



Roland Borsdorff

Interessenkonflikte
bei Organmitgliedern



PETER LANG

1. Kapitel: Einführung

§ 1 Notwendigkeit der Managementkontrolle

Die mangelnde Managementüberwachung durch die Anteilseigner bei Kapitalgesellschaften beschrieb Adam Smith bereits 1776:

“The directors of such companies,¹ however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”²

Diese Beobachtung griffen die beiden Amerikaner Berle und Means 1932 mit ihrer grundlegenden Hypothese von der Trennung von Eigentum und Leitungsmacht der Unternehmung (*divorce of ownership and control*) auf.³ Ihr Ausgangspunkt war die Beobachtung eines Wandels in der Unternehmenskultur, weg von personalistisch geführten Kleinunternehmen, hin zu modernen kapitalistisch organisierten Großunternehmen, die von einem spezialisierten und professionalisierten Management geführt werden.⁴ Aus ihrer Hypothese zogen *Berle/Means* zwei Schlüsse: Zum einem, dass die Managementüberwachung durch die Anteilseigner bei großen kapitalistisch organisierten Gesellschaften mit einer zunehmenden Anzahl von Anteilseignern versagt,⁵ und zum anderen, dass es infolge der mangelnden Überwachung des Managements zu Divergenzen zwischen den Interessen des Managements und denen der Anteilseigner kommt.⁶

¹ Gemeint sind „joint-stock companies“.

² *Adam Smith*, An Inquiry into the Nature and Cause of the Wealth of Nations, S. 741. In ähnlicher Weise beschrieb *von Jhering* 1893 die Problematik im deutschen Recht: „Solange das eigene Interesse am Steuerruder des Rechts sitzt, gibt es sich selber nicht preis; sowie aber das Steuerruder fremden Händen anvertraut wird, ist diese Garantie, welche das eigene Interesse gewährt hinweggefallen, und die Gefahr heraufbeschworen, dass der Steuermann den Kurs dahin richte, wohin sein Interesse, nicht das fremde es wünschenswert macht. Die Stellung des Verwalters schließt eine große Versuchung in sich.“, *Zweck im Recht*, S. 221.

³ *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, S. 5 und 112 ff.; vgl. zum deutschen Recht *Pross*, *Manager und Aktionäre*, S. 102 ff. und S. 122 ff.

⁴ In dieser Arbeit werden die Begriffe Management und Unternehmensleitung synonym verwendet. Zum Begriff des Managements *Abeltshausen*, *Leitungshaftung*, S. 21 ff.

⁵ *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, S. 66 ff.

⁶ *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, S. 114.

Den beiden Annahmen liegen folgende Beobachtungen zu Grunde: Bei Personengesellschaften und kleinen Kapitalgesellschaften, bei denen Anteilseigner an der Unternehmensleitung beteiligt sind, oder bei denen ein oder eine Gruppe von Anteilseignern über eine für die Ausübung von Kontrolle ausreichend große Beteiligung verfügen, wird die Kontrolle des Managements in erster Linie durch die Anteilseigner selbst ausgeübt. Demgegenüber verlagert sich bei Publikumskapitalgesellschaften,⁷ bei denen kein Anteilseigner an der Unternehmensleitung beteiligt ist und mangels ausreichend großer Beteiligung über keine effektive Kontrollmöglichkeit verfügt, die Leitungsmacht der Gesellschaft von den Anteilseignern auf das Management.⁸ Folge ist die Notwendigkeit einer gesteigerten Überwachung der Unternehmensleitung, da die Interessen des Managements und der Anteilseigner insbesondere dann auseinander fallen, wenn das Management nicht oder nur im geringen Umfang an der Gesellschaft beteiligt ist. Der Grund hierfür liegt darin, dass sich menschliches Handeln zunächst einmal an eigennützigen Zielen orientiert.⁹ Es ist demnach davon auszugehen, dass das Management bei Ausübung der kooperativen Leitungsmacht sein Handeln auch an eigennützigen Zielen ausrichtet. Aufgrund des Versagens der Managementüberwachung durch die Anteilseigner können sich für das Management Spielräume zu opportunistischem Verhalten ergeben, sich Ressourcen des Unternehmens direkt oder indirekt anzueignen,¹⁰ sei es etwa durch überhöhte Gehälter, niedrigen Arbeitseinsatz¹¹ oder übertriebenen Repräsentationsaufwand.¹² Auch können Manager nicht-pekuniäre Vorteile am Arbeitsplatz konsumieren, wie die Anschaffung eines Firmen-Jets oder eines luxuriösen Dienstwagens. Außerdem

⁷ Das Problem zeigt sich im deutschen Recht am deutlichsten bei Publikumsaktiengesellschaften, die dadurch gezeichnet sind, dass ihre Anteile im Streubesitz gehalten werden. Bei Aktiengesellschaften mit einem kleinen Kreis von Anteilseignern können diese unmittelbar über die Bestellung des Aufsichtsrats und mittelbar über die Bestellung des Vorstands durch die Entsendung geeigneter Vertrauensleute Einfluss ausüben, deren Verhalten sie gegebenenfalls durch Abwahl sanktionieren können. Das GmbH-Recht kennt demgegenüber keine dem § 76 Abs. 1 AktG entsprechende Leitungsmacht, weshalb dort die Leitungsmacht durch entsprechende Weisungen und Gestaltungen im Gesellschaftsvertrag (§§ 37 Abs. 1, 45 GmbHG) auf die Gesellschafterversammlung verlagert werden kann. Zum Leitungsbegriff im deutschen Recht *Abelthausen*, Leitungshaftung, S. 28 ff.

⁸ *Berle/Means*, teilen 200 der größten amerikanischen Unternehmen in fünf Gruppen ein. Das Einteilungskriterium ist die Größe des Anteils, der in einer Hand, etwa einer Person oder einer Familie, vereinigt wird. Das Unternehmen in der höchsten Kategorie wird als privately owned (mindestens 80% der Anteile in einer Hand) und das Unternehmen in der niedrigsten Kategorie wird als management controlled (maximal 5% der Anteile in einer Hand) bezeichnet. Der Übergang der Leitungsmacht von den Anteilseignern auf das Management sollte bei etwa 20% erfolgen.

⁹ Dazu *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, S. 23 ff.

¹⁰ Dieses Verhalten wird im US-amerikanischen Recht als „shrinking“ bezeichnet.

¹¹ Vgl. *Eisenberg*, 89 Colum. L. Rev. 1461, 1471 (1989); *Parkinson*, Corporate Power and Responsibility, S. 52.

¹² *Raiser/Veil*, Kapitalgesellschaften, S. 126; *Baums*, ZIP 1995, 11, 12.

kann für das Management der Anreiz bestehen, durch den Aufbau eines überdimensionierten Unternehmens ihre Leitungsmacht und ihr Prestige auf Kosten der Anteilseigner zu steigern (*empire building*).¹³

Auf dieser Grundlage baut auch die in den USA entwickelte Principal-Agent-Theorie auf,¹⁴ die Eingang in die deutsche Corporate Governance Diskussion gefunden hat. Dabei werden die Manager als Agenten (*agents*) bezeichnet, die, ähnlich einem Treuhänder in einem Treuhandverhältnis, das Interesse der Aktionäre, der Prinzipale (*principal*), wahrnehmen.¹⁵ Insbesondere die Neue Institutionsökonomik legt die Principal-Agent-Theorie Erklärungsmodellen zugrunde,¹⁶ welche die Mechanismen der Managementkontrolle nach ihrer Effizienz bewerten.¹⁷ Als Maßstab hierfür dienen die sog. Agency-Kosten; dabei wird die Differenz zwischen dem, was der Agent für den Prinzipal tatsächlich erwirtschaftet hat, und dem was er eigentlich erwirtschaften könnte, als Residualverlust (*residual loss*) bezeichnet.¹⁸ Dieser Verlust ergibt zusammen mit den Kosten für die Überwachung des Managements (*mointoring costs*) die Agency-Kosten,¹⁹ welche einen Maßstab für die Beurteilung der Effektivität der Mechanismen der Managementkontrolle geben.

