluss zu erzwingen oder bei Gericht besondere Vertreter dazu zu bestellen. Voraussetzung dafür ist der Antrag einer Aktionärsgruppe, die zusammen den vorgeschriebenen Mindestanteil des Aktienbesitzes repräsentiert (§ 147 I beziehungsweise III AktG). Eine der *shareholder derivative suit* des US-amerikanischen Rechts entsprechende Klagemöglichkeit einzelner Anteilsinhaber ist im deutschen Recht nicht anerkannt. Gemäß der „Holzmüller“-Rechtsprechung des BGH sind Einzelaktionäre nur dann klagebefugt, wenn sie eine Verletzung eigener Rechte geltend machen können, was bei Vergütungsentscheidungen jedoch nicht gegeben ist.

## E. Strafrechtliche Bewertung

---

Eine im gesellschaftsrechtlichen Sinne haftungsbegründende Pflichtverletzung im Rahmen der Vereinbarung und Auszahlung von Vergütungen, Abfindungen oder sonstiger Leistungen an Vorstandsmitglieder könnte im Einzelfall auch von strafrechtlicher Bedeutung sein. Es soll daher im Folgenden noch kurz auf einige interessante Aspekte der wichtigsten, möglicherweise einschlägigen Strafnormen eingegangen werden.

### I. Der Treubruchstatbestand des § 266 I Alt. 2 StGB

---

Im Zuge des Verfahrens vor dem Landgericht Düsseldorf<sup>911</sup> wird das Gericht zur strafrechtlichen Relevanz des Handelns der Angeklagten Stellung nehmen müssen. Schwerpunkte des Verfahrens dürften dabei vor allem die sehr komplexe Beweiswürdigung und die subjektive Tatbestandsseite sein.

Von besonderem Interesse ist jedoch vor allem die grundsätzliche Frage des Verhältnisses von Aktienrecht und Strafrecht im einschlägigen Untreuetatbestand. Der Tatbestand des § 266 StGB bietet einen weiten Interpretationsspielraum, insbesondere bei der Subsumtion unter die Rechtsbegriffe Missbrauch und Treubruch, wobei im Folgenden der Schwerpunkt der Betrachtung auf die vom LG Düsseldorf geprüfte 2. Alternative des Untreuetatbestandes gelegt werden soll. Die entscheidende Frage ist, ob hierbei ein gänzlich eigener, strafrechtlicher Maßstab anzulegen ist oder ob eine Orientierung am aktienrechtlichen Äquivalent der Pflichtwidrigkeit zu erfolgen hat.

Zweifellos ist der persönliche Anwendungsbereich der Norm für Organmitglieder einer Aktiengesellschaft eröffnet<sup>912</sup>. Eine Tathandlung, also eine Verletzung der Treupflicht, mithin eine Pflichtverletzung, liegt dann vor, wenn der Täter die ihm übertragene Geschäftsbesorgung nicht oder nicht ordnungsgemäß ausführt<sup>913</sup>. Diese kann in einer Verletzung der ihn bei dieser Geschäftsbesorgung verpflichtenden gesetzlichen Bestimmungen oder Richtlinien bestehen<sup>914</sup>. Folglich würde also den objektiven Tatbestand

---

<sup>911</sup> Siehe Einleitung.

<sup>912</sup> Vgl. etwa für den Aufsichtsrat OLG Hamm, NStZ 1986, 119; für den Vorstand BGH NJW 1975, 1234; 1988, 2483; 1991, 990.

<sup>913</sup> Lenckner/ Perron, in: Schönke/ Schröder, StGB, § 266 Rdnr. 35, 35 a; Schünemann, in: Jähnke u. a. (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 89 ff.

<sup>914</sup> Lenckner/ Perron a. a. O.



des Treubruchs jedes Verhalten erfüllen, welches eindeutig gegen die §§ 76 I, 93 I, 116 AktG verstößt<sup>915</sup>.

Das Problem dabei ist jedoch, dass die genannten aktienrechtlichen Normen ihrerseits stark auslegungsbedürftig sind. Um eine Pflichtwidrigkeit im aktienrechtlichen Sinne festzustellen, ist zunächst der abstrakte Begriff der Pflichtverletzung im Sinne der §§ 93 I, 76 I AktG genauer zu definieren. Es wären also die Regeln der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführers für den Einzelfall zu bestimmen und dann zu entscheiden, ob der Handelnde diese in vorwerfbarer Art und Weise verletzt hat.

Bei direkter Übernahme der aus der aktienrechtlichen Wertung gewonnenen Resultate in die Bewertung einer Handlung anhand § 266 StGB ergäbe sich somit das Problem, dass dabei eine Abhängigkeit der Strafbarkeit von einer zivilrechtlichen Beurteilung gesetzlich nicht festgelegter kaufmännischer Gepflogenheiten und der jeweiligen Verhaltensstandards des unternehmerischen Handelns konstruiert würde. Es wurden deshalb schon Bedenken angesichts des Bestimmtheitsgebots in Art. 103 II GG und in § 1 StGB geäußert<sup>916</sup>.

Grundsätzlich ist eine Akzessorietät bestimmter Straftatbestände an Verwaltungs- und Zivilrecht anerkannt<sup>917</sup>. In Anbetracht der schon im Ansatz grundverschiedenen teleologischen Hintergründe von Strafrecht und Gesellschaftsrecht kann von einer starren Akzessorietät des Treubruchstatbestandes von den einschlägigen aktienrechtlichen Bestimmungen nicht ausgegangen werden<sup>918</sup>. Die undifferenzierte, apodiktische Übertragung von gesellschaftsrechtlichen Verhaltensmaßstäben ins Strafrecht ist daher nicht möglich. Im Strafrecht muss vielmehr ein eigener Maßstab gebildet werden, nach dem das Vorliegen einer für § 266 StGB strafbegründenden Pflichtverletzung geprüft wird. Auf den Pflichtenmaßstab des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters kann dabei nicht ohne Einschränkungen Bezug genommen werden.

Trotzdem erscheint es natürlich unumgänglich, die strafrechtliche Behandlung dieser Sachverhalte auf die Grundlage zivilrechtlicher Wertungen zu stellen. Für ein derart abgestuftes Verständnis von aktienrechtlicher und strafrechtlicher Pflichtwidrigkeit entschied sich auch der BGH (1. Strafsenat) im „SSV Reutlingen“-Urteil<sup>919</sup>. Ausdrücklich stellte der

<sup>915</sup> In diese Richtung auch v. *Westphalen*, ZIP 2004, S. 147, welcher allerdings für den konkreten Fall die Angemessenheitsprüfung anhand § 87 I AktG für entscheidend hält (dazu vergleiche aber Abschnitt B. III. 4. c. hh.).

<sup>916</sup> *Mosiek*, Wistra 2003, 370, 373.

<sup>917</sup> Etwa bei den Umweltstraftaten, vergleiche *Cramer/ Heine*, in: Schönke/ Schröder, StGB, Vorb. §§ 324 ff. Rdnr. 15 ff., zum Missbrauchstatbestand des § 266 StGB siehe *Schünemann*, in: *Jähnke u. a.* (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 32 ff.

<sup>918</sup> Ebenso *Mosiek*, Wistra 2003, 370, 373; a. A. *Schünemann*, in: *Jähnke u. a.* (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 89; *Wellkamp*, NStZ 2001, 113, 119.

<sup>919</sup> BGHSt 47, 187 = NZG 2002, 471 = NStZ 2002, 322

Senat klar, dass nicht jede gesellschaftsrechtliche Pflichtverletzung für die Annahme einer Pflichtwidrigkeit im Sinne des Untreuetatbestands tauglich sei, sondern nur gravierende Pflichtverletzungen<sup>920</sup>. Ob eine solche qualifizierte Pflichtverletzung vorliegt, soll anhand einer Gesamtschau von gesellschaftsrechtlichen Kriterien ermittelt werden. Als bedeutsame Kriterien nennt der Senat die fehlende Nähe zum Unternehmensgegenstand, Unangemessenheit im Hinblick auf die Ertrags- und Vermögenslage, fehlende innerbetriebliche Transparenz und das Vorliegen sachwidriger Motive, als solche namentlich die Verfolgung rein persönlicher Präferenzen. Eine Pflichtverletzung im Sinne des § 266 StGB liege jedenfalls dann vor, wenn sämtliche Kriterien erfüllt seien<sup>921</sup>.

Der Strafsenat schlägt also eine Zwei-Stufen-Prüfung vor. Auf der ersten Stufe muss in einer rein gesellschaftsrechtlichen Betrachtung entschieden werden, ob das Organmitglied pflichtwidrig gehandelt hat. Ist dies zu bejahen, schließt sich auf der zweiten Stufe eine Prüfung der Tathandlung anhand der genannten Kriterien an.

Diese Lösung ist vom Prinzip her überzeugend. Die maßgeblichen organschaftlichen Pflichten sind aktienrechtliche. Ohne einen aktienrechtlichen Pflichtverstoß kann keine strafrechtliche Pflichtwidrigkeit vorliegen. Insoweit liegt eine Strafbarkeitsbedingung vor. Der aktienrechtliche Rahmen der Pflichtwidrigkeit ist dann bei der Übersetzung in die Auslegung strafrechtlicher Pflichtverstöße noch einmal einzugrenzen<sup>922</sup>.

Eine unterschiedliche Behandlung von Pflichtverletzungen im Straf- und im Aktienrecht rechtfertigt sich auch aus einer funktionalen Sichtweise. Die Unternehmensleitung ist vielfach im Interesse des Unternehmens gezwungen, zu handeln und Maßnahmen zu ergreifen. Will man sie in vielen Fällen nicht handlungsunfähig machen, muss dies in einem sachgerechten Rahmen auch weiterhin möglich bleiben. Hier besteht der wesentliche Unterschied zu der unter dem Untreuetatbestand vieldiskutierten Fallgruppe der sogenannten „Risikogeschäfte“<sup>923</sup>. Die anerkannte strafrechtliche Aufarbeitung riskanter Geschäfte setzt voraus, dass dem Unternehmensleiter die Wahl bleibt, ein geschäftliches Risiko einzugehen oder nicht. Im Fall der Konfrontation mit einem Übernahmeangebot könnten aber theoretisch alle Handlungsalternativen eine haftungsbegründende Pflichtverletzung darstellen.

Das zivilrechtliche Haftungsrisiko lässt sich durch D&O-Versicherungen begrenzen<sup>924</sup>. So würde dem Unternehmensleiter zumindest ein Handlungsspielraum gegeben, in dem er

<sup>920</sup> BGHSt 47, 187, 197.

<sup>921</sup> BGH a. a. O.

<sup>922</sup> A. A. Beckemper, NSTZ 2002, 326 (Anmerkung zu BGH NSTZ, 322).

<sup>923</sup> Darstellung bei Schünemann, in: Jähnke u. a. (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 95 ff.; Lenckner/ Perron, in: Schönke/ Schröder, StGB, § 266 Rdnr. 20 (jeweils m. w. N.).

