

# Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Theodor Baums

**Anerkennungsprämien  
für Vorstandsmitglieder**

Nr. 121



**Institut für Bankrecht**

Arbeitspapiere

## Anerkennungsprämien für Vorstandsmitglieder

Theodor Baums

### I.

Im wohl spektakulärsten Wirtschaftsstrafverfahren der deutschen Nachkriegsgeschichte, dem „Mannesmann-Prozeß“, ging und geht es neben Barabfindungen von Versorgungsleistungen vor allem um die Zulässigkeit von Anerkennungsprämien für ausscheidende und bereits ausgeschiedene Vorstandsmitglieder. Das Verfahren vor der Wirtschaftsstrafkammer des Landgerichts Düsseldorf<sup>1</sup> war nicht nur in den Medien, sondern auch in der aktien-<sup>2</sup> und strafrechtlichen<sup>3</sup> Literatur mit lebhaftem Interesse verfolgt worden. Nach sechsmonatiger Hauptverhandlung endete es zwar mit Freisprüchen für alle Angeklagten, aber auch mit dem Vorwurf gewichtiger Verstöße gegen das Aktienrecht. Das Urteil der Strafkammer ist gleichfalls bereits mehrfach in der wissenschaftlichen Literatur unter verschiedenen Gesichtspunkten ausführlich gewürdigt worden<sup>4</sup>. Ein Ende der Diskussion ist noch nicht

<sup>1</sup> LG Düsseldorf, Urteil vom 22.7.2004 – XIV 5/03 (nicht rechtskräftig); Teilabdrucke NJW 2004, 3275 ff.; ZIP 2004, 2044 ff.; DB 2004, 2464 ff.

<sup>2</sup> Adams, Aktienoptionspläne und Vorstandsvergütungen, ZIP 2002, S. 1325 ff. (Abdruck auch in: ders., Ökonomische Theorie des Rechts, 2. Aufl. 2004, S. 291 ff.); ders., Vorstandsvergütungen – Der Fall Mannesmann und DaimlerChrysler, in: Nutzinger (Hrsg.), Regulierung, Wettbewerb und Marktwirtschaft. Regulation, Competition and the Market Economy. Festschrift für C. C. v. Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.; Brauer, Die aktienrechtliche Beurteilung von „appreciation awards“ zu Gunsten des Vorstands, NZG 2004, S. 502 ff.; Dreher, Vergütung, Versorgung und Absicherung von Vorstandsmitgliedern in der Aktiengesellschaft, in: Henze/Hoffmann-Becking (Hrsg.), Gesellschaftsrecht 2003 (RWS-Forum 25), 2004, S. 203 ff.; Käßlinger, Zur aktienrechtlichen Zulässigkeit von Abfindungszahlungen, NZG 2003, S. 573 ff.; Körner, Die Angemessenheit von Vorstandsbezügen in § 87 AktG, NJW 2004, S. 2697 ff.; Lange, Die Belohnung von Vorstandsmitgliedern auf Veranlassung des Aufsichtsrats, AuR 2004, S. 83 ff.; Liebers/Hoefs, Anerkennungs- und Abfindungszahlungen an ausscheidende Vorstandsmitglieder, ZIP 2004, S. 97 ff.; Pape, Vergütungs- und Abfindungszahlungen an Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften im Fall feindlicher Unternehmensübernahmen. Jur. Diss. Jena 2004; Schwark, Zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, in: Festschrift für Thomas Raiser, 2005, S. 381 ff.; Spindler, Vergütung und Abfindung von Vorstandsmitgliedern, DStR 2004, S. 36 ff.; Wollburg, Unternehmensinteresse bei Vergütungsentscheidungen oder: Verstieß die Zahlung der Mannesmann-Prämien gegen das Unternehmensinteresse der Mannesmann-AG?, ZIP 2004, S. 646 ff.; vgl. auch die kontroversen Stellungnahmen von Altmeyden, Südde. Zeitung vom 27.1. 2004 S. 18; Lutter/Zöllner, FAZ vom 10.2.2004 S. 12 sowie Bayer, FAZ vom 28.4.2004 S. 23 einerseits und Baums, Börsen-Zeitung vom 17.2.2004 S. 6 andererseits. Vor und während des Verfahrens sind mehrere Rechtsgutachten, darunter auch vom Verf., zu rechtlichen Einzelfragen vorgelegt worden; publiziert ist: Hüffer, Mannesmann/Vodafone: Präsidiumsbeschlüsse des Aufsichtsrats für die Gewährung von „Appreciation Awards“ an Vorstandsmitglieder, Betriebsberater 2003, Beilage 7.

<sup>3</sup> Rönnau/Hohn, Die Festsetzung (zu) hoher Vorstandsvergütungen durch den Aufsichtsrat – ein Fall für den Staatsanwalt? NSTZ 2004, S. 113 ff.; Schünemann, Organuntreue. Das Mannesmann-Verfahren als Exempel? Berlin 2004.

<sup>4</sup> Brauer/Dreier, Der Fall Mannesmann in der nächsten Runde, NZG 2005, S. 57 ff.; Fonk, Die Zulässigkeit von Vorstandsbezügen dem Grunde nach, NZG 2005, S. 248 ff.; Hoffmann-Becking, Rechtliche Anmerkungen zur Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung, ZHR 169 (2005), S. 155 ff.; Jahn, Lehren aus dem „Fall Mannesmann“,

abzusehen, da gegen das Urteil Revision beim Bundesgerichtshof eingelegt worden ist. Die folgenden Bemerkungen befassen sich mit einem aktienrechtlichen Teilaspekt, der Zulässigkeit nachträglicher, im ursprünglichen Anstellungsvertrag eines Vorstandsmitglieds nicht vorgesehener Anerkennungsprämien.

## II.

Zuständig für die nachträgliche Änderung des Vertrages über die Anstellungsbedingungen eines Vorstandsmitglieds und damit auch für die Bewilligung einer im ursprünglichen Anstellungsvertrag nicht vorgesehenen „Anerkennungsprämie“ ist der Aufsichtsrat (§§ 112, 84 Abs. 1 S. 5 AktG<sup>5</sup>). Mit der Vereinbarung individueller Vertragsbedingungen kann, wie sich aus § 107 Abs. 3 S. 2 AktG ergibt, ein Ausschuß des Aufsichtsrats (Personalausschuß; Aufsichtsratspräsidium) betraut werden<sup>6</sup>. Einer allgemeinen Regel des Vertretungsrechts folgend besagt das rechtliche „Können“ des Vertretungsbefugten aber noch nicht abschließend, welche Vereinbarungen er namens des Vertretenen treffen darf. Legitimation nach außen und Pflichtenbindung im Innenverhältnis können auseinanderfallen, und im Ausnahmefall (Mißbrauch der Vertretungsmacht) kann dies sogar dazu führen, daß die Vertretungsmacht entfällt<sup>7</sup>. Darum, ob ein Aufsichtsrat oder Aufsichtsratsausschuß einem Vorstandsmitglied eine im ursprünglichen Anstellungsvertrag nicht vorgesehene Anerkennungsprämie bewilligen darf, oder ob nachträgliche Anerkennungsprämien an Vorstandsmitglieder grundsätzlich, ungeachtet ihrer Höhe, unzulässig sind, geht es im Folgenden.

Das Landgericht Düsseldorf geht in der erwähnten Entscheidung nicht auf die (Un-)Angemessenheit der Höhe der bewilligten Anerkennungsprämien ein. Sondern es hält in Anbetracht dessen, daß es sich um nachträgliche Vergütungen für demnächst ausscheidende

---

ZRP 2004, S. 179 ff.; *Kort*, Das „Mannesmann-Urteil“ im Lichte von § 87 AktG, NJW 2005, S. 333 ff.; *Lüderssen*, Primäre oder sekundäre Zuständigkeit des Strafrechts? in: *Menschengerechtes Strafrecht*. Festschrift für Eser, 2005, S. 163 ff.; *K. P. Martens*, Die Vorstandsvergütung auf dem Prüfstand, ZHR 169 (2005), S. 124 ff.; *Tiedemann*, Anmerkung zu LG Düsseldorf ZIP 2004, 2044 ebda, S. 2056 ff.; *Vetter*, Die Verantwortung und Haftung des überstimmten Aufsichtsratsmitglieds, DB 2004, S. 2623 ff.

<sup>5</sup> Zur Bedeutung des Begriffs der „Zuständigkeit“ (Vertretungs- und Entscheidungsbefugnis) *Baums*, Der Geschäftsleitungsvertrag, 1985, S. 64; zur Abgrenzung der §§ 112, 84 Abs. 1 S. 5 AktG voneinander a.a.O., S. 71 f.; zur Rechtsnatur des Vertrages über die Anstellungsbedingungen a.a.O. S. 54 ff.

<sup>6</sup> Der Ausschuß hat dann sowohl Entscheidungs- wie Vertretungsbefugnis; einhellige Auffassung, eingehend *Baums*, a.a.O., S. 74 ff., S. 79 f. m. Nachw. Zur Besetzung eines solchen beschließenden Ausschusses s. etwa *Hüffer*, AktG, 6. Aufl. 2004, § 107 Rdz. 17 m. Nachw.

<sup>7</sup> *Flume*, Allg. Teil des Bürgerlichen Rechts, 2. Band, Das Rechtsgeschäft, 3. Aufl. 1979, § 45 II 3; *Medicus*, Allg. Teil des BGB, 8. Aufl. 2002, § 57 IV. 3; zum vorliegenden Zusammenhang *Martens*, ZHR 169 (2005), S. 124, 135 f.

Vorstandsmitglieder handelt, jede Anerkennungsprämie ungeachtet ihrer Höhe für pflichtwidrig. Dies ergebe sich aus einer Gesamtschau aller innerhalb des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG zu berücksichtigenden Gesichtspunkte<sup>8</sup>.

