German Working Papers in Law and Economics

Volume 2005 *Paper* 5

Investorvertrauen, Corporate Governance und die Abschaffung des Konzernrechts

Ulrich Wackerbarth

Abstract

Der folgende Beitrag versucht, grundlegende Zusammenhänge zwischen den deutschen Wertpapiermärkten und der Corporate Governance börsennotierter Aktiengesellschaften aufzudecken und ihren Einfluss auf und die Beeinflussung durch das deutsche Konzernrecht darzustellen. Seine zentrale These ist die Notwendigkeit der Abschaffung des Sonderrechts des unternehmerischen Mehrheitsgesellschafters. Dabei werden Grundfragen der Leitung von Aktiengesellschaften in einen Bezug zu aktuellen deutschen, internationalen und europäischen Entwicklungen in Rechtsprechung und Gesetzgebung gesetzt. Insbesondere werden wesentliche Teile des geplanten Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) analysiert sowie empirische Studien und rechtsvergleichend neuere Entwicklungen im amerikanischen Gesellschaftsrecht berücksichtigt. Schliewird aufgezeigt, inwieweit die erforderliche Abschaffung des Konzernrechts durch diese Entwicklungen unterstützt oder behindert werden.

Copyright ©2005 by the authors.
http://www.bepress.com/gwp
All rights reserved.

Investorvertrauen, Corporate Governance und die Abschaffung des Konzernrechts

von Ulrich Wackerbarth, Hagen

Inhaltsverzeichnis

I. Einführung ... 1
II. Die deutschen Wertpapiermärkte und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung ... 3
1. Ergebnisse internationaler Studien ... 3
2. Warum liquide Wertpapiermärkte? ... 9
3. Rechtliche Grundbedingungen für liquide Wertpapiermärkte ... 13
III. Folgerungen für die Corporate Governance ... 16
1. Corporate Governance in den USA und Deutschland ... 16
2. Grundprobleme einer effektiven Überwachung der Geschäftsführung ... 20
3. Aufsichtsrat und Kontrolle des Hauptaktionärs in den USA und Deutschland ... 22
4. Zwischenergebnis ... 29
IV. Die Abschaffung des Konzernrechts: Notwendigkeit ... 30
1. Der unternehmerische Interessenkonflikt - eine Chimäre ... 30
2. Folgen des Konzernrechts für die Wertpapiermärkte ... 34
3. Vorteile der Abschaffung des Konzernrechts: ... 35
V. Die Abschaffung des Konzernrechts: Prognose ... 36
1. Optimistische Prognose ... 36
2. Pessimistische Prognose ... 41
3. Résumée ... 45
VI. Die Macht zur Abschaffung des Konzernrechts ... 46
1. Rechtsprechung ... 46
2. Gesetzgeber ... 47
VII. Schluss ... 47
1. Der Ausbau der Treuepflicht 47
2. ... durch die Rechtsprechung ... 47
3. Anlegervertrauen als Ziel ... 48

I. Einführung

Der folgende Beitrag versucht, grundlegende Zusammenhänge zwischen den deutschen Wertpapiermärkten und der Corporate Governance börsennotierter Aktiengesellschaften aufzudecken und ihren Einfluss auf und die Beeinflussung durch das deutsche Konzernrecht darzustellen. Seine zentrale These ist die Notwendigkeit der Abschaffung des Sonderrechts des unternehmerischen Mehrheitsgesellschafters. Dabei werden Grundfragen der Leitung von Aktiengesellschaften in einen Bezug zu aktuellen deutschen, internationalen und europäischen Entwicklungen in Rechtsprechung und Gesetzgebung gesetzt. Insbesondere werden wesentliche Teile des geplanten Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) analysiert sowie empirische Studien und rechtsvergleichend neuere Entwicklungen im amerikanischen Gesellschaftsrecht berücksichtigt. Schließlich wird aufgezeigt, inwieweit die erforderliche Abschaffung des Konzernrechts durch diese Entwicklungen unterstützt oder behindert werden.

Produced by bepress.com, 2013

Die Grundfunktion der börsennotierten Aktiengesellschaft, Kapital zu sammeln und einer unternehmerischen Aufgabe zuzuführen,[1] führt unmittelbar zu der Frage nach ihrer Organisation. Wie sollte die Aktiengesellschaft organisiert sein, so dass sie ihre unternehmerische Aufgabe bestmöglich, d.h. effizient erfüllt?

Für das Wohlergehen von Unternehmen und Gesellschaft besonders wichtig ist das zentralisierte Management.[2] Dies erleichtert das Betreiben eines Unternehmens zunächst ganz erheblich. Die Investoren müssen ihr Unternehmen nicht selbst leiten und sich nicht ständig erneut über die konkrete Ausfüllung des Gesellschaftszwecks einigen, sondern können diese Fragen einem Dritten überlassen. Für den Investor bedeutet das zentralisierte Management den zentralen Vorteil der Publikumskapitalgesellschaft: Er kann sich auf seine Anlagetätigkeit beschränken und wird dies auch tun.

Angesichts der Tatsache, dass die Investoren wegen ihrer oft nur geringen Beteiligung ihre Rechte als Anteilseigner nicht oder nur ungenügend ausüben (sog. rationale Apathie der Investoren)[3], ist der Hauptvorteil eines zentralisierten Managements zugleich das zentrale Problem. Wie kann sichergestellt werden, dass der Vorstand möglichst zutreffende, jedenfalls bei einer ex-ante-Beurteilung bestmögliche unternehmerische Entscheidungen trifft, um das Unternehmen im Wettbewerb erfolgreich und im Sinne der Kapitalgeber zu führen? Wie kann verhindert werden, dass die Manager, bei denen die Fäden zusammenlaufen und die daher über eine erhebliche Macht verfügen, diese Macht mißbrauchen? Ein Missbrauch der durch § 76 AktG vermittelten Vorstandsmacht ist auf vielerlei Arten und Weisen denkbar: Die Einverleibung von der Gesellschaft zustehenden Geschäftschancen durch das Management, Verträge mit der Gesellschaft zum wirtschaftlichen Vorteil des einzelnen Managers, Insidergeschäfte, Vernachlässigung der Aufgaben, überhöhte Gehälter oder Abfindungen usw... Beispiele für die Verselbständigung des Managements von denjenigen, für die sie die unternehmerische Leitungsfunktion ausüben, bilden etwa die Holzmüller- oder die Gelatine-Entscheidung.[4]

Aus alldem folgt die Notwendigkeit einer Kontrolle und Überwachung des Vorstands, die auf verschiedene Arten und Weisen erfolgen können. Ein Ansatzpunkt sind organschaftliche

---

1 *Robert C. Clark*, Corporate Law, 1986, S. 2 ff.,, siehe auch jüngstens *Margaret M. Blair*, Reforming Corporate Governance: What History Can Teach Us, Berk. Bus. L. J. 1 (2004), 1ff.

2 Zu den anderen Charakteristika einer börsennotierten Aktiengesellschaft (Haftungsbeschränkung, freie Übertragbarkeit der Anteile und juristische Persönlichkeit) siehe u.a. *Clark* und *Blair* (Fn. 1) sowie *Hansmann/Kraakman* in Kraakman/Davies/Hansmann/Hertig/Hopt/Kanda/Rock, The Anatomy of Corporate Law, 2004, S. 1ff. Von *Blair* und *Clark* Nicht ausdrücklich erwähnt ist ein fünftes Charakteristikum, nämlich die Mehrheitsherrschaft nach Kapitalanteilen, von *Hansmann/Kraakman* nur unzureichend mit Investor Ownership beschrieben. Das Mehrheitsprinzip nach Kapitalanteilen dient ebenso wie das zentralisierte Management der Kapitalsammelfunktion der Aktiengesellschaft. Es bindet unternehmerischen Einfluss an die in das Unternehmen geflossene Investition. Investoren würden nicht in eine Publikumsgesellschaft investieren, wenn sie wüssten, dass sie sich (bei Einstimmigkeitsprinzip) mit tausenden anderer Investoren einigen müssten oder (bei Abstimmung nach der Mehrheit der Köpfe) eine höhere Investition ihr Geld nicht wert wäre, weil die Grenzinvestition (zusätzliche Anlage) keinerlei zusätzlichen Einfluss vermittelte. Das Mehrheitsprinzip reduziert den Einigungszwang unter den Gesellschaftern in den Fällen, in denen die Hauptversammlung eine Entscheidungszuständigkeit besitzt. Die Gesellschaft bleibt daher stets führbar.

3 Sie verhalten sich "apathisch", weil sie ihr Stimmrecht nicht ausüben und das ist rational, weil die Kosten für die Informationssammlung über die zur Abstimmung gestellten Fragen außer Verhältnis zu dem möglichen Nutzen durch eine informierte Stimmabgabe stehen, vgl. dazu *Clark* (Fn. 1), S. 390-392, *Wackerbarth*, Grenzen der Leitungsmacht in der internationalen Unternehmensgruppe (2001), S. 470 m.w.N. in Fn. 7; *Anne van Aaken*, Shareholders Suits as a Technique of Internalization and Control of Management, RabelsZ 68 (2004), 288ff., 292f. m.w.N., 320 und Fn. 74, 110; Hansmann/Kraakman (Fn. 2), S. 41ff.

4 BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703 (Holzmüller); BGH, Urt. v. 26. 4. 2004, NJW 2004, 1860 (Gelatine).

Sorgfalts- und Treuepflichten, die etwa in §§ 93, 116 AktG festgelegt sind. Neben diesen teilweise schwer zu konkretisierenden und daher ebenso schwer überprüfbaren Rechtspflichten wirken auf das Management jedoch weitere Kräfte ein.

(1) Die Macht des Vorstands wird zunächst durch verschiedene Formen interner Aufsicht beschränkt. Die Anteilseigner überwachen den Vorstand mittelbar, namentlich durch den Aufsichtsrat, ferner unmittelbar durch die Ausübung des Stimmrechts in der Hauptversammlung einschließlich der Anfechtungsklage (diese Mittel kann man unter dem Begriff *voice* zusammenfassen). Soweit die Investoren aber nur mit einen geringen Anteil beteiligt sind, leiden diese Formen der Überwachung an der erwähnten rationalen Apathie der Anteilseigner.

(2) Das Problem der rationalen Apathie besteht jedoch nicht bei der Aufsicht durch einem Groß- oder Mehrheitsaktionär: Der durch eine Anteilsmehrheit oder einen größeren Anteilsblock vermittelte unternehmerische Einfluss einzelner Gesellschafter kann unter verschiedenen Aspekten[5] die Macht der Verwaltung wirksam beschränken. Diese Überwachung durch eine institutionalisierte Mehrheit wirft aber ihrerseits ein Missbrauchsproblem auf, da die Mehrheit ebenfalls versuchen kann, ihre Macht zum Eigennutz zu mißbrauchen.

(3) Ferner übernimmt der Kapitalmarkt, insbesondere der Wertpapiermarkt, eine Kontrollfunktion. Die dort aggregierten Kauf- oder Verkaufsentscheidungen der Anleger führen zu steigenden oder sinkenden Kapitalkosten. Die Möglichkeit des Ausstiegs durch Verkauf der Anteile *(exit)* kann in letzter Konsequenz zu einer Übernahme der Gesellschaft führen, so dass anschließend eine wirksame Kontrolle durch einen Anteilsblock gewährleistet ist (Bestrafungsfunktion). Bereits die Drohung mit dieser Möglichkeit wird - so die Grundüberlegung - dazu führen, dass das Management auf die Folgen seiner Entscheidungen für den Aktienkurs achtet (Präventivfunktion). Zugleich eröffnet der Wertpapiermarkt den Unternehmen mit den besten und erfolgreichsten Managern günstige Finanzierungsmöglichkeiten (Belohnungsfunktion). Ein so funktionierender Wertpapiermarkt setzt voraus, dass die aus ihm resultierenden Kräfte groß genug sind und die börsennotierte Aktiengesellschaft sich zu einem größeren Teil durch die Ausgabe von Aktien finanziert. Dies ist in Deutschland bislang - leider - nur begrenzt der Fall, wie im folgenden aufgezeigt wird.

II. Die deutschen Wertpapiermärkte und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung

1. Ergebnisse internationaler Studien

a) Tiefe der deutschen Wertpapiermärkte

Die Kapitalsammelfunktion der Aktiengesellschaft und die freie Übertragbarkeit der Anteile haben historisch zu einem Markt geführt. Dieser Markt für Anteile an Aktiengesellschaften ist in Deutschland weniger gut entwickelt als z.B. in den U.S.A. oder England. Man kann die Tiefe (Liquidität) eines Kapitalmarktes - jedenfalls grob und relativ zur weltweiten Lage - messen, indem man die Marktkapitalisierung sämtlicher Börsengesellschaften in ein

[5] Der Groß- oder Mehrheitsaktionär kann durch Ausübung seines Stimmrechts insbesondere das Management auswechseln, wenn es seine Aufgabe nicht zufriedenstellend erfüllt. Darüber hinaus kann er - gerade auch wegen seiner Personalhoheit - weiteren Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen und dafür sorgen, dass sie das Unternehmen wertsteigernd führt.

Produced by bepress.com, 2013

Verhältnis zum Bruttosozialprodukt pro Kopf setzt. Damit erfasst man allerdings nicht die tatsächlich handelbaren Aktien und damit die Summe des Vermögens, das von Kleinanlegern zur Verfügung gestellt wird. Auf diese kommt es aber wesentlich an, wenn es um die Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen am Kapitalmarkt geht. Aus diesem Grund hat im Juni 2002 eine Umstellung der Gewichtung im DAX auf den Streubesitz (free-float-Gewichtung) stattgefunden.[6] Folglich sind nur solche Untersuchungen aussagekräftig, die zumindest den Versuch unternehmen, die in "festen Händen" (Familien, beherrschende Gesellschafter) befindlichen Aktien aus der Berechnung herauszunehmen. Eine solche Übersicht haben weltweit *La Porta* et al. 1997 gegeben.[7] In Auszügen sieht sie wie folgt aus

Tabelle 1

Country	External Capital/GNP	Domestic Firms/Pop	IPO/Pop
U.K.	1,00	35,68	2,01
U.S.	0,58	30,11	3,11
Netherlands	0,52	21,13	0,66
France	0,23	8,05	0,17
Italy	0,08	3,91	0,31
Austria	0,06	13,87	0,25
Switzerland	0,62	33,85	
Germany	0,13	5,14	0,08

Zur Erläuterung: Spalte 1 gibt das Verhältnis von Aktien im Streubesitz (von den Autoren mangels näherer Informationen nur grob geschätzt, indem von den handelbaren Aktien der Anteil der jeweils drei größten Aktionäre abgezogen wurde) zum Bruttosozialprodukt wieder, Spalte 2 die Zahl der Börsengesellschaften im Verhältnis zur Bevölkerungszahl (in Millionen) eines Landes, Spalte 3 die Zahl der Börsengänge im Jahr 1995-1996, ebenfalls im Verhältnis zur Bevölkerungszahl.

Quelle: La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, Legal Determinants of External Finance, J. Fin. 52 (1997) 1131, 1138

Die Zahlen sprechen, bei aller Möglichkeit von Ungenauigkeiten in der Berechnungsweise eine deutliche Sprache: In Deutschland sind die Wertpapiermärkte unterentwickelt und nicht liquide genug, um neue unternehmerische Ideen zu finanzieren.

b) Marktkapitalisierung der größten Unternehmen

Ein Beispiel für die geringe Marktkapitalisierung selbst größerer Unternehmen findet sich etwa in einer Untersuchung von *La Porta* et al aus dem Jahr 1998.[8] Dabei schneidet Deutschland, wie die folgende Übersicht zeigt, äußerst schlecht ab. Zu berücksichtigen ist, dass in der Tabelle nur die 10 größten Unternehmen aus dem Nicht-Banken-Sektor berücksichtigt wurden. Selbst bei diesen kann Deutschland mit den Vereinigten Staaten, England oder Japan nicht mithalten, was die durchschnittliche Marktkapitalisierung angeht.

[6] Vgl. dazu etwa www.sr-online.de/themen/index.jsp?dir=7&aufklapp=697&akt=1098&id=56275.

[7] *Rafael La Porta/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrei Shleifer/Robert W. Vishny*, Legal Determinants of External Finance, J. Fin. 52 (1997) 1131, 1133.

[8] *Rafael La Porta/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrei Shleifer/Robert W. Vishny*, Law and Finance, J. Pol. Econ. 106 (1998) 1113, 1147.

Tabelle 2a:

Land	Durchschnittliche Marktkapitalisierung der 10 größten Unternehmen (ohne Banken und Versicherungen) in Mio. US-$
Deutschland	8.540
Frankreich	8.914
Japan	26.677
Großbritannien	18.511
USA	71.650

Quelle: Auszug aus: La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, Law and Finance, J. Pol. Econ. 106 (1998), 1113, 1147f.

Aktuellere Zahlen (vom 3. September 2004) lassen sich den von Dow Jones veröffentlichten Ranglisten für internationale Aktienindizes entnehmen. Allerdings sind die folgenden Zahlen mit Vorsicht zu betrachten. Denn an der Methode der Ermittlung des *free-float* bestehen im Hinblick auf die tatsächlich gehandelten Aktien und die unterschiedliche Strenge der jeweiligen Kapitalmarkrechte im Hinblick auf die Offenlegung von größeren Beteiligungen gewisse Zweifel.[9] Grundsätzlich hat ist dem Vergleich aber zu entnehmen, dass sich seit der Untersuchung von *La Porta* et al jedenfalls im Verhältnis zu anderen großen Industrienationen nichts wesentliches geändert hat.

Tabelle 2b:

Land	Durchschnittliche Marktkapitalisierung der 10 größten Unternehmen (ohne Banken und Versicherungen) in Mio. €
Deutschland	24.485
Frankreich	21.984
Japan	35.872
Großbritannien	62.339
USA	181.042

Quelle: Dow Jones Indexes, Close v. 03.09.2004, im Internet unter http://indexes.dowjones.com/jsp/index.jsp (besucht am 6.9.2004)

[9] So wird etwa in der Beurteilung der free-float-Marktkapitalisierung von BASF von 100% ausgegangen, obschon die Allianz ein knapp 10%iges Paket an BASF hält.

Produced by bepress.com, 2013

c) Struktur: Blockholder Governance

Deutschland zeichnet sich nicht nur durch schwache Marktkapitalisierung der Wertpapiermärkte und selbst der größten Unternehmen aus, sondern auch durch eine Regelstruktur der börsennotierten Aktiengesellschaften, die von der jedenfalls in den U.S.A. und England stark abweicht. 75-85% der Gesellschaften besitzen einen größten Aktionär, der mehr als 25% der Stimmrechte hält.[10] Zwischen 22 und 40% der Gesellschaften besitzen sogar einen Aktionär, der mehr als eine Dreiviertel-Beteiligung hält.[11] Die folgende Übersicht schlüsselt die Eigentümerstrukturen näher auf

Tabelle 3a:

Proportion of companies with a single shareholding in excess of 25%, 50%, and 75% for the sample of 171 large industrial quoted companies in 1990

	Proportion of companies with a share stake in excess of		
	25%	50%	75%
A. Companies with a large shareholder	85.4%	57.3%	22.2%
the largest shareholder being ...			
1. Another German company	27.5%	21.1%	9.9%
2. An insurance company	1.8%	0.0%	0.0%
3. A trust/an institutional investor	12.9%	6.4%	1.8%
4. A family group	20.5%	16.4%	5.3%
5. A foreign company	9.9%	8.8%	5.3%
6. A bank	5.8%	0.0%	0.0%
7. The German State	1.2%	1.2%	0.0%
8. Other German authorities	3.5%	2.9%	0.0%
9. Unknown	2.3%	0.6%	0.0%
B. Companies without a large shareholding greater than 25, 50, or 75%, respectively.	14.6%	42.7%	77.8%
Total	100.0	100.0	100.0

Quelle: Franks/Mayer, Ownership and Control of German corporationis, Rev. Fin. Stud. 14 (2001), 943, 947.

[10] Von 75% gehen aus *Wolfgang Gerke/Ferdinand Mager* in Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004, S. 549, 551 mit Nachweisen in Fn. 6. 83% nehmen an *Marco Becht/Ekkehart Böhmer*, Voting Control in German Corporations, Int'l Rev. L. & Econ. 23 (2003), 1, 8 (Table 2), basierend auf einer Grundlage von 430 Aktiengesellschaften aus den Jahr 1996, die im übrigen auf S. 3 eine Vergleichsübersicht über Untersuchungen über Stimmrechtskonzentration in Deutschland von 1985 - 2001 geben. Von 85% gehen aus *Julian Franks/Colin Mayer*, Ownership and Control of German corporationis, Rev. Fn. Stud. 14 (2001), 943, 947, basierend auf einer Grundlage von 171 Firmen im Jahr 1990.

[11] Von 22% gehen aus *Franks/Mayer* (Fn. 10), 40% nehmen an *Becht/Böhmer* aaO (Fn. 10). Eine Studie von *Christoph van der Elst* (Fn. 18) nimmt eine geringfügig geringere Stimmrechtskonzentration in deutschen Gesellschaften an, bleibt aber wegen möglicher methodischer Unklarheiten hier außen vor, zu dem in der Studie enthaltenen Bias vgl. *Becht/Böhmer* (Fn. 10), Int'l Rev. L. & Econ. 23 (2003), 1, 9 in Fn. 15; vgl. auch weiter unten im Text bei Fn. 18 (zu den Zahlen für die USA).

Eine Vergleichsübersicht über die Stimmrechtskonzentration haben *La Porta* et al. im Jahr 1999 gegeben, die für die im folgenden genannten Länder (und andere) folgende Ergebnisse finden:

Tabelle 3b:

Land	Belgien	Italien	Frankreich	Deutschland	Spanien	Niederlande	U.K.	U.S.
Jahr	1995	1995	1995	1995	1995	1995	1995	1995
Mehr als20%	95%	80%	40%	50%	65%	70%	0%	20%
Mehr als 10%	100%	85%	70%	65%	85%	70%	10%	20%
Wenigerals10%	0%	15%	30%	35%	15%	30%	90%	80%

Erläuterung: Berücksichtigt wurden hier nur die 20 größten Unternehmen.
Quelle: La Porta et al., J. Fin. 54 (1999), 471ff., Daten der Tabelle auf S. 492f. entnommen

Tabelle 3c:

Land	Belgien	Italien	Frankreich	Deutschland	Spanien	Niederlande	U.K.	U.S.
Jahr	1995	1995	1995	1995	1995	1995	1995	1995
Mehr als20%	80%	100%	100%	90%	100%	90%	40%	10%
Mehr als 10%	90%	100%	100%	90%	100%	90%	90%	50%
Wenigerals10%	10%	0%	0%	10%	0%	10%	10%	50%

Erläuterung: Berücksichtigt wurden hier möglichst 10 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung nahe bei 500 Mio US-$.
Quelle: La Porta et al., J. Fin. 54 (1999), 471ff., 474, Daten aus Tabelle auf S. 494f.

Die in den Tabellen 3b und 3c wiedergegebenen Ergebnisse sind jedenfalls für die USA (grob) konsistent mit den Daten, die *Marco Becht* und *Ailsa Röell* im Jahr 1998 in einer Studie (Länderbericht) für das ECGI[12] ermittelten:[13]

Tabelle 3d:

Land	Deutschland	Niederlande	USA (NYSE).
Jahr	1996	1996	1996
Mehr als25%	82,5%	64,2%	5,2%
Mehr als 10%	97%	79,1%	27,1%
Wenigerals10%	3%	21,9%	73,9%

Quelle: Becht/Nöell, European Economic Review 43 (1999), Daten der Tabelle Table 2 auf S. 1053 entnommen

[12] European Corporate Governance Network, jetzt European Corporate Governance Institute, im Internet unter www.ecgi.org.

[13] *Marco Becht/Ailsa Röell*, Blockholdings in Europe: An International Comparison, European Economic Review 43 (1999), 1049ff.

Produced by bepress.com, 2013

Eine möglicherweise auf aktuelleren Zahlen beruhende Vergleichsübersicht hat 2004 *Eddy Wymeersch* gegeben.[14]

Tabelle 3e:

Stimmrechtskonzentration in Europa und den Vereinigten Staaten – Anteil des größten Aktionärs

Land	Belgien	Italien	Frankreich	Deutschland	Spanien	Niederlande	U.K.	U.S.
Jahr	1999	1999	1999	1999	1999	1998	2001	1996
Mehrals50%	62,10%	62,00%	57,50%	48,50%	27,30%	19,50%	4,70%	10,30%
25%bis50%	25,70%	17,90%	21,90%	26,60%	28,90%	22,60%	16,30%	20,70%
10%bis25%	6,40%	14,50%	13,10%	17,70%	33,10%	34,00%	55,20%	39,10%
Wenigerals10%	5,70%	5,60%	7,50%	7,20%	10,70%	23,90%	23,80%	29,90%

Quelle: Wymeersch, Handbuch Corporate Governance, 2004 S. 90

Auffallend sind die Unterschiede der Tabellen 3b, 3c und 3d zu den von *Wymeersch* angegebenen Zahlen in der Beurteilung der Stimmrechtskonzentration in den Vereinigten Staaten. Obschon die Zahlen von *Becht/Nöell* sowie *La Porta* et al. fast aus den gleichen Jahren stammen, wird in der von *Wymeersch* zitierten Studie von einem Anteil von lediglich 30% Gesellschaften in den USA ausgegangen, deren Anteile sehr breit gestreut sind (größter Aktionär ≤ 10%), gegenüber 80% in der Untersuchung von *La Porta* et al. und knapp 74% in der Untersuchung von *Becht/Nöell.* Die Unterschiede beruhen nicht etwa auf der Tatsache, dass *La Porta* et al nur eine Auswahl der 20 größten Gesellschaften überprüften.[15] Denn im weiteren Verlauf der Untersuchung listen sie auch die Zahlen für eine Auswahl mittelgroßer Unternehmen auf (Tabelle 3c).[16] Dort aber finden sie für die USA noch immer 50% Gesellschaften mit einem größten Aktionär unter 10% und sogar einen Anteil von 90% Unternehmen mit einem größten Aktionär unter 20%. Im übrigen beruht die Studie von *Becht/Nöell*, die ähnliche Ergebnisse wie *La Porta* et al. ermittelten, auf einer Untersuchung von 374 deutschen und 1309 amerikanischen Gesellschaften und enthält damit bei jedem Maßstab eine gute Grundlage.[17]

Bei der von *Wymeersch* für die die USA betreffenden Zahlen zitierten Studie handelt es sich um ein Werk von *van der Elst* aus dem Jahr 2001.[18] *Van der Elst* selbst verweist für die entsprechenden Zahlen auf ein Werk von *Becht* aus dem Jahr 1997,[19] aus dem später der oben zitierte Artikel von *Becht/Nöell* hervorgegangen ist. Die von *Becht* dort in der Tat so angegebenen Zahlen beruhen auf Daten von 6559 Firmen, für die eine Aktionärsgruppe eine

[14] *Eddy Wymeersch* in Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004,, S. 87ff., 90.

