

*Selbstbindung- und Schutzmechanismus* darstellt. Die Verbesserung der Rechnungslegung, der Ausbau der Offenlegungspflichten (periodische Rechnungslegung, Aktualisierungspflichten bei gewissen Kapitalmarktereignissen, Ad-hoc-Publizität) haben die Informationseffizienz der Aktienmärkte auch in der Schweiz nachhaltig verbessert und den Spielraum für Kursmanipulationen eingeschränkt. Die wachsende Präsenz von *spezialisierten Informationsintermediären*, die sich auf die Verarbeitung strategischer Informationen ausrichten, hat dazu beigetragen, dass Marktpreise nicht nur den fundamentalen, sondern zumindest auch teilweise den strategischen Wert einer Unternehmung widerspiegeln, wie er durch Strukturveränderungen oder einen Kontrollwechsel erreicht werden kann. Die Marktpreise vor Ankündigung von Strukturänderungen als Bewertungsmaßstab für Ausstrittsrechte sind dadurch insbesondere für börsennotierte Gesellschaften mit liquiden Märkten zu einem akkuraten Bewertungsstandard geworden, der alternative Bewertungsverfahren redundant macht.

## 2. Schutzmechanismus gegen wertreduzierende Transaktionen

Austrittsrechte nach dem Muster der amerikanischen *appraisal rights* bieten den Minderheitsaktionären einen weitgehenden Schutz gegen eine vermögensmäßige Schlechterstellung «in situations where those in control are tempted to appropriate wealth»<sup>62</sup>. Austrittsrechte erweisen sich damit als modernes Substitut zu unabhängig ausgearbeiteten aktienrechtlichen Normen bzw. Statutenbestimmungen<sup>63</sup>. Dort wo es möglich ist, nämlich bei Publikumsgesellschaften, soll das *Urteil der Märkte als Bewertungsverfahren* dasjenige der Gerichte so weit wie möglich ersetzen, da gerichtliche Verfahren zur Festlegung des «fair value» in der Regel nicht nur ungenauer, sondern meist auch kostspieliger sind<sup>64</sup>.

Austrittsrechte, deren Standard die Marktpreise vor Ankündigung einer Strukturänderung der Gesellschaft sind, schützen allerdings lediglich gegen *wertreduzierende Transaktionen*. Sollen alle Aktionäre gleichgestellt werden und in *gleichem Ausmass an werterhöhenden Strukturänderungen partizipieren*, bedarf es anderer Bewertungsverfahren oder eigentlicher *Aktionenpflichten*, so solche überhaupt möglich sind. Dabei muss allerdings, wie dies im Zuge der Diskussion über eine optimale Regelung von Unternehmensübernahmen im neuen Börsengesetz fast gänzlich unbeachtet blieb, dem mit einem Drittpartei – Standard und einer Gleichbehandlungsregel verbundenen *Zielkonflikt* Rechnung getragen werden, da diese die Zahl wertsteigernder Transaktionen zum Nachteil aller Aktionäre deutlich reduzieren können<sup>65</sup>.

<sup>62</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 145.

<sup>63</sup> ROMANO (1989a) 1613ff.

<sup>64</sup> Nach KANDA/LEVYMORE (1985) 468, sind Austrittsrechte nach dem Muster der *appraisal rights* als Vorkehr des Aktienrechts weniger teuer als Sorgfalts- und Treuepflichten.

<sup>65</sup> Ausführlich EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 90f.; VON DER CRONE (1994) 32ff.

## § 8 Sorgfalts-, Treue- und Gleichbehandlungspflicht

### I. Offene Verhaltensstandards als Lückenfüllungsmechanismus in relationalen Verträgen

#### 1. Die ökonomische Logik offener Verhaltensstandards

##### a) Offene Leistungsstandards

Sorgfalts- und Treuepflichten kommt in einfachen Schuldverhältnissen im Vergleich zu ihrer Bedeutung im Aktienrecht eine vergleichsweise untergeordnete Rolle zu. Lassen sich die wesentlichen Punkte eines Vertrages exakt spezifizieren und die Risiken den Parteien klar zuordnen, bedarf es keiner weitreichenden «fiduciary duties»<sup>1</sup>. Grundlegend anders präsentiert sich die Situation im Aktienrecht bzw. in Gesellschaftsverträgen, die sich als extrem offen ausgestaltete Form *relationaler Kontrakte* charakterisieren lassen. Die Funktionsteilung zwischen den Aktionären als den Trägern residualer Risiken und den über spezifische Entscheidungsfähigkeiten verfügenden Managern bedingt eine weitgehende Entscheidungsfreiheit der letzteren in geschäftspolitischen Fragen. Die Pflichten der mit der Geschäftsführung betrauten Personen sind deshalb im Gesellschaftsvertrag nur in den Grundzügen festgelegt. Es werden allenfalls gewisse Eckpfeiler bezüglich der Ablaufstrukturen von Entscheidungsprozessen und sehr allgemein gehaltene *Verhaltensregeln*<sup>2</sup>, nicht aber eine exakte Beschreibung der Pflichten vorgegeben. Wie in anderen relationalen Vertragsbeziehungen kommt der Sorgfalts- und Treuepflicht deshalb die Funktion zu, mögliche Agentenprobleme zwischen Prinzipalen und Agenten zu lösen, die sich nicht im voraus durch explizite vertragliche Abmachungen regeln lassen.

Angesichts der komplexen Umweltbedingungen und der unbegrenzten Zahl möglicher zukünftiger Umweltzustände können im Gesellschaftsvertrag anders als bei sog. Spot-Verträgen<sup>3</sup> keine detaillierten Leistungsstandards festgelegt werden. Die vom Agenten zu erbringenden *Leistungspflichten* lassen sich nur in der Weise *offen formulieren*, dass dieser die Geschäfte «mit aller Sorgfalt» führen soll. Im Gegensatz zu anderen *ex ante* ansetzenden Beherrschungs- und Über-

<sup>1</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 90f. Entsprechend sind beispielsweise Obligationäre nicht auf eine Treuepflicht angewiesen, da sie über die Möglichkeit verfügen, die mit diesen Kreditverträgen verbundenen Risiken vertraglich genau zu spezifizieren (EASTERBROOK/FISCHEL, 1991, 91).

<sup>2</sup> In diesem Sinne COOTER/FREEDMAN (1991) 1051: «... fiduciary obligations are open-ended».

<sup>3</sup> Ein Beispiel für sog. Spot-Verträge sind Kaufverträge für einfache Güter mit sofortiger gegenseitiger Erfüllung.

wachungsmechanismen wie etwa dem Stimmrechtsmechanismus stellen Sorgfalts- und Treuepflichten einen *ex post* wirkenden Schutzmechanismus dar. Die offen formulierten Verhaltensregeln ermöglichen es, im nachhinein das Verhalten der Organmitglieder in spezifischen Situationen zu beurteilen, wie sie von den Parteien in ihrer Vielfalt nicht vorausgesehen werden können.