Bei den Mechanismen der Managementkontrolle wird in der modernen Corporate Governance Diskussion zudem zwischen Mechanismen der *internen* und *externen* Kontrolle unterschieden.²⁰ Regelungen, welche den rechtlichen Ordnungsrahmen der Gesellschaft betreffen, werden als Mechanismen der internen Kontrolle bezeichnet, während die unterschiedlichen Marktkräfte, die auf die Unternehmensleitung einwirken und ihr Verhalten beeinflussen, als Mechanismen der externen Kontrolle bezeichnet werden.

¹³ Es besteht die Gefahr, dass es zu einem Wachstum über die optimale Betriebsgröße hinaus kommt. Nach *Jensen* ist diese Gefahr dann besonders groß, wenn das Unternehmen über einen hohen frei verfügbaren Cash-flow verfügt, 76 AER, 323, 328 (1986).

¹⁴ *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. & Econ. 305, 305 ff. (1976); *Milgrom/Roberts*, Economics, Organisation and Management, S. 166 ff. Vgl. auch *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht S. 92.

¹⁵ *Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft, S. 186.

¹⁶ *Richter/Furubotn*, Neue Institutionsökonomik, S. 30 f.

¹⁷ Im Mittelpunkt der Principal-Agent-Theorie stehen die Analyse und die optimale Ausgestaltung der Beziehung zwischen Prinzipal und Agent in einer von Unsicherheiten gekennzeichneten Umwelt. Vgl. *Milgrom/Roberts*, Economics, Organisation and Management, S. 166 ff.; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionsökonomik, S. 30 f.

¹⁸ *Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft, S. 187.

¹⁹ Grundlegend *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. & Econ. 305, 308 ff. (1976). Daneben werden noch die sog. Bindungskosten (*bonding costs*) genannt. Diese entstehen, wenn der Agent seine Integrität gegenüber dem Prinzipal unter Beweis stellen will, indem er etwa zusätzliche Abschlüsse erstellt und diese von Dritten prüfen lässt.

²⁰ Vgl. nur *Hopt*, FS Wiedemann, S. 1021.

§ 2 Mechanismen der Managementkontrolle

Akzeptiert man die These von der mangelnden Managementüberwachung durch die Anteilseigner und die daraus resultierende Interessendivergenz zwischen dem Management und den Anteilseignern, so stellt sich die Frage, welche Mechanismen der Managementkontrolle²¹ im Einzelnen bestehen. Diese werden nachfolgend in sieben Gruppen eingeteilt:

Der erste, insbesondere in Deutschland betonte, Ansatz widmet sich der *Organisationsverfassung* und damit der Struktur der Verwaltungsorgane. So legt zwingendes deutsches Gesellschaftsrecht die Leitungsstrukturen einer Aktiengesellschaft äußerst detailliert fest.²² Seine bedeutendste Ausprägung hat es in der Einrichtung eines speziellen Überwachungsorgans, nämlich des Aufsichtsrates gefunden (dualistisches System). Dieser Ansatz findet auch zunehmend im amerikanischen Recht Berücksichtigung. Zwar werden im Gegensatz zum deutschen Recht US-amerikanische Gesellschaften nur durch ein Verwaltungsorgan, das board of directors (monistisches System) geleitet und überwacht, jedoch wird zunehmend die Position der independent directors²³ gestärkt, denen innerhalb des Verwaltungsorgans zuvörderst Überwachungsaufgaben²⁴ zufallen. Zu erwähnen ist ferner die für börsennotierte Kapitalgesellschaften vorgesehene Bildung von Ausschüssen, die ebenfalls mit independent directors zu besetzen sind.²⁵

Zweitens wird unter dem Stichwort „Aktionärsdemokratie“²⁶ (*shareholder democracy*)²⁷ der Versuch unternommen, die Effektivität der Überwachung durch eine Rückführung von Kompetenzen an die Gesellschafterversammlung zu erhöhen, um eine Stärkung derselben zu erreichen. Dadurch soll der Kon-

²¹ Vgl. dazu *Baums* der die Kontrollmechanismen in institutionelle und marktliche einteilt, ZIP 1995, 11, 11.

²² Vgl. *Kübler*, ZHR 167 (2003), 222, 229 ff.

²³ Siehe dazu 2. Kapitel, § 1, II., 1., a., S. 35 ff.

²⁴ Aus deutscher Sicht merken einige Autoren an, dass insbesondere das audit committee Verantwortungen wahrnimmt, die im deutschen Recht ursprünglich dem Aufsichtsrat zugedacht waren. *Böckli* in: Handbuch Corporate Governance, S. 217. Vgl. auch *Kersting*, ZIP 2003, 2010, 2015.

²⁵ Für börsennotierte Kapitalgesellschaften ist die Bildung eines audit committee zwingend vorgesehen. Daneben verfügen börsennotierte Gesellschaften häufig über ein compensation committee, für die Festsetzung der Vergütung des Managements, und ein nomination committee, für die Nominierung von Kandidaten für den board und das Management. Siehe dazu ausführlich 2. Kapitel, § 1, II., 1., b., S. 36 ff.

²⁶ Für diesen Ansatz im deutschen Recht: *Lutter*, Jura 2002, 83, 87; *Lutter*, Der Aktionär in der Marktwirtschaft, S. 45.

²⁷ Für diesen Ansatz im US-amerikanischen Recht *Emerson/Latcham*, Shareholder Democracy, S. 145-152. Vgl. auch *Eisenberg*, The Structure of the Corporation, S. 19 mit weiteren Nachweisen; *Eisenberg*, 89 Colum. L. Rev. 1461, 1525-1526 (1989).

trollverlust der Anteilseigner durch Stärkung ihrer Kompetenzen rückgängig gemacht und diese gegenüber den Verwaltungsorganen als Kontrolleure in Stellung gebracht werden.²⁸ Problematisch an diesem Ansatz ist, dass dem vom täglichen Geschäftsleben isolierten Anteilseigner meistens der Wille und die Sachkenntnis fehlt, um auf das Management einzuwirken. Der erforderliche Aufwand für die Informationsbeschaffung und die Koordination mit anderen Anteilseignern, ist für den einzelnen Anteilseigner mit einer kleinen Kapitalbeteiligung, gemessen am zu erwartenden individuellen Nutzen, sehr hoch.²⁹ Hinzukommt, dass sich der Erfolg der Bemühungen eines oder nur weniger Anteilseigner auf alle Anteilseigner verteilt, also auch auf diejenigen, die passiv geblieben sind. Der einzelne Anteilseigner hat daher ein rationales Desinteresse, das Management zu kontrollieren.³⁰ Insbesondere in großen Kapitalgesellschaften ist es für den einzelnen Anteilseigner auch schwierig, mit einer Vielzahl anderer Anteilseignern in Kontakt zu treten, um diese zu überzeugen, dass sie ihre Kräfte bündeln müssen, um Einfluss auszuüben.³¹ Dem begegnet die in Deutschland im November 2005 eingeführte Neuregelung zum Aktionärsforum im elektronischen Bundesanzeiger (§ 127a AktG) entgegen,³² welche darauf abzielt die Binnenkommunikation der Aktionäre zu erleichtern.³³ Zudem werden in jüngster Zeit auch in Deutschland die Aktionärsrechte verstärkt von großen institutionellen Anlegern (Kapitalanlage- und Versicherungsgesellschaften) wahrgenommen,³⁴ die aktiv gegenüber dem Management eine Erläuterung der Unternehmenspolitik einfordern.³⁵

Als drittes sind das rechtliche *Haftungssystem* und *strafrechtliche Sanktionen* zu nennen. Beide wirken ex post, greifen also erst dann ein, wenn fehlerhaftes Verhalten bereits zu Schäden geführt hat. Infolge der Sanktionsandrohungen der persönlichen Haftung wird das Verhalten des Managements zudem bereits ex

²⁸ Lutter, Jura 2002, 83, 83.