[15] *Rafael La Porta/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrei Shleifer/Robert W. Vishny*, Corporate Ownership Around the World, J. Fin. 54 (1999), 471, 474.

[16] *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny* (Fn. 15), J. Fin. 54 (1999), 471, 494f. Unter mittelgroß verstehen sie die kleinsten Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von nahe bei 500 Mio. US-$, vgl. aaO., 474.

[17] Siehe *Marco Becht/Ailsa Röell*, Blockholdings in Europe: An International Comparison, European Economic Review 43 (1999), 1049, 1052.

[18] *Christoph van der Elst*, The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonisation, in *Hopt/Wymeersch* (Hrsg.), Capital Markets and Company Law, 2003, im Internet als Working Paper zu finden unter www.law.rug.ac.be/fli/cvde.html.

[19] *Marco Becht*, Beneficial Ownership of Listed Companies in the United States in *Barca/Becht* (Hrsg.), The Control of Corporate Europe, 2001, eine *preliminary version* ist im Internet zu finden unter www.ecgi.org/research/control_europe/documents/eu97report_vol4.pdf (besucht am 11.9.2004).

Meldung gem. Section 13 (d) SEA[20] abgegeben hat. Vergleichsgrundlage waren also nur Gesellschaften, bei denen ohnehin bereits ein mindestens 5%iger Block vorhanden ist, nicht etwa eine zufällige Auswahl aus sämtlichen börsennotierten Aktiengesellschaften. Dann ist es kein Wunder, dass als Resultat eine höhere Stimmrechtskonzentration auch in den USA angenommen wird.[21] *Becht* hat diesen Fehler ganz offensichtlich erkannt und legt in seinem späteren Bericht mit *Nöell* denn auch andere Daten zugrunde (siehe oben Tabelle 3d). Im Handbuch Corporate Governance aus dem Jahr 2004 finden sich damit Daten, von denen nicht ausgegangen werden kann.[22]

Damit kann folgendes Zwischenergebnis festgehalten werden. Die Anteilseignerstruktur in Deutschland ist im Gegensatz zu den USA von allgegenwärtigen Groß- und Mehrheitsaktionären gekennzeichnet, darunter vor allem Familien und andere Unternehmen als Groß- oder Mehrheitsaktionär. Ein Großaktionär kann - angesichts geringer Hauptversammlungspräsenzen - bereits mit einem Stimmrechtsanteil von 20% die praktische Mehrheit in der Hauptversammlung besitzen, wie das Beispiel VW-Niedersachsen zeigt.[23] Dies ist zu beachten, wenn man die Bedeutung der oben angegebenen Zahlen einschätzen will. Keinesfalls kann man für die Frage, ob ein Großaktionär maßgeblichen Einfluss in der Gesellschaft besitzt, auf eine Mehrheitsbeteiligung abstellen. Hier soll keine Antwort darauf gegeben werden, warum diese Struktur so gewachsen ist. Vermutlich hat dies vielfältige, teilweise historische Ursachen.[24] Die Feststellung, dass die Eigentümerstruktur in Deutschland bei den börsennotierten Aktiengesellschaften von Groß- und Mehrheitsaktionären geprägt wird, genügt.

2. Warum liquide Wertpapiermärkte?

a) Die Wettbewerbsfähigkeit banken-orientierter Volkswirtschaften

Der Wertpapiermarkt ist in der historischen Entwicklung eher Ergebnis denn Ausgangspunkt, er hat sich aus der freien Übertragbarkeit der Aktien entwickelt. Die Frage nach dem volkwirtschaftlichen Sinn einer Finanzierung der Unternehmen auf dem Wertpapiermarkt und ihrer möglichen Unterstützung durch das Recht erscheint daher - bei oberflächlicher Betrachtung - verfehlt. Marktregulierung, etwa durch Börsengesetze oder das WpHG, erscheint nur als notwendige Konsequenz, respektive als Versuch, auf Auswüchse und Fehler

---

[20] SEA = Securities Exchange Act. Nach dieser Vorschrift sind ab Erreichen einer Beteiligung von 5% an einer börsennotierten Gesellschaft Identität des Erwerbers oder der Erwerbergruppe, Herkunft der Mittel und mit dem Erwerb verbundene Ziele der SEC zu melden. Zu den Zwecken von Section 13 (d) vgl. bereits *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 299ff.

[21] Weitere Mängel der Erhebung gibt *Becht* in der Untersuchung selbst an: Die Datenbank der Section 13 (d) - Meldungen enthält z.T. auch veraltete Meldungen, insbesondere etwa auch solche über 99%ige Beteiligungen an Gesellschaften, deren Börsennotierung nach einer Übernahme bereits beendet ist oder die wieder durch Verkäufe in den Markt gestreut wurden. Im übrigen enthält sie auch dei Meldungen institutioneller Investoren. An deren unternehmerischen Einfluß kann man jedoch zweifeln und muss diese Blöcke möglicherweise aus der Berechnung heraushalten, vgl. dazu *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny* (Fn. 15), J. Fin. 54 (1999), 471, 476.

[22] Der Feststellung *Wymeerschs* (Fn. 14), S. 89, dass Streubesitz "überwiegend in britischen, aber auch - in geringerem Umfang - in amerikanischen Gesellschaften angetroffen" wird "und auch in großen französischen oder niederländischen Gesellschaften nicht unbekannt" sei, kann daher nicht beigetreten werden.

[23] BGH, NJW 1997, 1855, 1856 (VW/Niedersachsen)

[24] Erklärungsversuche bei: *Franks/Mayer* (Fn. 10), Rev. of Fin. Stud. 14 (2001), 943ff.; *Marc Goergen/Luc Renneboog* Why are the Levels of Control (so) Different in German and U.K. Companies? Evidence from Initial Public Offerings J. L. Econ. & Org. 19 (2003), 141ff.; *Mark J. Roe*, German Codetermination and German Securities Markets, Colum. J. Eur. L. 5 (1999), 199ff.; *Friedrich Kübler*, Colum. J. Eur. L. 5 (1999), 213ff.

Produced by bepress.com, 2013

(die, wie das Kartellrecht zeigt, jedem Marktmechanismus immanent sind) zu reagieren. Dennoch ist die Frage nach einer möglichen Stärkung die Wertpapiermärkte durch bessere rechtliche Rahmenbedingungen sinnvoll. Antworten werden unter anderem in US-amerikanischen Studien gegeben, die im folgenden betrachtet werden.

Eine mögliche Antwort griffe allerdings zu kurz: Liquide Wertpapiermärkte dürfen nicht per se mit volkswirtschaftlich wünschenswert gleichgesetzt werden. Das wäre nämlich eine empirisch überprüfbare Behauptung, die darauf hinausliefe, dass weltweit führende Volkswirtschaften sämtlich gut entwickelte Wertpapiermärkte besitzen. Diese Verbindung ist in ihrer Simplizität als widerlegt anzusehen. Denn neben Deutschland haben auch mindestens zwei andere große Volkswirtschaften keine entwickelten Wertpapiermärkte: Frankreich und Italien. Gleichwohl gehören alle drei Nationen zu den reichsten und leistungsfähigsten der Welt. Man kann also nicht einfach entwickelte Wertpapiermärkte und volkswirtschaftliches Vermögen bzw. Wachstum gleichsetzen. Vielmehr können auch banken-basierte Volkswirtschaften wie die deutsche im internationalen Vergleich erfolgreich sein.

b) Externe Finanzierung über die Börsen als sinnvolles Komplement

Neuere empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass Bankenfinanzierung und Eigenkapitalfinanzierung der Unternehmen über Wertpapiermärkte nicht als Alternativen zu verstehen sind.[25] Vielmehr übernehmen sie komplementäre Funktionen und beide fördern für sich genommen ökonomisches Wachstum.[26]

Die volkswirtschaftlichen Vorteile einer Eigenkapitalfinanzierung über die Börse statt einer Finanzierung über Kredite oder private equity - liegen darin, dass letztere die Freiheit für unternehmerische Initiative einschränken. Grund dafür ist die Notwendigkeit eines Schutzes des eingesetzten Kapitals des Fremdkapitalgebers. Dieser wird besonders starke (vertragliche) Kontrolle - etwa in Form von financial covenants - ausüben oder zu hohe Risiken verbieten oder aber hohe Zinsen als Risikoausgleich verlangen. Eine zu große Kontrolldichte kann aber gewinnträchtige, volkswirtschaftlich erwünschte Projekte scheitern lassen. Die Kontrolle unternehmerischer Ideen allein durch Banken ist daher möglicherweise prohibitiv, da die

---

[25] *Bernhard S. Black*, The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 836f.; *Rafael La Porta/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrei Shleifer/Robert W. Vishny*, Investor protection and corporate governance, J. Fin. Econ. 58 (2000), 3ff., 17f.

[26] Vgl. dazu den Bericht von *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 836f. über empirische wirtschaftswissenschaftliche Untersuchungen, die bei ihrer Zusammenschau darauf hindeuten, dass Bankenfinanzierung und Eigenkapitalfinanzierung (und die eher auf das eine oder andere setzenden Systeme) keine Substitute sind, sondern komplementäre Funktionen übernehmen, die beide volkwirtschaftliches Wachstum fördern. So etwa *Ross Levine/Sara Zervos*, Stock Markets, Banks, and Economic Growth, Am. Econ. Rev. 88 (1998), 537, 543; auf mikroökonomischer Basis bestätigt von *Asli Demirguc-Kunt/Vojislav Maksimovic*, Law, Finance and Firm Growth, J. Fin. 53 (1998), 2107ff.; Vgl. auch *Brian R. Cheffins*, Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link? (2002), im Internet unter www.ssrn.com/abstract=317661 auf S. 62f.; Von *Black* nicht erwähnt wird ferner die Studie von *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny* (Fn. 25), J. Fin. Econ. 58 (2000), 3ff., 17f.
Zur wachstumsfördernden Wirkung **entwickelter Wertpapiermärkte** auch *Frank B. Cross*, Law and Economic Growth, Tex. L. Rev. 80 (2002), 1737, 1769f.; *John C. Coffee, Jr.*, Racing Towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, Colum. L. Rev. 102 (2002), 1757, 1829 mit Fn. 297; *Asli Demirguc-Kunt/Vojislav Maksimovic*, Funding Growth in Bank-based and Market-based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data, J. Fin. Econ. 2002, 337ff.
Zum Zusammenhang zwischen effektiver Bekämpfung von **Insider Trading** und ökonomischem Wachstum siehe neben *Cross* aaO auch *Robert Prentice*, Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for its Future, Duke L.J. 51 (2002), 1397ff., 1496f.; *Utpal Bhattacharya/Hazem Daouk*, The World Price of Insider Trading J. Fin. 57 (2002), 75ff: In Ländern mit Insiderhandelsverboten haben die Unternehmen um durchschnittlich 5% geringere Eigenkapitalkosten, allerdings erst, nachdem das Verbot erstmals tatsächlich durchgesetzt wird.

Bank als Kreditgeber nicht an den Gewinnen des finanzierten Projekts beteiligt ist, sondern nur einen festen Zinssatz erhält und deshalb risiko-avers ist.

Ferner sind Banken und vor allem private Geldgeber schon allein aufgrund der hohen Summen, die für eine Finanzierung größerer Projekte erforderlich sind, typischerweise nicht, jedenfalls nicht genügend diversifiziert, d.h. sie können das eingegangene Risiko nicht durch andere Investments genügend streuen. Aus diesem Grund werden sie auf vertraglichen Beschränkungen des Risikos bzw. auf erhöhter Kontrolle bestehen, was insbesondere mittelständische Gesellschaften schon per se vor Probleme stellt.[27] In Börsengesellschaften wird der Vorteil eines zentralisierten Managements (oben I.) so eingeschränkt. Hier liegt ein entscheidender Unterschied zur Finanzierung durch an der Börse eingesammeltes Eigenkapital. Denn auch der beste kapitalmarktrechtliche Anlegerschutz verhindert lediglich die Umverteilung der von den Investoren bereitgestellten Mittel. Der unternehmerische Einsatz der Mittel wird dagegen nicht behindert. Infolgedessen bleiben das unternehmerische Risiko, aber auch die Chancen bei den Geldgebern, ohne dass die Initiatoren bzw. Insider unternehmerische Mitsprache oder Beschränkungen des erlaubten Risikos zu befürchten haben.

Ausreichend liquide Wertpapiermärkte können auch riskante, aber chancenreiche Projekte finanzieren. Die Investoren können ihr individuelles Risiko einerseits durch ein diversifiziertes Portfolio streuen. Sie sind andererseits unmittelbar an den Chancen des Projekts beteiligt, da ihnen das Residualeinkommen (nach Abzug der Gläubigerforderungen) zusteht. Und der Wertpapiermarkt wird - ausreichende Information vorausgesetzt - besser als einzelne private Geldgeber oder Banken erkennen und beurteilen können, ob eine unternehmerische Idee ihren Preis wert ist. Der Wettbewerb um das Geld der Anleger führt so zu einer Allokation privater Mittel, die einer Beurteilung von Chancen und Risiken durch Einzelne (Banken, private-equity-Geber) nicht unterlegen sein muss. Er dient nicht nur einer Auffächerung der unternehmerischen Initiative, indem risikoreichere Projekte finanziert werden, sondern er enthält auch ein eingebautes Kontrollsystem zur Erkennung übertriebener Risiken.[28]

c) Unternehmensnachfolge und mittelständische Unternehmen

Weitere Antworten auf die Frage, wofür man liquide Wertpapiermärkte braucht, liegen in der spezifisch deutschen Situation. So betont *Roe* 1999 mit Blick auf die deutschen Verhältnisse[29] die Probleme, die sich bei Familienunternehmen in der Unternehmensnachfolge stellen. Wenn aufgrund schwacher Wertpapiermärkte und infolge systematischer Unterbewertung ausgegebener Aktien das Unternehmen nicht "in den Markt verkauft werden kann", muss der Unternehmensgründer wohl oder übel seine Anteilsmehrheit als Block verkaufen bzw. einen Erben finden, der das Unternehmen weiterführt. Schwache Kapitalmärkte und die Tradition deutscher Familienunternehmen hängen zusammen. Die Probleme bei der Unternehmensnachfolge sind in Deutschland unbestreitbar.[30] Könnte der Gründer vor seinem

---

[27] Mittelständische Unternehmen stehen daher private-equity-Finanzierungen mehr als reserviert gegenüber, da sie die Mitspracherechte des externen Geldgebers bis hin zum Kontrollverlust fürchten, vgl. etwa die Studie der NRW-Bank (Fn. 30), S. 18f., 58; z.T. haben sie auch keinen Zugang dazu, vgl. den Abschlussbericht der KfW (Fn. 30), S. 7.

[28] Zu den indirekten Steuerungswirkungen des Wertpapiermarktes ausführlich *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 841-843. Dazu noch genauer unter III. 2. c).

[29] *Roe* (Fn. 24), Colum. J. Eur. L. 5 (1999), 199ff. mit einem Fokus auf die deutsche Unternehmensmitbestimmung als einer der Gründe für die schwachen Wertpapiermärkte in Deutschland.

[30] Siehe etwa *Brian R. Cheffins*, The Metamorphosis of "Germany, Inc.": The Case of Executive Pay, Am. J. Comp. L. 49 (2001), 497, 501f. m.w.N. in Fn. 30; *Roe* (Fn. 24), Colum. J. Eur. L. 5 (1999), 199ff. unter IV.: "But because a policy of maintaining a firm within a family generation after generation is unstable - eventually a

Produced by bepress.com, 2013

Tod seinen Anteil zu einem fairen Preis in den Markt verkaufen, so wären sie jedenfalls reduziert.[31] Und dafür benötigt man liquide Wertpapiermärkte.

Weiter wird in Deutschland allenthalben ein zu geringer Eigenkapitalanteil in der Unternehmensfinanzierung vor allem der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) beklagt.[32] Würde man eine Bewertung des Vermögens zu Liquidationswerten vornehmen, wäre angeblich über die Hälfte der deutschen Kapitalgesellschaften überschuldet.[33] Auch wenn die Liquidationswerte nichts über die Ertragslage der Unternehmen aussagen mögen, deutet eine solche Feststellung doch auf eine ganz erhebliche Eigenkapitalschwäche und erhöhte Insolvenzgefahr hin.

Für mittelständische Unternehmen verschließt Basel II in Zukunft jedenfalls teilweise den Weg zu billigen Bankdarlehen,[34] da der geringe Eigenkapitalanteil das zukünftig obligatorische Rating vieler Mittelständler negativ beeinflussen wird.[35] In den letzten 2 Jahren berichtet die Europäische Zentralbank von ständig steigenden Anforderungen und Bedingungen der Banken insbesondere an kleine und mittlere Unternehmen für die Vergabe von Krediten; der Druck hat sich im 2. Quartal 2004 nur abgeschwächt, und dies auch nur für die Großunternehmen.[36] Für mittelständische Unternehmen fehlen bislang insbesondere auch gangbare Wege zu private equity (auf Verbesserungen in dieser Richtung zielen die bisherigen Vorschläge zur Lösung der Eigenkapitalkrise ab[37]) und eben zu einer Finanzierung an der Börse.

---

generation of heirs will either be uninterested in running the firm or incapable of doing so - pressure on German family ownership should eventually increase; demand for secondary sales should derivatively rise, and if concentrated equity makes the firms run acceptably in light of Germany's other corporate institutions, then new governance problems will arise and alternative efforts to focus on equity could be tried."; *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 832. Aus deutscher Sicht zu Finanzierungsbedarf und -problemen die Studie der Landesbank NRW Beteiligungskapital im Mittelstand - Perspektiven in NRW, S. 37ff., im Internet unter www.lbnrw.de.

[31] Siehe dazu auch die Untersuchung von *Roland Helm,* AG 2004, Heft 9, R 369ff., besonders Tabelle 2 auf S. R 368, nach dem die Bewältigung des Generationenwechsels in Familienunternehmen eine deutlich wichtigeres Motiv für die Wahl der AG als Rechtsform darstellt als bei Unternehmen mit anderen Anteilseignerstrukturen.

[32] Vgl. etwa den Monatsbericht der Deutschen Bundesbank von Oktober 2003, S. 29ff., 43f. im Internet: www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/monatsberichte/2003/200310mb.pdf; den Abschlussbericht der AG „Eigenkapital für den ‚breiten' Mittelstand" unter Leitung der KfW von Januar 2003 im Internet unter www.kfw.de/DE/Research/Sonderthem68/Eigenkapit34/ Eigenkapital_fuer_den_breiten_Mittelstand.pdf, S. 2 - 5; oder die regelmäßigen Wirtschaftsanalysen von Creditreform, aktuell etwa Insolvenzen, Neugründungen, Löschungen, S. 21, bei www.creditreform.de/angebot/Downloads_Analysen/ Wirtschaftsanalysen/Insolvenzen5.pdf. Etwas optimistischer die Studie der Landesbank NRW Beteiligungskapital im Mittelstand - Perspektiven in NRW (Fn. 30), vgl. etwa die Zusammenfassung auf S. 3, in der aber ebenfalls auf die zu geringe Eigenkapitalquote und auf die Schwierigkeiten, externes Beteiligungskapital herbeizuschaffen.

[33] *Fischer*, ZIP 2004, 1477, 1482.

[34] Dazu näher und ausgewogen etwa *Vollkenner/Walter*, DStR 2004, 1399, 1403f.; vgl. auch *Voges/Rehberg*, WM 2004, 1605ff.; siehe ferner allgemein das Arbeitspapier der KfW zu den Auswirkungen von Basel II von Februar 2003, im Internet unter www.kfw.de/de/research/Sonderthem68/ BaselIIRat45/Arbeitspapier_BaselII.pdf; optimistischer etwa die Studie der Landesbank NRW Beteiligungskapital im Mittelstand - Perspektiven in NRW, S. 52 - 57, im Internet unter www.lbnrw.de.

[35] Zum Unternehmensrating *Hartmann-Wendels/Lieberoth-Leden/Mählmann/Zunder*, DB 2004, 145ff.; *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1346ff., zur dadurch verursachten Tendenz zu kurzfristigen Kreditzusagen vgl. den Bericht von *Voges/Rehberg* über den Bankrechtstag 2004, WM 2004, 1605, 1607f.

[36] Vgl. das Ergebnis der im Juli 2004 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet durch die EZB, im Internet unter: www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_200408.pdf.

[37] Vgl. insoweit den in Fn. 32 nachgewiesenen Bericht der KfW, S. 11ff. sowie die in Fn. 32 zitierte Studie der NRW-Bank, S. 58f.

d) Ein ausgewogenes Verhältnis als Ziel

Zusammengefasst besteht in Deutschland ganz offensichtlich ein unausgewogenes Verhältnis zwischen Eigenkapital- und Fremdfinanzierung. Gelänge es, die Wertpapiermärkte zu stärken, so könnte jedenfalls ein Teil der Unternehmen langfristiges Fremd- durch Eigenkapital ersetzen und ein besser ausgewogener Mix aus Eigen- und Fremdmitteln geschaffen werden. Damit könnten Anreize erzeugt werden, auch risikoreiche unternehmerische Ideen umzusetzen, insbesondere in kapitalintensiven Branchen bzw. auf Märkten mit hohen Wachstumsraten, etwa im Bereich neuer Technologien.[38] Die Möglichkeiten der sog. externen Finanzierung sind in Deutschland bislang unvollständig, da ganz überwiegend auf Banken bezogen oder durch Banken vermittelt.[39] Fehlender Zugang zu externer Finanzierung kann aber unternehmerische Initiative hemmen und damit die Schaffung neuer Arbeitsplätze verhindern.

Ein wichtiges Anzeichen für die Unterentwicklung der deutschen Kapitalmärkte liefern auch die Beispiele der größten Unternehmen im Dax, die die sicherlich belastenden und lästigen Vorschriften des amerikanischen Kapitalmarktrechts, der dortigen Börsen und die Aufsicht der SEC für ein dortiges Listing in Kauf nehmen.[40] Gerade diese Möglichkeiten bestehen aber nicht für kleine und mittlere Unternehmen, deren externes Wachstum damit behindert ist. Man muss sich also Gedanken über die Grundbedingungen für liquide Wertpapiermärkte und über die notwendigen Maßnahmen für ein höheres Vertrauen der Anleger machen.

3. Rechtliche Grundbedingungen für liquide Wertpapiermärkte

Bernhard Black, der über langjährige Erfahrungen mit der Privatisierung von Staatsunternehmen in ehemaligen Ostblockstaaten verfügt, gibt eine zweigeteilte Antwort auf die Frage, welches die rechtlichen Grundlagen für funktionierende Wertpapiermärkte sind. Nicht weiter erläuterungsbedürftig ist die beiden Antworten zugrundeliegende Grundvoraussetzung funktionierender Kapitalmärkte, nämlich ein nicht korruptes Justizsystem. Über ein solches verfügt Deutschland zweifelsohne, und das geben die oben zitierten internationalen Studien auch uneingeschränkt zu.[41] Die Probleme liegen anderswo.

Black nennt zwei Grundbedingungen, die sich unter dem Begriff Anlegerschutz zusammenfassen lassen. Einerseits gehe es um die Beseitigung von Informationsasymmetrien

---

38 *Cheffins* (Fn. 26), auf S. 63.

39 Zu den Gefahren allzu einseitiger Abhängigkeit von der Bankfinanzierung siehe international *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 832f; zu der sehr wahrscheinlichen Verstärkung prozyklischer Effekte (Kein Kredit oder schlechtere Konditionen gerade bei schlechter Konjunkturlage, wenn der günstige Kredit am dringendsten benötigt wird) durch Basel II *Vollkenner/Walter*, DStR 2004, 1399, 1403f.; *Voges/Rehberg*, WM 2004, 1605, 1610.

40 Zu den möglichen Gründen dafür - v.a. "Bonding", d.h. freiwillige Unterstellung unter schärferes Recht, um Investorvertrauen aufzubauen - ausführlich *Coffee* (Fn. 26) Colum. L. Rev. 102 (2002), 1757ff.; *Anupama J. Naidu*, Was Its Bite Worse Than Its Bark? The Costs Sarbanes-Oxley Imposes on German Issuers May Translate Into Costs to the United States, Emory Int'l L. Rev. 18 (2004), 271, 305f.; vgl. auch *Albrecht Schäfer*, Der Prüfungsausschuss - Arbeitsteilung im Aufsichtsrat, ZGR 2004, 416, 419 aus Sicht der Siemens AG:"Wir sind jedoch bemüht, auch die unverbindlichen Anforderungen der NYSE soweit zu erfüllen, wie dies mit den Vorgaben des deutschen Rechts vereinbar ist. Nur dann werden wir von den amerikanischen Investoren als gleichwertige Anlagealternative zu amerikanischen Konkurrenzunternehmen, die den gesamten Katalog der NYSE-Anforderungen erfüllen müssen, angesehen."

41 Vgl. dazu nur die Studien von *Demirguc-Kunt/Maksimovic* und *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny* aaO. (Fn. 26), sowie die *letzteren*, J. Pol. Econ. 106 (1998), 1113ff.; *dies*., J. Fin. 52 (1997), 1131ff.; die sämtlich Deutschland ein effizentes, nicht durch Korruption verunreinigtes Justizsystem zubilligen und darin eine Grundvoraussetzung für gut entwickelte Kapitalmärkte und ökonomisches Wachstum sehen.

