



keit auf der Hand liegt. Die - noch dazu mittels gefälschter Belege - systematische Vorspiegelung von Geschäftsbeziehungen und ihre Veröffentlichung kann auch nicht damit entschuldigt werden, dass der Beklagte geplante Geschäfte als vollzogene fehlerhaft buchhalterisch habe erfassen lassen. Eine solche Darstellung des Beklagten wird der Gesamtheit der Täuschungshandlungen, insb. auch dem Umfang der vorgetäuschten Umsätze und der Vortäuschung der Geschäftsbeziehungen zur Y. schlechterdings nicht gerecht. Mit seinen Täuschungshandlungen verfolgte der Beklagte als Mehrheitsaktionär auch eigene unlautere Ziele, indem er von dem gestiegenen Kurswert der Aktien selbst profitierte. ...

III. Der Beklagte hatte auch Vorsatz, die auf die Ad-hoc-Mitteilungen vertrauenden Anleger zu schädigen. Dass er damit zumindest rechnen musste, dass Anleger auf Grund der Mitteilungen Aktien kaufen würden, wurde bereits ausgeführt. In diesem Fall aber sind die betreffenden Anleger schon deshalb geschädigt, weil sie bei richtiger Information die fraglichen Aktien nicht gekauft hätten. ...

IV. Auf Grund der objektiv fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung v. 5.11.2001 erwarben der Ehemann der Klägerin und die Klägerin auch die fraglichen Aktien. ...

1. ... Dabei traf der Zeuge ... seine Entscheidung - auch für die Klägerin - auf Grund eines Artikels im Münchner Mer-

kur v. 6.11.2001. Dies steht zur Überzeugung der Kammer nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme fest.

2. ... Inhaltlich stellt sich bei einem Vergleich der Texte der Zeitungsartikel im Wesentlichen als Bericht über die Ad-hoc-Mitteilung bzw. als Wiedergabe derselben dar. Insbesondere die Zahlen zu Umsatz und Gewinn in den ersten neun Monaten und die Steigerungen gegenüber dem Vorjahr sind eine Wiedergabe der Ad-hoc-Mitteilung, wobei auf diese auch im Text Bezug genommen wird. ...

Dem kann der Beklagte nicht entgegenhalten, dass er für den Artikel rechtlich nicht verantwortlich sei. Die Ad-hoc-Mitteilung dient der Information eines breiten Börsenpublikums, auf ihre vielfache Kenntnisnahme kam es dem Beklagten auch gerade an. Zwar mag er nach § 15 WpHG zur Veröffentlichung verpflichtet sein, die Veröffentlichung manipulierter Umsatzzahlen beruhte aber auf seinem eigenen Entschluss. Unter Berücksichtigung der Gesamtumstände muss nach der Lebenserfahrung davon ausgegangen werden, dass dem Beklagten an der Verbreitung der veröffentlichten Informationen gelegen war, da nur so das hiermit offensichtlich verfolgte Ziel, die Aktien seines Unternehmens zu „pushen“, erreicht werden konnte. Der Beklagte konnte und musste dabei voraussehen, dass die fraglichen Mitteilungen nicht nur selbst gelesen würden, sondern auch von der Presse aufgegriffen würden. ...

## Buchbesprechungen

### **Pay Without Performance - The Unfulfilled Promise of Executive Compensation.**

Von *Lucian Bebchuk* und *Jesse Fried*.

Harvard University Press, Cambridge (MA)/London 2004.  
304 Seiten, geb. 21,40 €.