## b) Informationsprobleme aufgrund komplexer Umweltbedingungen

Sorgfalts- und Treuepflichten sind typisch für Beziehungen, in denen eine Partei das *Fachwissen* einer anderen Partei in Anspruch nimmt. Mit solchen Verhältnissen sind vielfach *Informationsasymmetrien* verbunden, die es den Prinzipalen erschweren, die Geschäftsführung der Agenten wirkungsvoll zu überwachen. Der Prinzipal kennt zwar das Resultat der Anstrengungen und Fähigkeiten des Agenten, nicht aber den Weg, der zu einem bestimmten Ergebnis geführt hat. Aufgrund der *komplexen Umweltbedingungen* kann der Agent – selbst *ex post* – vielfach Situationen, in denen ein zu tiefes Anstrengungsniveau zu einem guten Ergebnis geführt hat, nicht oder kaum von Situationen unterscheiden, in denen eine ausreichende Interessenwahrung zu einem schlechten Ergebnis geführt hat. In vielen Fällen erweist es sich ausserdem als ausgesprochen schwierig festzustellen, ob ein unzureichendes Anstrengungsniveau gewählt wurde oder ein allfälliger Misserfolg auf spezifische Marktbedingungen und nicht beeinflussbare (exogene) Ereignisse zurückgeführt werden muss.<sup>4</sup> Entsprechend kann der Prinzipal bei Misserfolgen nur schwer beurteilen, ob der Agent *wenig Glück* gehabt, seine Aufgaben mit *unzureichender Sorgfalt* erfüllt oder sich *gar fernade Vermögenswerte angeeignet* hat.<sup>5</sup> Die Aktionen des Agenten sind vom Prinzipal nicht oder nur beschränkt beobachtbar und aufgrund der zusätzlichen Abhängigkeit des Ergebnisses von Zufallsvariablen kann auch nicht eindeutig vom Ergebnis auf eine korrekte Leistungserfüllung des Agenten geschlossen werden.<sup>6</sup> Es ist demnach die Schwierigkeit, explizite Verträge auszuhandeln und zu überwachen, die Rechtsverhältnisse bewirkt, die sich als «fiduciary relationship» charakterisieren lassen.<sup>7</sup> Entsprechend sind es letztlich wiederum hohe Transaktionskosten und die beschränkte Voraussehbarkeit von Risiken in einer komplexen Umwelt,<sup>8</sup> die in vertraglichen Beziehungen Sorgfalts- und Treuepflichten entstehen lassen. *Betrachtet man das vom klassischen Ideal des kompletten Vertra-*

ges bis zum komplexen Langzeitvertrag reichende Spektrum, wandelt sich das die klassischen Vertragsbeziehungen beherrschende Prinzip von *Treu und Glauben entlang eines Kontinuums in die relationalen Vertragsbeziehungen kennzeichnenden Sorgfalts- und Treuepflichten?*

## 2. Fiduciary Duties aus vertragstheoretischer Perspektive

### a) Notwendige Anpassungsflexibilität

Die Vertragsperspektive führt entsprechend auch zu einer veränderten Perspektive der Analyse von Sorgfalts- und Treuepflichten. Struktur und Ausgestaltung von fiduciary duties werden nicht in erster Linie als Ausfluss einer spezifischen Rechts tradition und darin verankerten rechtlichen Institutionen wie etwa dem *Trustmodell im angelsächsischen Recht* betrachtet; sie ergeben sich vielmehr aus der *ökonomischen Struktur relationaler Verträge*, die stark vom klassischen Ideal der kompletten Verträge abweichen.

Aufgrund der unterschiedlichen ökonomischen Logik einzelner typischer Rechtsverhältnisse ist deshalb davon auszugehen, dass die Ausgestaltung der Sorgfalts- und Treuepflichten je nach Vertragstypus variiert und im Zeitablauf Veränderungen unterliegt. Dies hat zur Folge, dass die Rolle aktienrechtlicher Sorgfalts- und Treuepflichten nachhaltig durch die Entwicklung der *relativen Wirksamkeit alternativer Schutzmechanismen* beeinflusst wird. Sorgfalts- und Treuepflichten als wichtiger gesellschaftsrechtlicher Lückenfüllungsmechanismus kommt deshalb vor allem in den Fällen eine wichtige praktische Bedeutung zu, in denen es *keine robusten Marktmechanismen* gibt, welche für eine Reduktion der Agenturkosten sorgen.<sup>10</sup>

### b) Abstimmung auf Marktmechanismen

Ähnlich wie durch marktliche Kontrollmechanismen werden auch durch Schutzmechanismen wie die Sorgfalts- und Treuepflicht Agenturprobleme reduziert, nicht aber vollständig beseitigt. Während etwa marktliche Mechanismen wie beispielsweise *Reputationseffekte* vor allem bei wiederholten Transaktionen eines Akteurs mit einer gleichbleibenden Gruppe wirkungsvoll sind, kommt Sorgfalts- und Treuepflichten in einer von Restrukturierungen geprägten Wirtschaft zu-

<sup>4</sup> Vgl. Eisenberg (1993) 444: «... in the case of business decisions it may often be difficult for factfinders to distinguish between bad decisions and proper decisions that turn out badly».

<sup>5</sup> Vgl. hierzu COOTER/FREEDMAN (1991) 1051, 1057.

<sup>6</sup> Vgl. KOBOLDT (1991) 80.

<sup>7</sup> Vgl. EASTERBROOK/FISCHER (1993) 438: «When transaction costs reach a particularly high level, some persons start calling some contractual relations fiduciary...».

<sup>8</sup> KORNHÄUSER (1989) 1454.

<sup>9</sup> In diesem Sinne EASTERBROOK/FISCHER (1993) 438: «Good faith in contract merges into fiduciary duties, with a blur and not a line».

<sup>10</sup> In diesem Sinne für den Fall fehlender monetärer Anreizsysteme ROMANO (1993) 450: «It would be more important to impose strict fiduciary duties in situations where the agent cannot be provided with incentive compensation to align her interest with that of the principal».

nehmend bei *einmaligen, grossen Interessenkonflikten zwischen Aktionären und Management* eine zentrale Rolle zu. Zu diesen sog. «one-shot cases» zählen vor allem Fälle, in denen das die Reputationsmechanismen charakterisierende *Gesetz des Waderschens* nicht spielt, wie dies beispielsweise bei Leveraged Management Buyouts oder Takeovers zutrifft. In diesen Fällen können die potentiellen Gewinne eines die Interessen der Aktionäre verletzenden Verhaltens das marktliche Sanktionspotential um ein Mehrfaches übersteigen, sodass Reputationseffekte wirkungslos werden<sup>11</sup>.