Produced by bepress.com, 2013

zwischen Anlegern und Insidern[42] und andererseits um die Bekämpfung von *self-dealing* (Insichgeschäften)[43] durch Insider.[44] Während das Problem der Bekämpfung von Informationsasymmetrien weitgehend[45] ein solches des kapitalmarktrechtlichen Täuschungsverbots (und nicht Gegenstand dieses Beitrags) ist, ist dem Problem eines funktionierenden Schutzes vor Insichgeschäften nicht allein mit kapitalmarktrechtlichen Mitteln beizukommen,[46] sondern erfordert darüber hinaus auch ein funktionierendes Gesellschaftsrecht. Die beiden Grundgedanken des Anlegerschutzes werden nicht nur von *Bernhard Black*, sondern - in den U.S.A. - auch von anderen vertreten, die sich über die Funktionsbedingungen des Kapitalmarktes Gedanken gemacht haben.[47]

---

42 Insider ist hier nicht im strengen kapitalmarktrechtlichen Sinne zu verstehen, sondern meint allgemein die Inhaber von Leitungsmacht und Informationsvorsprüngen in der Gesellschaft, also auch Groß- und Mehrheitsaktionäre, sowie die mit ihnen verbundenen Personen und die Organmitglieder der Aktiengesellschaft.

43 Dabei handelt es sich um Rechtsgeschäfte, bei denen eine Person auf beiden Seiten des Geschäfts steht, also im Prinzip um den in § 181 BGB beschriebenen Fall.

44 *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 783: "A country's laws and related institutions must give minority shareholders: (1) good information about the value of a company's business; and (2) confidence that the company's insiders (its managers and controlling shareholders) won't cheat investors out of most or all of the value of their investment through "self-dealing" transactions (transactions between a company and its insiders or another firm that the insiders control) or even outright theft. If these two steps can be achieved, a country has the potential to develop a vibrant securities market that can provide capital to growing firms, though still no certainty of developing such a market."

45 Eine Ausnahme bildet das Insiderhandelsverbot. Es lässt sich sowohl als Problem (indirekter) Insichgeschäfte einordnen, wenn man die Insider-Informationen als "Eigentum" der Gesellschaft ansieht (dann liegt der Schwerpunkt auf dem verbotenen Ausnutzen der Insiderkenntnisse), als auch als eines von Informationsasymmetrien, dann liegt der Schwerpunkt auf dem kapitalmarktrechtlichen Täuschungsverbot. Letztgenannte Einordnung bei *Holger Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 187-194, 548-566; erstgenannte Einordnung bei *Clark* (Fn. 1), S. 145, 273f.; *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 804; vgl. auch *D. Gordon Smith*, The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty, Vand. L. Rev. 55 (2002) 1399, 1419ff.

46 Selbst *John C. Coffee, Jr.,* The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, Nw. U. L. Rev. 93 (1999), 641, 699, der den Schwerpunkt des Anlegerschutzes im Kapitalmarktrecht sieht, gibt in Fn. 210 zu, dass manche Probleme solche des Gesellschaftsrechts sind; vgl. auch *Coffee*, Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, J. Corp. L. 25 (1999), 1, 26ff.. Im übrigen legt *Coffee* den Schwerpunkt stets auf solche Regeln des Kapitalmarktrechts, die über Informationspflichten praktisch ähnliche Ergebnisse erzielen wie die gesellschaftsrechtlichen Verbote des self-dealing, vgl. *Coffee*, Nw. U. L. Rev. 93 (1999), 641, 685ff., 690f. und dazu schon *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 298ff. Zwar sieht *Coffee* in neueren Veröffentlichungen Anlegerschutz insgesamt eher als logische Folge ausgebildeter Kapitalmärkte denn als ihre historische Voraussetzung, so etwa in *Coffee*, The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, Yale L. J. 111 (2001), 1ff., leugnet aber nicht, dass beides dialektisch miteinander zusammenhängt.

47 Eine kleine Übersicht: *Troy A. Paredes*, A Systems Approach to Corporate Governance Reform: Why Importing U.S. Corporate Law isn´t the Answer, Wm. & Mary L. Rev. 45 (2004), 1055, 1149: "corporate law reforms intended to promote securities markets in developing countries should emphasize rooting out and punishing insider self-dealing and looting."; *Anne van Aaken*, Shareholders Suits as a Technique of Internalization and Control of Management, RabelsZ 68 (2004), 288ff., 290f. in Fn. 6:"There are two types of informational problems in this setting. Hidden action (moral hazard), that is the owners' inability to observe how the manager is working, and hidden information (asymmetric information), i.e. the managers' ability to possess superior information about the firm's opportunities." und 293 in Fn. 19; *John C Coffee, Jr.*, Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, J. Corp. L. 25 (1999), 1, 26: "the development of strong securities markets requires high disclosure standards and protection for minority shareholders from expropriation (both of information and property) by insiders"; *Prentice* (Fn. 26), Duke L.J. 51 (2002), 1397, 1496f. m.w.N.; *Bratton/McCahery*, Incomplete Contracts Theories of the Firm and Comparative Corporate Governance, Theoretical Inquiries L. 2 (2001); 745, 751:"Legal regimes in blockholder states facilitate this quid pro quo with lax protection of minority shareholder rights and lax securities market regulation. This in turn chills the development of robust trading markets."; zum Zusammenhang zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht vgl. auch *William B. Chandler III/Leo E. Strine, Jr.,* The New Federalism of the American Corporate Governance System: Preliminary Reflections of Two Residents of one Small State, U. Pa. L. Rev. 152 (2003), 953, 974: "many federal disclosure requirements have had the natural and (presumably) intended consequence of influencing boardroom practices. Similarly, the state law of fiduciary duties has been an

Warum ist das so? Wie oben bereits erläutert, sind Anleger bereit und willens, das unternehmerische Risiko zu übernehmen, sie wollen aber möglichst **nur dieses** Risiko übernehmen. Verständlicherweise (und entgegen einigen frühen Vertretern der *law and economics*- Bewegung[48]) wollen sie keine Erlaubnisnorm, die den Insidern gestattet, das Ergebnis der unternehmerischen Tätigkeit allein für sich in Anspruch zu nehmen oder - schlimmer noch - sich die Vermögenssubstanz, die ja teilweise durch das Geld der Investoren finanziert ist, einzuverleiben.[49] Investorvertrauen hängt also ganz wesentlich davon ab, dass ein System existiert, das die Möglichkeit der Insider, sich private Vorteile (sog. *private benefits*) zuzuschanzen, möglichst auf Null beschneidet.

Anlegerschutz muss das Grundziel haben, dem Anleger eine Beteiligung am unternehmerischen Gewinn oder Verlust entsprechend seinem Anteil zu sichern. Dabei dürfen Anleger zwar nicht von unternehmerischen Risiken befreit, müssen aber vor Enteignung durch Insider geschützt werden. Da die Insider unausschaltbare Informationsvorsprünge und den ersten Zugriff auf den Wert des Unternehmens und der durch das Unternehmen generierten Geldströme haben, können und werden sie freilich auf jede Schutzmaßnahme zugunsten der Anleger reagieren, ihr Verhalten entsprechend anpassen und alternative Handlungswege entwickeln, um ihre Enteignungsziele zu erreichen. Deshalb nützen gesetzliche oder richterliche Einzeleingriffe zugunsten der Anleger nur wenig. Man muss schon ein vollständiges System schaffen, das die Anleger auch vor Umgehungsversuchen der Insider schützt. Man kann sich den Anlegerschutz wie eine Badewanne voll Wasser vorstellen: Bohrt man in die Badewanne nur ein kleines Loch, kann das Wasser vollständig entweichen.

---

important tool in evolving better disclosure practices, particularly in the context of mergers and acquisitions requiring a stockholder vote or tendering decision."

Vorsichtiger, aber nicht generell ablehnend *Brian R. Cheffins* in einer Reihe von Studien, die sich mit der historischen Entwicklung u.a. in England und Australien beschäftigt, vgl. etwa *Brian R. Cheffins*, Mergers and Corporate Ownership Structure: The United States and Germany at the Turn of the 20th Century, Am. J. Comp. L. 51 (2003) 473ff.; *ders.*, Corporate Governance Convergence: Lessons from Australia, Transnat'l Law. 16 (2002), 13ff.; *ders.*, Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom, J. Legal Stud. 30 (2001), 459ff.; *ders.* (Fn. 26).

Überwiegend auf Unternehmensmitbestimmung und politische Besonderheiten (path dependence) abstellen will dagegen *Mark J. Roe*, Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control, Stan. L. Rev. 53 (2000) 539ff. und öfter; gegen ihn aber *John C. Coffee, Jr.*, The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, Yale L.J. 111 (2001), 1, 71-76 und *John Armour/Brian R. Cheffins/David A. Skeel, Jr.*, Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom, Vand. L. Rev. 55 (2002), 1699, 1712f.

[48] Etwa *Frank Easterbrook/Daniel Fischel*, Corporate Control Transactions, Yale L. J. 91 (1982), 698, 711: "Do investors prefer a larger pie even if not everyone may have a larger slice in every case? We argue here that they do, for two reasons. First, their expected wealth is greatest under this interpretation of the fiduciary principle, and second, they may deal with any risk by holding diversified portfolios of investments."

[49] Vgl. etwa *Paredes* (Fn. 47), Wm. & Mary L. Rev. 45 (2004), 1055, 1149: "Investors are willing to assume these types of business risks, but they understandably are unwilling to assume the risk of insider disloyalty."

Produced by bepress.com, 2013

III. Folgerungen für die Corporate Governance

1. Corporate Governance in den USA und Deutschland

a) USA: Schutz vor Managermacht

Der Begriff Corporate Governance wird aus US-amerikanischer Sicht als ein vergleichsweise klar definierter Machtkonflikt verstanden, nämlich den zwischen dem *board of directors* und den Aktionären, in deren Interesse das *board* zu handeln hat. Die Diskussion ist geprägt von Rechtstatsachen, der weiten Streuung der Anteile an börsennotierten Gesellschaften, der daraus folgenden Machtlosigkeit der einzelnen Aktionäre, ihrer rationalen Apathie und der Tatsache, dass der in den USA besonders gut entwickelte Kapitalmarkt und das Kapitalmarktrecht neben dem Gesellschaftsrecht eine externe Kontrolle des Managements leisten können.

Das eigentliche Gesellschaftsrecht hat heute - anders als im historischen Ausgangpunkt, in dem noch kein liquider Kapitalmarkt und kein Kapitalmarktrecht existierte - eher unterstützende denn führende Funktionen. Diese Funktionen bestehen zum einen darin, unternehmerische Entfaltung zu fördern und nicht durch allzu viele Regeln einzudämmen, zum anderen in der strikten Bekämpfung des *self-dealing* (Insichgeschäfte), durch die sich Insider zulasten der Anteilseigner bereichern könnten. Solch illoyales Verhalten, also ein Verstoß gegen organschaftliche oder mitgliedschaftliche Treuepflichten (*duty of loyalty*), insbesondere durch *self-dealing*, ist der Hauptgegenstand des einzelstaatlichen Gesellschaftsrechts, in dem Delaware seine führende Stellung insbesondere durch besonders erfahrene Richter und eine lange Tradition ausbauen konnte.[50] Demgegenüber wird die Einhaltung von Sorgfaltspflichten (*duty of care*) der Verwaltung kaum oder nur auf klare Verstöße hin kontrolliert. Bei Geschäften mit Dritten wird den Managern durch die *business judgement rule* die größtmögliche Freiheit eingeräumt, auch durch Schutz vor Verfolgung durch einzelne Investoren im Wege der *derivative suit* (Aktionärsklage).[51]

Zwei weitere Schwerpunkte haben sich in der jüngeren Diskussion nach dem Auftauchen institutioneller Investoren sowie den Konflikten um Verteidigungsmöglichkeiten um feindliche Übernahmen gebildet. Es geht einerseits um die Kontroll- und Überwachungsaufgaben, die Großaktionäre wahrnehmen können, weil sie anders als die Streuaktionäre nicht unter den Problemen rationaler Apathie leiden und möglicherweise eher als diese mit ihrem Stimmrecht etwas bewegen können.[52] Allgemein wird die Diskussion um das Stimmrecht der Aktionäre (Stichwort: *shareholder empowerment*)[53] in den USA wieder lebhafter. Zum zweiten liegt nicht erst seit Enron in den USA ein Schwerpunkt der Diskussion

---

[50] Allgemein zur Stellung von Delaware etwa *Paredes* (Fn. 47), Wm. & Mary L. Rev. 45 (2004), 1055, 1082ff. mit weiteren Nachweisen; speziell zur Reaktion der Gerichte Delawares auf die jüngsten Skandale um Enron, WorldCom usw. *Renee M. Jones*, Rethinking Corporate Federalism in the Era of Corporate Reform, J. Corp. L. 29 (2004), 625ff.; zur Zielrichtung des Gesellschaftsrechts, die duty of loyalty durchzusetzen vgl. etwa *Chandler/Strine* (Fn. 47), U. Pa. L. Rev. 152 (2003), 953, 977: "The preoccupation of that aspect of corporate law [gemeint sind die fiduciary duties] has been the deterrence and remediation of disloyal acts by fiduciaries who use their position of trust to extract private benefits at the expense of their corporations' stockholders."

[51] Dazu etwa *Clark* (Fn. 1), S. 123ff.; aktueller *Paredes* (Fn. 47), Wm. & Mary L. Rev. 45 (2004), 1055, 1058, 1083f.; *Jones* (Fn. 50) J. Corp. L. 29 (2004), 625, 645-648.

[52] Zur Bedeutung von *institutional investors* etwa *John C. Coffee, Jr.*, The SEC and the Institutional Investor: A Half-Time Report, Cardozo L. Rev. 15 (1994), 837ff.; *Bernard S. Black*, The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence, UCLA L. Rev. 39 (1992), 895ff.; *Roberta Romano*, Less Is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, Yale J. on Reg. 18 (2001), 174ff.

[53] Dazu unten Nachweise in Fn. 87.

auf der Bedeutung des gesellschaftsinternen Kontrollsystems, namentlich der *non-executive directors* und ihrer Aufgabe, das eigentliche Management (*executive directors* und *officers*) der *corporation* zu beaufsichtigen.[54] In jüngster Zeit ist durch den Sarbanes-Oxley Act deren Bedeutung noch gestiegen.

b) Deutscher Ansatz

Der deutsche Ansatz ist dagegen, vorsichtig formuliert, unklar. Nach *Uwe Hüffer* etwa bezeichnet der Begriff Corporate Governance Führungsgrundsätze, die sich an die Gesellschaftsorgane, hauptsächlich an den Vorstand wenden.[55] Der Kapitalmarkt soll von der Qualität der Unternehmensleitung überzeugt werden.[56] Nach *Uwe H. Schneider* deckt sich der Begriff weitgehend mit dem der Unternehmensverfassung, freilich einerseits beschränkt auf Fragen der "erfolgsorientierten Leitung und Überwachung" und andererseits weiter, als er neben rechtlichen Fragen auch die faktischen Rahmenbedingungen betrachte.[57] *Johannes Semler* definiert den Begriff als System der Kompetenzen von Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung und ihr Verhältnis zueinander, nimmt aber die Unternehmensmitbestimmung aus diesem System heraus.[58]

Ein genaueres Bild darüber, welche Probleme in Deutschland als zentraler Gegenstand der Corporate Governance - Debatte angesehen werden, lassen sich z.B. der Gewichtung der Regelungen und Empfehlungen im aktuellen Deutschen Corporate Governance-Kodex[59] (DCGK) entnehmen. Über die Hälfte des DCGK ist den Organen Aufsichtsrat und Vorstand und ihrer Zusammenarbeit gewidmet. Schon in der Präambel wird die duale Führungsstruktur deutscher Aktiengesellschaften betont. Minderheitenschutz, vor allem vor dem Groß- oder herrschendem Aktionär ist jedenfalls nicht zentraler Gegenstand der Grundsätze. Auch die amerikanische Grundunterscheidung zwischen scharfen Treue- und lasen Sorgfaltspflichten fehlt weitgehend in der Diskussion über Corporate Governance. Die Formulierung der Präambel zum DCGK deutet darauf hin, dass Probleme der Corporate Governance in Deutschland in erster Linie internationale "Wahrnehmungsprobleme" sein sollen, es also möglicherweise gar nicht um die Verbesserung der Corporate Governance deutscher Aktiengesellschaften geht, sondern nur um die beschönigende Darstellung der möglicherweise wenig überzeugenden Ergebnisse. Genau dies ist der Vorwurf, der in einem jüngeren Beitrag gegenüber dem Kodex deutscher Prägung erhoben wird.[60] Dem bestimmt sinnvollen Ziel, internationale Missverständnisse über die deutsche Unternehmensverfassung zu beseitigen, steht jedenfalls der Verdacht bloßen Marketings gegenüber.

Man sollte meinen, dass nach dem oben zur Struktur deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften Gesagten (siehe oben II. 1. c)) zentrale Themen der Corporate Governance die Funktion und Bedeutung der omnipräsenten Mehrheits- oder Großaktionäre

---

54 Insofern zu Recht vor Simplifizierung durch die neuen Unabhängigkeitserfordernisse im Sarbanes-Oxley Act warnend *Chandler/Strine* (Fn. 47), U. Pa. L. Rev. 152 (2003), 953, 987ff.; zur hervorgehobenen Stellung der non-executive (independent) directors vor Enron etwa *Ronald J. Gilson*, Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Do About It) Del. J. Corp. L. 26 (2001), 491, 512f.

55 *Hüffer*, § 76 AktG Rn. 15a, siehe auch § 161 AktG Rn. 2.

56 *Hüffer*, § 76 AktG Rn. 15a; MünchAktG/*Semler* § 161 AktG Rn. 5f.; *v. Werder* DB 2002, 801.

57 *Uwe H. Schneider*, AG 2004, 429ff.

58 MünchAktG/*Semler* § 161 AktG Rn. 2.

59 Zu finden unter www.corporate-governance-code.de.

60 *Lutz-Christian Wolff*, Law as a Marketing Gimmick -- The Case of the German Corporate Governance Code, Wash. U. Glob. Stud. L. Rev. (2004), 115, 134: "Law enacted only for marketing purposes will neither directly nor indirectly establish rules. In other words, it has no regulatory function. Consequently, the creation of law for marketing purposes means nothing more than a perversion of the genuine role of law and an abuse of power vested in legislative bodies. Lawmakers should carefully consider if they want their work to carry this label".

Produced by bepress.com, 2013

für die Corporate Governance und für die Reduzierung der *agency costs* des Managements wären, und - als Gegenstück - der Minderheitenschutz vor Vermögensverschiebungen durch ebendiese Aktionäre. Doch sieht man sich Veröffentlichungen zum Thema Corporate Governance an, so wird dieses Problem allenfalls gestreift. Im über 700 Seiten starken Handbuch Corporate Governance[61] ist der Minderheitenschutz kläglich auf einen (vorzüglichen) Beitrag von *Volker Röhricht* abgeschoben worden,[62] während die den Besonderheiten des Konzerns gewidmeten Beiträge eine Auseinandersetzung mit den konzerninternen Rechtsgeschäften, einer durch sie möglichen Gewinnverschiebung zulasten der Kleinanleger und ihrer Bedeutung für die Corporate Governance vollständig vermissen lassen.[63] Ein Sonderheft zur Corporate Governance von 2002 widmet dem Aspekt der Insichgeschäfte durch Groß- oder Mehrheitsaktionäre überhaupt keinen Beitrag.[64]

Zusammenfassend lässt sich sagen: Im deutschen Rechtsraum stehen Vorstand und Aufsichtsrat im Zentrum der Corporate Governance-Diskussion. Die Rechte der Aktionäre und - damit zusammenhängend - eine Disziplinierung des Managements durch den Kapitalmarkt treten eher in den Hintergrund. Während das zweite vor dem Hintergrund der schwachen Wertpapiermärkte in Deutschland erklärlich ist, bleibt die fehlende Beschäftigung mit der Funktion der Groß- und Mehrheitsaktionäre und mit einem zugleich notwendigen Schutz der Kleinanleger vor diesen unverständlich.

c) Die Funktion des Großaktionärs

Der bedeutsame Unterschied zwischen den US-amerikanischen und deutschen Corporate Governance-Fragen liegt darin, dass sich die in den vielen (auch deutschen) Studien als zentral behaupteten *agency costs* des zentralisierten Management in Deutschland nur *indirekt* als Problem erweisen (näher sogleich unter d)), da die Eigentümerstruktur börsennotierter Gesellschaften deutlich von der in den U.S.A. abweicht (oben II. 1. c)).[65] Eine effiziente Überwachung und Kontrolle der Geschäftsführung deutscher Aktiengesellschaften ist nämlich - anders als in den U.S.A. - durch den Hauptaktionär bzw. durch eine Gruppe von Großaktionären in ausreichendem Maße gewährleistet.

Manche haben diesen zentralen Unterschied der Systeme erkannt. So legt etwa *John C. Coffee Jr*. die fehlende Übertragbarkeit der Corporate Governance-Regeln des Sarbanes-Oxley Acts über die Einrichtung eines unabhängigen Bilanzausschusses auf das deutsche bzw. kontinentaleuropäische Corporate Governance-System dar: "The real deficiency in the extension of the audit committee to most European firms is that the audit committee was designed to monitor management, which is the essential monitoring problem under common law systems of dispersed ownership. Yet, in the system of concentrated ownership that characterizes most civil law jurisdictions, controlling shareholders naturally perform that function. Instead, the need under a system of concentrated ownership is for an organ that can monitor the controlling shareholders. To the extent that the controlling shareholders elect half

---

61 *Hommelhoff/Hopt/v.Werder* (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004.

62 *Volker Röhricht*, Treuepflichten der Aktionäre, insbesondere des Mehrheitsgesellschafters, in Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004, S. 513ff.

63 Sieht man von den Bemerkungen *Horst Albachs*, Führung durch Vorstand und Aufsichtsrat, in Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004, S. 361, 372f. ab, die sich zudem nur auf die Kleine AG beziehen.

64 Der Beitrag von *Bayer*, Aktionärsrechte und Anlegerschutz, in Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/ Ulmer (Hrsg.), Corporate Governance, S. 137ff. zielt, was den aktienrechtlichen Schutz angeht, ausschließlich auf Anfechtungsklage, Spruchverfahren und Aktionärsklage gegen Eingriffe der Verwaltung ab.

65 Vgl. dazu *Wymeersch* (Fn. 14), S. 92. Im Unterschied zu *Wymeersch* ist es aber nicht nur auf den *ersten* Blick erstaunlich, dass dass ein und dasselbe Governance-Instrument auf unterschiedliche Gesellschaftstypen angewendet werden soll.

of the supervisory board, such directors are hardly independent of them."[66] Erkannt hat diese Strukturunterschiede etwa auch *Bernhard Black*, wenn er auf die Unzulänglichkeit von reinen Offenlegungspflichten zur Bekämpfung von Insichgeschäften hinweist:[67] "In the United States, with a culture of independence for outside directors and skilled courts that can ferret out self-dealing when a shareholder sues ex post, it may be sufficient to vest approval power solely in the independent directors. But often, nominally independent directors won't be very independent in fact, especially when a company has a controlling shareholder, at whose pleasure the directors serve. Thus, it can be valuable to give approval power for larger transactions to noninterested shareholders."

Die unterschiedlichen Eigentümerstrukturen verbieten also eine unbesehene Übernahme von Lösungsversuchen, die auf das Überwachungsproblem Aktionäre/Management zugeschnitten sind. Oder noch kürzer gefasst: In den U.S.A. besteht in Bezug auf Fragen der Corporate Governance ein ständiges ungelöstes "Holzmüller-Problem", in Deutschland ein ständiges und - wie zu zeigen sein wird - ungelöstes "Mehrheits-Minderheitsproblem".

Zusammenfassend lässt sich sagen: Mit der Fixierung auf die Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Vorstand und die notwendige oder unmögliche Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder (dazu noch im folgenden 3. b)) wird in Deutschland die Lösung eines Problems versucht, das wir weithin gar nicht haben.[68] Es wird aber nicht nur die tatsächlich stattfindende Kontrolle *durch den* Groß- oder Mehrheitsaktionär nicht genügend beachtet, sondern auch der erforderlichen Kontrolle *des* Groß- oder Mehrheitsaktionärs keine Aufmerksamkeit geschenkt.[69] Andere Probleme verlangen aber nach Lösungen, die der abweichenden Problemlage Rechnung tragen.

d) Die Deutschland-AG

Die Analyse der Kontrollprobleme in deutschen Aktiengesellschaften endet nicht mit dem soeben Gesagten. Denkt man nur geringfügig weiter und bezieht in die Betrachtung die oben dargestellten Detailergebnisse zur Struktur deutscher Gesellschaften[70] mit ein, so wird klar, warum letztlich auch in Deutschland ein - freilich verschleiertes - Zentralproblem der Corporate Governance die Überwachung des Managements ist. Die zitierten Hauptaktionäre sind in Deutschland in ca. 50% der Fälle andere Gesellschaften, unter anderem auch Aktiengesellschaften. Die Gesellschafterrechte solcher Hauptaktionäre nehmen dessen Manager wahr und dadurch entsteht im Ergebnis über Ausgliederungen, *equity carve outs*,[71] wechselseitige Beteiligungen und Ringverflechtungen teilweise (soweit der Hauptaktionär eben keine Familie oder sonstiger privater Großaktionär ist) eine Selbstkontrolle der Manager und damit ein ähnliches *agency*-Problem wie in den U.S.A.[72] Es ist aber nur *ähnlich*, weil es im Grundsatz nicht auf die Corporate Governance einzelner Gesellschaften bezogen werden kann (in der einzelnen Gesellschaft funktioniert die Überwachung durch den

---

66 *Coffee* (Fn. 26) Colum. L. Rev. 102 (2002), 1757, 1826 in Fn. 286. Einen Vorschlag zur Einrichtung eines solchen "organ", das den Hauptaktionär wirksam kontrollieren könnte, habe ich bereits gemacht, vgl. *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 321ff. und noch unten III. 3. c).