Ein Thema dominiert die Corporate Governance-Diskussionen in der europäischen Öffentlichkeit: die Gehälter der Unternehmensmanager. Das ist in den USA nicht anders - und, man ist geneigt zu sagen: zumindest in diesem Land zu Recht! Jedenfalls ist das eine Schlussfolgerung, welche man dem Buch von *Bebchuk* (Harvard Law School) und *Fried* (Boalt Hall, Berkeley) entnimmt. Dem europäischen Beobachter sind die Managersaläre in den USA nur schon wegen ihrer exorbitanten Höhe suspekt. Dass jemand im Jahr zwei- oder gar dreistellige Millionensaläre verdienen kann, ist für den auf egalitäre Fairness bedachten typischen Europäer a priori inakzeptabel. Die Diskussion ist dadurch aber in Gefahr, sich ideologisch und politisch zu verlieren. Ganz anders hingegen die scharfe Kritik an den amerikanischen Praktiken bei *Bebchuk* und *Fried*, die rechtlich und ökonomisch fundiert ansetzt.

Als Ausgangspunkt dient den Autoren die primäre Aufgabe jeden Unternehmensmanagements: die langfristige Optimierung der Aktionärsinteressen. Die US-Managersaläre wurden mit diesem Ansinnen seit den 90er Jahren bekanntlich sehr stark „leistungsbezogen“ konzipiert, wobei vor allem Optionen auf Unternehmensaktien eine zentrale Rolle spielten. *Bebchuk* und *Fried* zeigen unter Bezugnahme auf verschiedene empirische Recherchen auf, dass die US-Managerentschädigungen jedoch häufig wenig mit echten Leistungen zugunsten der Aktionäre zu tun haben (deshalb der Titel „Pay Without Performance“). Das gilt sowohl für die Fixsaläre wie die flexiblen Entschädigungskomponenten in Form von Boni, Aktien und vor allem Optionen. Als beson-

ders gravierend taxieren die Autoren aus dieser Sicht die wirtschaftlich nicht zu rechtfertigenden Abgangschädigungen an Manager, welche aufgrund ihres mangelnden Leistungsausweises den Hut nehmen mussten.

*Bebchuk* und *Fried* orten den Grund für die beschriebenen Verzerrungen in erster Linie im Machteinfluss der CEOs, dem die (an sich „unabhängigen“) Kompensationsausschüsse der Aufsichts- bzw. Verwaltungsräte amerikanischer Firmen ausgesetzt sind. Statt einer Lohnverhandlung, bei welcher beide Seiten engagiert und gut informiert ihre gegensätzlichen Interessen vertreten, hat man es bei der Festlegung der Topmanagersaläre gemäß den beiden Autoren mit einer Veranstaltung zu tun, bei der alle, vereinfacht gesagt, mehr auf der Seite des CEO als auf der Seite der Aktionäre stehen. *Bebchuk* und *Fried* zeigen die vielfältigen und subtilen Mechanismen auf, welche dabei eine Rolle spielen. Davon sollen hier zwei erwähnt werden:

1. CEOs, die in den USA häufig zugleich Vorsitzende des Aufsichts- bzw. Verwaltungsrats sind, reden bei der Nomination von dessen Mitgliedern (trotz „unabhängiger“ Nominationsausschüsse) in der Praxis nach wie vor ein gewichtiges Wort mit. Das schafft Loyalitäten, welche bei den Salärverhandlungen nicht einfach unter den Tisch gekehrt werden können. Ein großer Teil der Mitglieder amerikanischer Kompensationsausschüsse sind zudem selbst aktive Topmanager, so dass sie ein Interesse an einem generell hohen Salärniveau für Manager haben.

2. Die komplexen Salärpakete von Topmanagern werden durchweg unter Beizug von Beratungsfirmen festgelegt, deren Interessen ebenfalls eher auf der Seite des CEO liegen, von dem sie sich beispielsweise künftige Unternehmensmandate erhoffen können. Es ist zudem Usus, dass diese Beratungsfirmen Saläre vorschlagen, welche im oberen Be-

reich der Marktspanne liegen. Daraus ergibt sich auf den gesamten Markt bezogen eine nie endende Spirale.