### 3. Veränderung der Anreizmechanismen

Im Gegensatz zum Stimmrecht, das eine direkte Kontrolle gewisser gesellschaftlicher Vorgänge ermöglicht, entfallen Sorgfalts- und Treuepflichten und darauf beruhende Klagesysteme – teilweise ähnlich wie andere Überwachungsmechanismen (Rechnungslegungspflicht, obligatorische externe Kontrollstelle etc.) – in erster Linie eine *vorbeugende Wirkung*<sup>12</sup>. Solch präventiv wirkende Kontrollmechanismen erweisen sich vielfach als ein ausgesprochen kostengünstiges Instrument zur Reduktion von Agenturproblemen, da bei einer kleinen Zahl richterlicher Entscheidungen eine *Präventivwirkung* auf eine Vielzahl von Fällen ausgeht. Entsprechend könnte man auf den ersten Blick davon ausgehen, dass Sorgfalts- und Treuepflichten etwa im Vergleich zum Stimmrechtsmechanismus einen wesentlich effizienteren Kontrollmechanismus darstellen. Wie weiter hinten ausgeführt wird, können insbesondere von den mit der Sorgfaltspflicht verbundenen Haftungsrisiken aber auch *unerwünschte Effekte auf das Verhalten des Management bzw. der Organmitglieder* ausgehen. Im weiteren besteht die Gefahr, dass bei einer inadäquaten Ausgestaltung der Klagerechte *verzerrte Anreize* entstehen, die entsprechenden Klagen *strategisch* und ohne Rücksicht der für die Gesellschaft und die anderen Aktionäre entstehenden Kosten einzusetzen. Inadäquat ausgestaltete Sorgfalts- und Treuepflichten und überzogene richterliche Entscheidungen können deshalb – wie sich teilweise indirekt an der *Prämienentwicklung für die Versicherung der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit* in den USA Mitte der achtziger Jahre ablesen lässt – mit beträchtlichen Kosten verbunden sein<sup>13</sup>.

Wie in anderen Vertragsbeziehungen mit Sorgfalts- und Treuepflichten sind die Prinzipale zwei unterschiedlichen Arten von Agenturproblemen ausgesetzt: Zum einen kann der Agent versucht sein, sich einzelne Vermögenswerte oder ein Teil ihres Wertes anzueignen und zum anderen besteht das Risiko, dass der Agent die Geschäftsführung vernachlässigt. Während die *Treuepflicht* auf die Verhinderung der Aneignung fremder Vermögenswerte ausgerichtet ist, beschlägt die *Sorgfaltspflicht* das letztere Risiko einer unsorgfältigen Geschäftsführung<sup>14</sup>. Die Sorgfaltspflicht deckt deshalb in erster Linie Fälle ohne eigentliche Interessenkonflikte ab, während die Treuepflicht Handlungen beschlägt, bei denen einzelne oder mehrere der aktienrechtlichen Verantwortlichen unterstehenden Organmitglieder (Verwaltungsrat, Geschäftsführung)<sup>15</sup> einem Interessenkonflikt ausgesetzt sind<sup>16</sup>. Während die Sorgfaltspflicht einen Sorgfaltsmassstab für die zentralen Aufgaben der mit der Verwaltung und Geschäftsführung betrauten Organe festlegt, beschlägt die Treuepflicht in erster Linie Handlungen und Entscheidungen, bei denen Verwaltungsräte und/oder Manager ihre Interessen denjenigen der Aktionäre bzw. der Unternehmung voranzustellen<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> Vgl. auch COOTER/FREEDMAN (1991) 1047, wonach «misappropriation» durch die Treuepflicht und «negligent mismanagement» durch die Sorgfaltspflicht abgedeckt werden.

<sup>15</sup> Nach schweizerischem Aktienrecht unterstehen sowohl formelle Organe (Verwaltungsratsmitglieder) wie materielle Organe (Geschäftsführer) der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit (ausführlich anstelle vieler KUNZ, 1993, 174ff.). In diesem Zusammenhang gilt es bezüglich der verwendeten Begriffe anzumerken, dass die ökonomische Literatur die Beziehungen zwischen Agent/Prinzipal oder zwischen Aktionären/Management analysiert, während aus rechtlicher Perspektive die aktienrechtliche Verantwortlichkeit der Organmitglieder (formelle und materielle Organe) gegenüber der Gesellschaft und den Aktionären zur Debatte steht. Die ökonomischen und rechtlichen Begriffspaare werden nachstehend alternativ verwendet.

<sup>16</sup> Vgl. EISENBERG (1993) 438: «The duty of care concerns the standard of conduct and review applicable to a director or officer who takes action, or fails to act, in a matter that does not involve his own self-interest». Diese Unterscheidung deckt sich weitgehend mit dem Anwendungsbereich der Sorgfalts- und Treuepflicht in der Praxis des schweizerischen Rechts, obwohl sich eine derart klare und explizite Abgrenzung in der schweizerischen Lehre nicht findet (vgl. hierzu DIEZI, 1982, 2ff.; FORSTMOSER/MEIER-HANZ/NOBEL, 1996, § 28 N 17ff.; BOCKLI (1996) Rz 1624ff. Zur Häufigkeitsverteilung von Aktionärsklagen bei börsennotierten Gesellschaften und zum Prozessfolg (vorwiegend im US-Recht) vgl. ULMER (1999) 313ff. EASTERBROOK/FISCHER (1991) 103, relativieren diese Unterscheidung dahingehend, dass letztlich auch die Sorgfaltspflicht einen Interessenkonflikt beschlägt: «What is the difference between working less hard than promised at a given level of compensation (a breach of the duty of care) and being compensated more than promised at a given level of work (a breach of the duty of loyalty)?».

<sup>11</sup> Da nicht alle diese Fälle entdeckt werden, kann es – wie sich aus der allgemeinen ökonomischen Analyse des Haftpflicht- und Strafrechts (vgl. COOTER/ULEN, 1996, 259ff., 387ff.) ableiten lässt – Sinn machen, die Abschreckungswirkung zu erhöhen, indem Mehrfachschadenersatzklagen zugelassen oder indem die zivilen Ansprüche durch strafrechtliche verstärkt werden (vgl. EASTERBROOK/FISCHER, 1991, 98).

<sup>12</sup> EASTERBROOK/FISCHER (1991) 92, MACKEY (1989a) 1698; COFFEE (1996) 202f.

<sup>13</sup> DEMOTT (1988) 295ff.; BRADLEY/SCHAPIRI (1989) 36ff.; COFFEE (1996) 170ff.