67 *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 808.

68 Vgl. auch *Günter H. Roth/Ulrike Wörle*, Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats – Recht und Wirklichkeit, ZGR 2004, 565, 594: "Da der Mehrheitsaktionär die Bestellung so vornehmen wird, dass seine Eigentümerinteressen bestmöglich gewahrt werden, *scheint* in derartigen Gesellschaften der *Prinzipal-Agent-Konflikt* entschärft zu sein." [Hervorhebungen im Original]

69 Vgl. etwa auch *Albach* (Fn. 63), S. 373: "Es ist bemerkenswert, dass der Deutsche Corporate Governance-Kodex das Wort "Kleinaktionär" oder "Minderheitsrechte" nicht kennt."

70 Oben Tabelle 3a.

71 Dazu ausführlich *Wackerbarth*, AG 2002, 14ff. m.w.N.

72 Beschrieben von *G. H. Roth/Wörle* (Fn. 68), ZGR 2004, 565ff.

Produced by bepress.com, 2013

Hauptaktionär[73]), sondern nur strukturell existiert, d.h. bezogen auf die deutsche Unternehmenslandschaft.

2. Grundprobleme einer effektiven Überwachung der Geschäftsführung

a) Optimierungsproblem

Die Schwierigkeit jeder Kontrolle und Überwachung der Geschäftsführung liegt darin, dass prinzipiell keine der Extremlösungen (keine Überwachung auf der einen, vollständige Kontrolle auf der anderen Seite) in Betracht kommt. Denn je mehr man überwacht und kontrolliert, desto weniger bleibt von den Vorteilen eines zentralisierten Managements. Wenn der Vorstand jede noch so kleine Transaktion seinem Aufsichtsrat zur Genehmigung vorlegen müsste, dann bliebe ihm nicht mehr viel Leitungsfreiheit und keine Zeit, sich um aussichtsreiche neue Geschäftsideen zu kümmern. Andererseits gilt: je weniger Überwachung stattfindet, desto eher kann sich ein von den Investoren quasi-unabhängiges Management entwickeln, das nicht mehr im fremden Interesse (der Gesellschafter oder des Unternehmens), sondern im eigenen Interesse handelt. In beiden Extremvarianten wird - aus makroökonomischem Blickwinkel - das Interesse potentieller Investoren sinken, ihr Geld dem Management zur unternehmerischen Gewinnerzielung anzuvertrauen.

Damit handelt es sich von vornherein um ein Optimierungsproblem. Nur bei möglichst großem Spielraum für das Management und zugleich hinreichender Kontrolle kann der volkswirtschaftliche Nutzen der Unternehmen maximiert werden. Bei mikroökonomischer Betrachtungsweise geht es um die Minimierung der *agency costs*, d.h. um die Frage, wie die Überwachung des Vertreters durch den Geschäftsherren zugleich möglichst kostengünstig und effizient gestaltet werden kann.[74]

b) Objektivität gegen Nähe oder Aufsicht versus Expertise

Ein Grundproblem optimaler Überwachung ist das Spannungsverhältnis zwischen Objektivität des Überwachenden und seiner Nähe zum Überwachten. In der Diskussion zum Referat von *Frits Bolkestein* auf der 3. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex am 24. Juli 2004 ist dieses Grundproblem unter den Stichpunkten Aufsicht versus Expertise ebenfalls formuliert worden.[75] Bei größtmöglicher Nähe, z.B. innerhalb eines einheitlichen Organs (monistisches System), besteht der Vorteil eines bestmöglichen Informationsflusses zwischen Geschäftsführung und Aufsicht und damit die Möglichkeit des Überwachenden, zeit- und sachnah in das Geschehen einzugreifen und Fehltritte und Missgriffe des Überwachten zu verhindern. Das spricht etwa dafür, Vertreter von Lieferanten oder Geldgebern in das Aufsichtsorgan bzw. bei den *non-executive directors* zuzulassen. Auch der unmittelbare Wechsel von Vorstandsmitgliedern in den Aufsichtsrat ist unter dem Gesichtspunkt "Expertise" bzw. "Nähe" zu befürworten, während der Gesichtspunkt "Aufsicht" bzw. "Objektivität" eher für eine lange cooling-off-Periode sprechen, also einem Zeitraum, in dem ehemalige Vorstandmitglieder nach dem Ende ihrer Amtszeit nicht in den Aufsichtsrat gewählt werden dürfen.[76]

---

[73] Vgl. auch *G. H. Roth/ Wörle* (Fn. 68*)*, ZGR 2004, 565, 596f.

[74] Vgl. dazu *Fleischer* (Fn. 45), S. 138ff., 145, 197f.; *Katharina Pistor* in Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004, S. 161f.

[75] Eine Video-Aufzeichnung der Konferenz inkl. des Vortrags von Herrn *Bolkestein* und der anschließenden Diskussion ist abrufbar unter www.corporate-governance-code.de. Die Rede selbst ist auch abrufbar unter europa.eu.int/comm/internal_market/de/company/company/modern/index.htm.

[76] Vgl. dazu etwa *Albach* (Fn. 63), S. 361, 363f., der freilich zu einseitig die Probleme betont, die die größere Nähe von Bankenvertretern und ehemaligen Vorständen zum derzeitigen Vorstand mit sich bringt.

Bei größerer Nähe besteht die besondere Gefahr, dass sich der Standpunkt des Überwachenden dem des Überwachten annähert. Er wird die Dinge fast notwendig ähnlich sehen wie der Überwachte,[77] gerät daher in die Gefahr zu vergessen, warum und in wessen Interesse er überwacht. Noch näher und damit noch weniger objektiv steht er dem Überwachten, wenn - wie jüngst die Studie von *Günter H. Roth* und *Ulrike Wörle* eindrucksvoll für Deutschland und Österreich als Regel gezeigt hat[78] - der Überwachende praktisch-faktisch gerade von denjenigen ausgewählt wird, die er überwachen soll. Umgekehrt liegt es bei größtmöglicher Objektivität, d.h. Unabhängigkeit des Überwachenden. Steht er dem Überwachten fern, so wird zugleich der Informationsfluss geringer sein und die Möglichkeit sinken, effiziente Präventionsarbeit zu leisten.

Der Konflikt zwischen Objektivität und Nähe ist in jüngster Zeit von *Jonathan R. Macey* und *Arnoud W.A. Boot* aus Sicht des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts ausführlich erörtert worden; sie haben dabei neue Impulse gegeben.[79] Sie bezeichnen es für die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrates (der *non-executive directors*) als zentrales Problem, dass entweder hinreichende Nähe zum Vorstand besteht (dann sieht der Aufsichtsrat alles, wird aber nicht einschreiten) oder aber ein Wille des Aufsichtsrats zur objektiven Kontrolle vorhanden ist, dafür aber die notwendige Nähe zum Management fehlt, so dass der Informationsfluss eingeschränkt ist. In Deutschland sehen sie vor allem das Problem zu großer Nähe der Überwachenden, während in den Vereinigten Staaten die zentrale Kontrolle eher durch Outsider und den Kapitalmarkt erfolge, weshalb dort mangelnde Information das Hauptproblem sei.[80] *Macey* und *Boot* schlagen eine der jeweiligen Branche angepasste interne Überwachungsstruktur vor, ohne indessen die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, beide Elemente hinreichend in ein Corporate Governance-System einzubauen.[81]

c) Balance zwischen voice und exit: Externe (Kapitalmarkt-) und interne (Gesellschafter-)Kontrolle

Schließlich geht es um die richtige Balance zwischen *voice* und *exit*.[82] Die Investoren von Börsengesellschaften sind zugleich Anteilseigner und Kapitalmarktteilnehmer. Wenn man anerkennt, dass die Aktionäre die Tätigkeit der Verwaltung kontrollieren können müssen, weil sie zumindest auch in ihrem Interesse erfolgt, dann stellt sich nicht mehr die Frage, ob überhaupt sie etwas zu sagen haben müssen, sondern nur noch wieviel und wann. Eine Idee, die hinter dem sog. Markt für Unternehmenskontrolle steht, ist die, dass der Kapitalmarkt selbst eine Kontrollfunktion gegenüber dem Management übernimmt (vgl. schon oben I.). Das beruht auf ökonomischen Überlegungen, die bei schlechten Leistungen des Managements ein Sinken des Aktienkurses und damit höhere Finanzierungskosten sowie die Gefahr einer feindlichen Übernahme voraussagen. Aufgrund dieser Zusammenhänge werde das Management von Publikumsgesellschaften, weil und soweit es auf externe Finanzierung

---

77 *Jonathan R. Boot/Arnoud W. A. Macey*, Monitoring Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity, and Adaptability in Corporate Governance, Cornell L. Rev. 89 (2004), 356, 368: "Psychologists, for example, have observed a "foot-in-the-door" phenomenon, which predicts that individuals will agree to a series of escalating commitments once they make an initial commitment. ... Thus, earlier decisions, once made and defended, affect future decisions such that later decisions comport with earlier decisions. As applied to board members, this phenomenon suggests that board members begin to identify strongly with management after some agreement with management's decisions.

78 *G. H. Roth/ Wörle* (Fn. 68), ZGR 2004, 565ff.

79 *Boot/Macey* (Fn. 77), Cornell L. Rev. 89 (2004), 356ff.

80 *Boot/Macey* (Fn. 77), Cornell L. Rev. 89 (2004), 358f.

81 *Boot/Macey* (Fn. 77), Cornell L. Rev. 89 (2004), 388ff.

82 Grundlegend *Albert O. Hirschman*, Exit, Voice and Loyalty (1970), dazu aktuell auch *van Aaken*, RabelsZ 68 (2004), 288, 291; *Gerke/Mager* (Fn. 10), S. 549, 563; vgl. auch *Axel v. Werder* in Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004, S. 3, 12f.

Produced by bepress.com, 2013

angewiesen ist, alles dafür tun, dass es nicht zu einem Sinken des Kurses kommt.[83] Dies ist auch die Idee, die einem möglichen Wettbewerb um das beste Gesellschaftsrecht zugrundeliegt.[84]

Vorausgesetzt sind bei dieser Überlegung selbstverständlich liquide Wertpapiermärkte. Selbst unter dieser Voraussetzung kann man aber, wie *Richard Buxbaum* bereits 1985 zutreffend dargestellt hat, *voice* nicht einfach durch *exit* ersetzen und die Kontrolle *allein* dem Markt überlassen.[85] Denn insbesondere ein Schutz der Investoren durch die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme basiert gerade darauf, dass der Erwerber in der übernommenen Gesellschaft etwas ändern, z.B. das Management auswechseln kann. Das kann er aber gerade nicht, wenn dem Gesellschafter tatsächlich jede *voice* komplett abgeschnitten ist. Daher sind ältere und jüngere Vorschläge, *voice* als weitgehend bedeutungslos anzusehen,[86] zu verwerfen. Über das richtige Maß besteht aber auch in den U.S.A. keine Klarheit.[87]

3. Aufsichtsrat und Kontrolle des Hauptaktionärs in den USA und Deutschland

a) Die Einordnung des Aufsichtsrates in das Problemfeld

Im folgenden wird davon ausgegangen, dass es bei Corporate Governance um die Regeln geht, die praktisch wirksam, d.h. durchsetzbar eine Kontrolle der Geschäftsleitung einer Kapitalgesellschaft sicherstellen. Es geht mir dabei um eine rechtliche Betrachtung, bei der aber auch ökonomische und psychologische Überlegungen insoweit eine Rolle spielen, als sie eine Antwort auf die Frage geben können, wie ein funktionierendes Regelsystem beschaffen sein muss.

Im deutschen Recht ist die Antwort auf die Frage, wer Aufsicht und Kontrolle ausübt, scheinbar einfach. Die Geschäftsleitung obliegt gem. § 76 AktG dem Vorstand. Der Aufsichtsrat überwacht und kontrolliert die Geschäftsführung. Im einheitlichen *board*-Modell amerikanischer Prägung ist dagegen die Vorfrage zu klären, wem die Geschäftsleitung obliegt. Anders als manchmal gemutmaßt, ist das nicht das *board of directors*; die praktische Geschäftsleitung liegt vielmehr nur bei einem Teil des *boards*, den sog. *executive directors*, die nicht nur - wie die *non-executive* bzw. *independent directors* - Aufsichtsfunktionen wahrnehmen, sondern in der Praxis zusammen mit den *officers* die Aufgaben erfüllen, die im deutschen Recht dem Vorstand obliegen. Im amerikanischen Gesellschaftsrecht wird zunehmend zwischen den *independent directors* und den *executive directors* unterschieden. Insbesondere wird es als Hauptaufgabe der *independent directors* angesehen, die *executive directors* und die *officers*, soweit letztere nicht auf dem *board* dienen, zu kontrollieren.

Damit lässt sich dem amerikanischen Recht funktional und personell - wenn auch noch nicht institutionalisiert - die Unterscheidung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat entnehmen. Die

---

83 Dazu etwa *v. Werder* (Fn. 82) in Handbuch Corporate Governance, 3, 12f.; KölnKommWpÜG/*Hirte* Einleitung Rn. 15 mit Nachweisen.

84 Dazu *Wackerbarth*, WM 2001, 1741, 1752.

85 *Richard Buxbaum*, The Internal Division of Powers in Corporate Governance, Calif. L. Rev. 73 (1985) 1671 ff.

86 In Deutschland: *Peter O. Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1995, S. 191f., 200ff., 410ff., dagegen bereits *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 494; in den Vereinigten Staaten *Stephen M. Bainbridge*, Director Primacy; The Means and Ends of Corporate Governance, Nw. U. L. Rev. 97 (2003), 547ff.

87 Vgl. die sehr weitgehenden Vorschläge von *Lucian A. Bebchuk*, The Case for Empowering Shareholders, (Arbeitspapier von April 2003, im Internet unter papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=387940) mit den moderateren von *Margaret M. Blair*, Reforming Corporate Governance: What History Can Teach Us, Berk. Bus. L. J. 1 (2004), 1ff.

unabhängigen Mitglieder des *boards* erfüllen eine (zunehmend) wichtige Funktion. Nicht umsonst werden die *non-executive directors* in jüngerer Zeit häufiger mit dem Aufsichtsrat verglichen.[88] Schon von daher ist es falsch, der formalen Unterscheidung der internen Kontrollsysteme in *one-tier*- und *two-tier*-Systeme noch maßgebliche Bedeutung für die Unterschiede der Corporate Governance in den USA und Deutschland beizumessen, gleichwohl wird dies in der praktischen Diskussion oft getan.[89]

b) Die Unabhängigkeit der Aufsicht

aa) Allgemeine Schwierigkeiten bei der Feststellung von Unabhängigkeit

Unterschiede in den Governance-Systemen scheint es in der Frage der Unabhängigkeit des Aufsichtsrates zu geben. Im Zuge der Katastrophen um Enron, Worldcom und andere Firmen wurde in den U.S.A. der Sarbanes-Oxley Act (SOA) erlassen. Damit hat der Bund, obwohl dafür eigentlich nicht zuständig, relativ deutliche, wenngleich wenig zielgerichtete (im Sinne einer Reaktion auf die Ursachen der genannten Skandale)[90] Eingriffe in das Recht der Einzelstaaten vorgenommen. Die Unabhängigkeit der *independent directors* wurde weiter gestärkt, indem neue Inkompatibilitäten festgelegt werden und diese klar formuliert wurden.[91] Die daraufhin entstandenen Börsenregeln gehen über die Anforderungen des SOA noch deutlich hinaus.[92] Diese neuen Regeln zielen klar auf mehr Objektivität und Aufsicht im Sinne des oben III. 2. b) Gesagten.[93] Die Kontrolleure dürfen z.B. eine gewisse Zeit vorher nicht im Vorstand der Gesellschaft gewesen sein, sie dürfen ferner nicht in relevanten vertraglichen Beziehungen zur Gesellschaft stehen, wollen sie als unabhängig gelten. Auch auf der europäischen Ebene, namentlich im Aktionsplan der EU-Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts, wird über eine Adaption dieser amerikanischen Regeln diskutiert.[94]

Bei derartigen abstrakten Regeln für die Unabhängigkeit wird aber das entscheidende Problem vernachlässigt: Wer sucht denn die *independent directors* aus? In beiden Ländern ist das formal die Hauptversammlung aber der Sache nach entweder der Vorstand bzw. die *executive directors*,[95] oder aber der beherrschende Aktionär. Auch hier drückt sich das Problem der rationalen Apathie[96] der Anteilseigner aus. Handelt es sich um vom Vorstand vorgeschlagene Mitglieder, wird die anschließende Kontrolle desjenigen, dem man sein

---

88 Vgl. etwa *Peter Böckli* in Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004, S. 201ff.; deutlich zurückhaltender schon die Präambel zum DCGK.

89 Siehe etwa *Klaus Hopt* in Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2004, S. 29, 34 mit Nachweisen in Fn. 26; vgl. auch die Rede von *Gerhard Cromme* auf der 3. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex, im Internet unter www.corporate-governance-code.de als pdf-Dokument, S. 4f.

90 Dazu *Chandler/Strine* (Fn. 47), U. Pa. L. Rev. 152 (2003), 953, 957: " ... many [of the new rules] appear to have been taken off the shelf and put into the mix, not so much because they would have helped to prevent the recent scandals, but because they filled the perceived need for far-reaching reform and were less controversial than other measures more clearly aimed at preventing similar scandals." Die Autoren sind Vorsitzender und Vize-Vorsitzender Richter am zweithöchsten Gericht des U.S.-Staates Delaware und mit ihren Entscheidungen maßgeblich an der Fortentwicklung des Gesellschaftsrechts der U.S.A. beteiligt.

91 Vgl. etwa *Note*, And Now, the Independent Director? Have Congress, the NYSE, and NASDAQ Finally Figured Out how to Make the Independent Director Actually Work?, Harv. L. Rev. 117 (2004), 2181ff.

92 Dazu etwa *Lyman P.Q. Johnson/Mark A. Sides*, The Sarbanes-Oxley-Act and Fiduciary Duties, Wm. Mitchell L. Rev. 30 (2004), 1149, 1159ff.

93 Darstellung bei *G. H. Roth/ Wörle* (Fn. 68*)*, ZGR 2004, 565, 620-622.

94 Mitteilung an den Rat und das Europäische Parlament (KOM [2003], 284), abgedr. in NZG 2003, Beil. zu Heft 13, im Internet unter http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/cnc/2003/com2003_0284de01.pdf sowie darauf aufbauend das Arbeitspapier der Kommission zur Unabhängigkeit des Aufsichtsrats/boards, im Internet unter europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/independence/draft_recommendation_en.pdf

95 Für Deutschland: *G. H. Roth/ Wörle* (Fn. 68*)*, ZGR 2004, 565ff.

96 Bereits oben I. und III. 1. a).

Produced by bepress.com, 2013

Mandat verdankt, wegen des oben angesprochenen Näheproblems nicht besonders effizient erfolgen.[97] Werden sie aber *de facto* vom Hauptaktionär vorgeschlagen, so besteht dieses praktische Kotrolldefizit nicht. Dann stellt sich indessen die Frage, wie denn die Nähe der Mitglieder zum Hauptaktionär durch ein Unabhängigkeitserfordernis bekämpft werden könnte.

Unabhängigkeit kann durch abstrakte Regeln nicht ein und für alle Mal gewährleistet werden. Der SOA versucht dies, wirft aber Fragen auf, die erst durch die weitere Entwicklung des einzelstaatlichen Gesellschaftsrechts geklärt werden können. Stets kommt es für die Frage der Unabhängigkeit auf die konkrete Situation an; das Problem ist besonders kontextsensitiv.[98] Die Gerichte Delawares waren insoweit bislang stets vorsichtig und haben einzelfallabhängig über die Unabhängigkeit des jeweiligen *directors* entschieden. Das kann auch gar nicht anders funktionieren, weil unterschiedliche Situationen unterschiedliche (Un-) Abhängigkeitsprobleme aufwerfen. Ein Beispiel für ein Versagen abstrakter Unabhängigkeitsregeln: In SEC-Rule 10A-3[99] wird im Zusammenspiel mit den *listing requirements* der NASDAQ jemand für nicht unabhängig gehalten (jedenfalls was das *audit committee* angeht), der eine Beteiligung von über 10% an der fraglichen Gesellschaft besitzt.[100] Wird einem solchen *director* die Frage einer Erhöhung der Vorstandsgehälter vorgelegt, wird er jedoch - falls nicht er selbst auch *executive director* oder *officer* ist - angesichts seiner Beteiligung besonders vorsichtig und unabhängig über die Erhöhung entscheiden, während z.B. ein Aufsichtsratsmitglied, das keinerlei finanzielle Beteiligung besitzt, der Entscheidung möglicherweise gleichgültig gegenübersteht. Weiteres Beispiel: Wer als früherer Vorstand nach einer längeren cooling-off-periode Aufsichtsrat wird, bleibt gleichwohl ungeeignete Person für die Kontrolle der von ihm früher initiierten langfristigen (strategischen) Unternehmensplanung. *Warren Buffett* beschreibt in seinen beiden letzten "*letters to the shareholders*", wie sowohl Nähe als auch Unabhängigkeit dazu führen können, dass ein Aufsichtsratsmitglied seine Stimme - obwohl nötig - nicht erhebt.[101]

bb) Keine mehrheitliche Unabhängigkeit vom Hauptaktionär möglich oder wünschenswert

Schließlich vernachlässigt die Konzentration auf eine mögliche (mehrheitliche) Unabhängigkeit des Aufsichtsrates die Probleme, die durch das überwiegende Vorhandensein eines Groß- oder Mehrheitsaktionärs in deutschen Aktiengesellschaften aufgeworfen werden. Auf einen Mehrheits-/Minderheitskonflikt darf in doppelter Hinsicht nicht mit der Forderung nach Unabhängigkeit des Aufsichtsrats vom Mehrheitsgesellschafter oder von allen Gesellschaftern reagiert werden, wie ich auch bereits an anderer Stelle ausführlich dargelegt habe.[102] Die Leitungsmacht des Groß- oder Mehrheitsaktionärs[103] ist bei ökonomischer Betrachtung erstens[104] eine Garantie dafür, dass das Management der Gesellschaft effizient und bestmöglich überwacht wird, *agency costs* reduziert werden und die US-amerikanischen

---

97 *G. H. Roth/ Wörle* (Fn. 68), ZGR 2004, 565ff.; vgl. schon *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 470.

98 Dazu ausführlich *Chandler/Strine* (Fn. 47), U. Pa. L. Rev. 152 (2003), 953, 987-998.

99 Im Internet unter www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule10A-03.html.

100 Vgl. Rule 4350 (d) (2) (A) (ii) der NASDAQ-Rules, im Internet unter http://cchwallstreet.com/NASD/NASD_Rules/; dazu *Chandler/Strine* (Fn. 47), U. Pa. L. Rev. 152 (2003), 953, 990.

101 Vgl. für 2002 www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf auf den Seiten 16-19; für 2003 www.berkshirehathaway.com/letters/2003ltr.pdf auf den Seiten 7-9;

102 *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 316f. zur Idee Immengas, dem herrschenden Aktionär über Stimmrechtsverbote die Bestellung des Geschäftsleitungsorgans unmöglich zu machen; auf S. 508 zur nicht ausreichenden Kontrolle des Mehrheitsgesellschafters durch Unabhängige.

103 Leitungsmacht besteht - je nach Hauptversammlungspräsenz - bereits mit einer Minderheitsbeteilung von nur 20%, wie das Beispiel VW-Niedersachsen zeigt, dazu BGH NJW 1997, 1855, 1856; vgl. *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 44ff., 46.

104 Zu zweiten siehe unten cc).

Probleme zu großer Macht des Managements *unmittelbar* nicht entstehen.[105] Dementsprechend kann und darf dem Mehrheitsaktionär seine Leitungsmacht nicht durch die Forderung nach einem mehrheitlich von ihm unabhängigen Aufsichtsrat genommen werden.

Gleichwohl in diese Richtung gehende Empfehlungen der EU-Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts gehen insofern möglicherweise zu weit, da sie die positiven Effekte einer Kontrolle des Managements durch Großaktionäre unberücksichtigt lassen.[106] Kommissar *Frits Bolkestein* hat die Dinge auf der 3. Konferenz zum DCGK zwar ins rechte Licht gerückt: Er bemerkt zutreffend, dass in Deutschland die Kontrolle des Hauptaktionärs bislang *fehlt*; es geht also nicht um die Extremlösung der Abschaffung seiner Leitungsmacht, sondern nur darum, dass der Groß- oder Mehrheitsaktionär selbst ebenfalls kontrolliert wird.[107] In der Empfehlung der Kommission[108] sind insoweit bereits zwei wichtige Einschränkungen bezüglich der Forderung nach mehr Unabhängigkeit enthalten: (1) Die Arbeitnehmervertreter werden als unabhängig angesehen (Anhang II Nr. 1 b). Damit sind die insbesondere von *Habersack* geäußerten Befürchtungen[109] überholt. (2) Ferner ist nicht mehr von einer "Mehrheit" unabhängiger Mitglieder im Aufsichtsrat die Rede, sondern in Art. 4 von einer "ausreichenden Zahl", um sicherzustellen, dass mit Interessenkonflikten angemessen umgegangen wird.