*Bebchuk* und *Fried* zeigen auch auf, dass ein signifikanter Teil der Entschädigungen von Topmanagern (z.B. Einzahlungen in Vorsorgeeinrichtungen) selbst im offenkundigen, freundschaftlichen Amerika nur „getarnt“ in den Jahresberichten aufscheinen. Das werten sie als weiteres Indiz für den Versuch der Übervorteilung der Aktionäre durch die Topmanager und deren Aufsichtsgremien.

Was schlagen die Autoren vor? Anders als vielleicht typische Europäer sehen sie das Heil nicht in einer Begrenzung der Saläre nach oben, sondern in deren konsequenter Anbindung an Leistungsindikatoren zugunsten der Aktionäre. Die Festlegung bzw. Aushandlung dieser Indikatoren und der damit verbundenen komplexen Salärpakete soll weiterhin bei den Kompensationsausschüssen verbleiben. Den Aktionären soll aber bei der Nomination von Aufsichts- bzw. Verwaltungsratsmitgliedern eine wesentlich gewichtigere Rolle zukommen. Die Autoren machen diesbezüglich Vorschläge zum amerikanischen Recht. Sie befürworten insbesondere auch eine (bis anhin nicht bestehende) Verpflichtung der Unternehmen, Gegenkandidaten größerer Aktionäre ins Stimmmaterial („proxy material“) aufzunehmen, welches den Aktionären im Vorfeld von Wahlen ins Aufsichtsgremium zugesandt wird. Dieser Vorschlag wird in den USA seit einiger Zeit heftig diskutiert.

Was ist die Relevanz der in den USA stark beachteten Untersuchungen der beiden Autoren für europäische Länder? Der amerikanische Einfluss auf die Salärpraktiken in Europa (z.B. DaimlerChrysler oder Mannesmann in Deutschland, UBS oder Novartis in der Schweiz) ist offensichtlich. Die rechtlichen und wirtschaftlichen Strukturanalysen der beiden Autoren sind nur schon deshalb aufschlussreich. Im Übrigen sind, den Unterschieden in den rechtlichen Rahmenbedingungen zum Trotz, die Praktiken und Kulturen in den obersten Etagen europäischer Publikumsgesellschaften mit den amerikanischen vergleichbar. Dazu gehören auch die Gefahren subtiler Vereinnahmungen der Aufsichtsgremien durch das Topmanagement. Das spricht im Prinzip überall für eine gezielte Verstärkung der Rolle der Aktionäre bei der Überwachung und Nomination von Mitgliedern der Aufsichtsgremien von Unternehmen. Die analytisch konsequenten und zudem empirisch abgestützten Schlussfolgerungen von *Bebchuk* und *Fried* werden deshalb auch die europäische Corporate Governance-Diskussion echt bereichern.

*Prof. Dr. Karl Hofstetter, Zürich/Harvard*

### **Beck'sches Mandatshandbuch Vorstand der AG.**

Hrsg. von *Oliver Lücke*.

Verlag C.H. Beck, München 2004.

XXX, 669 Seiten, Ln. 85,- €.

Das Werk versteht sich nach seinem eigenem Anspruch als Handbuch, das sich gezielt den Themen und Problemen widmet, mit denen der Vorstand und seine internen und externen Berater regelmäßig konfrontiert sind.

Angesichts dieser Einstimmung trifft die Auswahl der in dem Handbuch behandelten Themen wie auch der Schwerpunkte der Darstellung nur teilweise die Erwartungen des Rezensenten.