## II. Typologie der Agenturprobleme und Interessenkonflikte

### 1. Mangelnde Sorgfalt und unzureichendes Anstrengungsniveau

Da die Pflichten der verantwortlichen Organe sich notwendig nur offen formulieren lassen und Informationsasymmetrien eine direkte Überwachung durch die Aktionäre erschweren, besteht für die Aktionäre in Publikumsgesellschaften ein gewisses Risiko, dass Unternehmen nicht mit ausreichender Sorgfalt geführt werden und sich die Unternehmensleitung zu wenig anstrengt, um *gute wirtschaftliche Resultate* und eine höhere Profitabilität zu erreichen. So besteht beispielsweise ein gewisses Risiko, dass in Kapitalgesellschaften mangels positiver und negativer Anreize wichtige technologische Entwicklungen verschlafen werden und eine Sanktion über die Produktmärkte zu spät erfolgt. «All agents have a potential interest in working at a slack pace and in avoiding the effort and discomfort involved in adapting to changed circumstances, such as the emergence of new technologies»<sup>18</sup>. Hinzu kommt, dass ein Management sich für die ihm gestellte Aufgabe als *schlicht ungeeignet* oder *unfähig* erweist<sup>19</sup>.

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass die Unternehmensleitung nur dann über *vollkommene Anreize* bezüglich dem gewählten Sorgfalts- und Anstrengungsniveau verfügt, wenn sie auch hundert Prozent der *marginalen Erträge ihrer Anstrengungen* erhält. Das Interesse der Aktionäre muss auf dem Hintergrund dieser Agenturproblematik darauf ausgerichtet sein, dass die Vorteile der Arbeitsteilung in Publikumsgesellschaften nicht durch mangelnde Sorgfalt oder durch unzureichende Anstrengungen der Unternehmensleitung wieder zunichte gemacht werden. Rationale Aktionäre werden von den Organmitgliedern denn auch keineswegs erwarten, dass sie alle Geschäfte mit der höchstmöglichen Sorgfalt behandeln. Nicht alle unternehmerischen Entscheide sind von gleicher *wirtschaftlicher Tragweite*. Entsprechend gebietet es sich, auch die anzuwendende Sorgfalt bzw. die mit einer sorgfältigen Geschäftsführung verbundenen Kosten – je nach Wichtigkeit einer Entscheidung – einem ökonomischen Kalkül zu unterziehen. Dabei gilt es insbesondere auch den Zeitfaktor zu berücksichtigen. Unternehmerisches Handeln ist immer *Handeln unter Unsicherheit und unvollkommener Information*. Größere zeitliche Verzögerungen aufgrund zusätzlicher Informationsbeschaffung können sich als ausgesprochen kostspielig erweisen<sup>20</sup>. Rationale Aktionäre werden von der Unternehmensleitung deshalb nicht ein-

Handeln verlangen, als ob deren Anstrengungen kostenlos sind. Ein *optimales Sorgfalts- und Anstrengungsniveau* liegt – im Sinne einer *ökonomischen Marginalbetrachtung* – vielmehr dann vor, wenn die mit unternehmerischen Entscheiden und Handeln verbundenen (Agentur-)Kosten mindestens dem dadurch für die Aktionäre geschaffenen Nutzen entsprechen<sup>21</sup>.

Damit ist auch die Frage gestellt, welches aus wirtschaftlicher Sicht die wichtigsten Entscheide sind, welche Verwaltungsgräte und Geschäftsführer zu treffen haben. Abgesehen von personellen Entscheiden, welche die Qualität der wichtigsten Entscheidungsträger betreffen, ist davon auszugehen, dass *strategische Investitionsentscheide*<sup>22</sup> die zentralen unternehmerischen Entscheide darstellen, zumal sie die Effizienz der internen Kapitalallokation einer Unternehmung bestimmen und damit einen nachhaltigen Einfluss auf den Wert einer Unternehmung haben<sup>23</sup>. Entsprechend kommt einer ausreichenden Sorgfalt bei wichtigen Investitionsentscheiden aus der Sicht der Aktionäre wie auch aus volkswirtschaftlicher Perspektive eine zentrale Bedeutung zu. Aktionäre als Prinzipale werden von der Verwaltung und dem Management deshalb verlangen, dass bei wichtigen Investitionen im Rahmen eines *adäquaten Entscheidungsverfahrens* und aufgrund ausreichender Informationen ein *informierter Entscheid* getroffen wird, um die vielversprechendsten Alternativen auszuwählen<sup>24</sup>.

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass mangelnde Sorgfalt und ein zu *tiefes Anstrengungsniveau* für die Organmitglieder weniger einträglich ist als ein *direkterer Vermögenstransfer* zulasten der Aktionäre. Der Nutzen schlechter Unternehmensentscheide ist auch für das Management in der Regel kaum mit Vorteilen verbunden, da damit die Wahrscheinlichkeit steigt, dass sie aus ihrer Funktion entlassen werden. Mangelnde Sorgfalt kann deshalb als ein *Negativ-Summerspiel* zwischen den beteiligten Akteuren betrachtet werden<sup>25</sup>.

<sup>21</sup> Ausführlich COOTER/FREEDMAN (1991) 1059ff.

<sup>22</sup> In diesem Zusammenhang gilt es anzumerken, dass in der modernen Corporate Finance ein *sehr weit gefasster Investitionsbegriff* verwendet wird, der auch strategische Entscheide (z. B. über Marktentritte, Kauf von anderen Unternehmen, Verkauf unternehmerischer Vermögenswerte etc.) miteinschliesst (ausführlich DAMODARAN, 1997, 3).

<sup>23</sup> Strategische Entscheide sind aus rechtlicher Sicht denn auch folgerichtig Teil der Oberleitung und daher dem Verwaltungsrat zwingend zugeordnet (FORSTMÖSER/MEIER-HAWOZ/NOBEL, 1996, § 30 N 68ff.).

<sup>24</sup> Der Vollständigkeit halber sei hier erwähnt, dass Haftungsklagen im US-Recht auch als Sanktionsmechanismus für Gesetzesverstöße, wie verbotene Kartellsprachen oder die Verletzung von Vorschriften des Sozialversicherungsrechts, dienen. Die Privatinitiative wird dadurch auch zur Sanktionierung öffentlicher Zwecke instrumentalisiert (ausführlich ULMER, 1999, 306f.).

<sup>25</sup> COOTER/FREEDMAN (1991) 1061.

<sup>18</sup> EISENBERG (1990) 1471.

<sup>19</sup> BAUMS (1995) 11f.

<sup>20</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 99: «Often managers must act now and learn later; delay for more study may be the worst decision ...». Ähnlich ALLEN (1998) 318.