Freilich wird im Anhang I der Empfehlung dennoch von einer Mehrheit unabhängiger Mitglieder in den Ausschüssen gesprochen, so dass das Problem noch nicht vollständig beseitigt ist. Die Empfehlung der Kommission ist offenbar von Verhältnissen beeinflusst, die etwa in England existieren. Dort haben börsennotierte Gesellschaften - ähnlich wie in den USA - eine von der in Deutschland stark abweichende Anteilseignerstruktur mit weitgehender Streuung des Anteilsbesitzes. Für diese Struktur muss eher der Konflikt zwischen Anteilseignern und Management gelöst werden als der Konflikt zwischen Mehrheit und Minderheit. Aber das erklärt nur den Wunsch nach mehr Unabhängigkeit der non-executive directors vom Management, nicht aber auch nach Unabhängigkeit von den Aktionären.[110] Man darf - wie oben III. 2. c) dargestellt - den Aktionären das Kontrollmittel *voice* nicht vollständig abschneiden, auch nicht dem Mehrheitsaktionär, schon weil gerade er die beste Gewähr für geringe *agency costs* des Managements bieten kann. In den USA haben die aktuellen Regeln bereits Gesellschaftsstrukturen, in denen ein Mehrheitsaktionär vorhanden ist, berücksichtigt. So enthalten etwa die *listing rules* der New York Stock Exchange und der NASDAQ für solche Gesellschaften eine Ausnahme vom Erfordernis mehrheitlicher Unabhängigkeit der *directors*.[111]

---

105 Vgl. aber oben III. 1. d).

106 Insoweit, aber *nur* insoweit ist den gegen diese Vorschläge und Empfehlungen geäußerten Vorbehalten zuzustimmen, vgl. etwa *Habersack*, NZG 2004, 1, 5 und *ders*., ZHR 168 (2004), 373ff.; Stellungnahme des *Handelsrechtsausschusses des DAV*, NZG 2003, 1008, 1010f., *Lutter* ZIP 2003, 863, 869; *Hoffmann-Becking*, ZGR 2004, 355, 359f.; siehe ferner die Aufzeichnung der Diskussion zum Referat *Bolkesteins* auf der 3. Konferenz zum Deutschen Corporate Governance Kodex wie Fn. 75.

107 Siehe die Aufzeichnung der Diskussion zum Referat *Bolkesteins* auf der 3. Konferenz zum Deutschen Corporate Governance Kodex wie Fn. 75.

108 Unter europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/de/oj/2005/l_052/l_05220050225de00510063.pdf

109 *Habersack*, ZHR 168 (2004), 373, 376f.

110 Im Kommentar zu Section 303A.2a der Corporate Governance Rules der NYSE vom 4.11.2003, im Internet unter www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf, heißt es denn auch: "However, as the concern is independence from management, the Exchange does not view ownership of even a significant amount of stock, by itself, as a bar to an independence finding."

111 Zur NYSE siehe die Corporate Governance Rules vom 4.11.2003, im Internet unter www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf, die eine Ausnahme von dem Unabhängigkeitserfordernis für sog. Controlled Companies vorsehen, die diese Eigenschaft freilich offenlegen müssen, um in den Genuss der Ausnahme zu kommen. Zur NASDAQ vgl. etwa *Johnson*/ *Sides* (Fn. 92), Wm. Mitchell L. Rev. 30 (2004),

Produced by bepress.com, 2013

cc) Kontrolle des Hauptaktionärs durch unabhängige Mitglieder weder möglich noch ausreichend

Der richtige Kern der Vorschläge der Kommission liegt darin, den vom Hauptaktionär allein beherrschten Aufsichtsrat um solche Mitglieder zu ergänzen, die den Hauptaktionär kontrollieren.[112] Das Problem der Aufsicht über den Groß- oder Mehrheitsaktionär wird aber nicht dadurch gelöst, dass man für *dessen* Überwachung unabhängige, d.h. *von ihm,* aber auch *von der Minderheit unabhängige* Mitglieder des Aufsichtsrates zusätzlich mit in den Aufsichtsrat nimmt.[113] Denn dadurch könnte die notwendige Kontrolle im praktischen Ergebnis nicht sichergestellt werden. Entweder gäbe es ständigen Streit zwischen Mehrheit und Minderheit über die Frage des "Wie" der Bestellung der unabhängigen Mitglieder oder aber es setzte sich letztlich der Großaktionär auch bei der Bestellung des "unabhängigen" Mitglieds durch - dann fehlt es wieder an der notwendigen Kontrolle. Und selbst wenn die Kontrolle des Mehrheits- oder Großaktionärs tatsächlich "unabhängig" wäre,[114] würden die Ergebnisse bei Geschäften zwischen ihm und der Gesellschaft zulasten der Minderheit ausfallen, weil sie praktisch ungefähr in der Mitte zwischen dem unabhängigen Mitglied und dem Hauptaktionär lägen - das wäre aber weniger als die erforderliche Mitte zwischen Minderheit und Hauptaktionär. Die von *Buffet* beschriebene *boardroom atmosphere*[115] spricht zudem dafür, dass ein unabhängiges Mitglied auch nicht besonders wirksam kontrolliert. Ist er unabhängig, so ist er nicht nur *neutral*, sondern es sind ihm die Angelegenheiten auch *gleichgültig*. Anders gesagt: Unabhängige Mitglieder im Aufsichtsrat wären nur ein Schritt in die richtige Richtung, konzeptionell aber keine Antwort auf die Probleme der Blockholder-Governance und damit erst recht keine Lösung der "Kapitalmarktfrage".[116]

c) Die Kontrolle des Hauptaktionärs

aa) Treuepflicht des beherrschenden Aktionärs

Wenn, wie soeben gezeigt, weder im einheitlichen board-System noch in der Unabhängigkeitsfrage entscheidende Unterschiede zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen Corporate Governance System liegen, dann stellt sich die Frage, wo das deutsche System so deutlich vom amerikanischen abweicht, dass Investorvertrauen hier so wenig und dort so weit verbreitet ist. Die tatsächlichen Unterschiede zwischen deutschem Recht und amerikanischer Corporate Governance sind zweigeteilt zu sehen. Erstens wird im amerikanischen Recht sehr genau zwischen der Sorgfaltspflicht der *directors* bei Geschäften mit Dritten und der Treuepflicht bei Insichgeschäften unterschieden.[117] Diese Unterscheidung spielt in Deutschland jedenfalls in der Praxis bislang keine große Rolle. Der Hauptunterschied liegt aber in der praktischen Reichweite der Treuepflichten eines Groß- oder Mehrheitsaktionärs.

1149, 1171 mit Fn. 113: "Finally, Rule 4350(c)(5) provides that "[a] Controlled Company is exempt from the requirements of this Rule 4350(c), except for the requirements of subsection (c)(2) which pertain to executive sessions of independent directors. A Controlled Company relying upon this exemption must disclose in its annual meeting proxy statement . . . that it is a Controlled Company and the basis for that determination." "This exception recognizes that majority shareholders, including parent companies, have the right to select directors and control certain key decisions, such as executive officer compensation, by virtue of their ownership rights. ... It should be emphasized that this controlled company exemption does not extend to the audit committee requirements under Rule 4350(d) or the requirement for executive sessions of independent directors under Rule 4350(c)(2)."

112 Vgl. schon oben Text bei Fn. 66f.

113 So die Neuregelung im belgischen Konzernrecht, vgl. *Wymeersch* (Fn. 14), S. 93.

114 Sie ist es bislang nicht, dazu ausführlich unten IV. 1. c).

115 Siehe Fn. 101.

116 So schon *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 508; dies wird etwa in der von *Wymeersch* (Fn. 14), S. 93 dargestellten Neuregelung im belgischen Recht übersehen. Zu denkbaren Auswegen unten V. und VI.

117 Dazu bereits oben III. 1. a).

bb) Kein Unterschied: Die Lückenfüllungsfunktion der Treuepflicht

Das Konzept einer Treuepflicht des beherrschenden Gesellschafters wird im *common law* deutlich strenger durchgeführt als in der deutschen Praxis. Amerikanische Richter wenden die Generalklausel der *duty of loyalty* praktisch wirksam auf (jede) einzelne Transaktion an, ohne dabei an starre gesetzliche Regeln gebunden zu sein. Den deutschen Regeln können die Insider dagegen durch geschickte Vertragsgestaltung ausweichen. *Mark Roe* beschreibt das folgendermaßen: "Wheeler-dealers run rings around the civil law judges, who read the legislative texts too narrowly; those wheeler-dealers cannot easily run rings around the tough common law judges, who, with the bludgeon of open-ended fiduciary duties, eventually catch up with the thieves."[118]

Letztlich geht der Vorwurf von *Roe* dahin, Richter in kontinental-europäischen Rechtssystemen würden ihrer Aufgabe, Schutzlücken im Gesetz zu füllen, nicht genügend nachkommen. Dem kann in dieser Allgemeinheit nicht zugestimmt werden: die richterliche Offenheit für neue Entwicklungen besteht auch im deutschen Gesellschaftsrecht. Grundsätzlich findet auch der 2. Zivilsenat des BGH auf neue Herausforderungen über das Institut der Treuepflicht neue Antworten. Die Anpassungsfähigkeit des des deutschen Gesellschaftsrechts an veränderte Umstände hat sich bereits häufig erwiesen.[119] Aktuelle Beispiele bilden etwa die Entscheidung zum Delisting (*Macrotron*), die Existenzvernichtungshaftung und auch die Holzmüllerentscheidung in ihrer Fassung durch *Gelatine*.[120] Der zweite Senat des BGH sieht, wie ein Beitrag von *Volker Röhricht* zeigt,[121] auch zutreffend in der Treuepflicht die rechtliche Grundlage für die notwendige Lückenfüllung und die Anpassung des Gesellschaftsrechts auch der börsennotierten Aktiengesellschaft an neue Entwicklungen.

cc) Aber Beschränkung auf Reservefunktion

Dennoch besteht ein wichtiger Unterschied zur Handhabung der Treuepflicht im US-amerikanischen Recht, die gleichfalls im Beitrag *Röhrichts* zum Ausdruck kommen.[122] Die Treuepflicht spielt im scheinbar durchregulierten Aktienrecht in einer "eher geringen Zahl veröffentlichter Gerichtsentscheidungen" eine maßgebliche Rolle.[123] Sie wird nämlich lediglich als "Reserveinstrumentarium" angesehen, wenn und soweit das geschriebene Recht nicht ausreicht. Und gerade in Bezug auf den Schutz der Minderheitsgesellschafter hält *Röhricht* etwa die geschriebenen Regeln der §§ 311ff. AktG für fast ohne Zweifel spezieller.[124] Insoweit scheint in den Behauptungen *Roes* ein Fünkchen Wahrheit zu liegen. Die Gerichte Delawares sind bereit, in die Entscheidungsprozesse einer *corporation* bis ins Detail und grundsätzlich bei jeder einzelnen Transaktion einzusteigen und die *duty of loyalty*

---

118 *Mark J. Roe*, Institutional Foundations for Securities Markets in the West, (2002), 1ff., 4 zu finden unter www.econ.nyu.edu/user/frydmanr/Roe-AER2003.doc; vgl. auch *Paredes* (Fn. 47), Wm. & Mary L. Rev. 45 (2004), 1055, 1063; *Katharina Pistor/Yoram Keinan/Jan Kleinheisterkamp/Mark D. West*, The Evolution of Corporate Law: A Cross Country Comparison, U. Pa. J. Int'l Econ. L. 23 (2002), 791, 793f. (auch unter http://ssrn.com/abstract=419881).

119 Es finden sich zahllose Beispiele klarer Rechtsfortbildung durch den 2. Senat, etwa die Haftung aus qualifiziert-faktischer Konzernierung, der Schwenk in der Haftung der Gesellschafter bürgerlichen Rechts, das richterrechtlich entwickelte Institut des Kapitalersatzrechts usw. usf.

120 BGH vom 25. 11. 2002, NZG 2003, 280 = NJW 2003, 1032 (Macrotron); BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703 (Holzmüller); BGH, Urt. v. 26. 4. 2004, NJW 2004, 1860 (Gelatine); zur Existenzvernichtung siehe nur BGH v. 17.9.2001 BGHZ 149, 10 (Bremer Vulkan); BGH v. 24.6.2002 BGHZ 151, 181 (KBV).

121 *Röhricht* (Fn. 62), S. 513ff., insbes. S. 516, 528f.

122 Vgl. *Röhricht* (Fn. 62), S. 525ff.; 545.

123 *Röhricht* (Fn. 62), S. 526.

124 *Röhricht* (Fn. 62), S. 530.

Produced by bepress.com, 2013

auch des *controlling shareholders* so tatsächlich durchzusetzen. Das kann man vom deutschen Gesellschaftsrecht in seiner Ausprägung durch den zweiten Senat nicht sagen.

Es fehlt insoweit vielleicht aber auch das Bewusstsein, dass ein Reserveinstrument seine Funktion nicht erfüllen kann, wenn es zwar auf Fälle angewendet wird, in denen durch eine einmalige Transaktion ein schwerer Nachteil für die Minderheit herbeigeführt wird, dafür aber andere Türen offen lässt, durch die der Mehrheitsgesellschafter nur mehrmals zu gehen braucht, wenn er im Ergebnis einen gleich schweren Nachteil für die Minderheit erreichen will. Die Möglichkeiten der alternativen Handlungswege des Groß- oder Mehrheitsgesellschafters werden nicht genügend berücksichtigt.[125]

Das lässt sich etwa anhand der *Linotype*-Entscheidung exemplifizieren:[126] Die übertragende Auflösung durch den Mehrheitsgesellschafter wird einer richterlichen Kontrolle anhand der Treuepflicht unterzogen. Für die mögliche Umverteilung durch kleinere konzerninterne Transaktionen sollen dagegen die §§ 311ff. AktG spezieller sein, obschon sie keinen wirksamen Schutz bieten[127] und der Mehrheitsgesellschafter durch kumulierte konzerninterne Transaktionen im Ergebnis das gleiche erreichen kann wie durch die übertragende Auflösung, nämlich eine Umleitung des Gewinns des Unternehmens an der Minderheit vorbei auf sich selbst.

dd) Verfahren zur Durchsetzung der Treuepflicht (Enforcement)

Noch in anderer Hinsicht bestehend maßgebende Unterschiede, was die Kontrolle von *controlling shareholders* angeht. In den U.S.A. besteht für jeden Aktionär die Möglichkeit, bei jedem Insichgeschäft eine Aktionärsklage zu erheben. Dabei unterscheidet sich das Verfahren vom deutschen in mehrfacher Hinsicht,[128] vor allem in den vom Kläger zu erlangenden Informationen und in der Kostenfrage. So kann unter gewissen Umständen die klagende Partei über die sog. *discovery* den Entscheidungsprozess in der Gesellschaft ausforschen; ihr Kostenrisiko ist durch erfolgsabhängige Vergütung ihres Anwalts (*contingency fees*) und Sonderregeln für die Kostentragungspflicht ausreichend gering.[129] Die Kosten können dem Unternehmen selbst dann auferlegt werden, wenn die *derivative suit* kein unmittelbares finanzielles Ergebnis für die Gesellschaft zeitigt.[130]

Auch die weiteren prozessualen Regeln für die Zulässigkeit der Aktionärsklage (*contemporaneous ownership rule, demand requirement*) schaffen im Unterschied zu den deutschen Regeln der §§ 142, 315 AktG[131] keine pauschalen und unüberwindbaren

---

125 Zu den vom Konzernrecht insoweit eröffneten Möglichkeiten unten IV. 1. c)

126 BGHZ 103, 184ff. (Linotype).

127 Dazu unten IV. 1. c).

128 Dazu auch *Hertig/Kanda* in Kraakman et al. (Fn. 2), S. 116f.

129 Siehe bereits *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 295f. Vgl. auch *Pistor/Keinan/Kleinheisterkamp/West*, (Fn. 118) U. Pa. J. Int'l Econ. L. 23 (2002), 791, 832ff.; *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 807f. "The need for broad discovery is even more crucial for self-dealing than for information asymmetry. For misdisclosure in a public offering, there is usually a written disclosure document that will sometimes be false on its face. In contrast, for self-dealing, insiders are dealing with themselves, or (for insider trading) with an anonymous market. They can often avoid a telltale paper trail. The judicial system must therefore permit wrongdoing to be inferred from circumstantial evidence. Rules that shift the burden to insiders to disprove self-dealing (once suspicious circumstances are established), or require the insiders to prove fairness (once self-dealing is established), can be highly valuable."

130 Zur Kostentragungspflicht auch bei erfolglosen derivative suits (sog. common fund doctrine) *Clark* (Fn. 1), S. 659ff.; aktueller *Mark J. Loewenstein*, Shareholder Derivative Litigation and Corporate Governance, Del. J. Corp. L. 24 (1999), 1ff. oder *van Aaken* (Fn. 47), RabelsZ 68 (2004), 288, 322f.

131 Zu den Fehlanreizen des aktuellen Rechts ausführlich *van Aaken* (Fn. 47), RabelsZ 68 (2004), 288, 320ff., zu den geplanten Änderungen durch das UMAG unten V.

Barrieren.[132] Sie zielen darauf ab, dass die fragliche Transaktion vorher, gegebenenfalls auch nachher durch ein faires, überprüfbares, innergesellschaftliches Verfahren von dem Makel des Insichgeschäfts befreit wird. Dieses Verfahren besteht darin, dass entweder eine Mehrheit unabhängiger Direktoren (soweit vorhanden) das fragliche Geschäft billigt oder aber die Hauptversammlung bei Stimmverbot des herrschenden Gesellschafters entscheidet, wenn keine unabhängigen Direktoren vorhanden sind.[133] Und dabei wird ein Direktor genau dann nicht als unabhängig angesehen, wenn er vom beherrschenden Gesellschafter bestellt ist oder sonst von diesem unter Druck gesetzt werden kann.[134] Mehrere Beispiele zeigen, dass die Gerichte (besonders die Delawares) derartige Befreiungsverfahren sehr genau überprüfen und die notwendigen prozessualen Mittel besitzen, um auch die tatsächlichen Details zu untersuchen.[135] Und wo der Gesetzgeber überzogene oder nicht zielführende Verfahrensanforderungen statuiert, korrigiert der *common law*-Richter diese im Wege der Auslegung.[136]

4. Zwischenergebnis

Will man die Zusammenhänge zwischen liquiden Wertpapiermärkten und Corporate Governance auf den Punkt bringen, so kann man folgendes sagen: Basis für funktionierende Wertpapiermärkte ist Investorvertrauen und dieses kann allein durch Kapitalmarktrecht nicht aufgebaut werden. Es bedarf als Basis einer funktionierenden Kontrolle der Verwaltung und eines funktionierenden Minderheitenschutzes im Kapitalgesellschaftsrecht. Beides muss der Problemlage angepasst sein, die in den USA und Deutschland erhebliche Unterschiede aufweist. In Deutschland ist die Kontrolle mehr auf die Groß- bzw. Mehrheitsaktionäre (Hauptaktionäre) als auf Aufsichtsrat oder Vorstand zu konzentrieren. Denn letztere werden bereits vom Hauptaktionär überwacht. Dieser selbst muss aber ebenfalls wirksam kontrolliert werden.

Das schließt zunächst vollständig vom Hauptaktionär bestellte Aufsichtsräte ebenso aus wie von ihm mehrheitlich unabhängige Aufsichtsräte. Ferner ist der Gefahr von Vermögensverschiebungen zum Hauptaktionär vorzubeugen, indem Geschäfte zwischen der Gesellschaft und dem Hauptaktionär wirksam kontrolliert werden. Hier lassen sich Unterschiede in der praktischen Reichweite der Treuepflicht zwischen den USA und Deutschland feststellen. Eine funktionierende Kontrolle von Insichgeschäften ist vielleicht keine hinreichende, wohl aber eine notwendige Bedingung für entwickelte Wertpapiermärkte.

---

132 Dies gilt, obschon der Einrichtung sogenannter *special litigation committees* eine Zeitlang unterstellt wurde, solche unüberwindbaren Hürden aufzustellen. Spätestens nach den Katastrophen um Enron, WorldCom u.a. hat insoweit jedoch - auch und vor allem in Delaware - ein Umdenken begonnen, vgl. dazu etwa die Entscheidungen des Chancery Court of Delaware In re the Walt Disney Co. Derivative Litigation (Disney I) 731 A.2d 342 (1998, vor Enron) und In re Oracle Corp. Derivative Litig. (Disney II) 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003, nach Enron), dazu kritisch *Jones* (Fn. 50) J. Corp. L. 29 (2004), 625ff. mit weiteren Beispielen. Daran, dass Delaware die Treuepflichten auch vor Enron deutlich schärfer durchgesetzt hat als Sorgfaltspflichten und als sie in Deutschland durchgesetzt werden, ändert dies jedoch nichts, vgl. insoweit auch die nächsten drei Fn.

133 Siehe dazu auch *Hertig/Kanda* in Kraakman et al. (Fn. 2), S. 121f.

134 Exemplarisch Kahn v. Lynch, Del. Supr. (1994), 638 A.2d, 1110, dazu ausführlich *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 293ff.

135 Dazu bereits *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 290ff. unter Hinweis auf die Möglichkeit sorgfältiger Untersuchung auch von Details auf S. 295f.; jüngstens bestätigt durch Grace Broth. Ltd, v. Uniholding Corp., (Del. Ch.) Del. J. Corp. L. 27 (2002), 306ff.

136 Eine tendenziell prohibitive Verfahrensvorschrift für die Aktionärsklage im amerikanischen Recht war die Einführung eines Sicherheitserfordernisses, falls der klagende Aktionär nicht mehr als 5% der Anteile besaß (sog. security-for-expenses). Diese hatten manche Staaten zur Verhinderung räuberischer Aktionärsklagen eingeführt. Von den Richtern wurde sie einfach dadurch abgeschafft, dass sie die Gesellschaft verpflichteten, einem Kläger die Suche nach Mitaktionären zu erleichtern, die ebenfalls klagen wollten. Da dies das letzte ist, was die beklagten Gesellschaften wollen, verzichten sie auf die Erfüllung entsprechender Erfordernisse; vgl. dazu *Clark* (Fn. 1), S. 654.

Produced by bepress.com, 2013

Und was diesen entscheidenden Punkt betrifft, kann dem Gesetzgeber entgegen *Jahn*[137] nicht "bescheinigt werden, dass er seit Jahren nichts unversucht lässt, um die Möglichkeiten zur Täuschung von Kapitalanlegern einzuschränken..." Die Versuche betreffen, was die Kontrolle von Geschäften der Aktiengesellschaft mit dem Hauptaktionär angeht, sämtlich Marginalien und dringen nicht zum Kern der Problematik vor. Auch die neuen Änderungen durch das geplante UMAG sind insofern angreifbar, weil sie die entscheidenden Unterschiede zwischen der Treue- und Sorgfaltspflicht der Manager und von Großaktionären nur andeuten.[138]

IV. Die Abschaffung des Konzernrechts: Notwendigkeit

1. Der unternehmerische Interessenkonflikt - eine Chimäre

a) Konzernrecht als Sonderrecht des Unternehmermehrheitsgesellschafters

Konzernrecht ist nach dem in Deutschland entwickelten Ansatz das Sonderrecht des unternehmerischen Mehrheitsgesellschafters. Gerechtfertigt wird dieses Sonderrecht mit dem "unternehmerischen Interessenkonflikt" zwischen Gesellschafter und Gesellschaft, der angeblich bei einem privaten Mehrheitsgesellschafter fehlen soll. Bei diesem wird davon ausgegangen, dass seine Interessen mit denen der Gesellschaft gleich laufen, bei jenem soll dagegen die anderweitige Interessenbindung zu einem Konflikt führen, der ihn veranlassen kann, seine Mehrheitsherrschaft zum Nachteil der Gesellschaft auszuüben.[139] Dieser angeblich besondere Konflikt ist Gegenstand des deutschen Konzernrechts. Im Fall des privaten Mehrheitsgesellschafters kommt das Konzernrecht folglich nicht zur Anwendung, vielmehr müssten etwaige Probleme mit dem allgemeinen Aktienrecht gelöst werden. In der Mehrzahl der Fälle, in denen eine Gesellschaft einen Mehrheitsaktionär besitzt, wird man so allerdings zur Anwendung des Konzernrechts gelangen (vgl. oben II. 1. c) Tabelle 3a). Anders dürfte es namentlich im Fall von Familiengesellschaften liegen.

b) Die Unschlüssigkeit der Begründung dieses Sonderrechts

Nach dem Konzernrecht verfolgt der unternehmerische Mehrheitsgesellschafter andere Interessen als die Tochtergesellschaft. Diese sollen ihn nach der Logik des Konzernrechts dazu veranlassen, in der Tochter falsche, d.h. die Tochter und damit die Minderheitsgesellschafter benachteiligende unternehmerische Entscheidungen zu treffen. Das ist der Grundansatz des Konzernrechts, der unternehmerische Interessenkonflikt zwischen Mutter und Tochter. Rationale Gründe für eine Benachteiligung der Tochter sind indessen nur insofern erkennbar, als es um die Verschiebung von Vermögenswerten zugunsten der Mutter oder anderer Konzerngesellschaften geht. Nur wenn der Nachteil bei der Tochter mit einem entsprechenden Vorteil bei der Mutter korrespondiert, kann sie ein Interesse daran haben, die Tochter zu benachteiligen. Beispiel: Wenn die Mutter der Tochter, an der sie nur 50% der Anteile hat, 1.000.000 € wegnehmen kann, dann verliert sie zwar auf der Seite der Tochter 500.000 € (50% von 1.000.000 €), gewinnt aber selbst 1.000.000 €.

Jedoch weicht die Interessenlage im Konzern in keiner Weise von der Situation in einer Gesellschaft ab, in der nur eine Privatperson, also ein Nicht-Unternehmen Mehrheitsgesellschafter ist. Der private Mehrheitsgesellschafter hat genau die gleichen

137 ZRP 2004, 68, 71.

138 Näher dazu unten V. 1. b) und V. 2.

139 Vgl. stellvertretend für diese ganz h.M. MünchAktG/*Bayer* § 15 AktG Rn. 14; *Emmerich*/Habersack, Aktienkonzernrecht, 3. Aufl. 2003, § 15 AktG Rn. 10 je m.w.N.; *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht II, 2004, S. 507f., teilweise kritisch *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2004, S. 935ff.

Anreize wie die Konzernmutter, sich selbst zulasten seiner Mitgesellschafter zu bereichern. Es handelt sich um das Grundproblem jeder gemeinsamen Gewinnerzielung: Durch Vermögensverschiebungen von der Gesellschaft zu ihm selbst kann sich ein Gesellschafter auf Kosten der Mitgesellschafter bereichern und damit die Gewinnverteilungsregel des Gesellschaftsvertrags umgehen bzw. aushebeln..