Nach § 87 Abs. 1 S. 1 AktG hat der Aufsichtsrat „bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds (Gehalt, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art) dafür zu sorgen, daß die Gesamtbezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen“. Dieses Angemessenheitsgebot ist nicht nur bei erstmaliger Festsetzung der Vergütung, sondern auch dann zu beachten, wenn der Anstellungsvertrag später geändert wird<sup>9</sup>. Es gilt aber, wie der Wortlaut, die systematische Stellung der Vorschrift und die inzwischen gut erschlossene Gesetzesgeschichte<sup>10</sup> belegen, nur für die Höhe der insgesamt dem Vorstand bewilligten Bezüge<sup>11</sup>. § 87 Abs. 1 AktG will für die Bezüge des Vorstands „eine obere Grenze“ setzen<sup>12</sup>. Die *Gesamtbezüge* des Vorstandsmitglieds sollen, wie es ausdrücklich in § 87 Abs. 1 S. 1 AktG heißt, in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen. Anders formuliert darf die Vergütung des Vorstandsmitglieds, wenn man alle Komponenten zusammenrechnet, gemessen an den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und der Lage der Gesellschaft nicht zu hoch ausfallen; dies gilt selbstverständlich einschließlich später im Wege der Vertragsänderung aufgenommener zusätzlicher Vergütungselemente. Die Norm spricht aber nicht, jedenfalls nicht ausdrücklich, davon, daß auch die *inhaltliche Gestaltung* der Vergütung, etwa die Aufteilung auf Fixum, erfolgsbezogene Vergütungsbestandteile und Langfristanreizpläne oder auch das „ob“ einzelner Vergütungselemente, wie zum Beispiel die Bewilligung einer nachträglichen Anerkennungsprämie, ungeachtet der Angemessenheit der Höhe der Gesamtvergütung, „angemessen“ sein soll. Daß § 87 AktG nicht die inhaltliche Gestaltung der Vergütung und die Zulässigkeit einzelner Vergütungsformen im Blick hat, läßt sich auch der Herabsetzungsbefugnis des § 87 Abs. 2 AktG entnehmen. § 87 Abs. 2 AktG spricht nur von einer Herabsetzung der Vergütung, nicht dagegen umfassend von einer nachträglichen

---

<sup>8</sup> LG Düsseldorf NJW 2004, S. 3275, 3280 r. Sp.

<sup>9</sup> Spindler, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., Bd. 3, 2004, § 87 Rdz. 18.

<sup>10</sup> Vgl. Schubert (Hrsg.), Akademie für Deutsches Recht 1933 – 1945. Protokolle der Ausschüsse, Bd. 1, Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 223 ff., 333 ff., 508 f.

<sup>11</sup> A.A. Kort NJW 2005, S. 333, 334 r.Sp., der von „künstlicher Aufspaltung“ der Vergütungsentscheidung in ein „ob“ und ein „wie hoch“ spricht.

<sup>12</sup> Mertens, Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 2, 1996, § 87 Rdz. 3.

inhaltlichen Umgestaltung der Vergütungskomponenten, betrifft also gleichfalls nur die Höhe der Vergütung.

Freilich läßt sich nicht bezweifeln, daß der Aufsichtsrat nicht nur bei der Festsetzung der Höhe der Gesamtbezüge Schranken unterliegt. Sondern auch bei der inhaltlichen Ausgestaltung der Vergütung, bei der Wahl und Gewichtung einzelner Vergütungsbestandteile, hat der Aufsichtsrat mit der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Aufsichtsorgans vorzugehen (§§ 116, 93 Abs. 1 S. 1 AktG). In diesem Rahmen steht ihm zwar ein breites Handlungs- und Gestaltungsermessen zu (eingehend dazu unter III.). Trotz dieses breiten Ermessens wird es dem Aufsichtsrat aber verwehrt sein, unvertretbare oder für die Gesellschaft absehbar nachteilige Vergütungsformen zu wählen oder sachfremden Gesichtspunkten den Ausschlag zu geben. Es wird m. a. W. auch hier maßgeblich auf die „Aufgaben des Vorstandsmitglieds“ und die „Lage der Gesellschaft“ als Entscheidungsparameter abgestellt werden müssen, wie dies § 87 Abs. 1 S. 1 AktG bezüglich der Höhe der Gesamtbezüge vorsieht. Man könnte daher erwägen, das Angemessenheitsgebot des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG nicht nur hinsichtlich der Höhe, sondern auch hinsichtlich der Wahl einzelner Vergütungsbestandteile und der Zusammensetzung des Vergütungspakets (entsprechend) anzuwenden<sup>13</sup>. Dagegen lassen sich aber zwei Gründe anführen. Erstens ergäben sich bei richtiger und sachgerechter Anwendung der Vorschrift des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG, die mit mehreren unbestimmten Rechtsbegriffen („Aufgabe“; „Lage der Gesellschaft“; „Angemessenheit“) arbeitet, wohl keine konkreteren Handlungsanweisungen als bei Anwendung der allgemeinen Standards (zu letzterem unten III.). Wohl aber sind, und das ist für den vorliegenden Zusammenhang von besonderer Bedeutung, an die nachträgliche Ergänzung oder Korrektur einer Vergütungsentscheidung besondere Anforderungen zu stellen (dazu unten IV.), für die sich der Vorschrift des § 87 AktG nichts entnehmen läßt. Zweitens besteht bei entsprechender Anwendung des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG im vorliegenden Zusammenhang die Gefahr, daß der angedeutete Ermessensspielraum, der dem Aufsichtsrat bei der Wahl einzelner Vergütungsformen und der Zusammensetzung des Vergütungspakets im Grundsatz zusteht, über Gebühr eingeschränkt und die Festsetzung einer Vorstandsvergütung zu einer – richterlich in vollem Umfang überprüfbaren – Normanwendung seitens des Aufsichtsrats geraten könnte. Denn ob sich der Ermessensspielraum des Aufsichtsrats retten und sichern ließe, indem man bei analoger Anwendung des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG einen gleichwertigen „Beurteilungsspielraum“ bei den

---

<sup>13</sup> So *Lange*, AuR 2004, S. 83, 84 ff., 87.

unbestimmten Rechtsbegriffen „Aufgaben des Vorstandsmitglieds“ und „Lage der Gesellschaft“ anerkennt, erscheint doch zweifelhaft.

Diese Zweifel verstärken sich bei der Lektüre der erwähnten Entscheidung des Landgerichts Düsseldorf. Das Gericht will den Maßstab des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG nicht nur auf die Höhe der Vorstandsvergütung, sondern auch auf die Zulässigkeit einzelner Vergütungsformen, konkret: einer nachträglichen Anerkennungsprämie, angewendet wissen<sup>14</sup>. Es spricht in diesem Zusammenhang zwar, freilich ohne dies näher in den Tatbestand des für anwendbar gehaltenen § 87 Abs. 1 S. 1 AktG einzupassen, von einem dem Aufsichtsrat zuzubilligenden „Handlungs-, Ermessens- und Beurteilungsspielraum“<sup>15</sup>. Dieser Spielraum sei aber zu verneinen, wo es um die Bewilligung einer im Anstellungsvertrag nicht vorgesehenen Anerkennungsprämie an ein Vorstandsmitglied gehe, das demnächst aus dem Amt ausscheide<sup>16</sup>. Zu dieser Auffassung gelangt es durch eine neue, restriktive Auslegung der Tatbestandsmerkmale „Aufgabe des Vorstandsmitglieds“ und „Lage der Gesellschaft“ in § 87 Abs. 1 S. 1 AktG. Der vom Gesetzgeber gewählte Begriff der „Aufgabe“ sei ausschließlich zukunftsbezogen zu verstehen. Grundsätzlich dürfe nur für noch nicht bewältigte Aufgaben eine Vergütung vereinbart werden, nicht für bereits geleistete Dienste<sup>17</sup>. Außerdem könne auch die „Lage der Gesellschaft“, an der die Angemessenheit der Vergütung zu orientieren sei, durch ein demnächst ausscheidendes Vorstandsmitglied nicht mehr verbessert werden; auch dieser Begriff sei zukunftsbezogen auszulegen<sup>18</sup>.

Dieses Verständnis des Begriffs der „Aufgabe“ in § 87 Abs. 1 AktG widerspricht nicht nur der gängigen, alltäglichen Vergütungspraxis, sondern auch der herrschenden Auffassung in Rechtsprechung und Literatur zu § 87 AktG<sup>19</sup>. Schon der allgemeine Sprachgebrauch kennt zwanglos sowohl unerledigte wie bereits gelöste oder erfüllte Aufgaben. Richtig ist zwar, daß die „Aufgaben“ des Vorstandsmitglieds, für die ein Festgehalt, Tantiemen oder Aufwandsentschädigungen zugesagt werden, häufig im Zeitpunkt der Festsetzung solcher Bezüge noch in der Zukunft liegen, also noch nicht erbracht sind. Das ist aber keineswegs

---

<sup>14</sup> LG Düsseldorf NJW 2004, S. 3275, 3277 li. Sp.

<sup>15</sup> LG Düsseldorf, a.a.O., S. 3276 r. Sp.

<sup>16</sup> LG Düsseldorf, a.a.O., S. 3277 r. Sp.

<sup>17</sup> LG Düsseldorf, a.a.O., S. 3277 f.

<sup>18</sup> LG Düsseldorf, a.a.O., S. 3278 r. Sp.