²⁹ Baums, ZIP 1995, 11, 11; Teichmann, ZGR 2001, 645, 652.

³⁰ Baums, ZIP 1995, 11, 11; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 645.

³¹ Conard, ZGR 1987, 186, 186.

³² § 127a AktG wurde mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) neu in das Aktiengesetz eingeführt. Die Vorschrift geht auf einen Vorschlag der Regierungskommission Corporate Governance zurück. Vgl. Hüffer, § 127a Rn. 1.

³³ Das Aktionärsforum dient der Interessenabstimmung unter den Anteilseignern indem die gemeinsame Stimmrechtsausübung erleichtert und damit eine bessere Eigentümerkontrolle ermöglicht wird. Vgl. Regierungsentwurf UMAG, BT-Drucksache 15/5092 vom 14.3.2005, S. 31 ff. Vgl. auch Noack in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. II, S. 670 ff.; Pluta in: Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 127 Rn. 1 bis 3; Seibert, AG 2006, 16, 16 ff.

³⁴ Raiser/Veil, Kapitalgesellschaften, S. 126.; Hopt in: FS Wiedemann, S. 1026. Vgl. Der Feind in meinem Board, in: FAZ vom 4.02.2008, S. 20.

³⁵ Teichmann, ZGR 2001, 645, 652.

ante beeinflusst.³⁶ Die Kontrollfunktion durch das Haftungsrecht liegt darin, dass die Rechtsordnung dem Management Verhaltenspflichten auferlegt, deren Verletzung, bei Vorliegen eines Schadens, zur Schadensersatzspflicht gegenüber der Gesellschaft („Innenhaftung“) oder gegenüber den geschädigten Anteilseignern („Außenhaftung“) führen. Als ultima ratio sind strafrechtliche Sanktionen zu nennen. Diese haben insbesondere im US-amerikanischen Recht mit der Einführung des Sarbanes-Oxley Act 2002 eine Renaissance erfahren.

Als viertes Kontrollmittel sind *Selbstregulierungen (soft law)* zu nennen. Diese haben in der neueren Entwicklung des US-amerikanischen Rechts eine vielfältige und umfangreiche Ausprägung erfahren.³⁷ In den USA gibt es zwar keinen einheitlichen, landesweit anerkannten Corporate Governance Kodex. Jedoch werden Kodizes durch institutionelle Anleger³⁸ oder die Unternehmen selbst aufgestellt. Außerdem sehen neuere, durch den Sarbanes Oxley Act 2002 eingeführte, kapitalmarktrechtliche Regelungen vor,³⁹ dass börsennotierte Gesellschaften offen legen müssen, ob sie für das leitende Management einen Ethik-Kodex (*code of ethics*) erlassen haben oder warum nicht. Sofern ein solcher Ethik-Kodex erlassen wurde, muss dieser auf der Webseite der Gesellschaft veröffentlicht werden.⁴⁰ Ferner verlangen die seit 2004 geltenden Börsenzulassungsregeln⁴¹ der NYSE Euronext (nachfolgend „NYSE“), dass jede an der NYSE gelistete Gesellschaft einen „Code of Business Conduct and Ethics“⁴² und „Corporate Governance Guidelines“⁴³ aufstellt und auf ihrer Webseite veröffentlicht.⁴⁴ Dem Modell der Selbstregulierung folgt in Deutschland der im Jahre 2002 eingeführte Deutsche Corporate Governance Kodex („DCGK“).⁴⁵ So sind nach § 161 AktG, §§ 285 S. 1 Nr. 16, 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB auch deutsche Aktiengesellschaften angehalten, jährlich zu erklären, ob sie die Regelungen des DCGK eingehalten haben.

³⁶ Vgl. dazu: *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 648; *Fleischer*, WM 2003, 1045, 1049; *Fleischer*, FS Wiedemann, S. 829.

³⁷ Vgl. zu diesem Befund: *Hopt*, ZGR 2004, 1, 17.

³⁸ Zuvörderst sind hier die *Corporate Governance Guidelines* des CalPERS, einen Pensionsfonds für kalifornische Staatsangestellte, zu nennen. Im Internet: www.calpers-governance.org/principles.

³⁹ Regulation S-K, Item 406 und Regulation S-B, Item 406 mit denen § 406 Sarbanes Oxley Act 2002 umgesetzt wurde.

⁴⁰ Regulation S-K, Item 406 c.2.; Regulation S-B, Item 406 c.2.

⁴¹ Dabei handelt es sich um detaillierte Bestimmung, die eine Gesellschaft erfüllen muss, bevor ihre Anteile an der betreffenden Börse zum Handel zugelassen werden. Vgl. dazu *Markt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, S. 181 f.

⁴² 303A.10 NYSE Listed Company Manual.

⁴³ 303A.09 NYSE Listed Company Manual.

⁴⁴ Im Internet abrufbar: <http://www.nyse.com>.

⁴⁵ Im Internet abrufbar: <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/index.html>.

Fünftens, ist als Mittel zur externen Kontrolle des Managements die Rolle des *Abschlussprüfers (auditor)* zu nennen. Diese wurde in Deutschland 1998 durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich („KonTraG“) deutlich aufgewertet. Der Abschlussprüfer erhält seinen Prüfungsauftrag nach geltendem Aktienrecht direkt vom Aufsichtsrat (§ 111 Abs. 2 S. 3 AktG) und legt dort auch seinen Bericht vor (§ 321 Abs. 5 S. 2 HGB). Ferner hat er eine Teilnahme- und Berichterstattungspflicht bei der Bilanzsitzung des Aufsichtsrats (§ 171 Abs. 1 S. 2 AktG). Damit hat die gesetzliche Neuregelung eine gewisse Distanz zum Vorstand und eine größere Nähe zum Aufsichtsrat geschaffen, was deutlich macht, dass der Prüfer in die Aufgabe der Überwachung der Geschäftsleitung eingebunden sein soll.⁴⁶ In den USA sehen neuere, durch den Sarbanes Oxley Act 2002 eingeführte, kapitalmarktrechtliche Regelungen vor, dass die Ernennung, Aufsicht und Vergütung des Abschlussprüfers dem audit committee obliegt.⁴⁷ Der Abschlussprüfer muss diesem unmittelbar Bericht erstatten. Durch die Auslagerung der Kontrolle der Rechnungslegung und -prüfung auf einen besonderen Ausschuss, der ausschließlich mit independent directors zu besetzen ist,⁴⁸ wird auch im US-amerikanischen Recht die Position des Abschlussprüfers gegenüber dem Management gestärkt.

Sechstens, sind als Anreizmechanismus⁴⁹ erfolgsabhängige Vergütungssysteme (*performance based compensation*) für das Management zu nennen. Mittels unternehmenswertorientierter Vergütungsmodelle können Rahmenbedingungen geschaffen werden, die zu einem Gleichlauf der Eigeninteressen des Managements und der Anteilseigner führen.⁵⁰ Der Interessensgleichlauf wird in der Regel dadurch hergestellt, dass man die Manager selbst zu Aktionären macht und ihre Vergütung an die Steigerung des Unternehmenswertes koppelt. Indem etwa Aktienoptionen als variable Vergütungsbestandteile gewährt werden, wird die

⁴⁶ Teichmann, ZGR 2001, 645, 673.

⁴⁷ Siehe dazu ausführlich 2. Kapitel, § 1, II., 1., b., aa., S. 37 ff.

⁴⁸ Siehe dazu 2. Kapitel, § 1, II., 1., b., S. 36 ff.