Wenn man dieses Problem aber wirksam bekämpft (und das muss man in jeder Gesellschaft, nicht nur in abhängigen Gesellschaften), dann entfällt jeder Anreiz[140] für den Mehrheitsgesellschafter, andere die Gesellschaft benachteiligende unternehmerische Entscheidungen zu treffen. Er schädigte damit ja nur sich selbst bzw. sein Investment in der Tochter. Kann er sich nicht bereichern, so wird er seine Leitungsmacht im Interesse der Tochter ausüben.[141] Aus diesem Grund stimmt bereits der Grundansatz des deutschen Konzernrechts nicht. Ein Sonderrecht für den "Konzern" ist entbehrlich.

c) Der durch die Sonderregeln der §§ 311ff. AktG angerichtete Schaden

aa) Fehlende statt verstärkte Kontrolle von Insichgeschäften

Wenn der unternehmerische Interessenkonflikt also allenfalls ein Problem beschreibt, das in jeder Gesellschaft besteht, dann könnte man noch auf den Gedanken kommen, es könne doch zumindest nicht schaden, den Interessenkonflikt zwischen Mehrheit und Minderheit wenigstens in einem Teil der Fälle (eben über ein Konzernrecht) zu bekämpfen. Die §§ 311ff. AktG bewirken jedoch gerade das Gegenteil von dem, wofür sie ursprünglich einmal gedacht waren. Gedacht war daran, für den Unternehmermehrheitsgesellschafter zusätzliche, d.h. über die allgemeinen Regeln des Aktienrechts hinausgehende Grenzen seiner Leitungsmacht zu schaffen, wie schon die Überschrift des § 311 AktG zeigt, die von "Schranken des Einflusses" spricht.[142] § 311 AktG sollte konzeptionell gerade ein "umfassendes Verbot" der Benachteiligung der Tochter vorsehen.[143]

Praktisch erreicht hat man durch die Vorschriften jedoch das Gegenteil: Man hat dem Unternehmermehrheitsgesellschafter unfaire Geschäfte mit der Tochter und damit die Benachteiligung der Minderheit *erleichtert*. Ein erster Beleg für diese Tatsache ist, dass in

---

140 Inwieweit das Steuerrecht die Entscheidungen des Mehrheitsgesellschafters verzerrt, kann hier nicht vertieft werden. Jedenfalls aber wäre eine solche Verzerrung genau da zu bekämpfen, wo sie ihre Ursache hat: im Steuerrecht. Man kann nicht falsche Entscheidungen des Gesetzgebers in einer Rechtsmaterie (Steuerrecht) durch falsche Weichenstellungen in einer anderen (Gesellschaftsrecht) korrigieren. Das wäre im Ergebnis nur eine Verschlimmbesserung. So wie die falschen Weichenstellungen im Konzernrecht nicht durch das WpÜG korrigiert werden können, (dazu *Wackerbarth*, WM 2001, 1741ff.) so können auch Fehlentwicklungen im Steuerrecht nicht durch ein Konzernrecht korrigiert werden.

141 Und dann entfällt - konsequent - auch die Notwendigkeit, (außerhalb von Mißbrauchssituationen) einen Schutz vor Nachteilszufügung durch Veranlassung nachteiliger Geschäfte der Tochter mit Dritten vorzusehen; dies verkennend *Bezzenberger*, Das Kapital der Aktiengesellschaft, 2005, S. 323 unten und ff.

142 Vgl. bereits *Mestmäcker*, FS Kronstein (1967), S. 129, 139ff., insb. 143; *Bälz*, FS Raiser (1974), S. 287, 310ff.; KölnKomm/*Koppensteiner* vor § 311 AktG Rn. 5ff.; vgl. auch *Zöllner*, ZHR 162 (1998), 235, 241, 247 einerseits, 245 Fn. 30 andererseits; *Altmeppen*, ZIP 1996, 693, 697f.; *Hiroshi Motomura,* Protecting Outside Shareholders in a Corporate Subsidiary: A Comparative Look at the Private and Judicial Roles in the United States and Germany, Wis. L. Rev. 61 (1980), 61, 67f.; siehe auch *Thomas Wälde*, Parent-Subsidiary Relations in the Integrated Corporate System: A Comparison of American and German Law, J. Int. L. Eco. 9 (1974), 455, 501f.: "This weakness (gemeint ist das Verständnis der h.M. von den §§ 311, 317 AktG) undermines the whole concept of the *Konzernrecht*. As long as it is cheaper to control ´without a contract´ the parent´s cost/benefit analysis will favor contractless control."

143 Siehe etwa *Zöllner*, ZHR 162 (1998), 235ff., 241: "Hier gilt es im Auge zu behalten, daß § 311 AktG die mißglückte Reaktion auf das Verständnis der vor dem AktG geltenden Rechtslage darstellt, mit der man nicht eigentlich etwas erlauben, sondern ein vorher vermeintlich Erlaubtes einschränken wollte"; vgl. auch Begründung RegE, bei *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 408.

Produced by bepress.com, 2013

Deutschland die weit überwiegende Zahl der Konzerne noch immer ohne Beherrschungsvertrag besteht; die von § 311 AktG errichteten "Schranken" können also nicht besonders hinderlich sein. Einen richtigen Eindruck erhält man aber erst, wenn man ein wenig mehr ins Detail geht und die Verfahrensfolgen einer Transaktion betrachtet, mit der die Tochter der Mutter einen Vermögensvorteil zuwendet.

Was geschieht in diesem Fall? Zunächst einmal überhaupt nichts, denn § 311 Abs. 1 AktG ordnet nach ganz h.M. an, dass das fragliche Geschäft zunächst erlaubt ist, selbst auf Veranlassung der Muttergesellschaft.[144] Dies steht ganz im Gegensatz zur normalen Aktiengesellschaft, in der die §§ 57ff. AktG eine solche verdeckte Gewinnausschüttung verbieten, freilich ohne prozessuale Vorkehrungen dafür zu treffen, dass sie nicht gleichwohl geschehen. Nach § 311 Abs. 2 AktG ist der erlangte Vermögensvorteil am Jahresende zurückzuzahlen oder aber der Tochter zumindest ein konkreter Anspruch auf Ausgleich einzuräumen. Das weitere Geschehen wird von den §§ 312ff. AktG bestimmt. Gem. § 312 AktG muss der Vorstand der Tochter das Geschäft in den sog. Abhängigkeitsbericht aufnehmen. Dieser Bericht wird aber vor den Minderheitsgesellschaftern geheim gehalten. Nur die Verwaltung und der Abschlussprüfer der Gesellschaft kennen ihn. Gem. § 313 AktG muss der Abschlussprüfer sich den Bericht anschauen. Hält er den Bericht für in Ordnung, bestätigt er ihn. Nach § 314 AktG hat sich dann der Aufsichtsrat den Bericht und den Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers anzusehen.

Auf den ersten Blick sieht das nach einem praktikablen Verfahren aus, um die konzerninternen Geschäfte zu überprüfen. Ein genauer Blick fördert jedoch das Gegenteil zutage: Erstens sind verdeckte Gewinnausschüttungen in der Praxis nicht mit hinreichender Präzision feststellbar.[145] Und zweitens sind Aufsichtsrat und Vorstand vom herrschenden Unternehmen direkt oder mittelbar bestellt. Der Abschlussprüfer wird seinerseits vom Aufsichtsrat beauftragt. Eine unabhängige Kontrolle ist damit ausgeschlossen.

Nur wenn Aufsichtsrat, Vorstand oder Abschlussprüfer den Abhängigkeitsbericht nicht für in Ordnung befunden haben, kann ein Minderheitsaktionär gem. § 315 AktG eine Prüfung durch einen vom Gericht bestellten Sonderprüfer beantragen. Ansonsten muss er Tatsachen darlegen und beweisen, die den Verdacht rechtfertigen, es sei irgend etwas nicht mit rechten Dingen zugegangen. Das kann er nicht, weil ihm die entsprechenden Informationen fehlen. Den Abhängigkeitsbericht kann er nicht einsehen. Eine *discovery* nach US-amerikanischer Praxis, die es ihm ermöglichte, die notwendigen Informationen zu sammeln (dazu oben III. 3 c) dd)), gibt es nicht. Jeder Kläger läuft ein prohibitives Kostenrisiko, zumal etwaige Schadensersatzansprüche nicht ihm zustehen, sondern der Tochtergesellschaft. Anwälte haben in Deutschland keinerlei Anreiz, derartige Verfahren zu betreiben.[146]

Da die durch das Geschäft benachteiligte Minderheit keine Möglichkeit hat, die Vermögensverschiebung aufzudecken, kommt es erst gar nicht zu gerichtlichen Entscheidungen.[147] Und dann kann man, wie oft geschehen, einfach behaupten, offensichtlich

---

144 Nachweise bei *Hüffer*, § 311 AktG Rn. 49 und *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 125 in Fn. 133, dort auch zur (richtigen) Gegenauffassung in Fn. 135.

145 Dazu ausführlich *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 308ff., bes. 310.

146 Vgl. zur insoweit vergleichbaren allgemeinen Aktionärsklage *van Aaken* (Fn. 47), RabelsZ 68 (2004), 288, 320-322 mit der treffenden Bemerkung: "The incentive to initiate an action according to § 147 AktG is thus minimized".

147 Siehe etwa *John C Coffee, Jr.*, Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, J. Corp. L. 25 (1999), 1, 24f. "First, shareholders will not necessarily learn of the self-dealing transaction. Under the German corporate law, an elaborate body of law regulates the relationship between the companies that belong to a holding structure, or "Konzern." This body of law permits a majority shareholder to

funktioniere das Konzernrecht gut, denn von unzulässigen Vermögensverschiebungen sei ja in der Praxis nichts bekannt geworden.[148] Dieses System und seine Beurteilung erwecken kein Vertrauen.

bb) Unsicherheit für Investoren

Aber selbst wenn man einmal unterstellt, dass Vorstand, Aufsichtsrat und Abschlussprüfer bei der Erstellung und Prüfung des Abhängigkeitsberichts im Interesse der Minderheit alle Sorgfalt walten lassen und der Sache nach in deutschen Konzernen keinerlei unfaire Konzernverrechnungspreise für Insichgeschäfte zugrundegelegt werden, so bleibt - bezogen auf das oben angesprochene Ziel einer Stärkung der Wertpapiermärkte - ein zentrales Problem bestehen. Dieses liegt in der fehlenden Gewissheit der Investoren, dass ihr Geld bei einer deutschen börsennotierten Aktiengesellschaft gut aufgehoben ist und nicht der Umverteilung innerhalb der Unternehmensgruppe zum Nutzen des Großaktionärs anheimfällt. Allein diese Unsicherheit wird potentielle Investoren davon abhalten, Aktien zu kaufen. Die oben dargestellten Zahlen sprechen eine deutliche Sprache.

Den ökonomischen Zusammenhang hat *Bernhard Black* ausführlich dargestellt.[149] Das Potential für gewinnverschiebende Insichgeschäfte kreiert das gleiche *Akerlofsche* Zitronenmarkt-Problem wie Informationsasymmetrien[150] (tatsächlich sind beide Probleme nur die beiden Seiten einer Medaille). Da die Investoren nicht wissen, in welchen börsennotierten Gesellschaften die Insider ehrlich sind und in welchen sie versuchen, die Gewinne oder die Vermögenssubstanz über Insichgeschäfte auf sich umzuleiten, werden die Anleger einen Abschlag auf die ausgegebenen Aktien sämtlicher Gesellschaften vornehmen (oder eine Investition gänzlich unterlassen). Das gibt ehrlichen Insidern einen Anreiz, sich nach anderen Finanzierungsmöglichkeiten umzusehen, da sie auf dem Kapitalmarkt nicht den wahren Wert für die von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien erlangen können.[151] Gerade unehrliche Insider werden aber durch derartige Preisabschläge nicht davon abgehalten, gleichwohl Aktien auszugeben. Die Aussicht auf einen geringen Preis für eine noch geringere Gegenleistung kann und wird zumindest für einige Insider attraktiv sein.[152]

---

dominate its subsidiary, but expects the majority to compensate the minority for any detriment that they suffer. Although the firm's auditors must report on such intercompany dealings, they report only to the controlled firm's supervisory board, not to its minority shareholders. German commentators have candidly acknowledged that this non-transparent approach to the regulation of self-dealing leaves at least a potential loophole in the civil law's system of corporate governance: shareholders cannot challenge transactions of which they are unaware." Vgl. auch *Hertig/Kanda* in Kraakman et al. (Fn. 2), S. 125.
Eine Suchanfrage bei beck-online nach Rechtsprechung zu § 315 AktG ergibt 5 (fünf!) Dokumente, eine die Sonderprüfung herbeiführende Entscheidung ist nicht darunter. In der letzten Entscheidung, die sich mit § 315 AktG beschäftigt, stellt das OLG Frankfurt fest, dass der Inhalt des Abhängigkeitsberichts nicht zu den Angelegenheiten einer abhängigen Gesellschaft gehört, über die der Vorstand außenstehenden Aktionären in der Hauptversammlung Auskunft zu geben hat. Dies gilt auch für die Höhe von Konzernumlagen. OLG Frankfurt v. 6.1.2003, NJW 2003, 473.

148 Exemplarisch MünchKommAktG/*Kropff* vor § 311 AktG Rn. 28f. m.w.N. in Fn. 61f.; siehe dagegen richtig *Hertig/Kanda* in Kraakman et al. (Fn. 2), S. 125: "In the case of public companies (AG), there is virtually no case law on indemnification, which suggests that the German provisions are unlikely to have been effective."

149 *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 804f.

150 *George A. Akerlof*, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, Q.J. Econ. 84 (1970), 488ff. Darstellung des Zitronenmarkt-Problems bei *Fleischer* (Fn. 45), S. 121ff.

151 *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 804f.; *Prentice* (Fn. 26), Duke L.J. 51 (2002), 1397ff., 1505 in Fn. 515.

152 *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 805: "But discounted prices won't discourage dishonest insiders. The prospect of receiving even a discounted price for worthless paper will be attractive to some insiders."

Produced by bepress.com, 2013

cc) Fehlende Regelung für nicht-unternehmerische Hauptaktionäre

Und weiter verhindert das deutsche Konzernrecht eine Beschäftigung mit den Fällen, in denen es um die Herrschaft eines privaten Mehrheitsaktionärs geht. Wie dargelegt, besitzt dieser die gleichen Anreize, Vermögenstransfers zulasten der Minderheit vorzunehmen wie die Muttergesellschaft gegenüber der Tochter. Hier muss aber kein Abhängigkeitsbericht geschrieben werden und die Haftungsnormen des Konzernrechts finden nicht einmal theoretisch Anwendung. Oder schreiben über 50% der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften Abhängigkeitsberichte (vgl. oben Tabelle 3a)? Die vorgeschlagene Lösung der in diesen Gesellschaften bestehenden Probleme über Haftungsnormen oder Beschlußkontrolle (§§ 93, 116, 117, 241ff. AktG)[153] träfe entweder nicht den richtigen Gegner, sondern die von ihm abhängige Verwaltung (§§ 93, 116), oder ist für die fraglichen Transaktionen, da über diese ja gerade nicht abgestimmt wird, jedenfalls bislang schon konzeptionell ungeeignet (§§ 241ff.). Der Nachweis eines Verstoßes gegen § 117 AktG ist bislang praktisch nicht durchführbar, ferner bleibt selbst grob fahrlässiges Handeln danach sanktionslos. Im übrigen überschattet das Konzernrecht die Probleme von Insichgeschäften in Gesellschaften, die privat beherrscht werden, derart, dass es zu einer Diskussion erst gar nicht kommt.

2. Folgen des Konzernrechts für die Wertpapiermärkte

Betrachtet man die tatsächliche Entwicklung des deutschen Wertpapiermarktes im Verhältnis zum US-amerikanischen, und die rechtlichen Regeln betreffend die Kontrolle von Groß- oder Mehrheitsaktionären, so springt der soeben IV. 1. c) bb) dargestellte Zusammenhang klar ins Auge: Ohne ausreichenden Anlegerschutz und ohne die Lösung des Problems der Insichgeschäfte investieren Anleger entweder überhaupt nicht oder kaufen Aktien nur mit einen Preisabschlag, der gerade auch die ehrlichen Unternehmen aus dem Markt heraustreibt. Letztlich unterscheiden sich selbst die Befürworter laxerer Kapitalmarktregeln in den USA und ihre Gegner[154] insoweit nicht in der Beurteilung genau dieses Zusammenhangs: Überlässt man das Problem der Informationsasymmetrien und der Insichgeschäfte dem Markt (indem man etwa Gesellschaften erlaubt, freiwillig zu weniger strengen Kapitalmarktregimes zu wechseln), so werden potentielle Investoren weniger Geld für die Aktien solcher Gesellschaften bezahlen.[155] Befürworter laxerer Regeln meinen, diese Art von Selbstschutz der Investoren sei einem strengen gesetzlichen Regime vorzuziehen, Gegner sehen darin eine Erlaubnis zum Betrug und befürchten ein Untergraben des Anlegervertrauens und damit eine Gefährdung für den US-amerikanischen Kapitalmarkt.

Die deutschen Wertpapiermärkte bestätigen dies. Die Marktkräfte sorgen dafür, dass der Markt (fast) zum Erliegen kommt, wenn der Anlegerschutz durch fehlende Bekämpfung von Insichgeschäften nicht gewährleistet wird. Private Kleinanleger stellen ihr Geld den Unternehmen eben nicht in größerem Maße zur Verfügung,[156] da sie nicht ausreichend geschützt werden. Die von *Bezzenberger* - zur Rechtfertigung des geltenden Rechts -

---

153 MünchAktG/*Bayer* § 15 AktG Rn. 14 a.E.

154 Vgl. auf der einen Seite z.B. *Roberta Romano*, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, Yale L.J. 107 (1998), 2359ff.; *Stephen Choi*, Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal, Cal. L. Rev. 88 (2000), 279ff.; auf der anderen Seite (mit Recht) *Prentice* (Fn. 26), Duke L.J. 51 (2002), 1397ff.; *Merritt B. Fox*, Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment, Va. L. Rev. 85 (1999), 1335ff.; *John C. Coffee, Jr.*, Law and Regulatory Competition: Can They Coexist? Tex. L.Rev. 80 (2002), 1729ff.

155 *Romano* (Fn. 154), Yale L.J. 107 (1998), 2359, 2366, 2421; *Fox* (Fn. 154), Va. L. Rev. 85 (1999), 1335, 1415 mit Fn. 219; *Choi* (Fn. 154), Cal. L. Rev. 88 (2000), 279, 288; *Prentice* (Fn. 26), Duke L.J. 51 (2002), 1397, 1504f.

156 Im Jahr 2003 waren nur 6 % des privaten Geldvermögens in Aktien investiert gegenüber einer Quote von 36 % für Spareinlagen, siehe dazu www.presseportal.de/story.htx?nr=578990&firmaid=6586.

angestellte Überlegung, bei mangelhaften Minderheitenschutz hätten die außenstehenden Kapitalgeber ihr Geld längst abgezogen,[157] trifft also zu: sie haben es tatsächlich schon "so gut wie möglich" abgezogen. *Bezzenbergers* pauschaler Hinweis auf die "vielen Milliarden Euro", mit denen sie noch dabei sind, kann die wahre Situation nicht verdecken:[158] im Verhältnis zu den USA ist der private Aktienbesitz unterentwickelt und hätte es verdient, gefördert zu werden. Will man insoweit Anreize geben, steht unter Berücksichtigung der deutschen Situation an erster Stelle ein Schutz vor Insichgeschäften des Mehrheits- oder Großaktionärs.

Das ökonomische Gesetz verbietet zusammen mit dem Gesetz der großen Zahl und dem gesunden Menschenverstand des einzelnen (Anlegers) jedenfalls auf langfristige Sicht, dass sich eine unfaire und Intransparenz fördernde Regel zu seinem Nachteil auswirkt. Anleger in Deutschland sind nicht so dumm oder frech, wie *Fürstenberg* glauben machen wollte. Sie wissen, dass sie nicht konsequent durch das Recht vor dem Entzug ihres angelegten Kapitals und vor dem Betrug oder Diebstahl durch den Mehrheitsgesellschafter geschützt sind, sei er Unternehmen oder nicht. Sie ziehen die Konsequenz und legen ihr Geld nicht in Aktiengesellschaften an oder aber zahlen für die Aktien nur einen Preis, der die Selbstbereicherungsmöglichkeiten des Mehrheitsgesellschafters reflektiert.[159]

Wenn die Anleger ihr Geld aber nicht unmittelbar den Unternehmen geben, dann geschieht dreierlei (1) Den Unternehmen fehlt Eigenkapital. Sie erhalten das Geld der Anleger zwar dennoch, aber mediatisiert durch die Banken und daher nur als Fremdkapital. (2) Das erschwert Unternehmertum in Deutschland, insbesondere auch besonders risikobehaftete Großprojekte. Es verhindert aber vor allem die Steuerung der Unternehmen durch den Kapitalmarkt und damit eine Disziplinierung und externe Kontrolle der Vorstände. (3) Weniger Eigenkapital benachteiligt nicht nur Anleger und Unternehmen. Vielmehr bedeutet weniger Eigenkapital im Ergebnis auch höhere Insolvenzanfälligkeit und damit weniger Gläubigerschutz.

3. Vorteile der Abschaffung des Konzernrechts:

Die Forderung nach Abschaffung des Konzernrechts kann auf zwei Arten formuliert werden. einmal in Form einer Rechtsbetrachtung und zum anderen durch eine Betrachtung der ökonomischen Folgen einer Rechtsänderung. Unter rechtlichen Aspekten geht es letztlich nur darum, die Einhaltung des Gesellschaftsvertrags der Aktiengesellschaft einzufordern. Nach diesem Vertrag erhält auch ein Mehrheitsgesellschafter von dem, was die Gesellschaft erwirtschaftet, nur den im Gesellschaftsvertrag, d.h. im Vorhinein (§ 60 AktG) vereinbarten Teil. Jedes einzelne Austauschgeschäft zwischen Gesellschaft und einem Groß- oder Mehrheitsgesellschafter oder von diesem abhängigen oder ihn beherrschenden Personen gehört deshalb auf die Prüfbank und wenn es nicht anders geht, vor den Richter. Diese Prüfung muss prozedural erleichtert werden, anstatt sie - wie bislang - den Kleinanlegern unmöglich zu machen. An anderer Stelle habe ich konkrete Vorschläge dazu gemacht, wie das geschehen kann.[160] Entscheidend ist, dass das System nicht danach differenzieren darf, ob in

---

157 *Bezzenberger* (Fn. 141), S. 309.

158 Auch die weiteren - nicht quantifizierten - Behauptungen *Bezzenbergers* (Fn. 141), S. 309, widersprechen den hier angestellten Überlegungen nicht: Dass es den meisten Konzernen "gut geht" und ein Verbund für abhängige Unternehmen Vorteile bringen kann, weil sie sich an einen starken Partner anlehnen können, wird nicht bestritten. Die Frage ist nur, ob diese Vorteile auch den außenstehenden Gesellschaftern zugute kommen und da lassen die Zahlen eben nichts Gutes vermuten.

159 Siehe dazu auch die Umfrage des Deutschen Aktieninstituts zu Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre (Studien des DAI, Heft 29) v. 24.1.2005 im Internet unter http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publikationen.htm.

160 Vgl. *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 303ff., 319ff.

Produced by bepress.com, 2013

der Gesellschaft ein privater oder unternehmerischer Mehrheitsgesellschafter das Sagen hat. Wenn man deshalb das Konzernrecht abschaffte, hätten alle etwas davon:

(1) Die Anleger müssen den Mehrheitsgesellschafter und - strukturell gesehen - die Verwaltung von Publikumaktiengesellschaften weniger fürchten. Denn die Abschaffung des Konzernrechts zwänge alle Beteiligten, nach allgemeinen, d.h. für alle mehrheitlich beherrschten Gesellschaften geltenden, Regeln dafür zu suchen, wie man Geschäfte mit dem und Vermögensverschiebungen zum Gesellschafter wirksam bekämpfen kann, anstatt sie einfach - unter gegenteiligem Lippenbekenntnis und Nebelkerzen - praktisch zu erlauben.

(2) Wenn dadurch nur ein geringer Teil der Anleger wieder bereit wäre, ihr Geld in Aktien anzulegen, dann hätte man sowohl volkswirtschaftlich wie auf der Ebene der Corporate Governance einen Fortschritt erzielt. Denn liquide Kapitalmärkte können ein wichtiges Element der externen Kontrolle des Managements sein, das uns - im Gegensatz zu den USA - bisher fehlt.

(3) Schließlich würde sich auch die Wettbewerbssituation in Deutschland maßgeblich verbessern. Wenn die Minderheit wirksam geschützt ist, werden Mutterunternehmen versuchen, die Minderheiten aus den Tochtergesellschaften zu entfernen, soweit sie auf das Geld dieser Anleger nicht angewiesen sind. Die Beseitigung kostet sie Geld, entweder für den Kauf der Anteile an der Börse oder über das WpÜG und/oder für einen (anschließenden) Squeezeout. Damit wird der zunehmenden Konzentration der Wirtschaft ein wirksames Gegengewicht entgegengesetzt. Denn die Konzentration steigt nicht etwa - wie viele zu Unrecht annehmen -, wenn der durchschnittliche Anteilsbesitz von 50 auf 100% steigt, sondern ganz im Gegenteil dann, wenn schon mit dem bloßen Mehrheitsbesitz der Anteile 100% des cash flows auf den Mehrheitsgesellschafter umgeleitet werden können.[161]

V. Die Abschaffung des Konzernrechts: Prognose

1. Optimistische Prognose

Der hier vertretene Standpunkt ist damit klar: Das Konzernrecht sollte abgeschafft werden. Nicht weniger spannend aber ist die Frage: Wird es auch tatsächlich abgeschafft? Und wie könnte dies geschehen, wenn - was anzunehmen ist-, die §§ 291-327 AktG in naher Zukunft nicht einfach vom Gesetzgeber gestrichen werden? Einiges spricht m.E. nach dafür, dass das Sonderrecht des Unternehmermehrheitsgesellschafters seine besten Tage hinter sich hat.

a) Rechtsprechung

Der BGH hat in jüngster Zeit die sog. Haftung im qualifiziert faktischen Konzern abgeschafft, nicht ohne sie freilich durch eine neue Richtererfindung zu ersetzen, nämlich die Haftung für den sog. existenzvernichtenden Eingriff.[162] Immerhin, hier hat eine richterliche Rechtsfortbildung ganze Bibliotheken[163] zur Makulatur werden lassen, die sie zuvor freilich selbst durch die Erfindung des qualifiziert faktischen Konzerns geschaffen hat. Der wahre (und einzige) Fortschritt dieser neuen Rechtsprechung liegt in der Gleichbehandlung von privaten und unternehmerischen Mehrheitsgesellschaftern, ganz im hier vertretenen Sinne.