<sup>19</sup> Aus der Rspr. RG DR 1944, S. 488, 490 r. Sp.; vgl. zur GmbH auch BGH ZIP 1990, S. 859 ff. = WM 1990, S. 1461 ff.; aus der Literatur *Semler*, in: Festschrift für Budde 1995, S. 599 ff., 606; *Fonk* in: *Semler* (Hrsg.), *Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder*, 1999, Rdz. I 120; *ders.* NZG 2005, S. 248, 249, 252; *Hoffmann-Becking*, ZHR 169 (2005), S. 155, 159; *Kort* NJW 2005, S. 333, 335 li.Sp.; anders aber wohl *Käpplinger* NZG 2003, S. 573, 574; *Brauer* NZG 2004, S. 502 ff., 507.

notwendig der Fall. So behält sich der Aufsichtsrat nicht selten vor, ob und Höhe einer Tantieme im nachhinein nach seinem Ermessen festzusetzen („Ermessenstantieme“)<sup>20</sup>. Die Tantieme wird endgültig erst dann festgesetzt, wenn die zu vergütende Aufgabe bereits erledigt, der Gewinn, an dem das Vorstandsmitglied beteiligt werden soll, tatsächlich bereits angefallen, in seiner Höhe ermittelt und ausgewiesen ist. Hiergegen bestehen ebensowenig Bedenken wie gegen die nachträgliche Zusage von Aufwendersatz<sup>21</sup>. Den Begriff der „Aufgabe“ in § 87 Abs. 1 AktG anders zu verstehen wäre nur berechtigt, wenn man der Vergütung eines Vorstandsmitglieds ausschließlich eine auf die Zukunft bezogene Anreizfunktion zusprechen wollte<sup>22</sup>. Ein solches Verständnis der Funktion der Vorstandsvergütung liegt jedoch dem geltenden Recht nicht zugrunde und griffe auch rechtspolitisch erheblich daneben. Wie schon die Aufzählung in § 87 Abs. 1 AktG belegt, geht das Aktiengesetz von einem „Mix“ von Vergütungskomponenten (Fixum; Tantiemen; Aufwandsentschädigungen; Vergütungskomponenten mit „Erfolgszielen“; vgl. § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG) mit jeweils ganz verschiedenen Funktionen (Gegenleistung; Kostenersatz; Belohnung; langfristige Anreizwirkung) aus. Dieselbe Vorstellung liegt dem Deutschen Corporate Governance Kodex zugrunde (Ziff. 4.2.3.). Der Gesetzgeber überläßt es überzeugend dem unternehmerischen Ermessen des Aufsichtsrats, den richtigen „Mix“ aus einzelnen Vergütungskomponenten zusammenzustellen.

### III.

Der Aufsichtsrat und gleichermaßen ein von ihm bestellter Ausschuß (§ 107 Abs. 3 AktG) unterliegen bei der Durchführung ihrer Aufgaben und so auch bei der Festsetzung der Vergütung für den Vorstand Bindungen. Um die dem Aufsichtsrat im Einzelfall obliegenden Pflichten bestimmen zu können, ist zunächst in einem ersten Schritt zu fragen, ob es bei der betreffenden Aufgabe um eine Tätigkeit geht, bei der dem Aufsichtsrat ein Ermessen, die Freiheit, zwischen verschiedenen Alternativen zu wählen, zusteht oder nicht (1.). Auch wo ein solcher Ermessensspielraum zu bejahen ist, es sich also nicht um eine strikt „gebundene“ Maßnahme, z. B. um die Erfüllung einer gesetzlichen Pflicht ohne Entscheidungsspielraum,

---

<sup>20</sup> S. nur *Lücke* (Hrsg.), Vorstand der AG, 2004, § 2 Rdz. 138 ff.

<sup>21</sup> Vgl. auch BGH NZG 2003, S. 535, 537; *Mertens*, Kölner Komm. zum AktG, Bd. 2, 2. Aufl. Stand 1988, § 86 Rdz. 5; *Wollburg* ZIP 2004, S. 646, 652 f.. Auch Ziff. 4.2.3 DCGK spricht ausdrücklich davon, daß „Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung ...insbesondere die Aufgaben des Vorstandsmitglieds, seine Leistung sowie die wirtschaftliche Lage des Unternehmens“ [bilden]. Hier ist in der Tat der Begriff der „Aufgaben“ zukunftsbezogen benutzt, zugleich aber klargestellt, daß auch die erbrachte Leistung Vergütungsparameter sein soll und kann. Es besteht kein Zweifel daran, daß dies mit § 87 AktG vereinbar ist.

<sup>22</sup> So LG Düsseldorf NJW 2004, S. 3275, 3278 r. Sp.

handelt, hat der Aufsichtsrat Pflichten zu beachten; hierauf ist anschließend einzugehen (unten 2., 3.).

## 1.

Die Lehre vom unternehmerischen Ermessen der Leitungsorgane der Aktiengesellschaft ist im letzten Jahrzehnt auch für das deutsche Recht, vor und nach der ARAG-Garmenbeck-Entscheidung des Bundesgerichtshofes<sup>23</sup>, entwickelt und ausgebaut worden. Auf die reiche Literatur hierzu muß an dieser Stelle verwiesen werden<sup>24</sup>. Ob dem Vorstand oder dem Aufsichtsrat bei der Erledigung seiner Aufgaben oder der Erfüllung seiner Pflichten ein Freiraum, ein Ermessen, zusteht und wie weit dieses reicht, ist nach der Norm, die ihm diese Aufgabe zuweist (z. B. § 76 Abs. 1 AktG für die Leitungsaufgabe des Vorstands) sowie der Art der in Rede stehenden Aufgabe zu bestimmen. Die „Zuständigkeit“<sup>25</sup> des Aufsichtsrates für den Abschluß des Vertrages über die Anstellungsbedingungen eines Vorstandsmitglieds und somit auch für die Änderung dieses Vertrages einschließlich der Bewilligung einer Anerkennungsprämie ergibt sich aus §§ 84 Abs. 1 S. 1 i. V. mit S. 5, 112 AktG. Um festzustellen, ob dem Leitungsorgan bei der Erledigung einer ihm zugewiesenen Aufgabe ein kontrollfreier Ermessensspielraum verbleibt, wird gemeinhin gefragt, ob es sich bei der in Rede stehenden Aufgabe um eine „unternehmerische“ Entscheidung oder Tätigkeit, oder ob es sich um die Erfüllung sonstiger Aufgaben oder Pflichten (Treuepflichten; Informationspflichten; Erfüllung sonstiger Gesetzes- oder Satzungsgebote ohne Spielraum) handelt<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> BGHZ 135, 244 ff.

<sup>24</sup> Dreher ZHR 158 (1994), S. 614 ff.; Mutter, Unternehmerische Entscheidungen und Haftung des Aufsichtsrats der Aktiengesellschaft, 2004; Kindler ZHR 162 (1998), S. 101 ff.; Abeltshauer, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, 1998, S. 139 ff., 334 ff.; Hoerdemann, Bedeutung der verwaltungsrechtlichen Ermessenslehre für die richterliche Kontrolle von Beschlüssen des Aufsichtsrats der Aktiengesellschaft, Diss. Konstanz, 1999; Goette, in: Geiß u. a. (Hrsg.), Festschrift aus Anlaß des fünfzigjährigen Bestehens von Bundesgerichtshof, Bundesanwaltschaft und Rechtsanwaltschaft beim Bundesgerichtshof, 2000, S. 125 ff., 130 ff.; ders., in: Hommelhoff u. a. (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2003, S. 749, 760 ff.; Oltmanns, Geschäftsleiterhaftung und unternehmerisches Ermessen, 2001; Markus Roth, Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands, 2001; Walter Paefgen, Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der AG, 2002; ders., Die AG 2004, 245 ff.; Fleischer, in: Festschrift für H. Wiedemann, 2002, S. 827 ff.; Hüffer, in: Festschrift für Raiser, 2005, S. 163 ff.; Lohse, Unternehmerisches Ermessen, Habilschr. FU Berlin, 2005 (im Druck).

<sup>25</sup> Zum Begriff der Zuständigkeit oben Fn. 5.

<sup>26</sup> Vgl. auch § 93 Abs. 1 S. 2 AktG i.d.F. des Entwurfs eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), BT-Drucks. 15/5092: „Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer *unternehmerischen Entscheidung* (Hervorhebung d. Verf.) vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln“. Vgl. dazu die Begründung, a.a.O., S. 21.

Die Festlegung der Anstellungsbedingungen steht in innerem Zusammenhang mit der Auswahl und Bestellung des Führungspersonals der Gesellschaft. Zu Recht hat insbesondere die Rechtsprechung immer wieder den engen und untrennbaren Zusammenhang zwischen der unzweifelhaft dem genuin unternehmerischen Bereich zuzurechnenden Bestellung, also der Auswahl des Führungspersonals durch den Aufsichtsrat, und dem Anstellungsvertrag, also der Bewilligung der Vergütung, betont. Denn wer über die Vergütung maßgeblich und verbindlich entscheiden kann, befindet letzten Endes auch über die Auswahl der betreffenden Personen. Deshalb folgt die „Anstellungskompetenz“ der „Bestellungskompetenz“ als Annexzuständigkeit<sup>27</sup>. Ein nach Einschätzung des Aufsichtsrats eher in Betracht kommender, bereits bisher hoch vergüteter Bewerber für eine Vorstandstätigkeit darf mehr kosten als andere; verschiedene Bewerber haben verschiedene Vorstellungen von der Struktur ihrer Vergütung, und nur der Aufsichtsrat ist dazu berufen, im Rahmen der noch zu erörternden Grenzen (unten 2., 3.) nach pflichtgemäßem Ermessen zu entscheiden, ob auf diese Vorstellungen eingegangen werden kann<sup>28</sup>. Bestätigt werden diese Überlegungen durch die Erläuterung des Begriffs der „unternehmerischen Entscheidung“ in der Begründung zu § 93 Abs. 1 S. 2 AktG i.d.F. des Entwurfs des UMAG. Danach sind „unternehmerische Entscheidungen ... infolge ihrer Zukunftsbezogenheit durch Prognosen und nicht justiziable Einschätzungen geprägt. Dies unterscheidet sie von der Beachtung gesetzlicher, satzungsmäßiger oder anstellungsvertraglicher Pflichten ohne tatbestandlichen Beurteilungsspielraum“<sup>29</sup>. Bei der Zusage von Vergütungen an ein Vorstandsmitglied für die Erfüllung der vor ihm liegenden Aufgaben handelt es sich zweifelsfrei um solche zukunftsbezogenen Entscheidungen. Aber auch bei der *nachträglichen*, im ursprünglichen Anstellungsvertrag nicht vorgesehenen Bewilligung von Gratifikationen, Tantiemen, Aufwandsentschädigungen oder Anerkennungsprämien handelt es sich nicht um die „Beachtung gesetzlicher satzungsmäßiger oder anstellungsvertraglicher Pflichten ohne tatbestandlichen Beurteilungsspielraum“, sondern um eine „unternehmerische“ Gestaltungsaufgabe im weiteren Sinne<sup>30</sup>. Denn auch insoweit hat eine Prüfung der erbrachten Leistungen und der Verbesserung der Lage der Gesellschaft stattzufinden, die unterschiedlich bewertet werden mögen (eingehend dazu unten IV.).