So erscheint die Erläuterung der „Führungsstruktur“ der AG im ersten Kapitel unter relativ eingehender Behandlung der Unternehmensmitbestimmung wenig glücklich, zumal sie der Vorstand regelmäßig nur im Aufsichtsrat erlebt, dem ein eigenes Kapitel gewidmet ist. Angesichts ihrer nur noch

vergleichsweise geringen Bedeutung ist insbesondere die gesonderte Darstellung des MontanMitbestG und erst recht des MontanMitbestErgG in einem Praktikerhandbuch entbehrlich. In einem eigenen Kapitel wird die Rechtsposition des Vorstands näher behandelt und mit Blick auf das Organverhältnis und den Anstellungsvertrag etwas ungewohnt als „Doppelstellung“ bezeichnet. Weitere Kapitel beschäftigen sich unter anderem mit dem Verhältnis des Vorstands zum Aufsichtsrat und (relativ knapp) zur Hauptversammlung. Für den an praktischen Fragen der Vorstandstätigkeit interessierten Leser dürften die Ausführungen zur zivilrechtlichen Haftung und besonders der strafrechtlichen Verantwortung der Vorstandsmitglieder von besonderem Wert sein. Weitere Kapitel befassen sich mit dem Börsengang, dem Rückzug von der Börse sowie ausgewählten kapitalmarktrechtlichen Fragen, wie insbesondere zum WpHG und zur Entsprechenserklärung nach § 161 AktG. Ein letztes Kapitel beschäftigt sich schließlich vergleichsweise ausführlich mit der D&O-Versicherung. Positiv hervorzuheben sind zu allen Kapiteln die zahlreichen Praxistipps und Checklisten, die vor allem der eilige Nutzer schätzen wird.

Insgesamt lässt sich das Buch als Ratgeber qualifizieren, der dem an Fragen der Vorstandstätigkeit interessierten Leser als schnelle und in erster Linie praxisorientierte Hilfe dienen kann.

*RA Dr. Eberhard Vetter, Köln*

### **Handbuch der GmbH & Co. KG.**

Von *Malte Hesselmann, Bert Tillmann*

und *Thomas Mueller-Thuns*.

19. Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 2005.

LX, 1042 Seiten, geb. 128,- €.

1. Das Werk ist aus einer in den fünfziger Jahren geschriebenen Dissertation entstanden, die dann von *Hesselmann* zum Handbuch erweitert worden ist. Es darf mit Fug und Recht behauptet werden, dass der „Hesselmann“ die Verbreitung und dogmatische Entwicklung der GmbH & Co. KG ganz wesentlich beeinflusst hat. Insofern verkörpert das Werk ein Stück Gesellschaftsrechtsgeschichte, und es ist zu begrüßen, dass sich nunmehr ein Kreis von in der Praxis tätigen Autoren um *Mueller-Thuns* zusammengefunden hat, um die Neuauflage vorzulegen.

2. Auch im Zusammenhang mit Aktiengesellschaften ist die Rechtsform der GmbH & Co. KG nicht uninteressant. Hinzuweisen ist beispielsweise darauf, dass die GmbH & Co. KG nicht selten als Holding-Gesellschaft mit Tochter-Kapitalgesellschaften eingesetzt wird. Vor erbschaftsteuerrechtlichem Hintergrund kann man die GmbH & Co. KG im Zusammenhang mit der gewerblichen Prägung nach § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG verwenden, um Aktien bzw. andere Vermögensgegenstände einzubringen, um auf diese Art und Weise den zusätzlichen Freibetrag und den Wertabschlag des § 13a ErbStG zu erreichen.

3. Eines der zentralen gesellschaftsrechtlichen Probleme der GmbH & Co. KG besteht regelmäßig darin, die Satzung der Komplementär-GmbH und den Gesellschaftsvertrag der KG miteinander zu verzahnen (dazu *Lücke*, § 3 Rz. 19 ff.). Es geht darum, dass insbesondere bei Übertragungsvorgängen und im Erbfall abgesichert werden soll, dass Parallelität zwischen kommanditistischer Beteiligung und derjenigen an der Komplementärin besteht. In diesem Zusammenhang wird zutreffend darauf hingewiesen, dass sich die Verzahnungsproblematik vermeiden lässt, wenn eine Einheits-GmbH & Co. KG gebildet wird, also die Anteile an der Komplementärin in das Gesamthandsvermögen der KG überführt werden.