<sup>924</sup> Zu „Directors’ and Officers’ Liability Insurances“ in Deutschland vergleiche Hefermehl/ Spindler, in: Kropff/ Semler, MünchKomm AktG, § 93 Rdnr. 91 ff.

agieren könnte, ohne zugleich persönlich das Risiko aus der bestehenden Rechtsunsicherheit tragen zu müssen. Würde hingegen jeder zivilrechtliche Haftungsfall automatisch strafrechtliche Konsequenzen nachsichziehen, verbliebe einem Vorstand oder Aufsichtsrat in diesem Fall kein Raum, in welchem er eine Handlung nicht zugleich auch persönlich zu verantworten hätte, da ein Versicherungsschutz im Strafrecht natürlich nicht herzustellen ist. Die undifferenzierte Übernahme des aktienrechtlichen Pflichtwidrigkeitsbegriffes ins Strafrecht könnte dann schwere Nachteile für die deutsche Unternehmenspraxis bewirken, ausgelöst durch eine wohl zu befürchtende Passivität von Unternehmensleitern in Krisenfällen<sup>925</sup>.

Dagegen ist die Eignung der genannten Kriterien für eine sachgerechte Qualifikation aktienrechtlicher Pflichtverletzungen auf eine strengere, strafrechtliche Ebene bereits in Frage gestellt worden<sup>926</sup>. Unter Zugrundelegung der Rechtsprechung des 2. Zivilsenats des BGH, also im Wesentlichen der schon besprochenen „ARAG-Garmenbeck“-Entscheidung<sup>927</sup>, welche Geschäftsleitern schon einen erheblichen unternehmerischen Ermessensspielraum gewährt, bleiben a priori kaum Haftungsfälle im aktienrechtlichen Verständnis vorstellbar, welche nicht zugleich strafrechtlich belangbar wären.

Als Leitentscheidung ist das „SSV Reutlingen“-Urteil schon deshalb nur bedingt geeignet. Die genannten (sicher auch nicht abschließenden) Kriterien können durchaus Anhaltspunkte für das Vorliegen des Tatbestandes liefern. Einen entscheidenden Punkt behandelt das Urteil jedoch nicht.

In vielen Fällen existiert überhaupt keine solide, etwa durch fallgruppenbezogene Rechtsprechung konkretisierte gesellschaftsrechtliche Basis, auf die eine strafrechtliche Wertung aufbauen könnte (und an der sich die handelnden Personen orientieren könnten). Gesicherte Erkenntnisse über allgemeine Verhaltensstandards, Definitionen von relevanten Interessenlagen im Unternehmen, zu unternehmerischen Ermessensspielräumen oder wissenschaftliche beziehungsweise auf gesicherten Erfahrungssätzen beruhende Vorgaben zur Ausfüllung der Leitungsaufgabe existieren speziell in Übernahmesituationen ebenso wenig. Mehrere Problemfelder in der unternehmerischen Tätigkeit sind bislang überhaupt noch

---

<sup>925</sup> Im Zweifel kann man wohl eher erwarten, dass einer bestehenden Unsicherheit über strafrechtliche Konsequenzen durch Passivität begegnet wird. Jedoch steht gleichwohl außer Frage, dass auch eine solche Herangehensweise die gleichen Konsequenzen nachsichziehen kann, wenn im Nachhinein festgestellt wird, dass eine Handlungspflicht bestanden hat, deshalb zugleich der Deliktstatbestand in Form des Unterlassens (§§ 266, 13 StGB) erfüllt ist (vgl. die Einzelfalldarstellung bei *Schünemann*, in: *Jähnke u. a.* (Hrsg.), *Leipziger Kommentar StGB*, § 266 Rdnr. 93). Strafrechtliche Konsequenzen wären also in jedem Fall zu befürchten.

<sup>926</sup> *Henze*, WuB II A. § 93 AktG, S. 790 unter 6.; ferner *Gehrlein*, NZG 2002, 463, 464.

<sup>927</sup> BGHZ 135, 244; dazu siehe Abschnitt B. II. 5.

keiner gerichtlichen Revision unterzogen worden. Die aktuell mangelnde Rechtssicherheit zum aktienrechtlichen Pflichtenverstoß, bedingt durch das Fehlen einer detaillierten und fallgruppenbezogenen Rechtsprechung<sup>928</sup> zwingt Unternehmensleiter vielfach, in einer rechtlichen Unsicherheitszone zu agieren beziehungsweise zu reagieren.

Beispielsweise ist nach wie vor völlig ungeklärt, welche Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeversuche rechtmäßig sind<sup>929</sup>. Dabei könnte in jedem Fall ein Pflichtverstoß nicht nur in der Vornahme von Verteidigungshandlungen, sondern auch in der Nichtvornahme ebensolcher gesehen werden. Ob etwa die Installation von *golden parachutes* überhaupt zulässig ist und falls ja, bis zu welcher Höhe sie das ist, wurde von der Rechtsprechung bislang überhaupt noch nicht entschieden<sup>930</sup>. Da solche Vereinbarungen immer unter Mitwirkung des Begünstigten entstehen, also persönliche Präferenzen wohl zwingend bejaht werden können, würde durch Abschluss einer hypothetisch pflichtwidrigen Vereinbarung gemessen an den Kriterien des 1. Strafsenats gleichzeitig immer der objektive Untreuetatbestand erfüllt.

Ein solches Ergebnis ist nicht akzeptabel. Solange nicht eindeutig ist oder zumindest mit größerer Sicherheit als bislang vorhersehbar, welches Handlung tatsächlich eine Pflichtwidrigkeit darstellt, darf in solchen Grenzfällen keine strafgerichtliche Verurteilung erfolgen. Das gebietet schon Art. 103 II GG.

Die Restriktion des Untreuetatbestandes kann dabei dogmatisch richtig nur auf der objektiven Tatbestandsseite erfolgen<sup>931</sup>, wie nicht zuletzt auch in der „SSV Reutlingen“-Entscheidung geschehen. Andere Wege sind gleichwohl diskutabel.

Die im unternehmerischen Bereich zu § 266 StGB in ähnlichen Fällen diskutierte Annahme von erklärtem beziehungsweise mutmaßlichem Einverständnis des Geschäftsherrn<sup>932</sup> bildet hierbei keinen tauglichen Ansatz. Einverständnisfälle sind aufgrund der eigenverantwortlichen Wahrnehmung der Leitungsaufgabe in der Aktiengesellschaft gemäß §§ 76 I, 93 I, 116 AktG nicht vorstellbar.

<sup>928</sup> Dazu siehe die Ausführungen in Abschnitt B. II. 5.

<sup>929</sup> Siehe nur die Diskussion zum aktienrechtlichen Neutralitätsgebot in Abschnitt C. III. 3. a. bb. und zur Rechtslage nach Einführung des WpÜG (welches bei einer Zustimmung des Aufsichtsrats gemäß § 33 I S. 2 Alt. 3 quasi keine Wertung trifft) siehe Abschnitt C. III. 3. c.

<sup>930</sup> Dazu siehe die Ausführungen in Abschnitt C. III. 3. a. cc.

<sup>931</sup> Im Ergebnis ebenso *Lenckner/Perron*, in: Schönke/Schröder, StGB, § 266 Rdnr. 48; *Schünemann*, in: *Jähnke u. a. (Hrsg.)*, Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 125, zu Problemen bei Abstellung auf Wertung in der subjektiven Ebene Rdnr. 153.

<sup>932</sup> Welches entweder tatbestandsausschließend oder rechtfertigend wirken kann; dazu *Schünemann*, in: *Jähnke u. a. (Hrsg.)*, Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 125, 157, *Lenckner/Perron*, in: Schönke/Schröder, StGB, § 266 Rdnr. 21, 48.

Eine Korrektur des aktienrechtlichen Pflichtwidrigkeitsbegriff auf der subjektiven Ebene einer strafrechtlichen Bewertung, etwa durch besondere Anforderungen an die richterliche Überzeugungsbildung, wie in einigen Fällen von der Rechtsprechung mit sehr geringer Überzeugungskraft favorisiert<sup>933</sup>, bildet ein weniger brauchbares Mittel<sup>934</sup>. Es handelt sich zunächst um ein Problem der Auslegung eines objektiven Tatbestandsmerkmals, unabhängig von der konkreten Tätervorstellung. Eine im Aktienrecht noch undefinierte Fallgruppe strafrechtlich durch Ablehnung des Pflichtwidrigkeitsbewusstseins, also eines Vorsatzmerkmals<sup>935</sup>, zu behandeln, erscheint methodisch betrachtet bestenfalls als eine Notlösung. Ein Konflikt der Rechtsordnungen wäre durch die notwendigerweise vorzunehmende, primäre Parallelwertung der Pflichtwidrigkeit (eventuell ohne die Möglichkeit einer Bezugnahme auf aktienrechtliche Konkretisierungen) im objektiven Tatbestand zudem vorprogrammiert. Praktisch ergäbe sich noch das Problem der Abgrenzung von pflichtwidrigkeitsbegründenden Tatsachen (wobei im Irrtumsfall des Täters eine Prüfung von § 16 StGB notwendig wäre) und dem Bewusstsein der Pflichtwidrigkeit als Teil des Unrechtsbewusstseins (wobei im Irrtumsfall § 17 StGB einschlägig wäre)<sup>936</sup>.

Ebensowenig wäre es sachgerecht, bei Annahme eines aktienrechtlichen Haftungsfalles stets parallel auch von der Erfüllung des Untreuetatbestandes auszugehen und unbillige Ergebnisse mit Hilfe von § 17 StGB zu korrigieren. Zwar kann auch die Auslegung einer Gesetzeslage Anlass zur Annahme eines Verbotsirrtums liefern<sup>937</sup>, bei lediglich zweifelhafter Rechtslage wird dieser zumindest jedoch nicht als unvermeidbar angesehen<sup>938</sup>. Die Problematik würde auch bei diesem Ansatz somit keine akzeptable (weil eindeutige) Lösung erfahren<sup>939</sup>.

Die notwendige Tatbestandsrestriktion hat daher vorzugswürdig auf der objektiven Tatbestandseite der Treubruchsprüfung zu erfolgen<sup>940</sup>. Die Unbestimmtheit des aktienrechtlich zu definierenden Pflichtwidrigkeitsbegriffes muss dabei in der Bewertung der Tathandlung berücksichtigt werden. Als Bedingung für eine Strafbarkeit gemäß § 266 StGB

<sup>933</sup> BGH NJW 1983, 461; weitere Nachweise bei *Schünemann*, in: *Jähnke* u. a. (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 151; *Lenckner/ Perron*, in: *Schönke/ Schröder*, StGB, § 266 Rdnr. 49.

<sup>934</sup> Zutreffend als unhaltbar bezeichnet von *Schünemann*, in: *Jähnke* u. a. (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 151 ff.; *Lenckner/ Perron*, in: *Schönke/ Schröder*, StGB, § 266 Rdnr. 49.

<sup>935</sup> BGHSt. 34, 379, 390; BGH NStZ 1986, 455, 456; *Lenckner/ Perron*, in: *Schönke/ Schröder*, StGB, § 266 Rdnr. 49.

<sup>936</sup> Zur Problematik *Schünemann*, in: *Jähnke* u. a. (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 153 f. (m. w. N.).

<sup>937</sup> *Cramer/ Sternberg-Lieben*, in: *Schönke/ Schröder*, StGB, § 17 Rdnr. 19 ff.

<sup>938</sup> *Cramer/ Sternberg-Lieben*, in: *Schönke/ Schröder*, StGB, § 17 Rdnr. 21.

<sup>939</sup> Vgl. auch die Ausführungen von *Schünemann*, in: *Jähnke* u. a. (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 153.