---

<sup>27</sup> Vgl. die Nachweise bei *Baums*, a.a.O. (Fn. 5), S. 56 f.

<sup>28</sup> Allg. Auffassung; vgl. nur *Peltzer*, in: Festschrift für Lutter, 2000, S. 571, 577; *Schwark*, a.a.O. (Fn. 2), S. 382; *Hoffmann-Becking ZHR* 169 (2005), S. 155, 157 f. m. w. Nachw..

<sup>29</sup> Vgl. BT-Drucks. 15/5092, S. 22.

<sup>30</sup> Ebenso *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 2), S. 20 f.; *Ulmer DB* 2004, S. 859, 860; *Wollburg ZIP* 2004, S. 646, 651.

Allerdings muß bei einer nachträglich bewilligten Anerkennungsprämie für eine bereits erbrachte Leistung gesehen werden, daß dieser Entscheidung das für unternehmerische Entscheidungen und auch für Vergütungsentscheidungen sonst charakteristische prognostische Element fehlt. Der Aufsichtsrat, der nachträglich eine Anerkennungsprämie bewilligt, kann sich daher nicht darauf berufen, daß sein grundsätzlich anerkanntes Ermessen auch das Treffen von Fehlentscheidungen wegen falscher Beurteilung zukünftiger Entwicklungen oder Risiken umfasse, und im Hinblick darauf den hierfür bestehenden weiten Haftungsfreiraum für sich beanspruchen<sup>31</sup>.

## 2.

Bei der Entscheidung, ob und in welcher Weise der Aufsichtsrat oder der zuständige Ausschuß den Anstellungsvertrag eines Vorstandsmitglieds im nachhinein ändern und eine Anerkennungsprämie bewilligen soll, unterliegt das betreffende Gremium wie bei jeder im pflichtgemäßen Ermessen liegenden Entscheidung Bindungen, die im Einzelfall aus speziellen Vorschriften oder, bei Fehlen solcher Vorgaben, aus dem Maßstab des ordentlichen und gewissen Geschäftsleiters bzw. Aufsichtsrats (§§ 116, 93 Abs. 1 AktG) zu entwickeln sind. Diese Bindungen können sich zunächst aus auf die jeweilige Entscheidung abzielenden, konkreten gesetzlichen Vorschriften oder Satzungsbestimmungen ergeben. Solche Bestimmungen sind hier nicht ersichtlich, wenn man nicht § 87 Abs. 1 S. 1 AktG im vorliegenden Zusammenhang entsprechend anwenden will<sup>32</sup>. Eine weitere Bindung kann sich aus der allgemeinen Pflicht zur Wahrung des „Unternehmensinteresses“ ergeben<sup>33</sup>; hierauf hat in der erwähnten Entscheidung das Landgericht Düsseldorf – neben seinen Erwägungen zu § 87 Abs. 1 S. 1 AktG<sup>34</sup> – maßgeblich abgestellt<sup>35</sup>. Allerdings setzt sich das Landgericht, wie seine Ausführungen belegen, über das herrschende Verständnis von Begriff und Bedeutung des „Unternehmensinteresses“ hinweg, indem es eingehend unter allen denkbaren Aspekten inhaltlich prüft, ob ein Interesse der Mannesmann AG an der bewilligten Anerkennungsprämie bestanden habe. Unausgesprochene Prämisse dieser Vorgehensweise der Kammer ist es, daß im Unternehmensinteresse alles liegt, was der Gesellschaft objektiv

---

<sup>31</sup> Anders insoweit wohl *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 2), S. 27 f.

<sup>32</sup> Dazu eingehend oben II.

<sup>33</sup> Zur Pflicht von Vorstand und Aufsichtsrat zur Wahrung des Unternehmensinteresses aus der Rspr. BVerfGE 50, 290, 374; BGHZ 64, 325, 329; BGHZ 69, 334, 339; BGHZ 106, 54, 65; BGHZ 125, 239, 246 f.; BGHZ 135, 244, 255, 256; vgl. auch DCGK Ziff. 5.5.1; aus der umfangreichen Lit. dazu die Nachweise bei *Hüffer*, AktG, a.a.O. (Fn. 6), § 76 Rdz. 14 a.E.

<sup>34</sup> Dazu oben II.

<sup>35</sup> LG Düsseldorf NJW 2004, S. 3275, 3276 ff.

nützt, und daß die Gerichte die Entscheidungen der Gesellschaftsorgane auch da, wo es sich um unternehmerische Ermessensentscheidungen handelt, auf ihre objektive Nützlichkeit für die Gesellschaft oder das Unternehmen zu überprüfen haben. Das trifft aber nicht zu; jedenfalls entspricht dies nicht dem herrschenden Verständnis von Inhalt und Funktion des Begriffs des „Unternehmensinteresses“.

Der Begriff des „Interesses“, soweit er im vorliegenden Zusammenhang von Belang ist, findet sich auch im Recht der Geschäftsbesorgung<sup>36</sup>. Der Geschäftsbesorger hat die Geschäfte nach Maßgabe seines Vertrages mangels besonderer Weisungen des Auftraggebers in dessen „Interesse“ zu führen (vgl. ausdrücklich für die GoA §§ 677, 683 BGB). Das Interesse des Geschäftsherrn an einer bestimmten Maßnahme ist in der Tat nach ihrer objektiven Nützlichkeit für ihn zu beurteilen<sup>37</sup>. In einem weiteren Sinne läßt sich nun zwar auch die Rechtsstellung der Organmitglieder einer Aktiengesellschaft den „Interessenwahrungsverträgen“ zurechnen<sup>38</sup>. Dies zeigt sich insbesondere daran, daß diesen Organverhältnissen wie allen Geschäftsbesorgungs- oder Interessenwahrungsverhältnissen als Hauptpflicht obliegt, bei ihrer Tätigkeit für den Vertragspartner oder Auftraggeber die eigenen Interessen gänzlich hintanzustellen. Diese Verpflichtung gehört jedenfalls zu den Kernpflichten jedes Organmitglieds, wenn es für die Gesellschaft handelt.

Auf der anderen Seite dürfen aber die strukturellen Unterschiede, die die Besonderheiten der Rechtsstellung und Pflichtenlage von Organmitgliedern ausmachen, nicht durch unzulässige Parallelen eingeebnet oder schlicht übersehen werden; und gerade diese wesentlichen Unterschiede haben zur Entwicklung des Begriffs des „Unternehmensinteresses“ und seinem heutigen Verständnis beigetragen.

Zum einen fehlt es gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat schon an einem weisungsbefugten Auftraggeber oder Geschäftsherrn, auf dessen Interesse bei Fehlen von Weisungen abzustellen wäre. Eine Bindung an Weisungen ist im Aktienrecht nur unter ganz engen Voraussetzungen vorgesehen (vgl. §§ 83 Abs. 2, 308 AktG). Zum anderen gibt es nicht den „einen“ Geschäftsherrn. Nicht einmal das Interesse der Aktionärsversammlung ist nach deutschem Recht (ausschließlich) maßgeblich. Vielmehr sind die Gesellschaftsorgane nach überkommener Auffassung zur Beachtung und Abwägung der Interessen der Aktionäre,

---

<sup>36</sup> Vgl. nur *Palandt/Sprau*, BGB, 62. Aufl. 2003, § 662 Rdz. 6, 7.

<sup>37</sup> Vgl. *Palandt/Sprau*, a.a.O., § 683 Rdz. 4.

<sup>38</sup> So insbesondere *Grundmann*, Der Treuhandvertrag, 1997, S. 421 ff.

Gläubiger, Arbeitnehmer und der Öffentlichkeit verpflichtet<sup>39</sup>. Mit einem einfachen Nützlichkeitsstest wie im Recht der Geschäftsbesorgung des BGB ist daher hier nicht weiterzukommen, denn was der (in sich nicht homogenen) Gruppe der Eigenkapitalgeber nützt, ist nicht ohne weiteres auch den Arbeitnehmern und sonstigen Gläubigern von Nutzen und umgekehrt. Und schließlich darf die Funktion des „Unternehmensinteresses“ als Verhaltensrichtlinie und Schranke der Ermessensausübung bei unternehmerischen Entscheidungen nicht außer Betracht bleiben. Ein umfassender, von den Gerichten in vollem Umfang anzustellender „Nützlichkeitsstest“ würde jeden Ermessensspielraum der Gesellschaftsorgane über Gebühr verengen oder gar gänzlich beseitigen. Dieser Ermessensspielraum ist auch nicht schon dadurch zu wahren, daß eine einmal getroffene unternehmerische Entscheidung nicht mit anderen hypothetisch denkbaren nützlichen Alternativen verglichen, sondern nur gefragt wird, ob sie überhaupt nützlich ist und deshalb im Unternehmensinteresse liegt. Denn der Ermessensspielraum deckt auch Fehlbeurteilungen und Fehleinschätzungen, die sich selbst bei verantwortungsbewußtem Verhalten einstellen können<sup>40</sup>.