⁴⁹ Der Einfluss erfolgsorientierter Vergütungsanreize auf die Unternehmensperformance ist Gegenstand empirischer Untersuchungen in den USA und Deutschland. In den USA wurden in dem Zeitraum von 1990 bis 1996 ca. 200 empirische Untersuchungen in Fachzeitschriften veröffentlicht. Dagegen liegen in Deutschland weit weniger empirische Studien vor. Die umfangreichsten wurden von *Schwalbach* in den Jahren 1999 und 2008 erstellt: *Schwalbach*, BFuP 1999, 592, 592 ff.; *Schwalbach*, Vergütungsstudie 2008, abrufbar im Internet unter: <http://lehre.wiwi.hu-berlin.de/Professuren/bwl/management>. Häufiges Ergebnis der Studien ist, dass erfolgsorientierte Vergütungsanreize leichte Auswirkungen auf die Unternehmensperformance haben. Die Anreize werden in der bisherigen Vertragspraxis aber noch nicht optimal genutzt. Vgl. *Lazar*, Managementvergütung, S. 2 f., 173 mit umfangreichen Nachweisen; *Schwalbach*, BFuP 1999, 592, 602; *Schwalbach*, Vergütungsstudie 2008, S. 134.

⁵⁰ *Snyder*, 28 Del. J. Corp. L. 129, 137 (2003); *Hansmann/Kraakman*, Anatomy of Corporate Law, S. 51.

Steigerung des Unternehmenswertes regelmäßig vereinfachend an der Steigerung des Aktienkurses gemessen.⁵¹ Je nach Ausgestaltung der Aktienoptionsverträge drohen aber die Förderung der Kurzfristigkeit der Unternehmensführung sowie unberechtigte Gewinne (*windfall profits*),⁵² die nicht auf besonderen Leistungen des Managements, sondern auf der allgemeinen Entwicklung der Aktienmärkte beruhen. Auch wenn Aktienoptionsprogramme in den USA im Zusammenhang mit dem Enron-Skandal in Verruf geraten sind,⁵³ sind sie nach wie vor ein wichtiges Element der erfolgsbezogenen Vergütung. In Deutschland setzte die Verwendung von Aktienoptionsplänen erst Mitte der neunziger Jahren und damit wesentlich später als in den USA ein.⁵⁴ Diese haben aber seitdem eine sprunghafte Verbreitung erfahren und sind heute ein fester Bestandteil bei der Vergütung von Managern.⁵⁵ Dies zeigt sich auch daran, dass Ziffer 4.2.3 Abs. 3 DCGK Aktienoptionen als mögliche Bestandteile der variablen Vergütung benennt und zunehmend konkrete Empfehlungen zu deren Ausgestaltung trifft.⁵⁶

Abschließend ist siebentens die Unternehmenskontrolle durch Marktkräfte, insbesondere – aber nicht nur – durch den *Markt für Unternehmenskontrolle* (*market for corporate control*), zu nennen.⁵⁷ Dieser Ansatz wird insbesondere in den USA stark betont.⁵⁸ Danach steuert der Markt das Verhalten des Managements durch die latente Drohung einer Unternehmensübernahme, denn börsennotierte Kapitalgesellschaften, deren Börsenwert infolge der Vernachlässigung von Aktionärsinteressen fällt, werden zu potentiellen Übernahmekandidaten. Mit dem Erwerb der Kontrolle in der Gesellschaft, erhalten die Investoren die Möglichkeit, das alte, inkompetente Management durch neue, geeignete Kandidaten ihrer Wahl zu ersetzen. Um dieser Gefahr zu entgehen, muss das bestehende Management stets darum bemüht sein, den Kurs der Aktien und damit den Börsenwert des Unternehmens auf hohem Niveau zu halten. Neben dem Markt für Unter-

⁵¹ Zu den Gestaltungsmöglichkeiten *Spindler* in: MüKo AktG, 3. Auflage, § 87 Rn. 44 ff.

⁵² *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance, S. 138 f. Aus deutscher Sicht *Spindler* in: MüKo AktG, 3. Auflage, § 87 Rn. 1. *Ringleb* in: DCGK- Kommentar, Rn. 745.

⁵³ Vgl. *Gordon*, 31 J. Corp. L. 102, 109 (2005) “Tailoring options to reward only firm-specific performance raises what might be called the Enron problem: namely, the increasing temptation to manipulate earnings as compensation becomes more sensitive to stock price performance”.

⁵⁴ *Schwalbach*, BFuP 1999, 592, 592; *Casper*, Der Optionsvertrag, S. 391.

⁵⁵ *Spindler* in: MüKo AktG, 3. Auflage, § 87 Rn. 44.

⁵⁶ Ziffer 4.2.3 Abs. 3 S. 2-4 DGCK „Aktienoptionen und vergleichbare Gestaltungen sollen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sein. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter soll ausgeschlossen sein. Für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbaren“.

⁵⁷ Dazu *Eisenberg*, 89 Colum. L. Rev. 1461, 1495 (1989); *Easterbrook/Fischel*, 94 Harv. L. Rev. 1161, 1173 (1981). Vgl. auch *Hopt* in: FS Wiedemann, S. 1024.

⁵⁸ Vgl. *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht S. 93 f.

nehmenskontrolle sind noch der *Arbeitsmarkt für Manager*,⁵⁹ der zahlreiche direkte Zwänge auf das Leitungsverhalten der Führungskräfte ausübt, und der *Produktmarkt*⁶⁰ zu nennen.⁶¹ Schließlich ist auf den *Einfluss der Finanzmärkte* zu verweisen, die durch eine Verteuerung der Unternehmensfinanzierungskosten disziplinierenden Druck auf das Management ausüben.⁶²

§ 3 Aufbau der Arbeit

Im 1. Kapitel, § 1 wurde das Grundproblem der Interessendivergenzen zwischen dem Management und den Anteilseignern aufgezeigt, das sich aus der Verlagerung der kooperativen Leitungsmacht ergibt. Dabei betrifft die Ausgangssituation der Trennung von Leitungsmacht und Eigentum der Unternehmung, insbesondere Organisationsformen, welche die Fremddorganschaft zulassen.⁶³ Das Problem der mangelnden Managementüberwachung durch die Anteilseigner tritt typischerweise nur bei großen Publikumskapitalgesellschaften mit breitem Streubesitz auf, weshalb sich die Untersuchung für das deutsche Recht auf die Aktiengesellschaft („AG“) und für das US-amerikanische Recht auf die corporation beschränkt.

Im 1. Kapitel, § 2 wurden Mechanismen der Managementkontrolle aufgezeigt, welche die Corporate Governance Systeme⁶⁴ der beiden Länder entwickelt haben, um diesem Grundproblem entgegenzutreten. Gegenstand dieser Arbeit ist es, solche Situationen zu untersuchen, in denen die Interessen der Verwaltungsmitglieder mit denen der Anteilseigner kollidieren, es also zu Interessenkonflikten kommt. Vom Begriff des Interessenkonflikts werden nach deutschem Verständnis zwei Grundkonstellationen erfasst,⁶⁵ wobei hier die erste von Interesse ist. Ein Interessenkonflikt kann zum einen darin bestehen, dass die vom Interessenwahrer wahrzunehmenden Fremdinteressen mit seinen Eigeninteressen kulli-

⁵⁹ Auf dem Arbeitsmarkt für Manager herrscht ein Wettbewerb der Führungskräfte untereinander um immer bessere Positionen, sowohl innerhalb desselben als auch zwischen verschiedenen Unternehmen. Dabei steigen theoretisch die Karrierechancen proportional zum Erfolg des geleiteten Unternehmens.