## 2. Nichtadäquate Risikoexposition und Zeitwahl

Bei strategischen Investitionsentscheidungen stellt sich regelmässig die Frage, welche Risiken eingegangen und auf welchen Zeithorizont<sup>26</sup> die Investitionen bzw. wichtigen strategischen Entscheidungen ausgerichtet werden sollen. Grundsätzlich ist wiederum davon auszugehen, dass vollkommene Anreize puncto *Risikoexposition* und *Zeithorizont* nur dann gegeben sind, wenn die Entscheidungsträger das gesamte Eigenkapital halten und anderen Kapitalgebern ein fixes Entgelt bezahlt wird. Umgekehrt haben Manager in Publikumsgesellschaften möglicherweise andere Risikopräferenzen und einen anderen Zeithorizont als die Aktionäre. So sind Manager in der Regel risikoaverser als Publikumsaktionäre, da sie meist einen hohen Anteil ihres Vermögens in Form von Humankapital in der Unternehmung gebunden haben<sup>27</sup>. Die *Risikoaversion des Management* wird weiter dadurch verstärkt, dass bei stark risikobehafteten Entscheidungen, die im Nachhinein vom Erfolg gekrönt sind, in erster Linie die Aktionäre und nicht das Management profitieren. Führen unter Unsicherheit getroffene risikobehaftete Geschäfte hingegen zu einem Misserfolg, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass das Management zur Verantwortung gezogen wird. Umgekehrt sind Aktionäre in der Regel bezüglich der firmenspezifischen Risiken *risikoneutral*, da sie diese durch ein breites Aktienportfolio diversifizieren können<sup>28</sup>. Aus Sicht der Aktionäre wie auch aus volkswirtschaftlicher Perspektive macht es Sinn, wenn Unternehmen Risiken eingehen, zumal sich Risiken in der Regel einfacher und kostengünstiger auf der *Ebene der Eigenkapitalgeber* als auf der *Ebene einer einzelnen Unternehmung* diversifizieren lassen<sup>29</sup>.

Da Aktionäre die *unsystematischen Risiken* leicht diversifizieren können, sollte eine Aktiengesellschaft generell Investitionen mit einem hohen totalen Risiko und einem kleinen *nichtdiversifizierbaren (systematischen) Risiko* gegenüber solchen vorziehen, die ein tiefes totales Risiko und ein mittleres nichtdiversifizierbares Risiko aufweisen.

<sup>26</sup> Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass der Zeithorizont einer Investition theoretisch keine Rolle spielt, wenn der damit verbundene Strom negativer und positiver Cash flows äquivalent diskontiert wird. Bewerten Investoren beispielsweise aufgrund von Marktanomalien oder asymmetrischen Informationen in naher Zukunft liegende Cash flows systematisch höher als weiter in der Zukunft liegende Cash flows, kann der Zeithorizont einer Investition zu einem wichtigen Entscheidungskriterium werden (ausführlich zu den sog. Myopia-Theorien siehe § 10, III. 9).

<sup>27</sup> Das Risikoverhalten des Management kann zusätzlich über Entscheidungssysteme gesteuert werden. Sind solche Entscheidungssysteme in dem Sinne asymmetrisch ausgestaltet, dass das Management nur an den zusätzlichen Gewinnen, nicht aber an den zusätzlichen Verlusten partizipiert, können – wie Beispiele aus dem Investment-Banking belegen – auch Anreize entstehen, zu hohe Risiken einzugehen.

<sup>28</sup> Vgl. hierzu auch EISENBERG (1993) 445.

<sup>29</sup> Vgl. hierzu und zu möglichen Ausnahmen BEALEY/MYERS (1991) 148, 824.

zierbares Risiko aufweisen. Aufgrund seines *gebundenen Humankapitals* ist das Management demgegenüber in der Regel am Gesamtrisiko und nicht am systematischen Risiko orientiert<sup>30</sup>. Risikobehaftete Investitionen führen naturgemäss in einzelnen Fällen zu Verlusten. *Überzogene Sorgfaltspflichten*, die Verluste mit einer weitreichenden Haftung sanktionieren, können deshalb zur Folge haben, dass die Ausrichtung des Management am Gesamtrisiko noch verstärkt wird<sup>31</sup>.

Wird eine Ausrichtung der Investitionsentscheide am systematischen Risiko und an den von den Kapitalmärkten vorgegebenen Preisen für Risiko und Zeit gefordert<sup>32</sup>, stellt sich die Frage, inwieweit dadurch *nicht ausreichend diversifizierte Aktionäre und/oder andere Stakeholder* einer Aktiengesellschaft in ihren Interessen tangiert werden. Handelt es sich bei den potentiell nachteilig betroffenen Aktionären um unzureichend diversifizierte Blockaktionäre, kann in der Regel davon ausgegangen werden, dass diese über ihre Einflussmöglichkeiten auf das Management vielfach ohnehin versuchen werden, die Unternehmensleitung davon abzuhalten, eine Geschäftspolitik mit einem zu hohen Totalrisiko zu verfolgen. Dagegen macht es wenig Sinn, eine *unzureichende Diversifikation* nichtprofessioneller Investoren durch aktienrechtliche Normen zu unterstützen. *Adäquate Haftungsregeln für Vermögensverwaltungsbeteiligten* dürfen aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive betrachter einen wesentlich wirkungsvolleren Investorenschutz darstellen als ein Sorgfaltsmassstab, der die unternehmerischen Organe auf die Berücksichtigung der totalen Risiken einschliesslich der unsystematischen Risiken verpflichtet. Ähnliches gilt auch für andere Gruppen von Anspruchsberechtigten, wie beispielsweise die *Obligationäre*. So lässt sich der Schutz dieser wichtigen Gruppe von Anspruchsberechtigten gegen überhöhte Risiken vergleichsweise effizient auf vertraglicher Ebene mit Hilfe geeigneter Anleihenbedingungen erreichen<sup>33</sup>.

Die obigen Aussagen gelten für Publikumsgesellschaften mit einem breiten Aktionärskreis. Demgegenüber mag eine Ausrichtung am Gesamtrisiko bei Familiengesellschaften und allgemein bei *Gesellschaften mit beschränktem Aktionärskreis* gerechtfertigt sein, da diese Aktionäre zur Erhaltung der Kontrolle vielfach einen Grossteil ihres Vermögens in der Unternehmung gebunden haben und daher nur beschränkt über Diversifikationsmöglichkeiten verfügen.

### 3. Interessenkonflikte im engeren Sinne

Zu den herkömmlichen Interessenkonflikten zählen insbesondere Geschäfte mit der Aktiengesellschaft, Aneignung gesellschaftlicher Ressourcen, die Aneignung

<sup>30</sup> Hu (1990) 321ff., mit Literaturhinweis.

<sup>31</sup> Hu (1990) 300.

<sup>32</sup> Siehe § 10, III. 3ff.