Dementsprechend hat sich zum Unternehmensinteresse, das von den Organmitgliedern der Aktiengesellschaft zu beachten ist, knapp zusammengefaßt folgende Auffassung herausgebildet, die heute als herrschend bezeichnet werden kann: Erstens, dem Unternehmensinteresse entspricht eine Entscheidung oder Maßnahme nur, wenn sie unter Berücksichtigung und Abwägung der relevanten, in die Abwägung einzubeziehenden Einzelinteressen getroffen worden ist. Zweitens, den „Unternehmensbeteiligten“ (Aktionären, Gläubigern, Arbeitnehmern, der Öffentlichkeit) gemeinsam ist ein Interesse am Bestand und der dauerhaften Rentabilität der Gesellschaft (unbeschadet natürlich der Befugnis der Hauptversammlung z. B. zur Auflösung oder Umwandlung der Gesellschaft auf den dafür vorgesehenen Wegen); diese Ziele sollen Vorrang vor den Sonderinteressen der einzelnen „Stakeholder“-Gruppen haben.

Der zuerst genannte Aspekt bedeutet für die richterliche Prüfung einer getroffenen Entscheidung oder Maßnahme, daß darauf zu achten ist, ob die Auswirkungen der in Frage stehenden Entscheidung oder Maßnahme auf sämtliche relevanten Interessen bedacht worden und die aus dieser Perspektive für und gegen die Entscheidung sprechenden Gesichtspunkte nachvollziehbar gegeneinander abgewogen worden sind. Das ist etwas anderes als eine

---

<sup>39</sup> S. nur *Hüffer*, AktG, a.a.O. (Fn. 6), § 76 Rdz. 12 m. zahlreichen Nachweisen; *Henze*, BB 2000, S. 209, 212.

<sup>40</sup> BGHZ 135, 244, 253.

eingehende inhaltliche Prüfung dahin, ob und wem die erwogene Entscheidung oder Maßnahme nützt, und ob die richtige Abwägung erfolgt ist.

Der oben erwähnte zweite Aspekt, die Schrankenfunktion des Unternehmensinteresses, verleiht diesem Begriff zwar ein Minimum an inhaltlicher Kontur: Eine Maßnahme, die Bestand oder dauerhafte Rentabilität der Gesellschaft in Frage stellt, liegt nicht im Unternehmensinteresse und darf daher nicht ergriffen werden<sup>41</sup>. Aus dieser Schranke wird sich, wenn man das Unternehmensinteresse in diesem Sinne restriktiv formuliert, in aller Regel keine relevante Beschränkung der Bewilligung einer Anerkennungsprämie ergeben<sup>42</sup>.

### 3.

Es ist aber doch zweifelhaft, ob auch Maßnahmen, die nicht das Gebot der Einbeziehung und Abwägung der relevanten Interessen verletzen oder das Ziel des Bestandes und der langfristigen Rentabilität der Gesellschaft in Frage stellen, mit dem Unternehmenswohl unvereinbar sein können, ob also das Gebot der Verfolgung des Unternehmensinteresses oder Unternehmenswohls der Ausübung des Leitungsermessens engere Grenzen setzen muß. Dabei mag an dieser Stelle offenbleiben, ob diese Überlegung eine engere Formulierung des Begriffs des „Unternehmensinteresses“ oder „Unternehmenswohls“ als oben unter 2. dargestellt erfordert oder zu einer zusätzlichen Schranke der Ermessensausübung bei unternehmerischen Entscheidungen führen sollte<sup>43</sup>. Diese Zweifel ergeben sich aus der Stellung der Organmitglieder als treuhänderischer Verwalter fremden Vermögens einerseits und der Funktion der Lehre vom Spielraum von Vorstand und Aufsichtsrat bei Ermessensentscheidungen andererseits. Die Funktion dieser Lehre ist es, verantwortungsbewußtes unternehmerisches Verhalten, auch wenn es sich im Einzelfall letzten Endes für die Gesellschaft als nachteilig erweisen sollte, von der Bedrohung mit Sanktionen, insbesondere einer Haftungsbedrohung, freizustellen<sup>44</sup>. Hinzu treten die Probleme, die mit einer gerichtlichen Überprüfung unternehmerischer Entscheidungen ex post verbunden sein können<sup>45</sup>. Maßnahmen und Entscheidungen dagegen, die deutlich erkennbar

<sup>41</sup> U. Huber in: Albach/Sadowski (Hrsg.), Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen [Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 88], 1975, S. 139, 150 f.; w. Nachw. bei Hüffer, AktG, a.a.O. (Fn. 6), § 76 Rdz. 13 ff.

<sup>42</sup> Vgl. auch Schwark, a.a.O. (Fn. 2), S. 382; eingehend dazu für den Fall Mannesmann/Vodafone Hüffer, a.a.O. (Fn. 2), S. 21 f.

<sup>43</sup> Hüffer, a.a.O. (Fn. 2), S. 20 ff. trennt deutlich zwischen der „Gefährdung des Bestands und der dauerhaften Rentabilität der Gesellschaft“ einerseits (S. 20 f.) und der „fehlerhaften Ermessensausübung“ andererseits (S. 22 f.), faßt aber beides unter der „Wahrung des Unternehmensinteresses“ zusammen (vgl. S. 20).

<sup>44</sup> Vgl. Goette, Handbuch, a.a.O. (Fn. 24), S. 767 f.

<sup>45</sup> Fleischer, a.a.O. (Fn. 24), S. 829 ff.

von vorneherein nicht als verantwortungsbewußtes unternehmerisches Verhalten bezeichnet werden können, verdienen den Schutz dieser Lehre nicht, wobei allerdings sorgsam darauf zu achten ist, daß diese Einschränkung der Kontrollfreiheit unternehmerischer Ermessensentscheidungen nicht auf eine vollinhaltliche Prüfung solcher Entscheidungen auf ihre Nützlichkeit herauslaufen darf (dazu soeben unter 2.).

Letzten Endes wird durch die Entwicklung von Fallgruppen präzisiert werden müssen, wann ein Organmitglied in diesem Sinne vernünftigerweise annehmen durfte, „zum Wohl der Gesellschaft“ zu handeln<sup>46</sup>. Die gut aufbereitete Entscheidungspraxis US-amerikanischer Gerichte bietet hier reiches Anschauungsmaterial. Insbesondere unternehmerische Maßnahmen oder Entscheidungen, die nicht nachvollziehbar kohärent erklärbar sind, oder die sich als Verschleuderung von Gesellschaftsvermögen darstellen, oder die von vorneherein keinen „rational“ oder „proper business purpose“ verfolgen, verfehlen den entsprechenden Prüfungsstandard des amerikanischen Rechts<sup>47</sup>. Auch bei genauerer Analyse einzelner Entscheidungen des Bundesgerichtshofs ist auszumachen, daß bei einer unternehmerischen Maßnahme nicht nur gefragt wird, ob sie Bestand oder langfristige Rentabilität der Gesellschaft berührt. Vielmehr wird bei der Prüfung, ob das betreffende Organmitglied vernünftigerweise annehmen durfte, zum Wohle der Gesellschaft zu handeln, durchaus ein restriktiverer, engerer, auf die jeweilige Fallgruppe zugeschnittener Prüfungsmaßstab angelegt. Die Literatur hat die einschlägige Judikatur, auch zum GmbH-Recht, inzwischen aufbereitet und nach Fallgruppen geordnet<sup>48</sup>. Es geht auch hier etwa um die verantwortungslose Verschwendung von Gesellschaftsvermögen; um die Zulässigkeit und die Grenzen von Spenden für karitative oder sonstige jenseits des Unternehmensgegenstands liegende Zwecke; um die für die Abwehr von Schäden oder für die Erfüllung gesetzlicher Pflichten erkennbar unzulängliche Gestaltung der Organisationsstruktur der Gesellschaft; es geht um das Nichtdurchsetzen von Schadensersatzansprüchen der Gesellschaft gegen ein Organmitglied; um fehlende Sicherungen bei Vorleistung oder Kreditvergabe durch die Gesellschaft, ohne daß hierfür vernünftige wirtschaftliche Gründe ersichtlich wären, und um die Zulässigkeit und Grenzen von Spekulationsgeschäften. Die Kriterien der Zulässigkeit nachträglicher, im ursprünglichen Anstellungsvertrag nicht vorgesehener

---

<sup>46</sup> So die Formulierung des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG in der Fassung des UMAG; vgl. Fn. 26.

<sup>47</sup> Vgl. dazu die oben Fn. 24 aufgeführte rechtsvergleichende Literatur.

<sup>48</sup> S. nur *Goette*, Handbuch, a.a.O. (Fn. 24), S. 764 f.; *M. Roth*, a.a.O. (Fn. 24), S. 107 ff.; *Abeltshausen*, a.a.O. (Fn. 24), S. 161 ff.; *Paefgen*, a.a.O. (Fn. 24), S. 134 Fn. 362.

Anerkennungsprämien für Vorstandsmitglieder waren dagegen bisher, anders als im US-amerikanischen Recht<sup>49</sup>, nicht Gegenstand höchstrichterlicher Entscheidungen<sup>50</sup>.

#### IV.

Ob der Aufsichtsrat oder der Aufsichtsratsausschuß einem demnächst ausscheidenden Vorstandsmitglied eine im Anstellungsvertrag nicht vorgesehene Anerkennungsprämie bewilligen und dabei vernünftigerweise annehmen darf, zum Wohl der Gesellschaft zu handeln, wird nur unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalles beurteilt werden können. Als zur Wahrung fremder Vermögensinteressen verpflichteten Organmitgliedern ist es den Aufsichtsratsmitgliedern sicher verwehrt, jenseits des Sozialadäquaten und Üblichen Geschenke ohne Rücksicht auf eine (bereits erbrachte oder noch zu erbringende) Gegenleistung zu machen<sup>51</sup>. Vorstand und Aufsichtsrat haben nicht die Stellung eines Eigentümers, der ohne rechtliche Bindungen Belohnungen verteilen kann. Aber nicht jede Vereinbarung einer nachträglichen Anerkennungsprämie zugunsten eines demnächst ausscheidenden Vorstandsmitglieds, die im ursprünglichen Anstellungsvertrag nicht vorgesehen war, erfolgt schenkungshalber<sup>52</sup>. Von der pflichtwidrigen Schenkung sind vielmehr die Fälle der zulässigen nachträglichen Korrektur der ursprünglichen im Anstellungsvertrag vorgenommenen Bewertung von Leistung und Gegenleistung abzugrenzen<sup>53</sup>. Darauf ist im Folgenden einzugehen.