⁶⁰ Der Wettbewerb auf den Produktmärkten führt zu einer evolutionären Auslese unter den Unternehmen. Bereits vor dem Ausscheiden aus dem Markt haben bei börsennotierten Unternehmen sinkende Verkaufszahlen Auswirkungen auf den Aktienkurs und damit sowohl Auswirkungen auf die Stellung des Unternehmens als auch auf die Stellung des Managements.

⁶¹ Zur Kontrolle durch Marktkräfte ausführlich: *Parkinson*, Corporate Power and Responsibility, S. 113 ff.

⁶² *Fleischer*, ZHR 168 (2004), 673, 704.

⁶³ Dazu zählen im deutschen Recht insbesondere die SE, die AG, die KGaG, die GmbH, die GmbH & Co. KG, die GmbH & Co. KGaA, der Verein, die Genossenschaft und der Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit.

⁶⁴ Dazu ausführlich 1. Kapitel, § 4, S. 11 ff.

⁶⁵ Vgl. *Hopt*, ZGR 2004, 1, 4 ff. und 51; *Hopt* in: FS Doralt, S. 213 ff.

dieren und zum anderen darin, dass mehrere vom Interessenwahrer zu berücksichtigende Fremdinteressen miteinander kollidieren. Überträgt man diese Konstellation auf das Unternehmensrecht, so treten Interessenkonflikte immer dann auf, wenn das vom Verwaltungsmitglied wahrzunehmende Gesellschaftsinteresse⁶⁶ mit seinen Eigen- oder anderen wahrzunehmenden Fremdinteressen kollidiert.

Insbesondere in der hier zu untersuchenden ersten Grundkonstellation lassen sich Interessenkonflikte unterschiedlicher Intensität und Ausprägung ausmachen, so dass man zwischen *unmittelbaren* und *mittelbaren* Interessenkonflikten unterscheiden kann. Bei ersteren kollidiert das wahrzunehmende Gesellschaftsinteresse unmittelbar mit dem Eigeninteresse des Organmitglieds. Das ist etwa dann der Fall, wenn das Verwaltungsorganmitglied unmittelbar ein Geschäft mit der Gesellschaft abschließt. Bei letzteren ist das Eigeninteresse des Organmitglieds hingegen weniger deutlich ausgeprägt und ergibt sich beispielsweise daraus, dass das Geschäft mit einem nahen Angehörigen oder einer Drittgesellschaft abgeschlossen wird, an der das Organmitglied als Allein-, Mehrheits- oder Minderheitsgesellschafter beteiligt ist.

Beide Rechtsordnungen haben vielfältige Regelungsmechanismen entwickelt, um den hier zu untersuchenden Interessenkonflikten der ersten Grundkonstellation entgegenzuwirken. Der Aufbau dieser Arbeit erfolgt funktional, indem die Mechanismen anhand ihrer Funktion und Wirkungsweise zusammengefasst werden.

Im 2. bis 4. Kapitel werden die Lösungen des US-amerikanischen und deutschen Rechts jeweils gegenüber gestellt. Innerhalb der Kapitel wird im ersten Schritt die nationale Rechtslage untersucht. Ziel dieser Länderanalysen sind die Untersuchung der verschiedenen Regelungsmechanismen und das Aufwerfen zentraler rechtlicher Problemfelder. Im zweiten Schritt erfolgt dann der eigentliche Rechtsvergleich, in dem Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Recht herausgearbeitet werden.

Im Einzelnen beschäftigt sich das 2. Kapitel mit Konfliktvermeidungsmechanismen. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass sie die Entstehung von Situationen, in den typischerweise Interessenkonflikte auftreten, vermeiden oder entschärfen. Das 3. Kapitel behandelt dann Organpflichten, die Interessenkonflikten begegnen, indem sie an die Organmitglieder konkrete Verhaltensanforderungen stellen und sie dazu anhalten, den Interessenkonflikt im konkreten Fall zu Gunsten der Gesellschaft aufzulösen. Im Mittelpunkt der Untersuchung steht dabei die organschaftliche Treupflicht. Abschließend wird untersucht, welche Sankti-

⁶⁶ Siehe zum Begriff des Gesellschaftsinteresses 1. Kapitel, § 4, I., S. 11 ff.

onen die jeweilige Rechtsordnung bei einem Verstoß gegen die behandelten Organpflichten vorsieht und wie diese durchgesetzt werden können. Das 4. Kapitel beschäftigt sich mit dem besonderen Interessenkonflikt in der Übernahmesituation, der sich für die Verwaltungsmitglieder der Zielgesellschaft stellt. Dabei liegt das Hauptaugenmerk auf der Frage, inwieweit die Verwaltung der Zielgesellschaft Abwehrmaßnahmen ergreifen darf.

Im abschließenden 5. Kapitel erfolgt dann die übergreifende Auswertung des Rechtsvergleichs und die Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse in Thesen.

§ 4 Corporate Governance Systeme in Deutschland und den USA

Ohne schon einzelne Ergebnisse der Arbeit vorwegnehmen zu wollen, soll an dieser Stelle – aus der Vogelperspektive – ein Überblick über das Corporate Governance System in Deutschland und den USA gegeben werden.⁶⁷ Dabei werden aktuelle Tendenzen und Entwicklungen in der Corporate Governance Debatte der beiden Rechtsordnungen aufgezeigt. Der Begriff der Corporate Governance, für den es keine allgemeingültige Definition gibt, steht in der vorliegenden Arbeit für den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen der Leitung und Überwachung einer Gesellschaft.⁶⁸

I. Gesellschaftsrechtliches und kapitalmarktrechtliches Corporate Governance Modell

Traditionell wird in Deutschland die Corporate Governance der AG durch zwingendes Gesellschaftsrecht geregelt.⁶⁹ Das Aktiengesetz legt die Organisationsverfassung und Leitungsstrukturen der AG äußerst detailliert fest.⁷⁰ Seine klarste Ausprägung findet dies im Grundsatz der Satzungsstrenge nach § 23 Abs. 5 AktG. Zudem wurde das deutsche Corporate Governance System in der Vergangenheit stark von der Rolle der großen deutschen Universalbanken dominiert.⁷¹ Diese übten, zum einen aufgrund umfangreicher eigener Beteili-

⁶⁷ Auf die Einzelheiten der Comparative Corporate Governance, zu der ein reichhaltiges Schrifttum existiert, kann hier nicht eingegangen werden. Sie dazu vor allem: Federssen/Hommelhoff/Schneider, *Corporate Governance*; Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge, *Comparative Corporate Governance*; Hopt/Wymeersch/Kanda/Baum, *Corporate Governance in Context*.

⁶⁸ Vgl. *Rosen*, *Der Konzern* 2004, 325, 326; *Grundmann/Mülbert*, *ZGR* 2001, 215, 215.

⁶⁹ *Assmann* in: *FS Kümpel*, S. 4; *Siebert* in: *Corporate Governance in Context*, S. 281 ff.

⁷⁰ Vgl. *Kübler*, *ZHR* 167 (2003), 222, 229 ff.