<sup>940</sup> Zum vergleichbaren Problemkreis Risikogeschäfte *Schünemann*, in: *Jähnke* u. a. (Hrsg.), Leipziger Kommentar StGB, § 266 Rdnr. 95 ff., 99.

ist daher vor allem zu fordern, dass eindeutig eine Pflichtverletzung im aktienrechtlichen Sinne vorliegt<sup>941</sup>. Insoweit wäre also der Katalog der Qualifikierungskriterien aus „SSV Reutlingen“ zu ergänzen.

Nur wenn zur Tatzeit eindeutig feststellbar ist, dass durch die Handlung ein Straftatbestand verwirklicht wird, darf der Täter nach diesem belangt werden. Es ist daher als Bedingung einer Strafbarkeit gemäß § 266 StGB zu setzen, dass eine Konkretisierung des Pflichtwidrigkeitsbegriffes für den Einzelfall bereits stattgefunden hat. Eine solche könnte idealerweise in Form spezifischer Gesetzgebung erfolgen. Hinreichend sollten auch detaillierte Corporate Governance Regeln<sup>942</sup> sein, genauso wie eine fallgruppenbezogene Rechtsprechung. Als Minimum ist das Vorliegen von etablierten Handelsbräuchen oder allgemein anerkannten wirtschaftswissenschaftlichen Regeln zu fordern, wobei dann allerdings schon Bedenken in Bezug auf Art. 103 II GG aufkommen würden.

Einem Unternehmensleiter darf jedoch sicher nicht de facto das Problem aufgebürdet werden, vollkommen unregelte aktienrechtliche Interpretationsspielräume unter dem Risiko persönlicher strafrechtlicher Konsequenzen im Falle einer Fehlbewertung schließen zu müssen.

## II. Weitere Straftatbestände

-----

Neben § 266 StGB können zudem, in Abhängigkeit von der konkreten Fallgestaltung, noch verschiedene andere Straftatbestände einschlägig sein.

Als ein weiteres Vermögensdelikt des Strafgesetzbuches ist dabei sicher § 263 StGB bedeutsam. Im Zusammenhang mit Vergütungsentscheidungen des Aufsichtsrates könnte eine Tathandlung des Vorstandes insbesondere darin bestehen, durch Manipulierungen die Entscheidung des Aufsichtsrates zu beeinflussen. Eine solche Manipulation wäre beispielsweise in der Vorlage falscher Informationen zu sehen, um den Aufsichtsrat zu einer Vereinbarung über die Installation dem Unternehmensinteresse abträglicher *golden parachutes* zu veranlassen.

Von geringerer Relevanz, aber möglicherweise in Einzelfällen von Bedeutung könnten die Straftatbestände zum Schutz des Wettbewerbs in §§ 299 f. StGB sein. Einschlägige Strafvorschriften finden sich zudem in anderen Gesetzen. Zu beachten sind dabei

---

<sup>941</sup> Überzeugend Tiedemann, FS Tröndle, S. 319, 328.

<sup>942</sup> Zum Rechtscharakter siehe Fn. 165.

insbesondere § 331 HGB, die §§ 399 ff. AktG und die Strafvorschriften gegen Insiderhandel in §§ 38 i. V. m. 12 ff. WpHG<sup>943</sup>.

---

<sup>943</sup> Zur praktischen Relevanz und zum Verhältnis zu den Straftatbeständen des StGB siehe *Cramer/ Vogel*, in: Assmann/ Schneider, WpHG, Vorb. § 38; speziell zu Insiderproblemen im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen *Vaupel/ Uhl*, WM 2004, 2126.

## F. Gesamtergebnis

-----

In der Gesamtbetrachtung zeigt die Untersuchung eine deutliche Differenz zwischen Rechtstheorie und Rechtspraxis auf. Obgleich die gesetzlichen Regelungen zu Abfindungsvereinbarungen im Übernahmefall vergleichsweise unbestimmt sind, lassen sich doch durch systematische und praxisbezogene, an wirtschaftlichen Gesetzmäßigkeiten orientierte Interpretation klare Aussagen zu den behandelten Problemfällen treffen. Schwierigkeiten bereitet die Konkretisierung der gewonnenen, abstrakten Grundsätze für Einzelfälle. Eine zuverlässige Prognose richterlicher Entscheidungen wird sich ohne einschlägige Präzedenzfälle kaum erstellen lassen. Ein hierzu benötigter detaillierter Entscheidungskatalog höchstrichterlicher Rechtsprechung, um hinreichende Rechtssicherheit herzustellen, ist bislang aber noch nicht entstanden.

Dieses Problem betrifft bereits Vergütungen im Allgemeinen. Der gesuchte rechtliche Rahmen ist erkennbar, er lässt jedoch in Ermangelung von einschlägigen Urteilen einen weiten Handlungsspielraum für die Unternehmen offen.

Eindeutig sind die Kompetenzfragen. Die nahezu ausschließliche Sachkompetenz für die Vergütungsfestlegung liegt beim Aufsichtsrat und wird berechtigterweise in der Regel von einem Personalausschuss wahrgenommen werden. Eine Umgehung dieser Kompetenzregelung durch eine direkte Zuwendung seitens eines Aktionärs oder gar eines Außenstehenden an ein Vorstandsmitglied legt bereits unter formellen Gesichtspunkten eine sachwidrige Beeinflussung des Empfängers nahe. Die Umgehung der gesetzlichen Macht- und Kontrollregelung innerhalb einer Aktiengesellschaft stellt ein Indiz für eine Pflichtverletzung des Entscheidungsträgers als Gegenleistung dar.

Der Aufsichtsrat trifft mit Festlegung der Vergütung eines Vorstandsmitgliedes eine unternehmerische Entscheidung, bei der ihm ein unternehmerisches Ermessen zugebilligt wird. Diese Ermessensentscheidung ist im Wesentlichen begrenzt durch das Angemessenheitsgebot des § 87 I AktG und ist auszurichten am wohlverstandenen Interesse des Unternehmens. Dem Unternehmensinteresse wird die Verwaltung von börsennotierten Aktiengesellschaften prinzipiell mit der maßvollen Verfolgung des Shareholder Value-Konzepts Rechnung tragen können, also durch eine im Interesse der Aktionäre an einer Maximierung des Börsenkurses orientierten Geschäftspolitik. Diese bildet den erkennbar besten Konsens für alle im Unternehmen vertretenen Interessengruppen. Als Mittel in der Personalpolitik des Aufsichtsrates empfiehlt sich dazu insbesondere eine leistungsorientierte



Vergütung des Managements. Eine solche lässt sich umsetzen durch einen verstärkten Anteil an Tantiemenvereinbarungen und durch die Initiierung von Aktienoptionsprogrammen, deren konkrete Ausgestaltung jedoch eine sehr große Rolle spielt, um möglichst externe, das Ergebnis verzerrende Einflüsse ausschalten zu können und dem Leistungsgedanken Rechnung zu tragen. Maßgeblich ist, dass die Art und Weise der gewählten Vergütung in möglichst hohem Maße zur Bereinigung des *principal-agent*-Problems beiträgt. Eine eindeutige Pflichtwidrigkeit stellt die Verschwendung von Gesellschaftsvermögen dar, wenn also Mittel ohne Notwendigkeit und nicht im Sinne dieser Grundsätze vergeben werden. Grundsätzlich verbietet eine Überforderung der Ressourcen, also insbesondere der finanziellen Kapazitäten des Unternehmens.

Abfindungen sind mangels Spezialregelungen anhand der allgemeinen Grundsätze für Vorstandsvergütungen zu bewerten. Keine Besonderheiten ergeben sich für bereits im Vorhinein, also bei Vertragsschluss ausgehandelte Abfindungsvereinbarungen. Es ist lediglich zu beachten, dass die Anreizwirkung einer vorzeitigen Vertragsbeendigung die der Bezüge aus tatsächlich geleisteter Arbeit nicht übersteigt. Für nachträgliche, also zum Vertragsende ausgehandelte Abfindungen gebietet der Standpunkt des Unternehmensinteresses eine Minimierung der Zahlungen. Sie können, zumindest für das ausscheidende Mitglied, keine positiven Leistungsanreize für die Zukunft setzen. Ausgangspunkt und Bezugsgröße für eine Abfindung sind die bis Vertragsende offenstehenden Gehaltszahlungen. Entscheidendes Kriterium für die Bewertung von Abfindungen ist ihre Höhe, betrachtet in Relation zu vertraglich garantierten Restgehaltsansprüchen. Die Marktüblichkeit einer Abfindung als Basis einer Angemessenheitsprüfung anhand § 87 I AktG dürfte nur sehr begrenzt ermittelbar sein.

Zuwendungen Dritter während oder infolge einer Unternehmensübernahme stellen ein starkes Indiz für eine dafür im Gegenzug vom Empfänger begangene Pflichtverletzung dar. Gleiches gilt auch für direkte Zuwendungen seitens einzelner Aktionäre. Da Unternehmensübernahmen für die Zielgesellschaft normalerweise keinen unternehmerischen Erfolg darstellen, verbietet sich deren Honorierung mit direktem Bezug auf den Erfolg des Geschäfts (also das *deal-closing*).

Die nachträgliche Beteiligung der Geschäftsleitung an der während des Übernahmekampfes erzielten Steigerung des Börsenkurses in Form von sogenannten „Anerkennungsprämien“ oder „Wertsteigerungszulagen“ widerspricht dem Unternehmensinteresse. Ein Anspruch des Vorstandsmitglieds auf derartige Prämien besteht nicht. Sie tragen auch nichts zur Bereinigung der *principal-agent*-Problematik bei. Aufgrund ihrer Vergangenheitsbezogenheit

vermögen sie keine direkten leistungsfördernden Impulse zu setzen. Eine positive Wirkung auf künftige Tätigkeit des Leistungsempfängers ist aufgrund dessen zeitnahen Ausscheidens aus dem Unternehmen ebenfalls nicht möglich. Die mit einer Übernahme einhergehenden Veränderungen in der Personalstruktur der Organe verhindern eine solche Wirkung zudem auch in Drittverhältnissen genauso wie eventuelle positive Effekte auf dem „Markt für Führungskräfte“. Die freiwilligen Sondervergütungen stellen daher mangels Legitimation im Sinne des Unternehmensinteresses eine Verschwendung von Gesellschaftsvermögen dar. Der bewilligende Aufsichtsrat begeht eine Pflichtwidrigkeit.

Die geforderte Legitimation der Prämien im Sinne des Unternehmensinteresses kann auch nicht durch die Zustimmung des Übernehmers oder einzelner Aktionäre der Zielgesellschaft hergestellt werden. Die Initiierung oder Genehmigung von dieser Seite hat keinen Einfluss auf die pflichtgemäß vom Aufsichtsrat vorzunehmende konkrete Interpretation des Unternehmensinteresses.