#### 1.

Nachträgliche Korrekturen der ursprünglichen Bewertung von Leistung und Gegenleistung im Anstellungsvertrag können sich als notwendig oder jedenfalls gerechtfertigt erweisen, um im

<sup>49</sup> Dazu etwa *Clark*, Corporate Law, 1986, S. 195 ff.; neuere Nachweise bei *Thüsing* ZGR 2003, S. 457, 504; allgemein zur Kontrolle von Vergütungsentscheidungen eines Board nach US-amerikanischem Recht *Tegtmeier*, Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in Publikumsaktiengesellschaften, 1998, S. 219 ff.

<sup>50</sup> RG DR 1944, S. 488, 490, geht ohne weiteres davon aus, daß der Aufsichtsrat sich im Rahmen seines pflichtgemäßen Ermessens bewegt, wenn er die Bezüge eines Vorstandsmitglied im nachhinein erhöht. Allerdings hatten in dem betreffenden Fall bereits in der Vergangenheit, für die die Bezüge nachbewilligt wurden, Verhandlungen geschwebt.

<sup>51</sup> Ob dies mit Zustimmung der Hauptversammlung geschehen könnte (vgl. § 58 Abs. 3 S. 2 AktG), steht auf einem anderen Blatt. - Allgemein zur „Vermögensverschwendung“ etwa *Abeltshäuser*, a.a.O. (Fn. 24), S. 190 ff.; zu den Besonderheiten bei sozialen Aufwendungen, Spenden u. ä. *Hopt*, in: Großkomm. AktG, 4. Aufl., 11. Lieferung, 1999, § 93 Rdz. 120 f. m. Nachw.

<sup>52</sup> A.A. *Martens* ZHR 169 (2005), S. 124, 134 („Zuwendung donandi causa“); *Lutter/Zöllner* FAZ vom 10. 2. 2004 S. 12 („Geschenk aus der Gesellschaftskasse“); *Rönnau/Hohn* NSTZ 2004, S. 113, 120.

<sup>53</sup> Ähnlich *Fonk* NZG 2005, S. 248, 251 (Abgrenzung von Geschenk und Sonderzahlung aus besonderem Anlaß); vgl. auch bereits RG DR 1944, S. 488, 490 zur Abgrenzung zulässiger nachträglicher Anerkennungsprämien an ein Vorstandsmitglied von bloßen Schenkungen.

Zeitpunkt des Vertragsschlusses bestehende Informationsdefizite und Prognosefehler auszugleichen, die sich ohne nachträgliche Korrektur entweder zum Nachteil der Gesellschaft oder zum Nachteil des Vertragspartners, des künftigen Vorstandsmitglieds, auswirken können. Der Anstellungsvertrag des Vorstandsmitglieds ist wie jeder langfristige Vertrag seiner Natur nach „unvollständig“; infolgedessen kann sich Anpassungsbedarf ergeben<sup>54</sup>.

Das Vorstandsmitglied wird angestellt, um bestimmte definierte Ergebnisse zu erzielen oder, häufiger, um Erfolgsparameter zu maximieren (wie auch immer man den Erfolg bemißt, mittels bestimmter Jahresabschlußkennzahlen, Spartenergebnisse, der Börsenwertsteigerung oder auf andere Weise). Eine aus Sicht der Gesellschaft optimale Vertragsgestaltung würde das zu erzielende Ergebnis definieren oder, bei gleitenden, zu maximierenden Erfolgsparametern, diese Parameter und vielleicht einen Mindesterreichungsgrad („x Prozent Aktienrendite“) festlegen, und die Vergütung des Vorstandsmitglieds an seinem Beitrag hierzu orientieren. Behindert wird diese optimale Vertragsgestaltung aber durch mehrere Umstände.

Erstens steht das Ergebnis als Anknüpfungspunkt der Vergütung nicht bereits bei Vertragsschluß fest („Ergebnisungewißheit“<sup>55</sup>), sondern erst am Ende der Tätigkeitsperiode. Diesem Problem ist auch durch geeignete Vertragsgestaltung nicht vollends beizukommen. Soll die Vergütung erfolgsbezogen sein, dann muß sie im Anstellungsvertrag davon abhängig gemacht werden, daß der Erfolg herbeigeführt wird; besteht der Erfolg in der Maximierung bestimmter gleitender Parameter, dann darf die im Anstellungsvertrag vereinbarte Vergütung nicht in einem Festbetrag bestehen, sondern kann ex ante nur als Bruchteil oder Prozentsatz (Promillesatz) eines künftigen Ergebnisses festgelegt werden. Damit kommt man aber schon dann nicht mehr weiter, wenn ein Erfolg eintritt, den die Vertragsparteien nicht vorausgesehen, und für den sie demzufolge keinen geeigneten Beteiligungsmaßstab gewählt haben (Beispiel: Es kommt zu einer bei Vertragsschluß nicht vorausgesehenen und durch die gewählten Vergütungsparameter nicht erfaßten außerordentlichen Börsenwertsteigerung der

---

<sup>54</sup> Vgl. *Jickeli*, Der langfristige Vertrag, 1996; aus ökonomischer Sicht *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, 3. Aufl. 2003, S. 269 ff. Zurückhaltend zum Anpassungsbedarf bei Anstellungsverträgen von Vorstandsmitgliedern vor allem im Hinblick auf deren begrenzte Laufzeit (§ 84 Abs. 1 S. 5 AktG) *Martens* ZHR 169 (2005), S. 124, 129 ff.

<sup>55</sup> Vgl. *Richter/Furubotn*, a.a.O., S. 216: „unvollkommene Voraussicht“.

Gesellschaft<sup>56</sup>, die auf erfolgreiche Restrukturierungsmaßnahmen zurückzuführen ist.). Hieraus kann sich Korrekturbedarf ex post ergeben.

Ein zweites, verwandtes Problem ergibt sich aus der vertraglichen Verknüpfung von Leistung und Erfolg („Korrelationsproblem“). Das am Ende einer Rechnungsperiode festgestellte Unternehmensergebnis, an das die Vergütungsabrede anknüpft, hängt auch von Faktoren ab, die nichts mit der Leistung des Managements zu tun haben (exogene Faktoren sowie unternehmensspezifische, aber nicht mit der Managementleistung zusammenhängende „nichtkonnexe“ Faktoren). Die der Vergütungsabrede im Anstellungsvertrag zugrundeliegende Annahme einer positiven Korrelation zwischen der Leistung und dem erwarteten Erfolg kann sich daher im nachhinein als falsch erweisen<sup>57</sup>. Zum Beispiel wird wegen der Auflösung in einer früheren Periode gelegter stiller Reserven ein außerordentlicher Ertrag erzielt, der das ausgewiesene Ergebnis und die daran anknüpfende Tantieme stark erhöht. -Umgekehrt kann auch das Ausbleiben des Erfolges auf Umständen beruhen, die nichts mit unzulänglicher Leistung des Managements zu tun haben. Beides kann Korrekturen ex post rechtfertigen, soweit geeignete Vorkehrungen im Vertrag nicht getroffen worden sind oder nicht getroffen werden konnten. Das Vorstandsmitglied wird das dargestellte Risiko allenfalls teilweise tragen und sich gegen ein ihm nicht zuzurechnendes Ausbleiben des Erfolges vor allem dadurch von Anfang an „versichern“ wollen, daß es auf der Zahlung eines Fixums besteht, das erfolgsunabhängig zu zahlen ist. Die Vereinbarung eines Fixums birgt freilich für die Gesellschaft nicht nur die Gefahr in sich, daß die Vergütung ihre Anreiz- und Belohnungsfunktion einbüßt, und daß auch mangelhafte Leistungen honoriert werden müssen. Die Vereinbarung eines hohen Fixums kann sich überdies im nachhinein, bei

---

<sup>56</sup> Gelegentlich findet sich in der juristischen Literatur die Vorstellung, eine Börsenkurssteigerung komme nur den Aktionären, nicht der „Gesellschaft als solcher“ zugute und dürfe daher von ihr nicht als Anknüpfungspunkt für Vorstandsvergütungen gewählt werden; so etwa *Pape*, a.a.O. (Fn. 2), S. 135 f.; *Lange*, AuR 2004, S. 83, 84 li. Sp. Es geht aber nicht darum, was der gestiegene Börsenkurs der Gesellschaft nützt, sondern um die Funktion des Börsenkurses als Marktbewertung des Unternehmens und der Unternehmenswertsteigerung (vgl. nur *Hüffer*, a.a.O. [Fn. 6], § 305 Rdz. 20a ff. m. Nachw. zu Rechtsprechung und Schrifttum). Zur Zulässigkeit der Berücksichtigung der Börsenwertsteigerung bei Festsetzung der Vergütung s. nur Ziff. 4.2.3. DCGK sowie aus der Lit. *Baums*, in: Festschrift für Claussen, 1997, S. 3, 10 ff., 26 ff.; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 2), S. 26; *Wollburg* ZIP 2004, S. 646, 647 f; *Martens* ZHR 169 (2005), S. 124, 144 f.; Nachw. zur Rspr. bei *Hoffmann-Becking* ZHR 169 (2005), S. 155, 164 f.