---

161 Dazu bereits *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 326 und *Wackerbarth*, WM 2001, 1741, 1746 in Fn. 52 m.w.N.

162 BGH v. 17.9.2001 BGHZ 149, 10 (Bremer Vulkan); BGH v. 24.6.2002 BGHZ 151, 181 (KBV); zur denkbaren Übertragung auf die Aktiengesellschaft Henze, AG 2004, 405ff., 415.

163 Vgl. nur die Übersicht bei Rowedder/*Koppensteiner*, GmbHG, 3. Aufl. 1997, Anh § 52 GmbHG Rn. 72.

In einer zweiten wichtigen Entscheidung hat der BGH die Anforderungen für das Cash-Management im Konzern drastisch verschärft, indem er Darlehen einer GmbH an ihren Gesellschafter auch bei Bestehen eines vollwertigen Rückzahlungsanspruchs (und damit einer ausgeglichenen Bilanz) für mit der Vermögensbindung im GmbH-Recht (§§ 30ff.) unvereinbar erklärte, solange das Darlehen nicht ausreichend besichert ist.[164] Diese zweite Entwicklung kann auf Umwegen auch auf den faktischen Aktienkonzern durchschlagen. Denn der BGH hat sich in der Entscheidung Bremer Vulkan klar dahingehend geäußert, dass die §§ 311ff. AktG auf die abhängige GmbH keine Anwendung finden.[165] Bleibt er konsequent, dürfen diese Vorschriften daher auch keine Schutzwirkung für die Darlehen an die unternehmerische Muttergesellschaft einer GmbH entfalten.

Denkt man noch ein Stück weiter, kann der zweite Senat schnell vor die Frage gestellt werden, ob denn die formwechselnde Umwandlung der Tochter-GmbH in eine abhängige Aktiengesellschaft an der Unzulässigkeit des Darlehens etwas ändert, weil nunmehr die §§ 311 ff. AktG Vorrang vor der Vermögensbindung der §§ 57ff. AktG haben.[166] Bejaht er die Frage, nimmt er seiner Einschränkung für Darlehen an Gesellschafter die praktische Relevanz, da sie dann umgangen werden kann. Zugleich verstößt er gegen den oben dargestellten Gedanken,[167] dass alternative Handlungswege der Insider bei der Urteilsfindung stets mit zu berücksichtigen sind. Verneint er die Frage dagegen, schafft er praktisch die Schutzwirkung der §§ 311ff. AktG auch für die abhängige AG ab. Das läge auf der hier vertretenen Linie.

Ganz in diesem Sinne äußert neuerdings *Uwe Hüffer*, bislang stets ein Verfechter der These, dass die §§ 311ff. AktG Vorrang vor der in §§ 57ff. AktG angeordneten Vermögensbindung besitzen,[168] Zweifel daran, dass die §§ 311ff. AktG diese Schutzwirkung auch für das Cash Pooling im faktischen Aktienkonzern entfalten könnten.[169] Der Verdrängungsbereich des § 311 AktG sei "im Einzelnen wenig geklärt". Sein Ergebnis lautet dann aber doch: "Wenn man diese Gesichtspunkte abwägt, erscheint es jedenfalls als vertretbar, ... das Cash Management nicht schon im Ansatz an § 57 AktG scheitern zu lassen.[170]

Gerade das Beispiel der möglicherweise unzulässigen Darlehensvergabe an einen Aktionär zeigt die Absurdität des Konzernrechts noch einmal auf. In der Aktiengesellschaft mit einem privaten Mehrheitsaktionär (der kein Unternehmen ist, etwa eine Familiengesellschaft) ist die Darlehensvergabe durch die Vermögensbindung der §§ 57ff. AktG untersagt. Fängt der private Mehrheitsgesellschafter aber an, sich anderweit unternehmerisch zu betätigen (und damit den konzerntypischen Interessenkonflikt zu schaffen), wird die Darlehensvergabe auf einmal durch die §§ 311 ff. AktG - jedenfalls in Grenzen - erlaubt. Und doch ist das genau die Unterscheidung, die ein Anhänger des Konzernrechts vornimmt.[171]

---

164 BGH v. 24.11.2003, GmbHR 2004, 302; zur weitgehend unstreitigen Übertragbarkeit des Urteils auf das konzernweite Cash-Pooling *Langner/Mentgen*, GmbHR 2004, 1121 m.w.N. dagegen *Ulmer*, ZHR 2005, 1ff.; vgl. auch *Henze*, WM 2005, 717ff., 722ff.

165 BGH v. 17.9.2001 BGHZ 149, 10, 16 (Bremer Vulkan); siehe auch *Henze*, WM 2005, 717, 722.

166 Bislang ist das h.M., siehe nur Emmerich/*Habersack*, Aktienkonzernrecht, 3. Aufl. 2003, § 311 AktG Rn. 82ff. m.w.N.; *Bezzenberger* (Fn. 141), S. 326ff.; dagegen etwa *Cahn*, Kapitalerhaltung im Konzern, 1998, S. 65f.; *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 126ff., 306 m.w.N. in Fn. 1039.

167 II. 3. am Ende.

168 Siehe etwa *Hüffer*, § 311 AktG Rn. 49.

169 *Hüffer*, AG 2004, 416, 418.

170 *Hüffer*, AG 2004, 416, 418.

171 Siehe z.B. *Habersack/Schürnbrand*, NZG 2004, 689ff., 690 unter II. einerseits, 691-693 unter III. 2. a) andererseits; ebenso *Henze*, WM 2005, 717, 723.

Produced by bepress.com, 2013

b) Nationaler Gesetzgeber: UMAG

Eine tatsächliche Kontrolle der Geschäfte mit Groß- oder Mehrheitsaktionären könnte durch die Veränderung einiger Vorschriften aus dem allgemeinen Aktienrecht durch das geplante Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts wahrscheinlicher werden. Jede Verschärfung der Kontrolle zieht nach dem Gesagten denknotwendig die Privilegierung des Mehrheitsgesellschafters durch das Konzernrecht in Zweifel. Im Regierungsentwurf[172] sind gleich mehrere Vorschläge enthalten, die möglicherweise eine Kontrolle der Insichgeschäfte verbessern könnten.

Erster und vielleicht nicht praktisch, aber theoretisch bedeutsamster Schritt des Entwurfs ist die geplante Streichung des §§ 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG. Da die Konzernherrschaft auf der Stimmrechtsmehrheit in der Hauptversammlung beruht[173] (wenn auch benachteiligende Maßnahmen in der Regel nicht durch die Stimmrechtsausübung umgesetzt werden) und § 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG die Stellung des Konzernrechts als Sonderrechtsmaterie festigt, hat eine Abschaffung der Nr. 1 gleich mehrere Wirkungen. Erstens erlaubte sie dem zweiten Senat des BGH, die Spezialität der §§ 311ff. AktG im Verhältnis zur allgemeinen Treuepflicht des Mehrheitsaktionärs stärker in Zweifel zu ziehen.[174] Die Begründung zum Regierungsentwurf lässt an der Stoßrichtung jedenfalls keinen Zweifel: bislang enthalte § 117 AktG eine Haftungsprivilegierung für Großaktionäre, die nicht mehr zeitgemäß sei.[175] Zweitens hat sie Signalwirkung: Wenn allgemein eine Privilegierung von Großaktionären nicht mehr hingenommen werden soll, dann lässt sich eine Privilegierung von *unternehmerischen* Groß- oder Mehrheitsaktionären ebenfalls nicht rechtfertigen. Drittens schließlich schafft sie die Voraussetzung dafür, dass auch unfaire Insichgeschäfte innerhalb eines Konzerns nun unter die allgemeinen Regeln für Sonderprüfung und Aktionärsklage fallen, nicht nur unter § 315 AktG.

Im Entwurf zum UMAG wird ferner im Hinblick auf die Erfüllung von Mindestbesitzerfordernissen durch klagewillige Aktionäre ein Weg beschritten, der die Aktionärsklage revolutionieren könnte. Nicht nur sollen in §§ 142, 148f. AktG-E die Schwellenwerte für ein Minderheitsverlangen nach einer Sonderprüfung bzw. für eine Aktionärsklage drastisch abgesenkt werden (auf 1% oder 100.000 €, berechnet nach dem Börsenwert), sondern es soll auch über ein gem. § 127a AktG-E einzurichtendes Aktionärsforum den Anlegern erleichtert werden, Mitstreiter zu finden, um die Schwellen zu überschreiten.

Brisanz gewinnen diese neuen Regeln im Zusammenhang mit einer Veränderung der Rechnungslegung, die seit Beginn des Jahres 2005 für börsennotierte Gesellschaften verbindlich ist,[176] nämlich die Offenlegung von Insichgeschäften. Nichts anderes bedeuten die in IAS 24 genannten related parties transactions, also die Geschäfte mit verbundenen Personen, zu denen auch der Groß- oder Mehrheitsaktionär der Gesellschaft gehört. Falls die Offenlegung von related parties transactions, die sowohl IAS 24 als auch gem. Nr. 7.1.5 Deutscher Corporate Governance Kodex als auch von der EU-Kommission (dazu im

---

172 Der Gesetzesentwurf wurde von der Bundesregierung am 28. 1. 2004 in den Bundestag eingebracht; er ist abgedr. als Sonderbeil. zu NZG Heft 4/2004, im Internet abrufbar unter www.bmj.bund.de/media/archive/797.pdf.

173 Ausführlich dazu *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 43ff., vgl. auch S. 5 mit Fn. 23.

174 Vgl. dazu bisher *Röhricht* (Fn. 62), S. 530 und oben III. 3. c) cc).

175 RegE-Begr. (wie Fn. 172), S. 25 des pdf-Dokuments.

176 Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABl. EG Nr. 243/1-4 vom 11. 9. 2002, im Internet z.B. unter www.fma.gv.at/de/pdf/vo_1606_.pdf; dazu das Bilanzrechtsreformgesetz vom 4.12.2004, verkündet in BGBl I 2004 Nr. 65 vom 9.12.2004.

folgenden 3.) gefordert wird, tatsächlich Wirklichkeit wird, dann ist damit der Weg zu einer ex-post-Kontrolle von Insichgeschäften eröffnet, der weit über den Weg der §§ 312ff. AktG hinausführt.

Bei den Kosten hat sich zwar nichts entscheidendes für die Sonderprüfung geändert (vgl. § 146 AktG-E), wohl aber für die Aktionärsklage. Soweit die Klagezulassung nicht missbräuchlich erwirkt wurde und z.B. zur Feststellung einer unzulässigen verdeckten Gewinnausschüttung durch eine Insichgeschäft mit dem Großaktionär führt, trägt die Gesellschaft die Kosten des Verfahrens, § 148 Abs. 5 AktG-E.[177] Die Kostentragungspflicht soll sogar dann gelten, wenn ein materieller Ersatzanspruch im Hauptverfahren nicht festgestellt werden kann. Hier findet sich der oben dargestellte Gedanke aus dem US-amerikanischen Recht, dass auch erfolglose Klagen unter Umständen im Interesse der Gesellschaft liegen können.[178] Unter diese Kosten wird man der Sache nach auch die außergerichtlichen Kosten zu fassen haben, die für eine vorher durchgeführte Sonderprüfung aufzuwenden waren, da und soweit die Prüfung erst die tatsächlichen Grundlagen für die Klage geschaffen hat. Z.B. könnte die Sonderprüfung die Grundlagen für einen Rückgewähranspruch der Gesellschaft gegen den Großaktionär aus § 62 Abs. 1 S. 1 AktG feststellen. Die Durchsetzung eines solchen Anspruchs liegt zweifelsohne im Interesse der Gesellschaft, Kosten für seine Entdeckung muss dementsprechend - jedenfalls im Ergebnis - die Gesellschaft ebenfalls tragen.

Mit der Klage kann nunmehr ganz praktisch auch ein Ersatzanspruch aus § 62 AktG geltend gemacht werden, der nur in geringer Höhe besteht. Denn wegen des in einem unfairen Insichgeschäft liegenden Treueverstoßes handelt es sich stets um eine objektive Unredlichkeit iSd. § 148 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 AktG-E, auf eine grobe Verletzung des Gesetzes kommt es dann nicht an. Deshalb erscheint auch die Abschaffung des § 147 Abs. 4 AktG durch den Entwurf besonders zielführend. Bislang war eine Klage schon aus Kostengründen praktisch unmöglich, wenn sie nur zu einer geringen Erstattung an die Gesellschaft geführt hätte, da ein diesen Anspruch übersteigender Kostenbetrag von den Klägern zu tragen war. Das hatte fatale Folgen. Man muss nämlich davon ausgehen, dass die meisten Insichgeschäfte geheim bleiben und nur ein geringer Teil entdeckt wird, weil die Insider[179] Stillschweigen bewahren werden.[180] Kann aber schon der entdeckte Teil nicht wirksam verfolgt werden, so kann die Verfolgbarkeit auch keine Abschreckungswirkung entfalten. Die Insider brauchen verdeckte Gewinnausschüttung nur auf ausreichend viele kleinere Geschäfte aufzuteilen und können so - vor Verfolgung wirksam geschützt - im Ergebnis gerade das erreichen, wovor mitgliedschaftliche wie organschaftliche Treuepflichten die Minderheit bzw. Anleger schützen sollen.[181] Die Abschreckungswirkung, die auch die Verfolgung kleinerer Beträge entfalten kann, rechtfertigt umgekehrt den Verzicht auf die überholte Regel des § 147 Abs. 4 AktG. Vielleicht finden sich unter den neuen Gegebenheiten ja doch (juristisch hervorragende) Anwälte, die im Interesse von Minderheitsaktionären das Verfahren betreiben.

Man wird, sollten die Vorschläge Gesetz werden, in Zukunft auch nicht gut vertreten können, dass der Abhängigkeitsbericht weiter geheim zu bleiben hat, wenn in der nicht

---

177 RegE (wie Fn. 172), S. 51 des pdf-Dokuments.

178 Vgl. oben bei und in Fn. 129f. mit Nachweisen sowie die Begründung zum ReGE (wie Fn. 172), S. 51 des pdf-Dokuments.

179 Ich spreche hier allgemein von Insidern, weil mit der Aktionärsklage potentiell nicht nur Insichgeschäfte von Groß- und Mehrheitsaktionären, sondern auch von mit ihnen verbundenen Personen und Organmitgliedern der Aktiengesellschaft verfolgt werden können.

180 Vgl. die Erläuterung von *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 807f., zitiert oben in Fn. 129.

181 Zum Erfordernis der Berücksichtigung möglicher Austauschtransaktionen bei der Rechtsfindung siehe oben II. 3. am Ende.

Produced by bepress.com, 2013

konzernabhängigen Aktiengesellschaft Geschäfte mit dem Groß- oder (privaten) Mehrheitsaktionär im Rahmen einer relativ einfach von einer Minderheit durchzusetzender Sonderprüfung offenzulegen sind. Überhaupt schließt die geplante Abschaffung des § 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG Argumentationslinien aus, die für die Geltendmachung von Ersatzansprüchen im Konzern einen Vorrang der §§ 317 Abs. 5, § 309 Abs. 4 AktG vor § 147ff. AktG vertreten und damit ein schärferes Kostenrisiko für Klagen gegen den Unternehmermehrheitsaktionär behaupten als für Klagen gegen den privaten Mehrheitsgesellschafter.[182]

c) Europäischer Gesetzgeber

Ein größeres Drehmoment könnte noch der europäische Gesetzgeber entfalten. Im bereits erwähnten Aktionsplan zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts[183] hält die Kommission der EU einige unangenehme Überraschungen für Insider bereit, deren Brisanz für das deutsche Konzernrecht noch nicht genau abzuschätzen ist. Zum auffälligsten Vorschlag, nämlich für eine Unabhängigkeit maßgebender Aufsichtsratsausschüsse vom herrschenden Unternehmen zu sorgen, ist bereits oben Stellung genommen worden.[184]

Daneben ist aber noch auf einen weiteren Vorschlag im Aktionsplan hinzuweisen. Die Gesellschaften sollen gem. Punkt 3.1.1. des Plans verpflichtet werden, ihrem Jahresabschluss eine Erklärung abzugeben u.a. über
- Aktionäre mit bedeutenden Beteiligungen und deren Stimm- und Kontrollrechte sowie wesentliche Vereinbarungen,
- andere direkte und indirekte Beziehungen zwischen den Inhabern bedeutender Beteiligungen und der Gesellschaft, sowie
- jedes erhebliche Geschäft mit anderen verbundenen Parteien.

Je nachdem wie ernst diese Vorschläge in der weiteren Entwicklung genommen werden, können solche Offenlegungspflichten für eine verbesserte Information über die derzeit im Abhängigkeitsbericht geheim gehaltenen Insichgeschäfte führen. Information allein kann, wie das amerikanische Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht zeigt, Insider davon abhalten, über Insichgeschäfte Vermögenstransfers vorzunehmen.[185] Wenn die Inhaber der Leitungsmacht nicht mehr anonym bleiben können, können sog. *watchdogs* (z.B. Finanzberichterstatter und Anlegerschutzorganisationen) sich besser auf die mit Insidern stattfindenden Geschäfte konzentrieren. Zusammen mit der besonderen Stellung, die die Geschäfte mit verbundenen Parteien im Aktionsplan erhalten, könnte das auch Grundlage für eine Sonderprüfung werden. Erlangen die Aktionäre tatsächlich Informationen über die fraglichen Transaktionen, ist der Weg zum Beweis eines Verdachts im Sinne des § 148 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 AktG-E nicht mehr weit.[186]

---

182 So etwa *Hüffer*, § 309 AktG Rn. 21f.; KölnKommAktG/*Koppensteiner* § 309 AktG Rn. 31, § 317 AktG Rn. 27; vgl. demgegenüber zu Recht MünchAktG/*Kropff* § 317 AktG Rn. 57ff.

183 Mitteilung an den Rat und das Europäische Parlament (KOM [2003], 284), abgedr. in NZG 2003, Beil. zu Heft 13, im Internet unter http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/cnc/2003/com2003_0284de01.pdf.

184 Vgl. oben bei und nach Fn. 106.

185 Vgl. dazu bereits *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 300f.

186 Siehe zum Zusammenhang zwischen Offenlegungspflichten und Angemessenheit der offengelegten Transaktion schon *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 300f.

2. Pessimistische Prognose

a) Insider Resistance

aa) Allgemein

Allgemein formuliert wurden die Gründe, die gegen eine baldige Abschaffung des Konzernrechts sprechen, in der Diskussion um die These einer "Global Convergence" der Corporate Governance-Strukturen.[187] *Bernhard Black* beschreibt sie wie folgt: Insider haben oft bereits einen erheblichen Anteil ihrer Aktien über die Börse mit einem Preisabschlag gegenüber dem "wahren Wert" verkauft. Der Abschlag beruht auf dem bislang fehlenden Anlegervertrauen und der Erwartungen der Käufer, dass verdeckte Gewinnausschüttungen zu ihren Lasten stattfinden. Da und soweit die Insider über einen erheblichen Spielraum für die Erzielung von *private benefits* verfügen, werden sie sämtliche ihnen zur Verfügung stehenden Möglichkeiten nutzen, um Reformen zu verhindern, die ihnen die Möglichkeiten für Insichgeschäfte entziehen oder diese substantiell beschränken. Denn den Preisabschlag verkraften sie nur, wenn sie auch zukünftig verdeckte Gewinnausschüttungen vornehmen können.[188] Dadurch werden die eingefahrenen Strukturen weiter zementiert (Teufelsspirale).[189]

bb) Anzeichen für Insider Resistance in Deutschland

Widerstand gegen jedwede Verbesserung des Anlegerschutzes findet man naturgemäß beim Bundesverband der deutschen Industrie und ähnlichen Organisationen, die unter maßgeblichem Insidereinfluss stehen. Hinsichtlich einer Verbesserung der externen Kontrolle des Managements durch ein striktes Neutralitätsgebot bei Übernahmen hat der BDI ja bereits im Jahr 2001 Schlagzeilen gemacht.[190] Nunmehr werden die Vorschläge zum UMAG angegriffen.[191] Sämtliche Regeln, die eine Verbesserung des Anlegerschutzes bedeuten, werden abgelehnt (namentlich §§ 117, 127a, 142, 148 AktG-E), was an Verschlechterung des Aktionärsschutzes im UMAG enthalten ist (z.B. die Begrenzung des Fragerechts in der Hauptversammlung, § 131 Abs. 3 Nr. 7 AktG-E) wird begrüßt.

Auch innerhalb der deutschen Kodex-Kommission, die z.T. mit Insidern besetzt ist, regt sich Widerstand gegen die Vorschläge der EU-Kommission, die *Frits Bolkestein* auf der 3.

---

187 Zu dieser Diskussion allgemein *Coffee* (Fn. 46), Nw. U. L. Rev. 93 (1999), 641ff., *Douglas M. Branson*, The Very Uncertain Prospect of "Global" Convergence in Corporate Governance, Cornell Int'l L.J. 34 (2001), 321ff.; *Ronald J. Gilson*, Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, Am. J. Comp. L. 49 (2001), 329ff.; *Lucian Arye Bebchuk/Mark J. Roe*, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, Stan. L. Rev. 52 (1999), 127ff.

188 *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 806: "They will not feel that they have cheated anyone by doing so, and will fight legal and institutional reforms that might prevent them from taking what they see as their fair share of their company's value. But in opposing reforms, insiders of already public companies reinforce a system that won't prevent them from taking more than 80 percent of the company's value if they choose--and some insiders will so choose. If a national system permits substantial self-dealing, often in hidden forms, there is no obvious way to ensure that investors get the fraction of any particular company's value that they paid for, or even to know what that fraction is."

189 Ähnliche Gedanken auch bei *Coffee* (Fn. 46), Nw. U. L. Rev. 93 (1999), 641, 657-659; sowie *Lucian Arye Bebchuk/Mark J. Roe*, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, Stan. L. Rev. 52 (1999), 127ff., 137f.; 159f.; sehr pessimistisch *Branson* (Fn. 187), Cornell Int'l L.J. 34 (2001), 321ff., etwa 338; siehe auch *Hertig/Kanda* in Kraakman et al. (Fn. 2), S. 121.

190 Vgl. *Wackerbarth*, WM 2001, 1741 mit Nachweisen.

191 Gemeinsame Stellungnahme von: Bundesverband der Deutschen Industrie, Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände, Deutscher Industrie- und Handelskammertag, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Bundesverband deutscher Banken zum UMAG vom 2.4.2004, im Internet unter www.bdi-online.de.

Produced by bepress.com, 2013

Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex am 24. Juli 2004 nochmals vorgestellt und erläutert hat. In der Diskussion stellten neben *Gerhard Cromme* auch *Hilmar Kopper* und *Rolf Breuer* die Gretchenfrage nach der in der Kommission möglicherweise geforderten Unabhängigkeit vom Groß- oder Mehrheitsaktionär. In Deutschland sei angesichts der Mitbestimmung und der Notwendigkeit, den Aufsichtsrat mit Expertise anzureichern, ein vom Mehrheitsaktionär unabhängiger Aufsichtsrat nicht denkbar. *Bolkestein* antwortete, es gebe aber eben nicht nur den Mehrheitsaktionär, sondern auch die Minderheit. Ihm gehe es gerade um die Frage der Aufsicht über den Mehrheitsaktionär und den Schutz der Minderheit.[192] Die Möglichkeit, beides zu verwirklichen (einen zwar mehrheitlich, aber eben nicht ausschließlich vom Groß- oder Mehrheitsaktionär abhängigen Aufsichtsrat), wird gar nicht erst erwogen, sie geht in der allgemeinen Debatte um übertriebene Unabhängigkeitsforderungen der EU-Kommission unter.

b) Widerstand von Anwaltsseite

aa) gegen die Vorschläge im Aktionsplan

Anzeichen für den Widerstand der Anwaltsseite gegen eine Verbesserung des Anlegerschutzes liefern zum Beispiel die Stellungnahmen des Handelsrechtsausschusses des DAV zu dem Aktionsplan der EG-Kommission.[193] Die Verpflichtung zur Offenlegung aller erheblichen Geschäfte mit verbundenen Unternehmen („related parties“) sei "problematisch". Diese der Sache nach konzernrechtliche Regelung würde weit über das hinausgehen, was das deutsche Konzernrecht in § 312 AktG als Abhängigkeitsbericht für die abhängige Aktiengesellschaft vorschreibt. Nach der Formulierung des Aktionsplans müsste auch die börsennotierten Obergesellschaft alle wesentlichen Geschäfte mit nachgeordneten verbundenen Unternehmen offen legen, was nicht sinnvoll wäre und vermutlich auch gar nicht gewollt ist. Außerdem reiche der unscharfe Begriff „related parties“ vielleicht sogar über den Kreis der verbundenen Unternehmen hinaus auf andere Geschäftspartner; auch diese Ausdehnung wäre nicht gerechtfertigt. Der im deutschen Konzernrecht vorgeschriebene Abhängigkeitsbericht werde zwar nicht offengelegt, dafür aber vom Abschlussprüfer und vom Aufsichtsrat geprüft. Eine Offenlegung würde die Informationsbasis der Gläubiger und Aktionäre für etwaige Schadensersatzansprüche zwar vielleicht verbessern; sie berge aber "die Gefahr, dass der Gesellschaft und ihren verbundenen Unternehmen durch die Offenlegung Schaden zugefügt wird." Welche Gefahren das sein sollen, sagt der DAV nicht. In der Tat würde die Offenlegungspflicht eine Gefahr darstellen, aber nicht für die Gesellschaft sondern für die Insider, die über related parties transactions Vermögen von der Gesellschaft auf sich umverteilen.