Zuletzt ist auch die Inaussichtstellung von Wertsteigerungsbeteiligungen am Mehrerlös der Aktionäre während eines Übernahmeangebotes für verhandlungsführende Manager pflichtwidrig. Eine Verbindung von Aktionärs- und Vorstandsinteressen in dieser Situation entspricht nicht dem Unternehmensinteresse. Eine Vergleichbarkeit mit Aktienoptionsprogrammen ist nicht gegeben. Es fehlt die positive Motivation zur Steigerung von Intensität und Effizienz der Arbeitsleistung im Sinne des Unternehmensinteresses. Das Unternehmen selbst ist nur von der Tatsache betroffen, ob die Übernahme Erfolg hat, nicht dagegen vom konkreten Angebotspreis. Die Erlangung eines höheren Verkaufspreises der Aktien weist keinerlei Bezug zur Zukunft des Unternehmens (mehr) auf. Sie belastet lediglich die finanziellen Mittel der neuen Aktionäre. Die „Verschacherung“ des Unternehmens zum höchstmöglichen Preis ist daher nicht Aufgabe der Geschäftsleitung. Deshalb wäre es auch verfehlt, dem Vorstand eine Beteiligung an einem zu erzielenden Mehrerlös anzubieten. Jede Orientierung von unternehmerischen Entscheidungen hat ausschließlich am Unternehmensinteresse zu erfolgen. Da dieses von einer solchen Wertsteigerung der Aktien nicht berührt wird, wäre es pflichtwidrig und folglich rechtswidrig, dem Vorstand eine finanzielle Zuwendung als Beteiligung anzubieten und dabei systemwidrige Anreize zu setzen. Bei einer solchen Entscheidung kann dem Aufsichtsrat deshalb auch kein dahingehendes Ermessen zugestanden werden.

Auch nach Inkrafttreten des neuen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist eine Bewertung von feindlichen Unternehmensübernahmen nach dem allgemeinen Aktienrecht

vorzunehmen. Die Genehmigungsklausel des § 33 I WpÜG gibt der Leitung eines mit einer Übernahme bedrohten Unternehmens Gelegenheit zu Verteidigungsmaßnahmen. Für Vergütungs- und Abfindungsvereinbarungen, an denen ohnehin beide Organe beteiligt sind, verliert das WpÜG durch den Genehmigungsvorbehalt des Aufsichtsrates die Bedeutung. Maßstab für deren Zulässigkeit sind daher die allgemeinen Rechtsgrundsätze. Diesen kann kein abstraktes Neutralitätsgebot für die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft entnommen werden. Die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen ist deshalb im Einzelnen am konkreten Unternehmensinteresse und an sonstigen einschlägigen Bestimmungen, insbesondere an § 87 I AktG vorzunehmen.

Sogenannte *golden parachute*-Vereinbarungen sind unter diesen Gesichtspunkten nur sehr begrenzt zulässig. Ihre Wirksamkeit als Verteidigungsmaßnahme gegen Übernahmen und als Neutralitätsgarantie für das Verhalten des Vorstandes einer Zielgesellschaft überzeugen nicht, zumindest nicht in einem Rahmen, in dem die Gesamtvergütung noch als angemessen im Sinne des § 87 I AktG anzusehen ist. Von der üblicherweise angeführten Legitimation als funktionale Abwehrmaßnahme oder der Schaffung einer Neutralitätsgarantie ist daher Abstand zu nehmen. Vielmehr lassen sich solche Vereinbarungen als angemessen im Sinne von § 87 I AktG und im Sinne des Unternehmensinteresses nur als vorweggeregelte Abfindung vertraglicher Restansprüche rechtfertigen. Die Übernahme-situation gibt lediglich den Anlass der Fälligkeit einer solchen Zahlung.

Diese Überlegung liefert den Schlüssel zur rechtlichen Bewertung der Höhe einer *golden parachute*-Vereinbarung. Sollte eine Abfindungsvereinbarung den pflichtgemäßen Rahmen überschreiten, also in keinem vertretbaren Verhältnis zu den ausstehenden Gehaltszahlungen für die Restvertragszeit stehen, dann bedarf sie einer besonderen Rechtfertigung. Anderenfalls würde die Vereinbarung eine pflichtwidrige Bereicherung des Begünstigten auf Kosten des Unternehmens beziehungsweise des Erwerbers darstellen. Eine solche Rechtfertigung kann jedoch in den genannten maßgeblichen Intentionen, also der Vereinbarung von *golden parachutes* als Verteidigungsinstrument und als Neutralitätsgarant, nicht gefunden werden.

Die Entgegennahme von Zahlungen der Bietergesellschaft an Entscheidungsträger der Zielgesellschaft impliziert einen Verstoß des Empfängers gegen das Interesse des eigenen Unternehmens als Gegenleistung. Ein solches Vorgehen stellt zudem einen Verstoß gegen die der Gesellschaft geschuldete Treupflicht dar. Diese beinhaltet unter anderem ein Verbot der Verwendung von Gesellschaftsmitteln zu privaten Zwecken sowie der Entgegennahme von Leistungen Dritter beim Abschluss eines Vertrages, wenn diese mit dem Geschäft in

irgendeiner Weise zusammenhängen. Die Schädigung der Gesellschaft besteht aus den Folgen des womöglich objektiv schlechterem Geschäfts und mittelbar aus der durch die mit einbezogenen Leistungen höheren Kostenkalkulation des Geschäftspartners. Ein *golden handshake* ist gleichsam zu bewerten. Die Pflichtverletzung ergibt sich aus der interessenwidrigen Vertretung der Gesellschaft und der damit ermöglichten persönlichen Bereicherung.

Auch die Zahlung eines Aktionärs der eigenen (Ziel)gesellschaft mit demselben Zweck kann keine andere Bewertung erfahren. Die Einflussnahme auf die Entscheidung und das Verhalten des Managements der eigenen Gesellschaft, vorbei an den aktienrechtlich vorgesehenen Möglichkeiten der Interaktion zwischen Aktionären und Vorstand, ist konsequenterweise gleich zu behandeln. Insoweit spielt die Herkunft vom Übernehmer oder Bieter als Veranlasser von Zahlungen nicht die entscheidende Rolle. Entscheidend ist die rechtswidrige Einflussnahme auf das Handeln und auf Entscheidungen des Vorstandes und der damit verbundene Pflichtverstoß desselben

Nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz verbieten sich Abfindungsvereinbarungen mit dem Vorstand der Zielgesellschaft für den Übernehmer beziehungsweise Bieter aus § 33 III WpÜG.

Die vertragliche Vergütungs- oder Abfindungsregelung selbst ist bei einem Verstoß gegen § 87 I AktG oder das Unternehmensinteresse wirksam, da es sich um keine Verbotsgesetze handelt. Die Grenze der Gültigkeit bildet § 138 BGB.

Dabei ist eine Haftung des Vorstands nur in Ausnahmefällen gegeben. Das beteiligte Vorstandsmitglied selbst ist in seinen Gehaltsangelegenheiten nicht zur Interessenwahrnehmung der Gesellschaft verpflichtet, kann also unbeschadet einen rechtswidrigen Vertrag eingehen. Grenze des Zulässigen ist dabei eine manipulative Einflussnahme auf die Entscheidung des Aufsichtsrates. Ein solches Verhalten resultiert auch schon unterhalb der Schwelle des § 138 BGB in einer Haftung aus § 93 II AktG gegenüber der Aktiengesellschaft.

Der schuldhafte Abschluss einer rechtswidrigen Vergütungsregelung mit einem Vorstandsmitglied führt zu einem Schadensersatzanspruch der Aktiengesellschaft gegen Aufsichtsratsmitglieder aus §§ 116, 93 I, II AktG, bei vorsätzlicher Schädigung oder Verletzung von Straftatbeständen auch aus § 117 AktG beziehungsweise aus § 823 II BGB. Dabei gilt ein abgestufter Haftungsmaßstab. Über einen Mindeststandard hinaus ist ein individualisierter Haftungsmaßstab anerkannt, sowohl in Anknüpfung an die ausgeübte

Funktion als auch an persönliche Kenntnisse und Fähigkeiten. Eine haftungsbegründende Pflichtverletzung des Gesamtaufsichtsrates wäre in der Übertragung der Beschlussfassung über Tatbestände im Sinne des § 107 III S. 2 AktG an einen Ausschuss zu sehen. Bei zulässiger Aufgabenübertragung an einen Ausschuss bleibt eine Überwachungspflicht bestehen, die sich auf die Kontrolle der Tätigkeit des pflichtgemäß ausgewählten Ausschusses insgesamt beschränkt, nicht auf einzelne Entscheidungen. Ein in einer rechtswidrigen Beschlussfassung überstimmtes Gremienmitglied hat geeignete Maßnahmen zu ergreifen (etwa die Anstrengung einer Nichtigkeitsklage), um selbst einer Haftung wegen Unterlassens zu entgehen. In Haftungsfragen von Organmitgliedern bestehen zudem Besonderheiten in der Beweisführung.

Für die Verwaltungsorgane der Aktiengesellschaft existiert eine gesetzlich konzipierte Zuständigkeit und Pflicht zur gegenseitigen Geltendmachung von Schadensersatzsprüchen, aus § 78 I AktG für den Vorstand und aus § 112 AktG für den Aufsichtsrat. Aktionären bleibt nur die Möglichkeit, gemäß § 147 AktG die Geltendmachung von Ersatzansprüchen gegen Organmitglieder durch einen Hauptversammlungsbeschluss zu erzwingen oder bei Gericht besondere Vertreter dazu zu bestellen. Voraussetzung dafür ist der Antrag einer Aktionärsgruppe, die zusammen den vorgeschriebenen Mindestanteil des Aktienbesitzes repräsentieren (§ 147 III AktG). Eine der *shareholder derivative suit* des US-amerikanischen Rechts entsprechende Klagemöglichkeit einzelner Anteilsinhaber ist im deutschen Recht nicht anerkannt. Gemäß der „Holzmüller“-Rechtsprechung des BGH sind Einzelaktionäre nur dann klagebefugt, wenn sie eine Verletzung eigener Rechte geltend machen können.

Dies stellt sich auch als das zentrale Problem des Systems der dualistischen Unternehmensführung dar, in dem ein Organ zur Überwachung der Tätigkeit eines anderen berufen ist. Dieses System muss versagen, wenn Vorgänge betroffen sind, an welchen beide Organe beteiligt sind.

Daraus ergeben sich auch die aktuellen Unklarheiten über die Position der Rechtsprechung. Auf Grundlage der „ARAG/Garmenbeck“-Entscheidung des BGH kann man mit Sicherheit einen Handlungsfreiraum für unternehmerische Entscheidungen garantieren, innerhalb dessen die Gerichte eine Ergebnisbewertung nicht vornehmen werden. Wenn im Entscheidungsverfahren die ausschließliche Orientierung am Unternehmenswohl, die sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen und ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, pflichtgemäßes Handeln gewahrt wurde, sind sie im Sinne einer „Entscheidungsprärogative“ von einer gerichtlichen Kontrolle ausgenommen. In Anknüpfung

an die ständige Rechtsprechung zur GmbH stellen unklare, verschleierte Regelungen über Vergütungen, um deren tatsächliche Höhe vor den Aktionären geheim zu halten, ein starkes Indiz für ihre Rechtswidrigkeit dar.

Die aktuellen Unsicherheiten der Rechtslage liegen in den mangelhaften Vorschriften zur Herbeiführung einer gerichtlichen Kontrolle begründet. Inwieweit hier die Aktionäre beteiligt werden sollten, wird de lege ferenda behandelt werden müssen. In jedem Fall muss das derzeit vorhandene Rechtsvakuum um die Kontrolle von Vergütungszahlungen an Vorstandsmitglieder und ganz speziell der Abfindungszahlungen in einer so schwierig zu bewältigenden Phase wie einer Unternehmensübernahme abgebaut werden, um Willkür und Bereicherung vorzubeugen und um durch Entwicklung einer detaillierten Rechtsprechung Rechtssicherheit herzustellen.