<sup>33</sup> Siehe § 5, III. 4(b).

von Geschäftschancen der Gesellschaft (corporate opportunities), Transaktionen zwischen Gesellschaften mit sich überschneidendem Verwaltungsrat etc.<sup>34</sup> Herkömmliche Interessenkonflikte im Sinne der klassischen Insihgeschäfte und die mit ihnen verbundenen Vermögenssträfers entsprechen meist einem *Megafin-* oder *Nullsummen-Spiel*, ohne dass dabei der Wert der Unternehmung erhöht wird. In einem wirtschaftlichen Umfeld mit einer wachsenden Zahl von Restrukturierungen unterschiedlicher Art und funktionierenden Märkten für Unternehmenskontrolle sind zahlreiche weitere Transaktionsformen entstanden, die das *Potential für Vermögensverschiebungen* zulasten der Aktionäre bergen. Dazu zählen beispielsweise nichtproportionale Spin-Offs, der Verkauf von Vermögenswerten des Unternehmens und alle Arten von Management Buyouts, wobei Vermögenssträfers zulasten der Aktionäre sowohl direkt durch die Ausgestaltung der *Transaktionsbedingungen* als auch indirekt über *verdeckte Zahlungen* erfolgen können.<sup>35</sup>

*Restrukturierungen* von Publikumsgesellschaften bergen demgegenüber vielfach ein hohes Potential, den Wert eines Unternehmens zu erhöhen. Sie entsprechen deshalb in der Regel auch einem *Positivsummen-Spiel*. Solche tiefgreifenden Restrukturierungen kommen aufgrund der inhärenten Interessenkonstellation des Management manchmal nur dann zustande, wenn das Management einen gewissen Anteil am neu geschaffenen Wert erhält. Es kann in diesen Fällen deshalb nicht im Interesse der Aktionäre sein, wenn die Treuepflicht von den verantwortlichen Organen verlangt, ihre Interessen denen der Aktionäre vollständig hintenanzustellen, wie dies etwa das *Trustmodell* impliziert. Zu hohe Anforderungen an die Treuepflicht reduzieren aufgrund mangelnder Anreize des Management die Anzahl wertsteigernder Transaktionen. Eine Steigerung des Unternehmenswertes kann deshalb vielfach nur dadurch erreicht werden, dass der durch solche fundamentale Transaktionen *neu geschaffene Wert* in irgendeiner Art und Weise zwischen Management und Aktionären *aufgeteilt* wird.

Zu den traditionellen Interessenkonflikten können auch die Ausschüttung *übermäßiger Saläre* oder *nicht anreizkompatible Aktien- und Optionsprogramme* gezählt werden, wie sie im US-Gesellschaftsrecht<sup>36</sup> und neuerdings auch unter

deutschem Recht<sup>37</sup> verschiedentlich zum Gegenstand von Aktionärsklagen geworden sind. Aktien- und Optionsbeteiligungsprogramme für die oberste Unternehmensführung sind insbesondere dann problematisch, wenn damit in erster Linie *distributive Effekte* verbunden sind und keine spürbare Verbesserung der Anreizstrukturen der Unternehmensleitung resultiert sodass diese wirtschaftlich einem «self-dealing» gleichkommen. Ob bei solchen Entschädigungssystemen *die distributive Komponente* oder *die Anreizkomponente* überwiegt, hängt weitgehend von der konkreten Ausgestaltung solcher neuer Entschädigungsprogramme ab. Je nach Ausgestaltung können solche performanceorientierte Entschädigungssysteme auch falsche Anreize setzen, welche zu einer Reduktion des Unternehmenswertes führen können (*Negativ-Summenspiel*). Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn solche monetären Anreizsysteme die Unternehmensleistung verleiern, zu hohe (tief) Risiken einzugehen oder langfristige (kurzfristige) Investitionsprojekte systematisch zu vernachlässigen.<sup>38</sup>

<sup>34</sup> Vgl. OLG Stuttgart, BB 1998, 2026 (Damlar-Benz); LG Frankfurt a.M., WM 1997, 437 (Deutsche Bank); OLG Braunschweig, BB 1998, 2022 (VW). Die Gerichte, welche in allen aufgeführten Fällen die Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses bei der Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen im Zusammenhang mit Aktienoptionsplänen für Vorstandsmglieder und weitere Führungskräfte einer Aktiengesellschaft zu entscheiden hatten, haben sich bei der Beurteilung der sachlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses grose Zurückhaltung aufgelegt. Zum einen haben sich die Gerichte mit einer Plausibilitätskontrolle begnügt, welche die eigene Beurteilung nicht an die Stelle der Meinungs- und Willensbildung der Gesellschaft setzt (OLG Stuttgart, BB 1998, 2026, Damlar). Zum anderen wurden Aktienoptionspläne, welche den Wandlungspreis an einen durchschnittlichen Börsenkurs – unabhängig von der Entwicklung eines Aktien- oder Branchenindex – binden, als sachgerecht beurteilt (OLG Braunschweig, BB 1998, 2025, VW). Die deutschen Gerichte haben sich damit unter dem Hinweis auf das *unternehmerische Beurteilungsgewissen* gewehrt, die Anreizstrukturen der Ausgestaltung von Aktienoptionsplänen einer genaueren Beurteilung zu unterziehen. Eine Ausrichtung an der *relativen Performance* anstelle der *absoluten Performance* wird als nicht zwingend erachtet (OLG Braunschweig, BB 1998, 2025, VW), obwohl eine Anlehnung an der letzteren diffuse Anreizwirkungen zur Folge hat.

<sup>35</sup> Angesichts der im Zusammenhang mit der Asien-Krise 1998 bei zahlreichen Investmentbanken aufgetreten hohen Verluste, erweisen sich asymmetrische Entlohnung- und Beteiligungssysteme (Beteiligung an Gewinnen, aber nicht an Verlusten) der obersten Geschäftsführung als besonders problematisch. Sie können zum einen mit Anreizen verbunden sein, zu hohe Risiken einzugehen: Zum anderen können sich hohe unternehmensspezifische Risiken einzelner Finanzinstitute über die Destabilisierung von Finanzmärkten in höheren (systematischen) Marktrisiken niederschlagen.

<sup>34</sup> Ausführlich ABERTSHAUSER (1990) 271ff.

<sup>35</sup> Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass immer wieder neue Transaktionsformen entwickelt werden, die mit einem Potential für Vermögenssträfers verbunden sind, wie beispielsweise sog. «tracking stocks» (vgl. HASS 1996) und neuen Formen des «dilutive financing» BARTLETT/GARLITZ (1995).

<sup>36</sup> Die Festsetzung von Vergütungen des board und des Management setzt im US-Recht einen Unterfall der self-dealing transactions dar (vgl. CLARK, 1986, 191ff; MERKT, 1991, 420f.).

#### 4. Positionale Konflikte

Eine noch weit wichtigere Rolle als mangelnde Sorgfalt oder traditionelle Interessenkonflikte dürften in der Praxis die nach der Typologie von EISENBERG<sup>39</sup> benannten, sog. *positionalen Konflikte* einnehmen. Dazu zählen insbesondere diejenigen Konflikte, die auf das Interesse der Unternehmensleitung zurückgehen, die eigene Position im Unternehmen unangreifbar zu machen und Barrieren zu schaffen, die eine Wegwahl wegen mangelnder Leistung oder anderen Gründen verhindern<sup>40</sup>.