⁷¹ *Assmann* in: *FS Kümpel*, S. 5; *Schäfer/Ott*, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, S. 653; *Plessis/Luttermann* in: *German Corporate Governance*, S. 205 ff;

gungen,⁷² zum anderen durch die Ausübung von Depotstimmrechten der Aktien in ihren Kundendepots,⁷³ als dominierende Anteilseigner eine starke Kontrollfunktion aus. Zudem finanzierten sich große deutsche Unternehmen bis in die neunziger Jahre überwiegend über von Banken zur Verfügung gestelltes Fremdkapital sowie durch einbehaltene Gewinne.⁷⁴ In den neunziger Jahren ist jedoch ein Wandel in der Unternehmensfinanzierung eingetreten: Die Finanzierung größerer Unternehmen erfolgt weniger durch Bankkredite und immer mehr durch den Kapitalmarkt.⁷⁵ Damit hat auch nach weit verbreiteter Ansicht ein Wandel des vormals *bankdominierten* Corporate Governance Modell in ein kapitalmarktorientiertes Modell begonnen.⁷⁶ Damit einhergehend wird das deutsche Corporate Governance Modell immer stärker durch das Kapitalmarktrecht beeinflusst. Zunehmend ergänzen kapitalmarktrechtliche Regelungen das gesellschaftsrechtliche Regelwerk.⁷⁷ Dies ist auf die gesetzgeberischen Aktivitäten sowohl auf europäischer Ebene als auch auf Bundesebene zurückzuführen. So steht die Durchsetzung eines einheitlichen EU-Kapitalmarktes seit 1999 auf der Aufgabenliste der Kommission der europäischen Gemeinschaften. Die ersten Schritte hierzu wurden im Mai 2003 mit dem Aktionsplan zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance („EU-Aktionsplan“)⁷⁸ unternommen. Dieser geht auf die Vorarbeiten der High Level Group⁷⁹ zurück, welche bereits im September 2001 eingesetzt wurde. Auf Bundesebene ist das 10-Punkte-Programm der Bundesregierung zur Verbesserung der Unternehmensintegrität und Stärkung des Anlegerschutzes vom Febru-

Hopt in: Federsen/Hommelhoff/Schneider, Corporate Governance, S. 260 ff.; *Hopt* in: FS Wiedemann, S. 1016 und 1023.

⁷² *Peltzer*, JZ 1996, 842, 843.

⁷³ Dazu: *Mestmäcker*, Verwaltung, S. 92; *Peltzer*, JZ 1996, 842, 844 f.; *Hopt* in: *Federsen/Hommelhoff/Schneider*, Corporate Governance, S. 256 ff.

⁷⁴ Bei Betrachtung der Rechtsform und der Größe der Unternehmen zeigt sich, dass die Bedeutung der Bankenfinanzierung seit Beginn der neunziger Jahre deutlich abgenommen hat. Dazu *Rudolph*, Bankhistorisches Archiv (2001), Beiheft 40, S. 58 f. Vgl. auch *Gerum*, Das deutsche Corporate-Governance-System, S. 97 ff.; *Lutter*, Jura 2002, 83, 83; *Merkt*, AG 2003, 126 127.

⁷⁵ *Rudolph*, Bankhistorisches Archiv (2001), Beiheft 40, S. 50 und 58 f.; *Gerum*, Das deutsche Corporate-Governance-System, S. 97 ff.

⁷⁶ *Assmann* in: FS Kümpel, S. 5; *Merkt*, AG 2003, 126, 136; *Hopt* in: Handbuch Corporate Governance, S. 35 f; *Baum* in: Corporate Governance in Context, S. 15 ff; *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 453.

⁷⁷ *Hommelhoff*, ZGR 2000, 748, 768 f.

⁷⁸ Kommission der europäischen Gemeinschaften, Mitteilung der Kommission an den Rat und das europäische Parlament, Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan, KOM (2003) 284 endgültig. Eine zusammenfassende Übersicht findet sich bei *Hopt* in: Handbuch Corporate Governance, S. 43.

⁷⁹ Vorsitzender war Jaap Winter. Die übrigen Mitglieder waren J. M. Garrido Garcia, K. J. Hopt, J. Rickford, G. Rossi, J. Christensen, J. Simon.

ar 2003 zu erwähnen.⁸⁰ Dieses wurde inzwischen größtenteils gesetzgeberisch umgesetzt.⁸¹

Im Unterschied zum deutschen Corporate Governance System trifft man in den USA auf ein kapitalmarktrechtliches Regelungsmodell der Corporate Governance.⁸² Das US-amerikanische Modell beruht in erster Linie auf den Regelungen der Kapitalmarktgesetze, die einen Rahmen zwingender Mindestanforderungen aufstellen. Auch wenn die Kapitalmarktgesetze überwiegend nicht vorschreiben, wie die Gesellschaft geführt und kontrolliert werden soll, haben diese faktisch großen Einfluss auf die Führung und Kontrolle der Gesellschaft. Dem liegt die „full disclosure“ Philosophie des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts zugrunde.⁸³ Der Anleger soll entscheiden, wie die Corporate Governance eines Unternehmens aussehen soll, in das er investiert. Dazu bedarf es nicht mehr als der wahrheitsgemäßen Offenlegung aller Umstände, die für die Beurteilung dieser Frage von Bedeutung sind. Die Bereitstellung dieser Informationen durch zwingende und haftungsbewehrte Offenlegungspflichten ist Aufgabe des Kapitalmarktrechts. Das weitgehend dispositive Gesellschaftsrecht enthält demgegenüber nur wenige Mindestanforderungen.⁸⁴ Dieses Corporate Governance Modell spiegelt auch den Umstand wider, dass US-amerikanische Unternehmen vorwiegend eigenkapitalfinanziert sind. Seit langem herrscht in der amerikanischen Corporate Governance Debatte Streit darüber, ob sich die Probleme, die aus der Trennung von Leitungsmacht und Eigentum resultieren, allein durch die Kräfte des Marktes lösen lassen oder ob es daneben regulatorischer Eingriffe bedarf.⁸⁵ In jüngster Zeit haben – mit dem in Kraft treten des Sarbanes-Oxley Act 2002 („SOX“) – die Befürworter regulatorischer Eingriffe zumindest faktisch die Oberhand gewonnen.⁸⁶ Bemerkenswert ist, dass der SOX, der ein kapitalmarktrechtliches Gesetz ist, eine Vielzahl von Regelungen enthält, die auf die Ausgestaltung der Organisationsverfassung einwirken und daher nach deutschem Verständnis dem Gesellschaftsrecht zuzuordnen wären.⁸⁷

⁸⁰ Vgl. Bundesministerium der Justiz und Bundesministerium der Finanzen, Pressemitteilung Nr. 10/03 vom 25.2.2003.

⁸¹ Siehe dazu die Übersicht bei *Große/Boos*, WM 2006, 1177, 1178.

⁸² *Assmann* in: FS Kümpel, S. 3; *Merkt*, AG 2003, 126, 127; *Teichmann*, ZGR 2001, 645, 646.

⁸³ *Merkt*, AG 2003, 126, 127.

⁸⁴ *Merkt* spricht vom Funktionsverlust des einzelstaatlichen Gesellschaftsrechts, AG 2003, 126, 127. Vgl. auch *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 645.

⁸⁵ Siehe dazu mit weitere Nachweisen *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht S. 84 bis 128 insbesondere 86.

⁸⁶ Vgl. *Donald*, WM 2003, 705, 705 f.

⁸⁷ *Krause*, WM 2003, 762, 763 ff.; *Kersting*, ZIP 2003, 2010, 2010; *Assmann* in: FS Kümpel, S. 8 f. Zu einem ähnlichen Befund aus amerikanischer Sicht kommt *Romano*, 114 Yale L.J. 1521, 1523. Dazu dann ausführlich 2. Kapitel, § 3., S. 72 ff.

Aufgrund der neueren Entwicklungstendenzen in beiden Ländern zeigt sich, dass sich das deutsche und US-amerikanische Corporate Governance System gegenseitig beeinflussen.⁸⁸ Jedoch bauen die beiden Corporate Governance Systeme auf national verschiedenen rechtlichen, historischen und kulturellen Vorgaben auf, weshalb das jeweilige Corporate Governance System gezwungen ist, sich innerhalb seiner institutionellen Vorgaben weiterzuentwickeln. In der internationalen Debatte wird dieses Phänomen als Pfadabhängigkeit (*path dependency*) bezeichnet.⁸⁹

II. Gesellschaftsinteresse: Stakeholder- versus Shareholder-Modell

Ein grundlegender Unterschied zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen Corporate Governance Modell liegt in der unterschiedlichen Vorstellung, in wessen Interesse die Gesellschaft zu führen ist. Der Begriff des Gesellschaftsinteresses⁹⁰ hat im US-amerikanischen und im deutschen Recht eine unterschiedliche Bedeutung.