Abfindungen und ähnliche Zahlungen können zudem eine strafrechtliche Relevanz aufweisen. Von besonderem Interesse ist dabei vor allem die grundsätzliche Frage des Verhältnisses von Aktienrecht und Strafrecht im einschlägigen Untreuetatbestand des § 266 StGB. Die entscheidende Frage ist, inwieweit hierbei ein gänzlich eigener, strafrechtlicher Maßstab anzulegen ist beziehungsweise eine Orientierung am aktienrechtlichen Äquivalent der Pflichtwidrigkeit zu erfolgen hat.

Von einer starren Akzessorietät des Treubruchstatbestandes von den einschlägigen aktienrechtlichen Bestimmungen kann nicht ausgegangen werden. Trotzdem erscheint es unumgänglich, die strafrechtliche Bewertung von Sachverhalten auf die Grundlage der zivilrechtlichen Einschätzung zu stellen. Für ein derart abgestuftes Verständnis von aktienrechtlicher und strafrechtlicher Pflichtwidrigkeit spricht sich auch der BGH im „SSV Reutlingen“-Urteil aus.

Das Gericht geht davon aus, dass nicht jede gesellschaftsrechtliche Pflichtverletzung für die Annahme einer Pflichtwidrigkeit im Sinne des Untreuetatbestands tauglich sei, sondern nur gravierende Pflichtverletzungen. Ob eine solche qualifizierte Pflichtverletzung vorliegt, soll anhand einer Gesamtschau von gesellschaftsrechtlichen Kriterien ermittelt werden. Als bedeutsame Kriterien werden die fehlende Nähe zum Unternehmensgegenstand, Unangemessenheit im Hinblick auf die Ertrags- und Vermögenslage, fehlende innerbetriebliche Transparenz und das Vorliegen sachwidriger Motive genannt, als solche namentlich die Verfolgung rein persönlicher Präferenzen. Eine Pflichtverletzung im Sinne des § 266 StGB liege jedenfalls dann vor, wenn sämtliche Kriterien erfüllt seien.

Als Leitentscheidung ist das „SSV Reutlingen“-Urteil jedoch nur bedingt geeignet. Die genannten (sicher auch nicht abschließenden) Kriterien können durchaus Anhaltspunkte für das Vorliegen des Tatbestandes liefern. Einen entscheidenden Punkt lässt das Urteil jedoch aus. In vielen Fällen existiert überhaupt keine solide gesellschaftsrechtliche Basis, auf die zum einen die strafrechtliche Wertung aufbauen könnte und an der sich vor allem aber zum anderen die handelnden Personen orientieren könnten. Die aktuell mangelnde Rechtssicherheit zum aktienrechtlichen Pflichtenverstoß, bedingt durch das Fehlen einer detaillierten und fallgruppenbezogenen Rechtsprechung zwingt Unternehmensleiter vielfach, in einer rechtlichen Unsicherheitszone zu agieren. Solange nicht eindeutig ist oder zumindest mit größerer Sicherheit als bislang vorhersehbar, welches Handeln nach aktienrechtlicher Wertung tatsächlich eine Pflichtwidrigkeit darstellt, darf in solchen Grenzfällen keine strafgerichtliche Verurteilung erfolgen. Das gebietet schon Art. 103 II GG.

Die notwendige Tatbestandsrestriktion hat auf der objektiven Tatbestandseite zu erfolgen. Die Unbestimmtheit des aktienrechtlich zu definierenden Pflichtwidrigkeitsbegriffes muss in der Bewertung der Tathandlung berücksichtigt werden. Als Bedingung für eine Strafbarkeit gemäß § 266 StGB ist daher in Ergänzung der Kriterien aus „SSV Reutlingen“ zu fordern, dass eine eindeutige Pflichtverletzung vorliegt.

## **G. Vorschläge de lege ferenda**

---

Dieses insgesamt kritische Ergebnis der Untersuchung und insbesondere die festgestellten Probleme bei der Umsetzung der Gesetzeslage in die Rechtspraxis machen Vorschläge zur Bewältigung derselben notwendig. Diese sollen im Folgenden unterbreitet und zur Diskussion gestellt werden. Dem Gesetzgeber stehen verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung, die allesamt zum Ziel einer effektiveren Kontrolle von Abfindungszahlungen führen können, dabei aber verschiedene Stärken und Schwächen zeigen.

## **I. Gesetzliche Regelung**

---

Sicherlich die einfachste und berechenbarste Variante einer Einflussnahme stellt die Einführung einer direkten gesetzlichen Regelung dar, entweder ergänzend ins neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz oder in das Aktiengesetz als Spezialregelung von Vergütungstatbeständen. Inhalt eines neuen Paragraphen müsste dann eine Obergrenze für Abfindungsvereinbarungen an Organmitglieder sein, die in einem als angemessen empfundenen Verhältnis zur Höhe der bis zum regulären Vertragsende ausstehenden Bezüge festgelegt werden könnte. Ebenso ließe sich darüber nachdenken, eine generelle Obergrenze für Gesamtbezüge von Vorstandsmitgliedern festzulegen, etwa in einem vorher zu definierenden Verhältnis zu durchschnittlichen Angestelltengehältern.

Vorstellbar wäre auch eine Orientierung an arbeitsrechtlichen Grundsätzen in dem Sinne, dass ein im Gesetz zu definierender Prozentsatz der im Anstellungsvertrag angelegten Gesamtvergütungs-Restsumme fix als Abfindung zu zahlen ist. Dies würde sicherlich eine direkte Entlastung der Unternehmen darstellen, andererseits bestünde dann natürlich das erhöhte Risiko einer Übernahmeaversion von Unternehmensleitungen, denen wie ausgeführt ja durchaus noch ausgedehnte und vor allem kostspielige Möglichkeiten einer Behinderung bleiben, vor allem in der Präventionsphase.

Das Problem bei der simplen Ratifizierung eines dementsprechenden Passus wäre aber wohl, dass er allein quasi nichts an der bestehenden Situation ändern würde. Ohne die Schaffung einer effektiven Kontrollmöglichkeit würde die Regelung mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ins Leere laufen. Umgehungsmöglichkeiten wären schnell gefunden und auch praktikabel, solange keine hinreichende Justiziabilität sichergestellt würde. Das Karussell aus undurchschaubaren Vereinbarungen und stillschweigender Duldung würde sich weiter drehen. Zudem wäre dies ein intensiver Eingriff in die Freiheit und Eigendynamik des



Marktes und mit marktwirtschaftlichen Grundprinzipien schwer vereinbar. Die Tatsache, dass ein gewisser Regulierungsbedarf festgestellt wurde, rechtfertigt kein gesetzgeberisches Diktat. Eine derartige Handhabe wäre zudem wohl auch viel zu schwerfällig in einem Bereich, welcher Flexibilität und vor allem auch schnelle Reaktionen auf Veränderungen der Marktlage erfordert. Andere Steuerungsmittel sind sicher vorzuzugsfähig.

## **II. Erweiterung der Kontrollbefugnisse der Aufsichtsbehörde**

-----

Der Ansatz zur Problemlösung ist daher in der Schaffung einer Ausführungskontrolle zu suchen. Da eine uneingeschränkte Steuerung von Einzelfällen im Rahmen eines abstrakten Gesetzes unmöglich ist, benötigt sie die Interpretation und vor allem die Revision durch ausführende Institutionen.

Als ausführendes und überwachendes Organ böte sich natürlich die ohnehin mit dem Vorgang befasste Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) an. Im Rahmen der Bearbeitung des Übernahmeprozesses könnte sich diese durch eine einfache Kompetenzerweiterung in detaillierter Form auch um die hier relevanten Punkte kümmern. Es wäre sicher möglich, die Behörde mit der Kontrolle sämtlicher im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme getroffenen Personal- und Vergütungsentscheidungen, und zwar sowohl der Bieter- als auch der Zielgesellschaft, auf ihre Objektivität zu betrauen. Die BAFin hätte dann gegebenenfalls Richtlinien als Orientierungsmaßstab aufzustellen.

Die Schwierigkeiten einer effizienten Kontrolle solcher Vorgänge durch eine staatliche Behörde zeigen sich aber bereits in aller Deutlichkeit im Bereich des Insiderhandels, wo man die bisherige behördliche Aktivität wohl nicht anders bezeichnen kann als ein Versagen<sup>944</sup>. Eine erfolgversprechend detaillierte Überwachung würde einen hohen Aufwand an Verwaltung, Bürokratie und kompetentem Personal erfordern und vor allem Kosten verursachen - ein Problem in Zeiten, in denen allenthalben, und zwar berechtigt, nach einem schlanken Staat gerufen wird.

Zudem wäre über wirkungsvollere Instrumente nachzudenken, die der BAFin zur Verfügung gestellt werden könnten, um das anzuwendende Recht in der Praxis auch umzusetzen. Eventuell hätte das bei einem Unternehmenserwerb auch die Möglichkeit zu dessen Verbot zu

---

<sup>944</sup> So kann das BAWe (seit dem 1. 5. 2002 Teil der BAFin) seit seiner Gründung (1995) kaum Erfolge aufweisen, obwohl man wohl nicht davon ausgehen kann, dass sich die Missstände, die zum Aufbau einer solchen Instanz veranlassten, wesentlich gewandelt haben. So wurden auf Grundlage der Arbeit der Behörde bis heute nur 148 Verfahren von den Staatsanwaltschaften eingeleitet, 90% davon wieder eingestellt. Bislang kann die Geschichte der Kontrolle des Wertpapierhandels nur auf eine einzige Verurteilung wegen rechtswidrigem Handel mit Insiderinformationen vorweisen (AG Report 2001, R 326).

beinhalten beziehungsweise dessen nachträgliche Annullierung, etwa wenn der begründete Verdacht eines *golden handshake's* besteht. Die Behörde wäre also darauf vorzubereiten, solch tiefgreifende Maßnahmen in einem zeitlich sehr engen Rahmen zu fällen. Um daneben die Präventionswirkung auf der persönlichen Ebene zu stärken, wäre eine enge Kooperation mit der zuständigen Staatsanwaltschaft zu regeln.

Trotzdem steht zu bezweifeln, dass keine Wege gefunden werden würden, den Regelungszweck der staatlichen Kontrolle zu unterlaufen. Ohne die Mithilfe privater Beteiligter oder Betroffener lässt sich ein Gesetzesverstoß sowieso kaum ermitteln und überführen. Warum also sollte diesen nicht gleich selbst die Möglichkeit eröffnet werden, dagegen vorzugehen?

### III. Ausweitung von Aktionärsklagerechten

-----

In einer Zeit, in der alle Zeichen auf Deregulierung stehen<sup>945</sup>, erscheint eine Erhöhung der privaten Verantwortung sinnvoller. Allerdings sind geeignete Voraussetzungen für die Übernahme und Durchsetzbarkeit derselben zu schaffen. Dies würde im Ergebnis auf eine unkonventionelle Problemlösung durch Aktionärsinitiativen im Zusammenhang mit der Etablierung einer detaillierten Rechtsprechung hinauslaufen.