Während das Problem eines zu geringen Anstrengungsniveaus und traditionelle Interessenkonflikte auch als Folge einer Internalisierung von Regeln der Sozialmoral in der Praxis nur in Ausnahmefällen virulent werden, *werden positionale Konflikte von den Managern vielfach gar nicht als solche wahrgenommen*: «However, top managers may fail even to recognise that positional conflicts exist. Inefficient top managers are unlikely to believe themselves to be inefficient. Top managers who enhance their positions through corporate growth, diversification, or the like, usually believe (often, but not always, correctly) that their actions are in the interest of the shareholders»<sup>41</sup>.

Positionale Interessenkonflikte können insbesondere im Zusammenhang mit gesetzlichen und statutarischen Bestimmungen entstehen, welche die *Spielregeln* für das Zusammenspiel der Aktionäre, Organe und Funktionsträger festlegen (sog. *strukturelle Regeln*<sup>42</sup>). Die Verwaltung und das obere Management einer Publikumsgesellschaft haben naturgemäss wenig Anreize, Statutenbestimmungen einzuführen, welche der eigenen Position Beschränkungen auferlegen. *Zwingendes Recht* oder *hohe Quoren*, welche die strukturellen Regeln unabänderlich machen, können deshalb eine wichtige Schranke gegen den latent vorhandenen Druck des Management bilden, die Spielregeln nach und nach zu seinen Gunsten abzuändern.

<sup>39</sup> EISENBERG (1989) 1472ff.

<sup>40</sup> Vgl. EISENBERG (1989) 1472. EISENBERG zählt zu den positionalen Konflikten auch Statuten, die darauf ausgerichtet sind, die Grösse der Firma zu maximieren oder die Aktivitäten zu diversifizieren, um das mit dem eingesetzten firmenspezifischen Humankapital der Manager verbundene Risiko zu reduzieren. Vgl. auch BAUMS (1995) 12, der Anstrengungen des Management, sich von der Kontrolle abzusichern, als eine von vier Fallgruppen von Managementfehlern bezeichnet.

<sup>41</sup> EISENBERG (1989) 1473.

<sup>42</sup> Statutenbestimmungen lassen sich bezüglich ihrer Funktion in strukturelle und distributive Regeln sowie Sorgfalts- und Treuepflichten aufteilen (vgl. EISENBERG, 1989, 1462). Unter strukturellen Regeln werden Bestimmungen verstanden, welche die Entscheidungskompetenzen zwischen den Organen der Gesellschaft und ihren Funktionsträgern zuordnen und die Bedingungen für die Ausübung der Entscheidungskompetenzen sowie die Kontrollkompetenzen über die Organe und Funktionsträger wie auch den Informationsfluss zwischen den wichtigsten Akteuren einer Aktiengesellschaft regeln.

Positionale Konflikte entstehen nicht nur im Zusammenhang mit strukturellen Regeln, sondern insbesondere auch bei *drohenden Unternehmensübernahmen* oder als *Reaktion auf aktive Aktionärsstrategien*. In diesen Fällen kann das Management versucht sein, seine Position durch die unterschiedlichsten Arten von *Giftpillen* (poison pills) oder aber beispielsweise auch durch den gezielten Rückkauf von Aktien unliebsamer Aktionäre (sog. *Greenmailing*) zu verteidigen. Weitere Beispiele für positionale Konflikte sind der *direkte* oder der *indirekte Stimmkauf* im Umfeld hart umkämpfter Generalversammlungsbeschlüsse.

Positionale Konflikte können zu strategischen Verhaltensweisen führen, die wie poison pills oder das Greenmailing eine hohe Wertreduktion der Unternehmenswertwirkung bewirken können, sei es, weil dadurch die Unternehmensleitung dauernd von der Disziplinierungswirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle abgeschirmt wird und/oder weil damit *Vermögensstransfers* stattfinden, die direkt zu Lasten der Aktionäre gehen. Die *grundlegende Problematik* positionaler Konflikte ist die damit verbundene *Disproportionalität von Kosten und Nutzen*. Während zumindest der monetäre Nutzen für das Management gering ist, können positionale Konflikte zu hohen Vermögensstransfers zu Lasten der Aktionäre führen. Entsprechend handelt es sich bei dieser Art von Interessenkonflikten in der Regel um ein *Negativsummen-Spiel*.

#### 5. Horizontale Interessenkonflikte unter Aktionären

Der Gesellschaftsvertrag regelt nicht eigentlich die Beziehung zwischen einem Geschäftsherrn und einem Beaufragten sondern – in der Sprache der Agenturtheorie – eine *Multi-Agency-Beziehung zwischen einer Mehrheit von Agenten und einer Mehrheit von Prinzipalen*<sup>43</sup>. In einer solchen *Multi-Agency-Beziehung* können selbstverständlich auch *horizontale Interessenkonflikte* auftreten. Im Vordergrund stehen dabei die möglichen unterschiedlichen Interessen einzelner Aktionäre oder Aktionärsgruppen, die an anderer Stelle unter dem Thema «private Vorrechte» abgehandelt werden<sup>44</sup>. Es ist in erster Linie das ebenfalls den fiduciary duties zugerechnete, an alle Organe der Aktiengesellschaft gerichtete *Gleichbehandlungsgelbot*, dem die Funktion zukommt, diese horizontalen Interessenkonflikte zu regeln.

<sup>43</sup>

Grundlegend CORFEE (1990) 1495ff.; vgl. auch SCHANZE (1991) 64, der darauf hinweist, dass Verwaltung und Geschäftsführung als Agenten dieser Multi-Agency-Beziehung über eine mediatiertere Kompetenz verfügen: «Es geht also nicht um Delegation aus eigener Kompetenz des Geschäftsherrn. Vielmehr besitzt der Agent mediatiertere Kompetenz, das anonyme Unternehmensinteresse zu konkretisieren, soweit nicht andere Zuständigkeiten anderer Gesellschaftsorgane bestehen, die allerdings keine Ausserwirkung haben».

<sup>44</sup>

Siehe § 11, II. 4.b).