Traditionell wird im deutschen Recht davon ausgegangen, dass eine AG im Interesse einer Vielzahl von Bezugsgruppen (*stakeholder*) zu führen ist.⁹¹ So hat der frühere § 70 Abs. 1 AktG 1937 den Vorstand angehalten, die Gesellschaft so zu leiten, wie das Wohl des Betriebes und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern.⁹² Trotz seiner Streichung wird auch im geltenden deutschen Recht davon ausgegangen, dass neben den Interessen der Anteilseigner (*Eigenkapital*) auch diejenigen anderer Bezugsgruppen zu berücksichtigen sind.⁹³ Dazu gehören die Arbeitnehmer (*Arbeit*), die Gläubiger (*Fremdkapital*)⁹⁴ und die Öffentlichkeit (*Gemeinwohl*).⁹⁵ Insbesondere das Inte-

⁸⁸ So auch *Donald*, WM 2003, 705, 706 und 712.

⁸⁹ Sehr anschaulich *Siems*, Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre, S. 379 ff. Vgl. auch *Bebchuk/Roe* in: *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, S. 69 ff.

⁹⁰ Die Begriffe Gesellschaftsinteresse und Unternehmensinteresse werden in dieser Arbeit synonym verwendet. Der Begriff Unternehmensinteresse wird aber nur selten verwendet.

⁹¹ Im Einzelnen ist hierzu vieles umstritten. In Deutschland hatte die rechtsdogmatische Debatte um den Begriff des Gesellschaftsinteresses ihren Höhepunkt in den späten siebziger und frühen achtziger Jahren. Zum Verlauf der Debatte siehe, *Krämer*, Das Unternehmensinteresse, S. 27 ff.; *Fleischer* in: *Handbuch Corporate Governance*, S. 132.

⁹² Siehe ausführlich zur historischen Entwicklung, *Fleischer* in: *Handbuch Corporate Governance*, S. 130 ff.; *Fleischer* in: *Spindler/Stilz, AktG*, § 76 Rn. 24-27.

⁹³ *Mertens* in: *Kölner Komm. AktG*, § 76 Rn. 16; *Baums*, ZIP 1995, 11, 13; *Fleischer* in: *Handbuch Corporate Governance*, S. 133; *Hüffer*, *AktG*, § 76 Rn. 12.

⁹⁴ *Hübner*, *Interessenkonflikte und Vertretungsmacht*, S. 230; *Kunze*, ZHR 144 (1980), 100, 115.

resse der Öffentlichkeit ist weit gefächert und erfasst unter anderem den Umweltschutz,⁹⁶ struktur-, wettbewerbs-, arbeitsmarkt- und industriepolitische Interessen.⁹⁷ Nach der bisherigen herrschenden Meinung besteht kein Rangverhältnis unter den Interessen und der Vorstand muss diese im Konfliktfall im Wege der praktischen Konkordanz in Ausgleich bringen.⁹⁸

Bedenklich ist, dass sich der unscharfe Begriff des Gesellschaftsinteresses nicht sinnvoll konkretisieren lässt und dem Vorstand einen kaum nachprüfbaren Ermessensfreiraum verschafft.⁹⁹ Das neuere Schrifttum¹⁰⁰ sympathisiert daher mit der Idee, die Steigerung des Unternehmenswertes zum vorrangigen Unternehmensziel zu erheben. Dieser Ansatz gründet auf der ökonomischen Erkenntnis, dass erstens die Anteilseigner das eigentliche Risiko der Unternehmung tragen¹⁰¹ und zweitens die Anteilseigner auf einen besonderen Schutz ihrer Interessen durch das Aktienrecht angewiesen sind, während die Interessen anderer Bezugsgruppen bereits durch arbeits- und sozialrechtliche Bestimmungen, Kapitalaufbringungs- und Kapitalerhaltungsregelungen, Verbrauchergesetze und Umweltschutzbestimmungen berücksichtigt werden.¹⁰²

Nach traditionell amerikanischem Verständnis soll eine Gesellschaft allein zur Maximierung des Unternehmenswertes, verstanden als Wert des Eigenkapitals, im Interesse der Anteilseigner (*shareholder*) geführt werden. Als Ausgangspunkt in der amerikanischen Diskussion gilt die Entscheidung *Dodge v. Ford Motor Co.* aus dem Jahre 1919, die den erwerbswirtschaftlichen Cha-

⁹⁵ *Seibt* in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 12; *Kunze*, ZHR 144 (1980), 100, 115; vgl. auch *Hüffer*, AktG, § 76 Rn. 12; *Baums*, ZIP 1995, 11, 13; *Mertens* in: Kölner Komm. AktG, § 76 Rn. 16.

⁹⁶ *Raiser/Veil*, Kapitalgesellschaften, S. 143; *Mertens* in: Kölner Komm. AktG, § 76 Rn. 16.

⁹⁷ Vgl. *Nicklisch*, Sarbanes-Oxley Act, S. 87.

⁹⁸ *Hüffer*, AktG, § 76 Rn. 12; *Mertens* in: Kölner Komm. AktG, § 76 Rn. 19. *Hefermehl/Spindler* in: MüKo AktG, § 76 Rn. 77; *Raiser/Veil*, Kapitalgesellschaften, S. 143. *Hopt*, ZGR 1993, 534, 536. *Brinkmann*, Unternehmensinteresse und Unternehmensrechtsstruktur, S. 44 mit weiteren Nachweisen.

⁹⁹ Vgl. *Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft, S. 392; *Empt*, Corporate Social Responsibility, S. 167 ff.

¹⁰⁰ *Fleischer* in: Spindler/Stilz, AktG, § 76 Rn. 38; *Seibt* in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 12; *Wymeersch*, ZGR 2001, 294, 303; wohl auch: *Kort* in: Großkommentar AktG, § 76 Rn. 64.

¹⁰¹ *Seibt* in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 12; *Fleischer* in: Spindler/Stilz, AktG, § 76 Rn. 31; *Wymeersch*, ZGR 2001, 294, 303; *Empt*, Corporate Social Responsibility, S. 154 ff. Eine umfassende ökonomische Analyse findet sich bei: *Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft, S. 170 ff. und 389 ff.

¹⁰² *Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft, S. 392; *Fleischer* in: Spindler/Stilz, AktG, § 76 Rn. 31; *Seibt* in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 12; *Wymeersch*, ZGR 2001, 294, 303; *Kort* in: Großkommentar AktG, § 76 Rn. 64; *Empt*, Corporate Social Responsibility, S. 156 ff.

rakter der corporation und die strenge Ausrichtung der Unternehmensleitung auf die Gewinnmaximierung im Interesse der Anteilseigner betont.¹⁰³ In der Folgezeit rückte zunächst die Rechtsprechung im Bundesstaat Delaware von diesem allein am shareholder-value orientierten Ansatz ab und führte aus, dass im besten Interesse der Gesellschaft auch die Interessen andere Bezugsgruppen (*other constituencies*) berücksichtigt werden dürfen.¹⁰⁴ Zudem wurden in den achtziger Jahren vor dem Hintergrund eines starken Anstiegs feindlicher Unternehmensübernahmen in 30 Staaten vom Gesetzgeber sog. other-constituencies Regelungen eingeführt.¹⁰⁵ Diese erlaubten es der Unternehmensleitung, insbesondere bei der Aufnahme von Abwehrmaßnahmen gegen eine feindliche Unternehmensübernahme (*hostile take over*), neben den Interessen der Anteilseigner auch die Interessen anderer Bezugsgruppen zu berücksichtigen. In Delaware wurde keine entsprechende Regelung eingeführt. Auch unterscheiden sich die Regelungen in den einzelnen Bundesstaaten inhaltlich voneinander. Den Grundtenor der einzelstaatlichen Regelungen fasst am besten der Standpunkt des American Law Institute zusammen, wonach die Unternehmensleitung neben den Gesellschafts- und den Interessen der Anteilseigner die Interessen anderer Bezugsgruppen, die für die Gesellschaft berechtigterweise von Bedeutung sind, berücksichtigen kann, sofern dies die langfristigen Interessen der Anteilseigner nicht wesentlich beeinträchtigt.¹⁰⁶ Die Orientierung der Unternehmensleitung am Schutz der Vermögensinteressen der Anteilseigner spiegelt auch den Umstand wider, dass in den USA die Unternehmensfinanzierung über Eigenkapital traditionell stark ausgeprägt ist.