In diese Richtung zielt auch die neueste Initiative des Bundesministerium für Justiz. Dieses schlägt in dem Referentenentwurf vom 28.1.2004<sup>946</sup> des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) eine Herabsetzung der Schwelle des § 147 III AktG auf eine Beteiligung von einem Prozent des Grundkapitals beziehungsweise einen Nennwert von € 100.000 an Aktien zur Geltendmachung von Innenhaftungsansprüchen vor. Damit folgt der Referentenentwurf den Vorgaben der Regierungskommission Corporate Governance<sup>947</sup>.

Die Frage nach einer Ausweitung der Aktionärsklage ist also hochaktuell. Einerseits ist die Schaffung eines Individualklagerechts zur Durchsetzung von Ansprüchen der Gesellschaft für einzelne Aktionäre (also nach US-amerikanischem Vorbild) vorstellbar, andererseits eine weitere Herabsetzung der Schranken des § 147 I und insbesondere III AktG.

<sup>945</sup> Zur Frage Gesetz oder Selbstregulierung im Bereich Corporate Governance (anhand der OECD-Principles) Hommelhoff, ZGR 2001, 240 ff.

<sup>946</sup> Auf der Website des BMJ einzusehen. Vergleiche dazu die Beiträge von Thümmel, DB 2004, 471 und Schütz, DB 2004, 419.

<sup>947</sup> Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rdnr. 73.

Beide Möglichkeiten werden derzeit sehr zwiespältig diskutiert<sup>948</sup>. Wichtigstes Argument der Befürworter bildet der aktuelle, oben dargestellte Interessenwiderstreit der eigentlich für die Verfolgung von Ansprüchen zuständigen Organe, also Aufsichtsrat und Vorstand, und die daraus resultierende Befürchtung, dass Schadensersatzansprüche nur auf dem Papier bestehen bleiben. Aus diesem Grund erscheint eine Einschaltung von außenstehenden, mittelbar betroffenen und daher sicherlich interessierten Aktionären sinnvoll. Zumindest bei offensichtlichem oder gar vorsätzlichem Fehlverhalten von Gesellschaftsorganen dürfte eine derartige Möglichkeit zweifellos funktional sein. Eine Beeinflussung der Organtätigkeit im positiven Sinne verspricht dabei nicht erst die tatsächliche Geltendmachung und Durchsetzung von Ansprüchen, sondern in erheblicher Weise bereits die von der Bedrohung mit einer Klageerhebung ausgehende Präventivwirkung<sup>949</sup>. Ein weiterer gewichtiger Vorteil der Zulassung eines derartigen Rechtsmittels wäre die notwendigerweise einhergehende Bildung einer detaillierten Rechtsprechung zu Verhaltensmaßstäben bei der Geschäftsführung: die richterliche Etablierung von Corporate Governance-Regeln in einer Detailtiefe und Fallgruppenbezogenheit, wie sie die abstrakt formulierten Grundsätze des Deutschen Corporate Governance Kodex nicht vermitteln können.

Für die Gegner einer dahingehenden Rechtsänderung steht die Gefahr des Missbrauchs im Vordergrund. Der Gewährung von mehr Aktionärsdemokratie in der Führung des Unternehmens birgt die vor allem aus den USA bekannte Gefahr<sup>950</sup>, dass vereinzelt Aktionäre mehr oder weniger substanzlose Klagen mit dem Ziel anstrengen, die Gesellschaft zu einem Vergleich zu zwingen, um einen langwierigen, kräftezehrenden und vor allem behindernden Prozess zu vermeiden (sogenannte „räuberische Aktionärsklagen“, im amerikanischen Sprachgebrauch auch als *strike suits* bekannt<sup>951</sup>).

Ein solches strategisches Verhalten einzelner Aktienbesitzer beschränkt sich jedoch auf Einzelfälle, wie empirische Untersuchungen ergaben, ein systematisches Ausnutzen dieses

---

<sup>948</sup> Einen Überblick liefert etwa der sich an die Referate von *Ulmer, Krieger* und *Sünner* anschließende Diskussionsbericht von *Schnorr* in der ZHR 1999, 290, 377 ff. Die Beschlussfassung des 63. Juristentages 2000 in Leipzig bezüglich der Haftung von Organmitgliedern und der Klagemöglichkeit von Aktionären ergab ein Plädoyer für eine Herabsetzung der Schranke des § 147 I, III AktG sowie eine Änderung der Kostenregelung des § 147 IV AktG und gegen ein Individualklagerecht nach Vorbild der amerikanischen shareholder derivative suit. (abgedruckt in AG 2000, R 439 ff.). Dem hat sich die Regierungskommission Corporate Governance weitgehend angeschlossen (*Baums*, Bericht der Regierungskommission Corp. Gov., Rdnr. 72 f.).

<sup>949</sup> Darüber herrscht vielerorts Einigkeit: *Bayer*, NJW 2000, 2609, 2619 m. w. N.

<sup>950</sup> *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 313 m. w. N.; die Vergleichslage in Frankreich und Belgien schildert *Planck*, Aktionärsklagen, S. 196 ff.

<sup>951</sup> Dazu *Abeltshauser*, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 408 ff.; Noch deutlicher ist die Bezeichnung *blackmail by litigation*; zur Begriffsherleitung *Bison*, Missbrauch der Anfechtungsklage, S. 143.

Rechtsinstitut lässt sich nicht nachweisen<sup>952</sup>. Hierzulande sind diese Versuche bislang sehr selten gewesen<sup>953</sup>, im Rahmen des bereits Möglichen: also Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse<sup>954</sup>. Ein trauriges Beispiel bildete etwa die Thyssen-Verschmelzungshauptversammlung<sup>955</sup>, als einige Aktionäre bei der Suche nach einem Anfechtungsgrund die Diskussion über fast 24 Stunden in die Länge zogen. Einer pauschalen Verurteilung von Aktionärsklagerechten fehlt jedoch die Substanz<sup>956</sup>. Bei der Gewährung eines Rechts besteht immer das Risiko des Missbrauchs. Diesem sollte durch eine wohlgedachte Regelung entgegenzuwirken sein. Hierbei könnte sich bereits die Einschaltung eines Prozessvertreters durch das Gericht gemäß der Neuregelung des § 147 II, III AktG als taugliches Mittel erweisen<sup>957</sup>.

Entscheidend dürfte dabei auch die Handhabung durch die Rechtsprechung werden<sup>958</sup>. Nur wenn durch die Rechtsanwendung in der Justiz und die daraufhin prognostizierbaren Erfolgchancen ein tatsächliches Missbrauchspotential geschaffen wird, kann sich eine solche Praxis etablieren. Man sollte deshalb das Instrument Aktionärsklage und ihre Möglichkeiten nicht bereits im Vorhinein aufgrund einer Gefahr ausschließen, deren Eintritt und Ausmaß noch abzuwarten bleibt.

Eine Besonderheit des deutschen Aktienrechts bei der Behandlung solch abgerundeter Prozessvergleiche ergibt sich aus §§ 57, 58, 62 AktG. Die Konsequenz daraus ist, dass das vom Kläger anvisierte Ziel, nämlich der „Abkauf“ des Lästigkeitswertes einer solchen unsinnigen Klage durch die AG, hierzulande einen eindeutigen Verstoß gegen das Ausschüttungsverbot der §§ 57, 58, 62 AktG darstellen würde<sup>959</sup>. Die Rechtswidrigkeit einer solchen Zahlung würde dann wirklich einen Grund zur Klageerhebung darstellen, auch durch

<sup>952</sup> Herkenroth, Konzernierungsprozesse, S. 313.

<sup>953</sup> Früher BGH, DB 1989, 1664 und 2320; Frey/ Hirte, DB 1989, 2465, 2466 m. w. N.; Eine interessante und detaillierte Untersuchung zu diesem Thema hierzulande lieferten Baums, Vogel und Tacheva, ZIP 2000, 1649. Danach wurden im Untersuchungszeitraum von 1980 bis 1999 453 Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen angestrengt. Von den untersuchten Fällen wurden lediglich 12 % durch einen Vergleich beendet, der sich in Zahlungen zwischen 1 Mio. und 17,2 Mio. DM bewegte. In 54 von 296 untersuchten Fällen (18 %) wurde vom Beklagten der Einwand der Rechtsmissbräuchlichkeit erhoben. Diesem wurde in 18 Fällen (nur 6 %) stattgegeben.

<sup>954</sup> So müssen grundlegende Strukturveränderungen der Gesellschaft durch einen Hauptversammlungsanspruch gebilligt werden, welcher dann mit einer Anfechtungsklage angreifbar ist. Dieses Zustimmungserfordernis kann so zu einer manchmal mehrjährigen Verzögerung der gewünschten unternehmerischen Maßnahme führen. (BVerfG, ZIP 2000, 1670, 1671 „Moto Meter“); dazu Timm, Missbräuchliche Aktionärsklagen, S. 1 ff.; Henze, ZIP 2002, 100 f.

<sup>955</sup> FAZ vom 7.12.1998.

<sup>956</sup> Obwohl sich einige Personen einen Ruf als „Berufskläger“ erworben haben (siehe Namensliste bei Baums/ Vogel/ Tacheva, ZIP 2000, 1651), mit sicherlich unterschiedlichen Zielsetzungen.

<sup>957</sup> Adams, AG 2000, 396 ff.; Krieger, ZHR 1999, 343, 347 ff.

<sup>958</sup> Zur Einordnung einer aktienrechtlichen Nichtigkeitsklage als „rechtsmissbräuchlich“ OLG Stuttgart, DB 2001, 321; AG 2001, 315.

<sup>959</sup> Abeltshauser, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 208 f.; Altmeyden BB 2000, H 34 –, „Die erste Seite“; Bison, Missbrauch der Anfechtungsklage, S. 210 ff.; Kort, GroßKomm AktG, § 76 Rdnr. 78 m. w. N.

Aktionäre<sup>960</sup>. Deswegen würden solche Zuwendungen regelmäßig kaschiert, beispielsweise unter dem Deckmantel einer Kostenerstattung. Bei einer konsequenten Verfolgung dieses Ansatzes würden sich zumindest die lediglich auf ein solches Resultat abzielenden „Erpressungsversuche“ von Aktionären mangels Erfolgchancen von selbst erledigen, da zwangsweise sämtliche Prozesse bis zum Urteilspruch geführt werden müssten.

Ein umfassendes Aktionärsklagerecht würde für die Unternehmensleitung eine ständige persönliche Bedrohung bei Vernachlässigung von Aktionärsinteressen bedeuten, die eine jederzeitige Verantwortbarkeit der Unternehmenspolitik notwendig macht. Dies sollte eine positive motivierende Wirkung auf die Effizienz des Managements haben. Der Rahmen des Systems der Kapitalgesellschaften würde dabei nicht gesprengt<sup>961</sup>, eine persönliche Haftung außerhalb des Bereichs doloser Vergehen bliebe sicher die Ausnahme, dafür hat der BGH mit der Sicherstellung der „Entscheidungsprärogative“ in seiner ARAG/Garmenbeck-Entscheidung bereits gelungene Vorarbeit geleistet. Die Gefahr einer Störung der unternehmerischen Tätigkeit oder gar „Lähmung“ der Geschäftsleitung<sup>962</sup> erscheint deshalb übertrieben. Eine einzelfallorientierte und am Ende als verlässliche Richtgröße dienende Rechtsprechung könnte sich zügig herausbilden. Die Aktionärsklage würde das als unzulänglich erkannte deutsche System mit Vorstand und Aufsichtsrat in sinnvoller und moderner Art und Weise ergänzen. Einzelne Probleme, wie die Frage der Rechtskrafterstreckung oder die Notwendigkeit der Einschaltung eines gerichtlichen Vertreters gemäß § 147 III AktG sollten dabei von untergeordneter Bedeutung sein, wenn es um die grundsätzliche Frage nach einer solchen Reformierung geht.