<sup>57</sup> Das spielt insbesondere bei Anknüpfung von Aktienoptionen oder Wertsteigerungsrechten an die Entwicklung des Aktienkurses eine große Rolle; s. dazu und zu Gestaltungsmöglichkeiten, die infolgedessen anfallenden „windfall profits“ zu vermeiden, *Baums*, a.a.O. (Fn. 56), S. 12 ff. Der Deutsche Corporate Governance Kodex sieht in Ziff. 4.2.3. zwar für Aktienoptionen oder vergleichbare Gestaltungen (z.B. Phantom Stocks) vor, daß sie auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter („Benchmarking“) bezogen sein sollen. Für die jährlich wiederkehrenden, an den geschäftlichen Erfolg gebundenen Vergütungsbestandteile enthält der Kodex jedoch keinen Mechanismus dagegen, daß auch solche Komponenten dem Vorstand windfall profits bescheren können. Der Aufsichtsrat könnte z. B. einen Herabsetzungsvorbehalt vereinbaren, um erkennbar nicht auf der Leistung des Managements beruhende besondere Entwicklungen von der Ergebnisteilnahme auszuschließen.

Verschlechterung der Lage der Gesellschaft, insbesondere bei kleineren oder wirtschaftlich schwachen Gesellschaften, zu einer nicht mehr tragbaren Belastung entwickeln. Hiergegen sieht das Gesetz selbst ein einseitiges Anpassungsrecht der Gesellschaft vor (§ 87 Abs. 2 AktG), dessen enge Voraussetzungen freilich nur in seltenen Ausnahmefällen gegeben sein dürften.

Ein drittes Problem ergibt sich schließlich daraus, daß – auch wenn man eine positive Korrelation zwischen der Leistung des Managements und dem erzielten Ergebnis unterstellt – der Beitrag des einzelnen Vorstandsmitglieds ex ante nicht einzuschätzen und im nachhinein schwer zu ermitteln sein kann („Individualisierungsproblem“)<sup>58</sup>. Auch dieses Problem kann der Gesellschaft wie dem tüchtigen Vorstandsmitglied zum Nachteil gereichen. Oft begnügen sich die Vertragsparteien schlicht mit der Hypothese, daß bestimmte Unternehmensergebnisse zu einem bestimmten Teil der Leistung des Vorstands zuzurechnen sind, und daß jedes Vorstandsmitglied daran einen prozentualen Anteil hat, der dann als pauschaler Erfolgsbeitrag festgesetzt wird. Die Vereinbarung einer Ermessenstantieme ist ein mehr oder weniger geeigneter Versuch, dem individuellen Ergebnisbeitrag durch eine ex post – Anpassung stärker Rechnung zu tragen<sup>59</sup>.

## 2.

Die Darstellung der Vertragsgestaltungsprobleme (Ergebnisungewißheit; Korrelations- und Individualisierungsproblem) und der mehr oder weniger geeigneten Konzepte zu ihrer Lösung oder Reduzierung hat bereits deutlich werden lassen, daß sowohl im Interesse der Gesellschaft wie im Interesse ihres Vertragspartners nachträgliche Korrekturen der im ursprünglichen Anstellungsvertrag getroffenen Vergütungsabreden gerechtfertigt sein und dann auch vereinbart werden können.

Der Gesetzgeber hat selbst sogar eine einseitige, allerdings begrenzte Korrekturmöglichkeit in § 87 Abs. 2 AktG geschaffen. Danach ist der Aufsichtsrat zu einer angemessenen Herabsetzung der Bezüge eines Vorstandsmitglieds berechtigt, wenn nach der Festsetzung eine so wesentliche Verschlechterung in den Verhältnissen der Gesellschaft eintritt, daß die Weitergewährung der ursprünglich vereinbarten Aktivitätsbezüge eine schwere Unbilligkeit für die Gesellschaft bedeuten würde. Die Vorschrift zielt vor allem auf den Fall ab, daß sich

---

<sup>58</sup> S. dazu eingehender *Baums*, a.a.O. (Fn [56]), S. 12 sub 2.

<sup>59</sup> Dazu oben Fn. 20.

wegen der negativen Entwicklung der Gesellschaft nach Vertragsschluß ihre Belastung mit den fixen Vergütungsbestandteilen als untragbar erweist. Es handelt sich um die Einräumung eines außerordentlichen einseitigen Gestaltungsrechts zugunsten der Gesellschaft wegen einer bei Vertragsschluß nicht vorhersehbaren Entwicklung des Unternehmens, das auf der Seite des Vorstandsmitglieds keine Entsprechung findet, wenn man vom Wegfall der Geschäftsgrundlage, § 313 BGB, absieht.

Mit diesen speziellen einseitigen Rechtsbehelfen, deren Voraussetzungen nur selten erfüllt sein dürften, ist aber dem „Anpassungsinteresse“<sup>60</sup> der Vertragsparteien noch nicht hinreichend Rechnung getragen. Auch wenn die engen Voraussetzungen der §§ 87 Abs. 2 AktG, 313 BGB<sup>61</sup> nicht erfüllt und dementsprechend einseitige Anpassungsrechte oder -ansprüche nicht gegeben sind, ist es den Vertragsparteien eines Anstellungsvertrages möglich, die ursprünglich getroffene Vergütungsvereinbarung den seit Vertragsschluß eingetretenen Umständen und verbesserten Kenntnissen entsprechend einvernehmlich anzupassen. § 87 AktG läßt sich nichts dafür entnehmen, daß eine solche Anpassung zugunsten eines Vorstandsmitglieds grundsätzlich ausgeschlossen, daß die einmal getroffene Vergütungsentscheidung zugunsten der AG „zementiert“ sei, und nur Vertragsänderungen zuungunsten des Vorstandsmitglieds in Betracht kämen<sup>62</sup>. Daß diese These auch zu praktisch nicht haltbaren Ergebnissen führt, zeigt sich daran, daß sie auch eine nachträgliche Änderung der Vergütung zugunsten eines Vorstandsmitglieds im Vergleichswege ausschließen würde. Dem Landgericht Düsseldorf wird man dagegen sicher darin beipflichten können, daß gegen eine bloße erneute, „doppelte“ Vergütung der Vorstandsleistung, die bereits durch die im Anstellungsvertrag festgelegte Vergütung abgegolten worden ist, Bedenken bestehen, die nicht dadurch ausgeräumt werden können, daß die Zusatzvergütung als „Anerkennungsprämie“ bezeichnet und bewilligt wird<sup>63</sup>. Denn wenn die Parteien die Aufgaben eines Vorstandsmitglieds bei Abschluß des Anstellungsvertrages in einer bestimmten Weise bewertet und sich auf eine bestimmte Höhe der Vergütung geeinigt haben, dann bedarf es einer nachvollziehbaren, eine bloße Willkürentscheidung ausschließenden Begründung, wenn diese Bewertung für die vertragsgemäße Erfüllung im nachhinein

---

<sup>60</sup> Vgl. *Horn*, Empfiehlt sich eine zusammenfassende Regelung der Sonderprobleme von Dauerschuldverhältnissen und langfristigen Verträgen? in: Bundesminister der Justiz (Hrsg.), Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, Bd. 1, 1981, S. 551, 568.

<sup>61</sup> *Liebers/Hoefs ZIP* 2004, S. 97 ff. erörtern darüber hinaus einen Vergütungsergänzungsanspruch des Vorstandsmitglieds gemäß § 612 BGB; dazu kritisch *Martens ZHR* 169 (2005), S. 124, 131 f.

<sup>62</sup> So aber *Brauer NZG* 2004, S. 502, 507 f.

<sup>63</sup> LG Düsseldorf, *NJW* 2004, S. 3275, 3278 r. Sp.

geändert, und eine zusätzliche Vergütung bewilligt werden soll<sup>64</sup>. Diese vom Aufsichtsrat darzulegende Begründung kann aber gerade darin bestehen, daß die ursprüngliche Vergütungsvereinbarung an bei Vertragsschluß nicht vorbedachte Entwicklungen oder an seit dem Vertragsschluß wesentlich veränderte Umstände angepaßt werden soll<sup>65</sup>. Zum Beispiel hat sich eine vor allem der Leistung des Managements zurechenbare wesentliche Verbesserung der Lage der Gesellschaft ergeben, die bei Abschluß des Anstellungsvertrages nicht vorausbedacht worden war, und für die die Parteien demzufolge keinen geeigneten Beteiligungsmaßstab gewählt haben (Korrektur der „Ergebnisungewißheit“). Oder die ergebnisabhängige Vergütung des Vorstandsmitglieds ist trotz guter Leistung entfallen, weil exogene oder nichtkonnexe Faktoren das Unternehmensergebnis nachteilig beeinflußt haben; oder die ergebnisabhängige Vergütung hat sich umgekehrt gerade wegen exogener oder nichtkonnexer Faktoren in nicht erwarteter Weise erheblich erhöht (Korrektur des „Korrelationsproblems“). Oder ein Vorstandsmitglied hat bei Vertragsschluß nicht vorausbedachte außergewöhnliche Herausforderungen bewältigt oder Leistungen erbracht, die nach der Überzeugung des Aufsichtsrats durch die vereinbarte gleiche Ergebnisbeteiligung aller Vorstandsmitglieder nicht zutreffend erfaßt wird (Korrektur des „Individualisierungsproblems“). In allen diesen Fällen kann die ursprüngliche Vergütungsvereinbarung im nachhinein ohne Pflichtverletzung angepaßt werden. Daß das „Wohl der Gesellschaft“, das der Aufsichtsrat auch bei einer Vertragskorrektur im Auge haben muß, gewahrt ist, braucht in einem solchen Fall nicht künstlich damit behauptet zu werden, daß man der Bewilligung einer nachträglichen, nicht geschuldeten Anerkennungsprämie zugleich Anreizfunktion für die Zukunft für das betreffende Vorstandsmitglied oder gar für die übrigen Vorstandsmitglieder zuspricht. Vielmehr ist bei nachträglicher Korrektur des Anstellungsvertrages zugunsten des Vorstandsmitglieds unter den oben formulierten Einschränkungen davon auszugehen, daß eine Leistung vergütet wird, die die Gesellschaft bereits empfangen, aber nach der pflichtgemäß gebildeten Überzeugung des Aufsichtsrats noch nicht oder nicht angemessen vergütet hat. Man greift daher zu kurz, wenn man ausschließlich darauf abstellt, ob die – nicht geschuldete – Vertragsänderung der Gesellschaft nützt, und dabei die bereits empfangene Leistung gänzlich ausblendet. Insofern muß es auch gleichgültig sein, ob das Vorstandsmitglied demnächst aus den Diensten der Gesellschaft ausscheidet oder bereits ausgeschieden ist, oder ob es auch künftig noch

---

<sup>64</sup> Ebenso *Semler*, Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., Bd. 3, 2004, § 116 Rdz. 323; *Fonk NZG* 2005, S. 248, 251 li. Sp.