III. Verwaltungsrat: Monistisches versus Dualistisches System

Ein weiterer grundlegender Unterschied zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Corporate Governance Modell liegt in der Struktur der Verwaltungsspitze. Im Gegensatz zur dualistischen Verwaltungsspitze der deutschen AG verfügt die amerikanische corporation über ein einheitliches Verwaltungsorgan.

¹⁰³ Das Gericht führte in *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 688 (1919) aus “A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholder. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes”.

¹⁰⁴ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2d 946, 955 (Del. 1985).

¹⁰⁵ Vgl. ALI, Principles of Corporate Governance, § 6.02, S. 411 f. (1994).

¹⁰⁶ ALI, Principles of Corporate Governance, § 6.02 (b) (2), S. 405 (1994) “The board may ... have regard for interests or groups (other than shareholders) with respect to which the corporation has a legitimate concern if to do so would not significantly disfavor the long-term interests of shareholders”.

Das deutsche Aktienrecht stattet die AG – aufgrund von § 23 Abs. 5 AktG zwingend¹⁰⁷ – mit drei Organen aus, indem es neben der Hauptversammlung eine dualistische, in Vorstand und Aufsichtsrat aufgeteilte Verwaltungsspitze vorsieht. Während dem Vorstand die Leitung der Gesellschaft obliegt (§ 76 Abs. 1 AktG) und er das alleinige Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan ist (§§ 77, 78 AktG), obliegt dem Aufsichtsrat als Kontrollorgan die Überwachung (§ 111 Abs. 1 AktG) der Geschäftsführung. Beide Funktionen sind sowohl personell (§ 105 Abs. 1 AktG) als auch sachlich (§ 111 Abs. 4 S. 1 AktG) getrennt.

Im US-amerikanischen Recht wird die corporation durch ein einheitliches Verwaltungsorgan, dem board of directors, geleitet und überwacht. Das board übernimmt als zweites Organ neben der Aktionärsversammlung die Leitungsfunktion in der corporation. Nach Delaware General Corporation Law („DGCL“) § 144 (a) und den entsprechenden Vorschriften in anderen Staaten¹⁰⁸ obliegt die Leitung der corporation dem board als Kollegialorgan.¹⁰⁹ In der Praxis wird aber die Führung der laufenden Geschäfte vom board auf die leitenden Angestellten (*officers*) übertragen. Die Leitungsaufgabe des boards beschränkt sich dann auf die Festlegung der Leitlinien der Geschäfts- und Unternehmenspolitik.¹¹⁰ Im Umfang der Übertragung von Leitungsaufgaben nehmen im Gegenzug dann die Kontrollaufgaben des boards zu.¹¹¹ Eine personelle Trennung zwischen officer und board-Mitgliedern sieht das US-amerikanische Recht nicht vor. Die Position eines officers wird daher auch von board-Mitgliedern bekleidet. Kennzeichnend hierfür ist die – für die US-amerikanische Unternehmenspraxis typische – Stellung des „starken“ CEO, der in der Regel zugleich Vorsitzender des boards ist.¹¹²

¹⁰⁷ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 36; Pentz in: Vorstandsrecht, S. 535; Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 771.

¹⁰⁸ Einzelnachweise zu den Vorschriften aller Staaten finden sich bei Fletcher, Cyclopedia Corporations § 505 (2007).

¹⁰⁹ Vgl. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* 634 A.2d 345, 360 (Del. 1993) „...the fundamental principle of Delaware law that the business and affairs of a corporation are managed by or under the direction of its board of directors“.

¹¹⁰ Vgl. Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht S. 314 und 327 ff.

¹¹¹ Unabhängig von der Realstruktur der corporation nimmt das board daher immer zugleich Geschäftsleitungs- und Kontrollaufgaben wahr. So auch Böckli in: Handbuch Corporate Governance, S. 209; Weisser, Corporate Opportunities, S. 20 in Fußnote 8. Nach einer Literaturmeinung nimmt demgegenüber das board in großen Publikumsgesellschaften ganz überwiegend Kontrollaufgaben wahr und ist daher funktional mit dem Aufsichtsrat zu vergleichen: Knapp, Die Treuepflicht der Aufsichtsratsmitglieder, S. 24 am Ende und S. 355; Nicklisch, Sarbanes-Oxley Act, S. 90 f.

¹¹² In 93% aller großen US-amerikanischen Publikumsgesellschaften herrscht Personalunion zwischen dem CEO und dem Vorsitzenden des board. Dazu Böckli in: Handbuch Corporate Governance, S. 208.

Abhängig von der Realstruktur der jeweiligen Gesellschaft, können sich aber das monistische und das dualistische Verwaltungssystem in der Praxis weitgehend annähern.¹¹³ Die Unterscheidung verliert auch vor dem Hintergrund an Konturen, dass bei der Wahl der Rechtsform einer SE auch dem deutschen Satzungsgeber ein Wahlrecht zwischen beiden Verwaltungssystemen eröffnet wird.¹¹⁴ Weiterhin plant die Europäische Kommission ausweislich ihres EU-Aktionsplans¹¹⁵ mittelfristig ein entsprechendes Wahlrecht in die nationalen Aktienrechte einzuführen. Dieses Vorhaben ist auch in der deutschen Literatur auf breite Zustimmung gestoßen.¹¹⁶

Diese Arbeit verfolgt einen funktionalen Ansatz und stellt dem monistischen Verwaltungsrat der corporation die dualistische Verwaltungsspitze der AG, bestehend aus Vorstand und Aufsichtsrat, gegenüber. So werden etwa die Organpflichten, die sich an die board-Mitglieder richten, den Pflichten gegenüber gestellt, die sich an die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats richten.

¹¹³ Vgl. Präambel zum DCGK „Das... duale Führungssystem und das monistische Verwaltungsratssystem bewegen sich wegen des intensiven Zusammenwirkens von Vorstand und Aufsichtsrat im dualen Führungssystem in der Praxis aufeinander zu ...“.

¹¹⁴ Artikel 38 lit. b Verordnung (EG) 2157/2001 vom 8.10.2001, Amtsblatt Nr. L 294, S. 12 „Die SE verfügt ... über ... entweder ein Aufsichtsorgan und ein Leitungsorgan (dualistisches System) oder ein Verwaltungsorgan (monistisches System), entsprechend der in der Satzung gewählten Form“. Vgl. auch §§ 15 bis 49 Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft vom 22.12.2004, BGBl. I 2004, 3675 ff.

¹¹⁵ Kommission der europäischen Gemeinschaften, Mitteilung der Kommission an den Rat und das europäische Parlament, Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan, KOM (2003) 284 endgültig, S. 18 f. und 29. Die Kommission folgt insoweit dem Rat der High Level Group.

¹¹⁶ *Fleischer*, AcP 204 (2004), 502, 521 ff.; *Fleischer* in: Spindler/Stilz, AktG, § 76 Rn. 2; *Hopt* in: Corporate Governance, S. 45 f.; *Hopt/Roth* in: Großkommentar AktG, § 95 Rn. 123; *Cromme* in: Corporate Governance Report 2003, 30 f.