---

192 Eine Aufzeichnung der Konferenz ist abrufbar unter www.corporate-governance-code.de. In der Rede des Vorsitzenden der Regierungskommission Dr. *Gerhard Cromme* heißt es zur spannenden Frage der Unabhängigkeit des Aufsichtsrates (S. 10 des pdf-Dokumentes, abrufbar unter der o.a. Adresse): "Einigkeit besteht darin, dass Aufsichtsräte unabhängig vom Management sein müssen. Trotz der grundsätzlichen Zustimmung zu dieser Position sollte es aber möglich sein, mit Kunden oder Lieferanten als Mitgliedern des Aufsichtsrats wertvollen Sachverstand für das Unternehmen zu nutzen. Noch kritischer ist gerade aus Sicht des deutschen Aktienkonzernrechts die Forderung der EU nach Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder vom beherrschenden Aktionär. In der deutschen Konzernpraxis erfolgt die Führung börsennotierter Tochtergesellschaften vielfach über den Aufsichtsrat, dessen Mitglieder dann selbstverständlich von der Muttergesellschaft bestimmt werden. Dieses bewährte Führungssystem würde nach den EU-Vorschlägen zur Unabhängigkeit nicht mehr guter Corporate Governance entsprechen. Daher lässt sich durchaus die Frage stellen, ob die EU-Kommission mit ihrer Sichtweise nicht über das Ziel hinausschießt."

193 NZG 2003, 1008ff.; ähnlich *Habersack*, NZG 2004, 1, 4.

bb) gegen das geplante UMAG

Die Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des DAV zum Referentenentwurf des UMAG spricht eine verhältnismäßig deutliche Sprache.[194]

- In § 117 Abs. 7 Nr. 1 AktG-E müsse "klargestellt" werden, dass eine Haftung für Veranlassungen im Konzern nicht in Betracht komme.[195]
- Das in § 127 a AktG-E geplante Aktionärsforum dürfe nicht eingerichtet werden, weil man den Vorständen nicht auferlegen dürfe, die Opposition gegen ihre Amtsführung selbst zu organisieren. Die (vom Entwurf als Reaktion auf dieses Argument eingeführte) Organisation im Bundesanzeiger ist aber auch nicht recht, weil das einen effektiven Rechtsschutz der Gesellschaft gegen "missbräuchliche Veröffentlichungen" unmöglich mache.[196]
- Die Absenkung der Schwellenwerte für die Minderheitsverlangen in §§ 142, 148 AktG-E sei zu scharf, die Schwelle müsse deutlich höher angesetzt werden.[197]
- Die Kostenregelung in §§ 146, 148 AktG-E würde der Gefahr missbräuchlicher Klagen nicht ausreichend begegnen. Kosten dürften den Antragstellern nicht erst bei "mutwilligem" Vortrag auferlegt werden ("vorsätzlich" reiche).[198]
- Zu Unrecht habe der 63. Deutsche Juristentag die Glaubhaftmachung der "Tatsachen, die einen Verdacht rechtfertigen" ausreichen lassen. Diese müssten nach dem Gesetzesentwurf "vorliegen" und damit bewiesen werden.[199]
- Die Nichtzulassung einer Klage sei bereits bei gewichtigen, mindestens gleichwertigen Gründen des Gesellschaftswohls, nicht erst bei überwiegenden Gründen erforderlich.[200]
- Das Klageverfahren müsse einem "besonderen Vertreter" anvertraut werden, weil nur diesem ein uneingeschränkter Informationsanspruch eingeräumt werden könne.[201]

Von Anwaltsseite werden weitere Einwände gegen die Veränderungen durch das UMAG vorgebracht. Die Senkung der Klageschwelle bei börsennotierten Gesellschaften auf 100.000 € sei viel zu scharf,[202] das Klagezulassungsverfahren völlig ungeeignet, missbräuchliche Klagen zu verhindern.[203] Die "Begünstigung" des Missbrauchs durch einzelne Aktionärsminderheiten könne "fatale" Auswirkungen für die einzelne Gesellschaft haben, insbesondere durch den drohenden und oftmals irreparablen Imageverlust.[204]

Derartige Argumente übersehen, dass ein Imageverlust für die Gesellschaft nur dann zu befürchten ist, wenn die "räuberischen Aktionäre" erfolgreich sind, d.h. der Imageverlust offenbar seine Gründe hat. Missbräuchlichen Aktionärsklagen die Schlagkraft zu nehmen, ist vielleicht keine einfache Aufgabe, aber der Regierungsentwurf gibt zu recht deutlich zu verstehen, dass die Gefahr missbräuchlicher Klagen nicht auch zu einer Verhinderung der für die Corporate Governance wichtigen berechtigten Klagen führen darf.[205]

---

194 NZG 2004, 555.
195 NZG 2004, 555, 556.
196 NZG 2004, 555, 558f.
197 NZG 2004, 555, 559.
198 NZG 2004, 555, 560, 562, grundsätzlich besteht aber Zustimmung zum neuen Ansatz.
199 NZG 2004, 556, 561.
200 NZG 2004, 556, 561.
201 NZG 2004, 556, 561.
202 *Kiethe*, ZIP 2003, 708; *Linnertz*, NZG 2004, 307, 309.
203 *Kiethe*, ZIP 2003, 708f., *Linnertz*, NZG 2004, 307, 309f.
204 *Kiethe*, ZIP 2003, 707f. (Standortnachteil), *Linnertz*, NZG 2004, 307, 310: "Echo in der Medienlandschaft" führt dazu, dass die "Reputation der Gesellschaft" entsprechend leidet.
205 RegE-Begr. (wie Fn. 172), S. 64f. des pdf-Dokuments (zu missbräuchlichen Anfechtungsklagen). Vgl. zur Unterscheidung von Systemfehlern (ein Typ I-Fehler liegt vor, wenn das System auch berechtigte Klagen verhindert, Typ II, wenn das System auch unberechtigte Klagen zulässt) im Recht der Aktionärsklage und der Notwendigkeit der Minimierung *beider* Fehler allgemein *van Aaken* (Fn. 47), RabelsZ 68 (2004), 288, 293f.

Produced by bepress.com, 2013

cc) Eine mögliche Erklärung

Warum gerade die Anwaltsseite so scharfe Einwände gegen die neuen Klagerechte vorbringt, ist auf den ersten Blick kaum nachzuvollziehen - verdienen Anwälte doch durch jedes zusätzliche Verfahren gutes Geld. Nach *Douglas M. Branson* ist das Verhalten jedoch ohne weiteres erklärlich, da jede Veränderung für sie unerwünschte Unsicherheit bedeutet.[206] Hinzu kommt in Deutschland, dass hier Anlegerschutzanwälte eine seltene Spezies sind; die allermeisten Anwälte großer Kanzleien verstehen sich als Unternehmensjuristen. Deshalb sind sie nicht nur potentiell gegen jede ihre Position gefährdende Veränderung, sondern auch und gerade gegen eine Verbesserung des Anlegerschutzes. Insoweit kann man darin auch ein zusätzliches Zeichen für Insider-Resistance sehen. Die Gefahr missbräuchlicher Aktionärsklagen ist in erster Linie ein Trugbild - Nebelschleier, die geworfen werden, um die eigentlichen Probleme eines insidergesteuerten Corporate Governance-Systems zu verbergen. Denn klarer Missbrauch wird vom Richter stets verlässlich verhindert.

c) Die zu beweisenden Tatsachen, die einen Verdacht rechtfertigen

Wenn bei optimistischer Betrachtung in Zukunft die Klagemöglichkeiten einzelner Aktionäre verbessert werden, so enthält das Gesetz gleichwohl noch immer eine Klagebarriere, die - je nach richterlicher Auslegung - bei pessimistischer Betrachtungsweise kaum je zu überwinden sein könnte. Der Teufelskreis funktioniert wie folgt: ohne Sonderprüfung keine Information über Insichgeschäfte und mögliche Ersatzansprüche (das sagt der gesunde Menschenverstand) und ohne Information über Insichgeschäfte keine Sonderprüfung (das schreibt § 142 Abs. 2 S. 1 AktG-E fest). Es hängt also im praktischen Ergebnis alles davon ab, wie extensiv oder restriktiv die Gerichte § 142 Abs. 2 S. 1 AktG-E auslegen werden. Reicht schon die Glaubhaftmachung eines Verdachts, dessen Begründetheit die Sonderprüfung ja erst erweisen kann? Manche in der Literatur wollen bereits den geltenden § 142 Abs. 2 AktG dahin verstehen, obwohl er sogar einen dringenden Verdacht verlangt.[207] Möglicherweise kommt man aber im Ergebnis dahin, dass die Sonderprüfung nur erzwungen werden kann, wenn - was nicht anzunehmen ist - ein Insider verdachtsbegründende Tatsachen nach außen dringen lässt, die ein Aktionär als Beweis verwenden kann.[208] Dann würde das UMAG an der bestehenden Lage nichts ändern.

Ferner dürfen die Geschäftsgeheimnisse eines Unternehmens nicht einfach an jeden Aktionär oder in der Hauptversammlung offengelegt werden, weshalb der Entwurf in § 145 Abs. 4 AktG-E noch zusätzlich eine Einschränkung des Berichts des Sonderprüfers vorsieht. Ursprünglich war an eine Einschränkung der Informationsmöglichkeiten des Sonderprüfers gedacht worden, die der Handelsrechtsausschuss des DAV allerdings zu Recht kritisiert hatte.[209] Das Dilemma zwischen Geheimhaltungsinteresse des Unternehmens und Informationsinteresse der Aktionäre kann m.E. durch die Aktionärsklage nicht zufriedenstellend gelöst werden, sondern nur durch eine Objektivierung der unternehmensinternen ex-ante Kontrolle.[210]

---

206 *Branson* (Fn. 187), Cornell Int'l L.J. 34 (2001), 321, 338: "The cadre of lawyers who specialize in corporate law, earning rents from their ability to explain the nuances of the status quo and to manipulate existing regulatory structures, may oppose simplification and harmonization efforts. In every jurisdiction, too, there exists a more elite inner circle of attorneys and advisers who earn economic rents as the gatekeepers trusted by legislators and government ministers when harmonization and globalization efforts reach the level of the nation state. They may foil such efforts unless the way is clear for their rent-seeking to continue."

207 Etwa *Hüffer* § 142 AktG Rn. 20; § 315 AktG Rn. 3; ebenso MünchAktG/*Kropff* § 315 AktG Rn. 18.

208 Vgl. insoweit die Begründung des RegE (wie Fn. 172), S. 48 des pdf-Dokuments, die davon spricht, dass zur Überzeugung des Gerichts "Verdachtstatsachen" vorliegen müssen, die auf Unredlichkeit hindeuten.

209 NZG 2004, 555, 559f.

210 Zu den Vorteilen eines Minderheitenvertreters im Aufsichtsrat abhängiger Gesellschaften *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 319ff.; bei unabhängigen Gesellschaften mit weit gestreutem Anteilsbesitz (d.h. ohne Groß- oder

d) Unternehmensmitbestimmung als Allzweckwaffe

Gerne wird auch die Mitbestimmung in Stellung gebracht, etwa gegen die Vorschläge der Kommission, die auf mehr Kontrolle des Groß- oder Mehrheitsaktionärs abzielen. So schreibt etwa *Mathias Habersack*, aus Sicht deutscher Gesellschaften seien die Anforderungen an die Unabhängigkeit wegen der quasi-paritätischen Mitbestimmung kaum zu erfüllen.[211] Ähnliche Äußerungen findet man in der Diskussion zum Referat *Bolkesteins* auf der 3. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex am 24. Juli 2004.[212] *Heinz-Joachim Neubürger* meint, die Stärkung des Aufsichtsrats bedeute eine faktische Ausweitung der Mitbestimmung, was u.a. die Erreichung des Ziels guter Corporate Governance gefährden könne, nämlich den Unternehmenswert zu steigern.[213]

Demgegenüber ist festzuhalten, dass die Unternehmensmitbestimmung durchaus vereinbar ist mit einer Verbesserung des Minderheitenschutzes vor benachteiligenden Insichgeschäften. Ein Verfahren, mit dem überprüft wird, ob durch Rechtsgeschäfte Vermögen von der Gesellschaft zum Groß- oder Mehrheitsaktionär transferiert wird, lässt sich sowohl extern durch die Aktionärsklage als auch aufsichtsratsintern einrichten, ohne dass dadurch das System der quasi-paritätischen Mitbestimmung oder die Mitwirkung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat oder ihr Stimmrecht eingeschränkt würden.[214] Ganz grundsätzlich ist zu fragen, was denn ein Arbeitnehmer (oder Gewerkschaftsvertreter) dagegen haben könnte, dass dem Hauptaktionär effektiv untersagt wird, Vermögen von der Gesellschaft zum eigenen Vorteil zu verlagern?

3. Résumée

Mathias Habersack ist zuzustimmen: Das deutsche Konzernrecht ist in Gefahr.[215] Es hat sich in Europa mehrfach als Hemmschuh für eine Harmonisierung im Gesellschaftsrecht erwiesen. Es ist kaum zu erwarten, dass sich die übrigen Mitgliedstaaten auf lange Sicht weiter von einem fehlgeleiteten Konzept behindern lassen. Auf deutscher Seite bleibt allerdings ein Problem, das international mit dem Begriff der *path dependency* umschrieben wird.[216] Dies beschreibt das Beharrungsvermögen, mit dem ein einmal eingeschlagener Weg - unabhängig von seiner (fehlenden) juristischen oder ökonomischen Überzeugungskraft - weiter verfolgt wird. Aber auch *path dependency* hat ihre Grenzen. Soweit sie lediglich auf die Notwendigkeit der Berücksichtigung eines über einen längeren Zeitraum gewachsenen rechtlichen Umfeldes hinweist, ist sie kaum zu widerlegen und müssen diese Zusammenhänge berücksichtigt werden. Soweit sie aber die Beständigkeit einer bestimmten Entwicklung vorhersagt, kann diese Vorhersage mit guten Argumenten in der Sache falsifiziert werden. Traditionen zu ändern ist schwer, aber nicht unmöglich, sofern die Argumente überzeugend sind.[217]

Mehrheitsaktionär) könnte eine ex-ante-Kontrolle durch (vom Vorstand) unabhängige Mitglieder des Aufsichtsrates sinnvoll sein.

211 *Habersack*, ZHR 168 (2004), 373, 376.

212 Vgl. oben Fn. 192.

213 *Heinz-Joachim Neubürger* in Handbuch CG, S. 177, 187. Der Beitrag richtet sich freilich mehr gegen die Mitbestimmung als gegen eine Verbesserung der Corporate Governance, behauptet aber auch die hier diskutierte angebliche Inkompatibilität beider.

214 Zum Mitbestimmungsargument bereits *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 320 mit Fn. 1095 sowie S. 506f.

215 NZG 2004, 1, 5.

216 Vgl. dazu *Bebchuk/Roe* (Fn. 187), Stan. L. Rev. 52 (1999), 127ff.

217 Dazu ausführlich *Robert C. Clark*, Contracts, Elites and Traditions in the Making of Corporate Law, Colum. L. Rev. 89 (1989), 1703ff., 1726ff., besonders 1741.

Produced by bepress.com, 2013

VI. Die Macht zur Abschaffung des Konzernrechts

1. Rechtsprechung

Der BGH könnte z.B. obiter zu verstehen geben, dass er § 311 AktG nicht für einschlägig hält, wenn es um die Frage konzerninterner Transaktionen geht.[218] Ferner könnte er zu verstehen geben, dass für Insichgeschäfte mit kontrollierenden Gesellschaftern oder von diesen abhängigen Personen sowohl dem Vorstand als auch dem Aufsichtsrat der AG die Kompetenz fehlt, weil beide selbst unmittelbar oder mittelbar von dem kontrollierenden Gesellschafter abhängig sind. Dann könnte nur die Hauptversammlung über das Geschäft beschließen, wobei der kontrollierende Gesellschafter analog § 47 Abs. 4 S. 2 GmbHG vom Stimmrecht ausgeschlossen werden muss.[219] Folge einer solchen Ächtung der Insichgeschäfte wäre fast zwingend die Bereitschaft des Hauptaktionärs, sich auf weniger einschneidende Kontrollmöglichkeiten der Minderheit einzulassen, etwa indem er ihr freiwillig einräumt, einen Treuhänder zu bestellen, der Transaktionen mit dem kontrollierenden Aktionär genehmigt.

Die besonders starken Zweifel, die *Volker Röhricht* an der Zulässigkeit einer solchen oder ähnlichen Rechtsfortbildung geäußert hat,[220] lassen sich mit folgenden Hinweisen zerstreuen. *Röhricht* betont zu Recht die machtbegrenzende Funktion der Treuepflicht und sieht darin ein wesentliches Element auch der Linotype-Entscheidung.[221] Gerade dieser Entscheidung[222] liegt aber ein typisches "großes" Insichgeschäft zugrunde, mit dem der Mehrheitsaktionär - und das ist das Entscheidende - sich auf einen Schlag an der Minderheit vorbei wesentliche Teile des Unternehmens hätte einverleiben können. Wenn die Treuepflicht *das* wirksam verhindern soll, darf sie nicht versagen, wenn es um die Alternative vieler kleiner Austauschgeschäfte geht. Sonst wäre Linotype nicht viel mehr als ein Pyrrhussieg für die Anleger.

Insichgeschäfte einer wirksamen Kontrolle zu unterziehen, bedeutet ferner gerade keinen Systembruch oder ein trojanisches Pferd, das zu einer "angemaßten allgemeinen richterlichen Angemessenheitskontrolle" führt.[223] Denn für unternehmerische Entscheidungen, die auf die Leitung der Gesellschaft *am Markt* gerichtet sind, ist eine verschärfte Kontrolle weder notwendig, noch lässt sich aus der Treuepflicht eine diesbezügliche richterliche Kontrolle herleiten. Auf insoweit erfolgende Beeinflussungen des Vorstands durch einen Aktionär ist vielmehr die *business judgement rule* anzuwenden und das betrifft die zahlenmäßig weitaus meisten Entscheidungen. Es sind, bei Lichte betrachtet, vielmehr gerade die Insichgeschäfte das trojanische Pferd, mit dem der Mehrheitsgesellschafter das Aktienrecht "für seine Zwecke ohne Rücksicht auf andere instrumentalisieren kann".[224] Sie unterminieren die gesellschaftsvertragliche Gewinnverteilungsregel und Investorvertrauen.

Die Kontrolle selbst kann am besten durch ein praktisches Veto-Recht für die Minderheit erfolgen, so dass es letztlich nur in Ausnahmefällen zu einer Gerichtsentscheidung kommen muss, die sich am Maßstab der Treuepflicht orientieren kann.[225] Letztlich würde eine in dieser

---

218 Ausführliche Begründung dieses Verständnisses bei *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 306f.; nicht berücksichtigt von *Bezzenberger* (Fn. 141), S. 328, weshalb auch seine folgende Stellungnahme gegen die Anwendung von Treuepflichten (S. 333ff.) ins Leere geht.

219 Ausführliche Begründung bei *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 276ff.

220 Siehe vor allem oben III. 3. c) cc) sowie *Röhricht* (Fn. 62), S. 530 mit Fn. 55.

221 *Röhricht* (Fn. 62), S. 523-525.

222 BGHZ 103, 184ff. (Linotype).

223 Vgl. die Befürchtungen *Röhrichts* (Fn. 62), S. 545.

224 *Röhricht* (Fn. 62), S. 545.

225 Ausführlich dazu *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 319ff., besonders S. 322f.

Weise mit der Treuepflicht begründete Rechtsfortbildung dazu führen, dass vielleicht anfangs mehrere Prozesse geführt werden, langfristig aber die Treuepflicht erneut nur Reserveinstrumentarium wird. Unbestritten ist ferner, dass Insichgeschäfte vielfach auf diskret ausgeübten Einflussnahmen beruhen.[226] Das heißt aber nicht, dass sie "nach außen nicht in Erscheinung" treten. Denn zumindest der Abschlussprüfer oder ein Sonderprüfer kann die entsprechenden Transaktionen "sehen", wenn er will. Schon gar nicht entziehen sie sich "schon deshalb rechtlicher Kontrolle".[227] Dass sie durchaus bekämpft werden können, zeigt namentlich das US-amerikanische Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, das darin seine Hauptaufgabe sieht.

2. Gesetzgeber

Der Gesetzgeber könnte die Kontrolle des Mehrheitsaktionärs durch einen besonderen Vertreter der Minderheit im Aufsichtsrat institutionalisieren und damit ein praktisches mittelbares Veto-Recht für die Minderheitsgesellschafter schaffen. Dazu liegt bereits ein ausführlich begründeter, mit der Unternehmensmitbestimmung vereinbarer Vorschlag vor.[228] In logischer Konsequenz könnte er anschließend die §§ 311ff. AktG ersatzlos streichen. Zur Alternative einer Stärkung der Aktionärsklage siehe oben V. 1. b) sowie V. 2. Schließlich könnte er die Zulassung von Gesellschaften zum amtlichen Markt davon abhängig machen, dass der Börse oder der BAFin über sämtliche Rechtsgeschäfte mit Groß- oder Mehrheitsaktionären Mitteilung gemacht wird und die Transaktionen einem wirksamen gesellschaftsinternen Kontrollverfahren unterstellt werden, bei dem die Minderheit die Letztkontrolle hat.[229]

VII. Schluss

1. Der Ausbau der Treuepflicht ...

An die Stelle des Konzernrechts sollte ein allgemeines Schutzrecht für Minderheitsgesellschafter treten, das nicht danach unterscheidet, ob der Mehrheitsgesellschafter anderweitig unternehmerisch tätig ist oder nicht. Dieses Schutzrecht sollte zu einer praktisch wirksamen Kontrolle von Geschäften der Gesellschaft mit dem Groß- oder Mehrheitsgesellschafter führen, ohne deren Funktion zu beeinträchtigen, die Verwaltung wirksam zu überwachen. Eine solche verschärfte Kontrolle von Insichgeschäften kann letztlich nur vor dem Hintergrund der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht in die Tat umgesetzt werden. Denn nur ein generelles Prinzip kann ständig neu entwickelt werden und unterliegt nicht der Gefahr, von Insidern berechnet und daher umgangen zu werden. Andererseits ist eine auf (sämtliche) Insichgeschäfte beschränkte Kontrolle eine klar abgegrenzte Warnung an das Management und herrschende Gesellschafter und schränkt unternehmerisches Tätigwerden am Markt nicht ein.

2. ... durch die Rechtsprechung

Die Durchsetzung eines solchen Prinzips kann letztlich nur der Richter leisten, schon weil er noch am wenigsten einer Beeinflussung durch die Insider unterliegt. Die Entstehungsgeschichte des WpÜG, insbesondere die Änderungen des § 33 WpÜG in letzter

---

226 So aber *Röhricht* (Fn. 62), S. 527.

227 So aber *Röhricht* (Fn. 62), S. 527.

228 *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 319ff.

229 Zum englischen System der Kontrolle von related parties transactions bereits *Wackerbarth* (Fn. 3), S. 286f., eine aktuelle Version des Chapters 11 der listing rules ist abrufbar im Internet unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/chapt11-3.pdf.

Produced by bepress.com, 2013

Minute haben gezeigt, dass der Gesetzgeber vor solchem Einfluss nicht sicher ist. Dass die deutschen Zivilgerichte sich durch unvollständige oder gar ungerechte Gesetze nicht von gerechten Einzelfallentscheidungen abhalten lassen, zeigen beispielhaft die Entwicklung einer AGB-Kontrolle aus § 242 BGB, der Produkthaftung aus § 282 BGB a.F. sowie der Widerstand gegen gesetzgeberische "Verfeinerungen" des Kapitalersatzrechts. Die Mittel dazu haben sie, wie das Kapitalersatzrecht als Detailbeispiel zeigt. Deshalb liegt es am BGH, der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht ausreichendes Gewicht zu verschaffen und sie nicht nur als Notschwert gegen unfaire, größere Einmaltransaktionen einzusetzen.

3. Anlegervertrauen als Ziel

Wenn es dem deutschen Corporate Governance Kodex um vertrauensbildende Maßnahmen geht, so ist das ein richtiges Ziel. Mehr Investorvertrauen tut not - aber Vertrauen bildet sich nicht an einem Tag oder durch eine Entsprechenserklärung nach § 161 AktG.[230] Vertrauen setzt eine Rechtsprechung voraus, die Signalwirkung für die Anleger hat. Das heißt nicht, dass nur Recht oder Rechtsprechung Vertrauen schaffen können; Vertrauen ist aber ohne Unterstützung durch das Recht nicht denkbar[231] oder nichts wert. Solange das Management oder der herrschende Aktionär mit dem Geld der Minderheitsaktionäre mehr oder weniger machen können, was sie wollen, wird es in Deutschland kein nachhaltiges Investorvertrauen geben. Die Rechtsprechung kann versuchen, die bestehenden Strukturen aufrechtzuerhalten - wenn sie das will. Sie kann sich aber auch als Bellerophon betätigen und so die sich in Europa abzeichnende Entwicklung unterstützen.

---

[230] Vgl. zur Bedeutung von "trust" oder "confidence" im US-amerikanischen Recht *Prentice* (Fn. 26), Duke L.J. 51 (2002), 1397ff., 1500 - 1502 m.w.N.; ausführlich auch *Lynn A. Stout*, The Investor Confidence Game, Brook. L. Rev. 68 (2002) 407ff., auf S. 434 "A third and quite troubling lesson of the trusting investor model is that trust that is abused tends to disappear, with no reason to expect it to return quickly"; siehe ferner *Black* (Fn. 25), UCLA L. Rev. 48 (2001), 781, 847: "The complex institutions that support strong securities markets can't be built quickly."; *Stephen Choi*, A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries, Berk. Bus. L. J. 1 (2004), 45, 81: "neither quick nor easy".

[231] Vgl. *Stout* und *Prentice* (Fn. zuvor) m.w.N.