Die Einräumung einer weitgehenden Aktionärsklage würde eine generalpräventive Wirkung gegenüber Pflichtverletzungen von Organmitgliedern der Aktiengesellschaften entfalten<sup>963</sup> und andererseits die Entwicklung einer detaillierten Rechtsprechung ermöglichen, welche wiederum diesen Organmitgliedern eine Sicherheit bezüglich der rechtlichen Behandlung ihrer Pflichterfüllung zu geben imstande wäre. Die juristische Diskussion über Corporate Governance könnte damit ihren bislang eher theoretischen Charakter verlieren und praktische Veränderungen in der Unternehmenskultur bewirken. Die Erklärungspflicht des § 161 AktG kann dabei nur ein Anfang sein. Dass diese allein in der Lage wäre, Corporate Governance-Grundsätze stärker als bisher in die Arbeit der Unternehmen zu transportieren, kann bisher nicht erkannt werden.

---

<sup>960</sup> Zu den damit allerdings verbundenen Problemen, insbesondere Ermessensspielraum und Beweislast *Abeltshauser*, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 208 f. m. w. N.

<sup>961</sup> A.A.: *Bison*, Missbrauch der Anfechtungsklage, S. 296 ff.

<sup>962</sup> So befürchtet von *Mertens*, in: *Fedderson/ Hommelhoff/ Schneider*, Corporate Governance, S. 155, 158 ff.

<sup>963</sup> Diesen Aspekt besonders hervorhebend: *Bayer*, NJW 2000, 2609, 2619 m. w. N.

Gegen eine detaillierte Nachprüfung unternehmerischer Entscheidungen durch Gerichte lassen sich Argumente einbringen, die auch schon für die richterliche Zurückhaltung der *business judgement rule* formuliert wurden<sup>964</sup>: Erstens ist es schwierig, schlechte Entscheidungen von solchen zu unterscheiden, die nur im Nachhinein zu einem unbefriedigenden Ergebnis geführt hätten. Weiterhin seien alle Entscheidungen solche des Einzelfalls und nicht anhand objektiver Maßstäbe nachprüfbar und schließlich liege der Schutz der Direktoren vor einer Haftungsklage auch im wohlverstandenen Interesse der Aktionäre. Die Direktoren seien ansonsten zur Vermeidung jeglicher Geschäftsrisiken geneigt, was aber zu Lasten des Unternehmenserfolgs gehen müsse. Dem kann man nur zustimmen, gerade im Kontext der Untersuchung, da deutsche Zivilgerichte nicht immer den notwendigen wirtschaftlichen Sachverstand zur Beurteilung der „Unschädlichkeit“ eines Übernahmeangebotes und den damit zusammenhängenden strategischen und finanziellen Fragen haben dürften<sup>965</sup>. *Mutter* spricht bei wirtschaftlichen Sachfragen von der rechtswissenschaftlich wohlbekannten Formel der „laienhaften Parallelwertung“<sup>966</sup>, allerdings hier durch den juristischen Betrachter, verursacht durch die Wirtschaftsferne der Juristenausbildung<sup>967</sup>.

Solch besorgten Stimmen kann aber bereits im Vorfeld mit dem Rechtsanwendungsverständnis des BGH entgegengetreten werden, welcher vernünftigerweise für die Gerichte ein Postulat zu Vorsicht und Zurückhaltung bei der Beurteilung von wirtschaftlichen Entscheidungen formuliert<sup>968</sup>. Die Tendenz geht in die Etablierung eines richterlichen Zurückhaltungsgebots in Orientierung an der US-amerikanische *business judgement rule*, welche von dem Grundsatz geprägt ist, dass Richter im Verhältnis zu Wirtschaftlern im Zweifel die schlechteren Geschäftsleute sind. Die Grundeinstellung sollte am Ende auch die letzten Zweifler überzeugen. Die Förderung einer solchen, von Vernunft und Selbstkritik getragenen Entwicklung stellt keine Gefahr, sondern eine Chance, ja geradezu eine Verpflichtung dar.

Wie auch immer man die Gefahr und den Nutzen einer Aktionärsklage bewertet: Fakt ist und bleibt, dass an einer sachgerechten Lösung des Problems gearbeitet werden muss. Die bestehende Rechts- und Gesetzeslage reicht nicht aus, um dem praktisch vorhandenen

---

<sup>964</sup> Vorgebracht von *Eisenberg*, 51 U. Pitt. L. Rev. 945, 963-64 (1990); zitiert bei *Weisner*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 90.

<sup>965</sup> *Rümker*, FS *Heinsius*, S. 683, 690.

<sup>966</sup> *Mutter*, Unternehmerische Entscheidungen, S. 223.

<sup>967</sup> *Mutter*, Unternehmerische Entscheidungen, S. 229.

<sup>968</sup> Siehe dazu die Ausführungen über ARAG/Garmenbeck (Abschnitt B. II. 5.).

Rechtsvakuum bei der Kontrolle der Pflichterfüllung von Unternehmensleitungen, insbesondere von Vorstandsbezügen und -abfindungen zu begegnen. Selbst Fällen ganz offensichtlicher Kollusion zur Schädigung der Gesellschaft zwischen verschiedenen Geschäftsleitungsorganen wäre nach der momentanen Rechtslage kaum beizukommen. Der mangelhaften Anspruchsverfolgung seitens der Gesellschaft kann auch nur zum Teil zugute gehalten werden, dass die Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen nicht von einem Gerechtigkeitsgedanken geprägt sein kann, sondern rentabel sein muss; schließlich handelt es sich ja um Wirtschafts- und keine Staatsunternehmen. Fälle wie die Affäre des früheren Vorstandvorsitzenden *Schimmelbach* und der Metallgesellschaft<sup>969</sup>, welcher der Gesellschaft noch eine Abfindung in Millionenhöhe abtrotzte, nachdem diese zuerst versucht hatte, gegen ihn ganz offensichtliche Schadensersatzansprüche geltend zu machen, muten demgegenüber allerdings schon sehr skurril an.

Eine Stärkung der Aktionärsrechte, zum Beispiel durch die verstärkte Zulassung von Aktionärsklagen, würde auch womöglich ein höchst überfälliges Umdenken in den Unternehmensleitungen zur Folge haben. Es kursiert die Ansicht, im Verständnis jener existieren die Aktionäre zum Teil nach wie vor mehr als Querulanten, denn als rechtmäßige Eigentümer<sup>970</sup>. Solchem Denken kann durch eine Gesetzesreform entgegengetreten werden. Diese sollte eine Durchbrechung genereller Limitierungen, welche das Konzept des Kontrollsystems mit Vorstand und Aufsichtsrat leider aufweist<sup>971</sup>, bewirken, was durch Einschaltung der Aktionäre als einer weiteren Kontrollinstanz womöglich erreicht werden könnte.

Bleibe man hingegen beim grundsätzlichen Konzept des § 147 AktG, mit erneuter Herabsetzung des Quorums in Absatz 3, so wie es vom 63. deutschen Juristentag gefordert wurde, erscheint zumindest eine Neuregelung des Kostenrechts obligatorisch<sup>972</sup>. Aktionärsklagen werden sonst in der Mehrzahl an einer der beiden Hürden scheitern, Minderheitsaktionäre von Unternehmensführungen ignoriert und ein inakzeptables Rechtsvakuum verbliebe. Die organisierte Klage zur Durchsetzung von Aktionärsinteressen, initialisiert etwa durch Interessen- und Schutzverbände, welche die Barrieren des § 147 AktG

<sup>969</sup> Eine Schilderung gibt *Sünner*, ZHR 1999, 375 f.

<sup>970</sup> So wörtlich *Theodor Baums*, Capital 25/2000.

<sup>971</sup> Siehe *Herrmann*, Funktion, Kontrolle und Haftung der Leitungsorgane, Fn. 510.

<sup>972</sup> Zustimmend *Adams*, AG 2000, 396.

sonst noch am ehesten überwinden könnte, steht ihrerseits wieder vor einem anderen Problem: dem Einwand des Rechtsmissbrauchs<sup>973</sup>.

Verbunden werden muss die Schaffung einer Aktionärsklagemöglichkeit mit detaillierten Veröffentlichungspflichten. Oft sind es auch rein faktische Probleme, welche den Weg zum gesetzlichen Richter verbarrikadieren. Hier lässt die Neuregelung des § 161 AktG in Verbindung mit Punkt 4.2.4. des Deutschen Corporate Governance Kodex auf Besserung hoffen, da dort eine Offenlegung der Vergütungsbestandteile der einzelnen Vorstandsmitglieder in individualisierter Form gefordert wird. Inwieweit die Erklärungsspflicht hinsichtlich der Umsetzung der Forderungen des Kodex die Unternehmensleitungen zu Schaffung entsprechender Publizität anregen wird, bleibt allerdings noch abzuwarten<sup>974</sup>.

Speziell bei den Personalkosten wirkt bisher die mangelhafte Informationsversorgung der Erhebung einer Schadensersatzklage bereits im Ansatz entgegen. Aktionärsminoritäten sind davon ganz besonders betroffen. Die Beteiligten werden die Information über das Bestehen eines Ersatzanspruches kaum freiwillig nach außen tragen. Auch die Berichterstattung gemäß § 173 II AktG liefert kaum notwendige Informationen. Einzelheiten der vertraglichen Regelungen der Gesellschaft mit dem Vorstand unterstehen generell keiner Offenlegungspflicht, auch die kombinierte Regelung des § 161 AktG mit dem Kodex belässt diese Entscheidungen allein der Unternehmensleitung. Hier schätzt der Gesetzgeber wohl die Persönlichkeitsrechte des Empfängers höher ein als das Interesse derer, welche die Kosten zu tragen haben. Neben den prozessualen Barrikaden fehlt es also nach wie vor an der notwendigen Transparenz, die Spekulationen über die tatsächlichen Vereinbarungen im Fall Mannesmann zeigen dies deutlich. Auch an dieser Stelle ist daher gesetzgeberischer Handlungsbedarf gegeben.

Als Vorbild für Publizität sollte die amerikanische Regelung gelten. Nach den dortigen Publizitätsregeln<sup>975</sup> der SEC sind Unternehmen verpflichtet, die Gehaltsstruktur des CEO und weiterer Top-Manager detailliert den Aktionären zugänglich zu machen. Dies umfasst eine Aufstellung der allgemeinen Inhalte und Vertragsbedingungen der Anstellungsverträge, die Höhe der einzelnen Gehaltsbestandteile und der gewährten Optionen<sup>976</sup>. Wichtig für die Einordnung der Optionen ist die verbundene Pflicht zur Publikation der Ausübungsgewinne

<sup>973</sup> Dazu OLG Stuttgart, DB 2001, 321; AG 2001, 315; Wallendorf, Schranken der Anfechtungsbefugnis, S. 81 ff., 94 ff.; ausführlich *Bison*, Missbrauch der Anfechtungsklage, S. 248 ff, 262 ff.

<sup>974</sup> Nach einem Bericht der Tageszeitung vom 24. März 2004, S. 18 waren zu diesem Zeitpunkt lediglich 10 der 30 DAX-Unternehmen den Offenlegungsvorgaben des Kodex bezüglich Vorstandsvergütungen gefolgt.