<sup>65</sup> Ähnlich *Spindler DStR* 2004, S. 36, 42 r. Sp.

wesentliche Aufgaben zu bewältigen hat, so daß der Anerkennungsprämie auch eine Anreizfunktion zukäme<sup>66</sup>.

Wollte man dagegen mit dem Landgericht Düsseldorf jede nachträgliche Korrektur der Vergütungsvereinbarung, die keine Anreizfunktion mehr entfalten kann, für mit den Pflichten des Aufsichtsrats unvereinbar und unzulässig halten, dann würde dies nur dazu führen, daß diese durch Richterrecht eingeführte Regulierung von allen künftigen Vertragsparteien antezipiert werden und Anlaß dazu geben würde, die Anstellungsverträge von vorneherein mit entsprechenden Vergütungsforderungen, Zusatzbedingungen und Anpassungsmechanismen zu bestücken, die dann aber die künftige Entwicklung vielleicht zum Nachteil der Parteien doch nicht angemessen erfassen würden. In dem vom Landgericht Düsseldorf berufenen Unternehmensinteresse läge eine solche Regelung nicht. Gegen die Rechtsauffassung des Landgerichts spricht auch, daß sie nicht zu erklären vermag, weshalb die Pflichten des Aufsichtsrats bei der Änderung der Vorstandsvergütung und die Sanktionen für die Verletzung dieser Pflichten (§§ 87, 116, 93 AktG) weniger verlässlich wirken sollten als die inhaltlich gleichen Pflichten bei Abschluß des Anstellungsvertrages. Insbesondere versteht sich von selbst, daß für die Höhe der insgesamt bewilligten Vergütung die Vorschrift des § 87 Abs. 1 AktG gilt, wonach der Aufsichtsrat dafür zu sorgen hat, daß die Höhe der Gesamtvergütung, einschließlich einer im nachhinein bewilligten Anerkennungsprämie oder sonstigen Anpassung, in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und der Lage der Gesellschaft steht<sup>67</sup>. Die Frage der angemessenen Höhe der Gesamtvergütung einschließlich der bewilligten Anerkennungsprämie dürfte denn auch die eigentliche Kernfrage sein, die der Mannesmann-Fall insoweit aufgeworfen hat, aber zu ihr nimmt das Landgericht Düsseldorf in seinem Urteil nicht Stellung. Wären nach der verlorenen Abwehrschlacht sehr viel niedrigere Beträge als Anerkennungsprämien an das aus dem Amt scheidende Vorstandsteam gezahlt worden, hätte wohl niemand die grundsätzliche Vereinbarkeit der nachträglichen Änderung des Anstellungsvertrages zugunsten eines ausscheidenden Vorstandsmitglieds mit dem geltenden Aktienrecht ernsthaft bezweifelt.

### 3.

*Rechtspolitisch* mag man die Frage stellen, ob nachträglich vereinbarte Anerkennungsprämien durchweg, also auch soweit es sich um Fälle einer zulässigen Korrektur der ursprünglichen

---

<sup>66</sup> Anders das LG Düsseldorf NJW 2004, S. 3275, 3277; wie hier *Hoffmann-Becking* ZHR 169 (2005), S. 155, 162 f.

<sup>67</sup> S. auch *Spindler* DStR 2004, S. 36, 42 li. Sp.

Vereinbarung in dem erörterten Sinne handelt, der Zustimmung der Hauptversammlung unterworfen werden sollten<sup>68</sup>. Diese Forderung liegt für das Verwaltungsrats- oder Boardmodell vielleicht näher als für das zweistufige Aufsichtsrats-Vorstandsmodell, wo statt dessen ein Bericht des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung (§ 171 Abs. 2 S. 2 AktG) und die Erläuterung desselben in der Hauptversammlung genügen könnten<sup>69</sup>. Wie auch immer man diese rechtspolitischen Fragen aber beurteilen mag, *de lege lata* kann der Aufsichtsrat in den aufgezeigten Grenzen auch ohne Zustimmung der Hauptversammlung im nachhinein Anerkennungsprämien beschließen und bewilligen.

---

<sup>68</sup> Vgl. dazu etwa *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance, 2004, S. 195 ff.; eingehend zu rechtspolitischen Schlußfolgerungen *Jahn* ZRP 2004, S. 179 ff. m. w. Nachweisen; *Baums* ZHR 169 (2005), Heft 4.

<sup>69</sup> Vgl. *Baums*, Vorschlag eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz von Vorstandsvergütungen, ZIP 2004, S. 1877, 1879, 1883 f. Der Regierungsentwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (BT-Drucks. 15/5577) sieht demgegenüber eine Erläuterung des Vergütungssystems im Lagebericht bzw. Konzernlagebericht der Gesellschaft vor (§§ 289 Abs. 2 Nr. 5; 314 Abs. 2 Nr. 4 HGB i.d. F. des Entwurfs. Das erfaßt aber Abfindungen und Anerkennungsprämien für inzwischen ausgeschiedene Vorstandsmitglieder nicht; vgl. §§ 285 Nr. 9. b), 314 Abs. 1 Nr. 6 b) HGB.

Arbeitspapiere

(internet: <http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/index.html> /)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- |    |                                  |   |
|----|----------------------------------|---|
| 1  | Theodor Baums                    | Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany<br>(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],<br>Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)                  |
| 2  | Theodor Baums                    | Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht<br>(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993, S. 1 ff.)   |
| 3  | Theodor Baums                    | Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.<br>(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financiewezen 1992, S. 249 ff.)  |
| 4  | Theodor Baums                    | Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus<br>deutscher Sicht  |
| 5  | Theodor Baums                    | The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and<br>Corporate Governance<br>(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford<br>1994, S. 409 ff.)        |
| 6  | Theodor Baums                    | Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG  |
| 7  | Theodor Baums/<br>Michael Gruson | The German Banking System - System of the Future?<br>(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])   |
| 8  | Philipp v. Randow                | Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, S. 23 ff.)   |
| 9  | Theodor Baums                    | Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung<br>(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994, S. 1 ff.)   |
| 10 | Markus König                     | Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.<br>Eine empirische Untersuchung  |
| 11 | Theodor Baums                    | Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy<br>Issues   |
| 12 | Christian Fraune                 | Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA<br>(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994, S. 126 ff.)  |
| 13 | Theodor Baums                    | Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den<br>Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -<br>(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.) |

- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs")  
(publ. in: Der Betrieb 1993, S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments  
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe  
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach  
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften  
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1, S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten  
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen  
(publ. in: ZIP 1995, S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG  
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)

- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996, S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende  
Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker  
[1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und  
kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996,  
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des  
AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996, S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996]  
S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of  
Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German  
Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996, S. 302 f.)

- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements - (publ. in: Versicherungsrecht 1996, S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder (publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen und aktuelle Reformfragen (publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market Value of the Firm (publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro (publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997, S. 699 ff. sowie in: Blair/Roe [Hrsg.], Employees and Corporate Governance, 1999, S. 206 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages (publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die Aktiengesellschaft 1997, S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht - (publ. in: Versicherungsrecht 1997, S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung (publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages (Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern (publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1901 ff.)

- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union: A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998, S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -  
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998, S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des "kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998, S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo  
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/ Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen

- Erik Theissen (publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results

- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung (publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler (publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht (publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, S. 33 ff.)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation (publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation in: Wertpapier-Mitteilungen 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges (publ. in: University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance – Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte (publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR, Heidelberg 2002, S. 13 ff.)
- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG (publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex (publ. in aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen 2002, S. 1569 ff.)

- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)  
(publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed  
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates  
(publ. in: The International Lawyer, Vol. 36, 2002, S. 1229 ff.)
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform  
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen  
(publ. in: Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.)
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des  
Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2002, S. 670 ff.)
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt  
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und  
Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany  
(publ. in: The Corporate Law Studies, Vol. 3, 2003, S. 181 ff.)
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe:  
the Example of Germany  
(publ. in: Giurisprudenza Commerciale, Vol. 30, 2003, 53-69)
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance  
nach Enron  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 705 ff.)
- 105 Theodor Baums Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers  
aus deutscher Perspektive

- 106 Alessandra Daccò Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience
- 108 Jeffrey N. Gordon An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000
- 109 Jan Liersch Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte (publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 473 ff.)
- 110 Wolfgang Drobetz/  
Andreas Schillhofer/  
Heinz Zimmermann Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany
- 111 Mark Devlin/  
Stephan Hutter U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports
- 112 Theodor Baums Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes (publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 167 (2003), S. 139 ff.)
- 113 Michael Gruson/  
Matthias Kubicek Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (publ. in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 337 ff.)
- 114 Hanno Berger/  
Kai-Uwe Steck Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland – Bestandsaufnahme, praktische Erkenntnisse und Ausblick (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2003, S. 192 ff.)
- 115 Theodor Baums/  
Christian Fischer Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern
- 116 Mario Hecker Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen Befreiungsverfahren – Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt am Main, Beschl. vom 27.5.2003 - WpÜG 01/03 („ProSiebenSat.1/Haim Saban“) –
- 117 Mathias Stöcker Widerruf und Rücktritt von Ankündigungen eines Übernahmeangebots
- 118 Theodor Baums/  
Roger Kiem Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital
- 119 Theodor Baums/  
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously?  
Corporate Governance in the United States and Germany

- 120 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz von Vorstandsvergütungen  
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, S. 1877 ff.)
- 121 Theodor Baums Anerkennungsprämien für Vorstandsmitglieder