<sup>975</sup> Item 402, Regulation S-K.

<sup>976</sup> Im Einzelnen *Weiss*, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, S.17 ff.



oder des Wertes<sup>977</sup>. Ebenfalls anzugeben sind etwa vorhandene *golden parachute*-Vereinbarungen. Somit bleibt Unternehmensleitungen wenig Raum für Verschleierungen der tatsächlichen Einkommensverhältnisse. Auch hierzulande sollte der Gesetzgeber daher eine klare Publizitätspflicht schaffen anstatt der jetzt gewählten Ermessensregelung.

Ob die Angleichung des deutschen an das US-amerikanische Rechtssystem in diesem Punkt dann tatsächlich niedrigere Bezüge zur Folge haben wird, ist allerdings nicht garantiert. Schließlich werden ja trotz Aktionärsklagerecht und Publizitätspflicht die höchsten Gehälter in den USA gezahlt<sup>978</sup>. Die Gründe mögen vielseitig sein, in vielen Fällen wird es sich tatsächlich für Einzelaktionäre nicht rechnen, Maßnahmen gegen überhöhte Vorstandsgehälter zu ergreifen, weil sie nur einen geringen Teil des Unternehmensgewinns ausmachen<sup>979</sup>. Ebenso mag es richtig sein, dass der Kleinaktionär als ökonomisch handelnder Anleger eher seine Aktien verkauft als sich gegen die Unternehmenspolitik der Gesellschaft zur Wehr setzt<sup>980</sup>. Jedoch sollte man dabei die deutsche, von der amerikanischen doch mitunter sehr verschiedene Mentalität nicht unterschätzen. Insbesondere ist hierbei an Belegschaftsaktien zu denken, deren Inhaber ein besonderes Interesse an dem Unternehmen haben und deshalb auch andere, nicht allein rationale oder finanzielle Motive für eine Klage haben könnten. Es macht deshalb durchaus Sinn, auch den Kleinaktionären zumindest erst einmal ein Instrument zur Verfügung stellen, pflichtwidrige Geschäftsführungsentscheidungen vor Gericht zu bringen. Die Wirksamkeit dieses Instruments kann letzten Endes nur in der Praxis erprobt werden.

#### IV. Obligatorischer Hauptversammlungsbeschluss

-----

Neben der Einführung einer allgemeinen Aktionärsklage gibt es noch eine weitere Möglichkeit, die sich aus einer Unternehmensübernahmesituation ergebenden Probleme einer richterlichen Überprüfung zu unterwerfen. Es könnte eine zuverlässige Kontrolle dadurch erreicht werden, dass in Verbindung mit einer Pflichtangebotsregelung die Entscheidung über Annahme oder Ablehnung sämtlicher Übernahmeversuche einer außerordentlichen Hauptversammlung der Zielgesellschaft unterworfen würde<sup>981</sup>. Durch das sich automatisch ergebende Anfechtungsrecht von Aktionären gegen Hauptversammlungsbeschlüsse käme man

<sup>977</sup> Berechnung nach der Black-Scholes-Formel.

<sup>978</sup> Deshalb kritisch *Thüsing*, DB 2003, 1612, 1613.

<sup>979</sup> *Thüsing*, DB 2003, 1612, 1615.

<sup>980</sup> *Roth* spricht insoweit von „rationaler Apathie“ (ZIP 2003, 369, 376).

<sup>981</sup> Für diese Variante sprechen sich beispielsweise *Schneider/ Burg*, DB 2001, 963, 964 und *Kallmeyer*, AG 2000, 553, 554 aus; dagegen: *Baudisch*, AG 2001, 251; *Drygula*, ZIP 2001, 1861, 1864.

im Ergebnis zu einem ähnlichen Resultat wie durch die Zulassung einer Aktionärsklage, nämlich einer gerichtlichen Klärung der streitigen Sachverhalte.

Diese Variante birgt einige nicht von der Hand zu weisende Vorteile. Alle Entscheidungen im Zusammenhang mit der Übernahme könnten direkt in die Hand der Hauptversammlung gelegt werden, insbesondere die relevanten Personal- und Abfindungsfragen für die Organe der Zielgesellschaft. Auch Präventivmaßnahmen wie *golden parachutes* ließen sich dabei einer Revision durch die Aktionärsinstanz unterziehen, etwa durch einen gesetzlichen Genehmigungsvorbehalt einer der Übernahme zustimmenden Hauptversammlung. Durch Schaffung von hinreichender Transparenz in allen als bedeutsam erachteten Punkten könnte den Anteilseignern ein komfortabler Einblick auch in solchen Einzelproblemen ermöglicht werden.

Die Diskussion über die Neutralitätspflicht würde eine absolut praktikable und konsequente Lösung erfahren: alle Kompetenz würde auf die Aktionäre übertragen. Für Abwehrmaßnahmen der Unternehmensleitung verbliebe kein Raum. Die einzigen Möglichkeiten für den Vorstand, aktiv die Entscheidung der Aktionäre zu beeinflussen, wäre die Präsentation eines lukrativeren Alternativangebots, also eines *white knight*, sowie die Chance, die Anteilseigner mittels eines überzeugenderen eigenen Konzepts zum Bleiben zu veranlassen. Es gäbe praktisch keine das Unternehmen behindernde und womöglich schädigende Übernahmeschlacht mehr, nur einen fairen Wettbewerb der Konzepte, der beispielsweise durch Einschaltung und Bewertung eines unabhängigen Wirtschaftsprüfers für die Aktionäre einen objektiven Schiedsrichter erhalten könnte.

Durch die Möglichkeit der Anfechtungsklage gegen den Hauptversammlungsbeschluss<sup>982</sup> (§ 245 AktG) wäre allen Beteiligten ein Rechtsweg eröffnet, der dessen Legalität in allen als maßgeblich erachteten Detailfragen, beispielsweise auch bezüglich der finanziellen Zuwendungen an Vorstände und Aufsichtsräte, sicherstellen würde. Den Gerichten wäre der Weg zur Rechtsfortbildung gegeben, ein Rahmen des rechtlich Zulässigen würde sich sehr bald abzeichnen und den Verantwortlichen in Zukunft Rechtssicherheit gewähren.

Dabei würde die Rechtsprechung jedoch auf das Problemfeld der Unternehmensübernahmen begrenzt werden, was insbesondere Gegner einer ausführlichen Justiziabilität von wirtschaftlichen und unternehmerischen Entscheidungen und einer zu intensiven Einflussnahme von Gerichten in die Leitung und Führung von Unternehmen begrüßen dürften. Es würde sich bei dieser Variante also im Gegensatz zur Einführung einer

---

<sup>982</sup> Henn, Die Rechte des Aktionärs. S. 121 ff.

allgemeinen Aktionärsklage lediglich ein begrenzter und überschaubarer Raum von rechtlichem Neuland erschließen.

Natürlich besitzt die Einführung einer solchen obligatorischen Beschlussfassung auch Nachteile gegenüber den anderen erörterten Regelungsmöglichkeiten.

An erster Stelle steht dabei das Missbrauchsrisiko<sup>983</sup>. Dieses ist hier höher als bei der Einräumung einer allgemeinen Klagemöglichkeit auf Schadensersatz<sup>984</sup>. Der maßgebliche Unterschied zwischen Schadensersatz- und Anfechtungsklagen liegt dabei in den Rechtsfolgen. Letztere entfalten ein deutlich höheres Erpressungspotential, da sie die Eintragung eines Beschlusses verhindern und damit eine Blockadewirkung entfalten können. Schadensersatzklagen sind demgegenüber nur für das betroffene Organmitglied lästig, der Handlungsspielraum der Gesellschaft wird dadurch jedoch nicht nennenswert beeinträchtigt.

Dazu kommt der Zeitfaktor. Ein Unternehmensübernehmer hat normalerweise konkrete Pläne mit der Zielgesellschaft und einen geringen zeitlichen Spielraum zur Verfügung. Eine gerichtliche Klärung des streitigen Sachverhalts der Rechtmäßigkeit eines annehmenden Hauptversammlungsbeschlusses durch alle Instanzen kann womöglich Jahre dauern - ein für den Übernehmer inakzeptabler Zustand. Es müsste also dringend auf eine Beschleunigung der Verfahren hingearbeitet werden.

Zuletzt ergeben sich Bedenken aus Sicht der Stakeholder. Ihre Interessen laufen Gefahr, bei der Beschlussfassung über die Annahme des Angebots übergangen zu werden. Es ist allerdings eine Standpunktfrage, ob und inwieweit etwa die Vorstellungen der Arbeitnehmer und Angestellten bei wirtschaftlichen Entscheidungen von Relevanz sind. Schließlich steht auch nach der aktuellen Gesetzeslage den Aktionären jederzeit das Recht zu, mittels eines durch Dreiviertelmehrheit der anwesenden Stimmen gefassten Beschlusses die Gesellschaft aufzulösen (§§ 119 I Nr. 8, 262 I Nr. 2 AktG).

---

<sup>983</sup> Praktische Fälle bei *Timm*, Missbräuchliche Aktionärsklagen, S. 1 ff.

<sup>984</sup> *Kübler*, FS *Zöllner*, S. 334.

## V. Stellungnahme

-----

Jedes der vorgeschlagenen Konzepte weist somit spezifische Vor- und Nachteile auf. Durch gezielte, problembewusste Ausgestaltung sollten jedoch in allen Fällen praktikable Lösungen gefunden werden können. Vorzugswürdig erscheint dem Verfasser dabei die Einführung einer allgemeinen Aktionärsklage nach US-amerikanischem Vorbild. Diese weist die größte Flexibilität auf und ermöglicht ein Herangehen nicht nur an Abfindungsfragen, sondern an viele ungelöste Problemstellungen des aktuellen Aktienrechts.

Die einhergehenden Schwierigkeiten und Missbrauchsrisiken sollten vergleichsweise gering sein. Den sogenannten „erpresserischen Aktionärsklagen“ könnte durch eine angemessene prozessuale Ausgestaltung ein Grossteil ihres Erpressungspotentials genommen werden. Die Erfahrungen der amerikanischen Rechtsprechung dürften bei der Lösung dieses Problems sicher hilfreich sein.

Die Regelung eines obligatorischen Hauptversammlungsbeschlusses über ein Übernahmeangebot greift zielgerichteter in die rechtliche Aufarbeitung von Unternehmensübernahmen ein. Aufgrund der aufschiebenden Wirkung von Anfechtungsmöglichkeiten gegen einen solchen Beschluss wäre eine prozessuale Sonderregelung unentbehrlich. Die besondere wirtschaftliche Tragweite von Unternehmensübernahmen und die Wichtigkeit einer schnellen gerichtlichen Entscheidung sollten eine solche jedoch rechtfertigen. Aufgrund der relativ geringen Häufigkeit solcher Fälle, zumindest bisher, würde den Gerichten daraus eine sicher zumutbare Belastung entstehen.

Es bleibt als Abschluss noch einmal zu betonen, dass den aktuellen Missständen des Problemkreises *de lege lata* nicht beizukommen ist, sondern dass eine Lösung *de lege ferenda* gefunden werden muss. Dazu könnte sich sicherlich eine der vorgeschlagenen Varianten als praktikabel erweisen.

- Ende der Bearbeitung -