## 6. Fallgruppen von Agenturproblemen (eine tabellarische Übersicht)

Aufgrund der obigen Ausführungen lassen sich folgende Fallgruppen von Agenturproblemen unterscheiden:

Kriterien/Fallgruppen	Ökonomische Charakteristiken	Wohlfahrts-theoretische Auswirkungen	Art der Fiduciary duty	Alternative Kontroll-mechanismen
	Zu geringes Anstrengungsniveau	Negativ-Summenspiel	<i>Sorgfaltspflicht</i>	Monetäre Anreizmechanismen, Produktremärkte
Mangelnde Sorgfalt	Unfähigkeit			Interner und externer Markt für Manager
	Risikoaversion	Negativ-Summenspiel	<i>Sorgfaltspflicht</i>	Monetäre Anreizmechanismen, aktive Aktionäre
Falsches Risiko- und Zeitwahlverhalten	Myopia			Keine
Interessenkonflikte i.e. Sinne	Klassische. Insihgeschäfte	Nullsummen- od. Negativ-Summenspiel	<i>Treuepflicht</i>	
	Fundamentale Transaktionen	Positiv-Summenspiel		Appraisal Rights
Positionale Konflikte	Abschattung von Kontrolle	Negativ-Summenspiel	<i>Treuepflicht</i>	Stimmrechts-mechanismus

## III. Die Sorgfaltspflicht

### 1. Ausgestaltung der Sorgfaltspflicht als Optimierungsaufgabe

Sorgfaltspflichten und damit verbundene Klagesysteme tragen in Aktiengesellschaften vor allem dazu bei, die unter aa) aufgeführten Agenturprobleme mangelnder Sorgfalt bei der Führung fremder Geschäfte und eines zu geringen Anstrengungsniveaus der Unternehmensleitung zu entschärfen. Wie wir gesehen haben, lässt sich im allgemeinen erwarten, dass die Anstrengungen und die in geschäftlichen Fragen angewandte Sorgfalt nur dann optimal sind, wenn eine Aktiengesellschaft vollständig im Besitz der Unternehmensleitung ist und diese damit auch zu 100% in den Genuss ihrer Anstrengungen gelangt. Sorgfalts-pflichten können diesen Grundkonflikt bei Publikumsgesellschaften nicht vollständig auflösen, sondern lediglich einen vergleichsweise vagen *Minimalstandard* für die von den mit der Unternehmensleitung betrauten Personen aufzuwendende Sorgfalt setzen.

Dieser vage Minimalstandard findet auch in der generalklauselartigen Beschreibung des der *business judgment rule* unterliegenden Verhaltensstandards seinen Ausdruck, der zahlreiche Begriffe mit geringem Bestimmtheitsgrad enthält: «The business judgment rule is the presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action was in the best interest of the company»<sup>45</sup>. Wie oben ausgeführt wurde, sind Informationsasymmetrien, Unsicherheit zukünftiger Ereignisse und die beschränkte Vorausschbarkeit zukünftiger Ereignisse und Situationen der *generalklauselartigen Formulierung der Sorgfaltspflicht als Lückenerfüllungsmechanismus*. Bei der nachträglichen Überprüfung des Entscheidungsverhaltens der Organmitglieder durch die Gerichte sind diese zwar weiterhin mit den Phänomenen der Informationsasymmetrie und des unter Unsicherheit erfolgenden Entscheidungsverhaltens konfrontiert. Die Arbeit der Gerichte ist gegenüber der ursprünglichen Vertragssituation jedoch dadurch erleichtert, dass sich die Überprüfung von business judgements auf einzelne Ereignisse und Handlungen bezieht, sodass der Bereich der sich stellenden Fragen enger gezogen ist. Entsprechend kann die gerichtliche Beurteilung denn auch an einem objektivierten Sorgfaltsmassstab ansetzen, welcher den besonderen Umständen des Falles Rechnung trägt, wie dies auch in der folgenden Formulierung des Sorgfaltsstandards im US-Recht zum Ausdruck kommt: «Moreover trend is for courts to demand that directors and officers exercise the degree

<sup>45</sup> BRADLEY/SCHIPPANT, 1989, 23.

of care an ordinarily prudent person would exercise in a like position under like circumstances.<sup>46</sup>

Sorgfaltspflichten und das mit diesen verbundene Haftungsrisiko können zum einen eine *Präventivwirkung* entfalten, indem aufgrund der drohenden Sanktionen das Sorgfaltsniveau steigt und die Wahrscheinlichkeit schädigender Handlungen reduziert wird. Zum andern kann das Haftungsrisiko aber auch mit *unerwünschten Folgen* verbunden sein, indem zum einen zu hoch angesetzte Sorgfaltsmassstäbe dazu führen, dass gewisse *erfolgsversprechende Geschäftschancen aufgrund der mit ihnen verbundenen Haftungsrisiken nicht wahrgenommen werden*, und zum anderen – wie im Gefolge gewisser die fiduciary duties betreffenden der Gerichtssenscheide in den USA beobachtet werden konnte – die Bereitschaft von qualifizierten Personen tendenziell abnimmt, eine leitende Stellung auf der Stufe des Verwaltungsrates oder allenfalls auch auf der Stufe der operativen Unternehmensleitung einzunehmen.<sup>47</sup> Entsprechend sind Sorgfaltspflichten nicht ohne Kosten für die Aktionäre: «The legal burdens of fiduciaries increase the cost of their services»<sup>48</sup>. Die Ausgestaltung der Sorgfaltspflicht ist demnach aus ökonomischer Perspektive betrachtet eine *Optimierungsaufgabe*: «To justify the special rules of fiduciary law in economic terms, the increase in the cost of fiduciary services must be more than offset by the gain to principals from the decrease in wrongdoing by fiduciaries»<sup>49</sup>.

## 2. Beschränkte Eignung der Sorgfaltspflicht zur Steuerung von Risiko- und Zeitwahl

### a) Verschärfung der Risikoaversion des Managements

Betrachtet man die vorgängig skizzierten unterschiedlichen Arten von Agenturproblemen, lässt sich feststellen, dass Sorgfaltspflichten nur sehr beschränkt geeignet sind, das oben beschriebene Problem einer zu geringen oder zu hohen Risikoexposition oder einer falschen Zeitwahl zu lösen. Die moderne Theorie der Unternehmensfinanzierung hat zwar eine Reihe von *Kapitalbudgetierungstechniken* entwickelt, die Standards vorgeben, wie Unternehmen bei den für das zukünftige Wohl der Firma sehr wichtigen Investitionsentscheiden Risiken und

Zeiträuferezenzen zu bewerten haben<sup>50</sup>. In der Praxis muss den Entscheidungsträgern im Rahmen von Investitionsentscheiden und der Anwendung von Kapitalbudgetierungsrechniken aber dennoch ein *weiter Ermessensspielraum* zugestanden werden, da die verfügbaren Methoden bei ihrer Anwendung alle mit *Unsicherheiten* verbunden sind<sup>51</sup> und sich alternative Methoden gegenüberstreben, die je ihre Vor- und Nachteile aufweisen<sup>52</sup>. Kommt es bei naturgemäss mit Risiken behafteten Investitionen zu Verlusten, sind demnach einer *Ex-post-Bewertung von Investitionsentscheiden* auf der Grundlage moderner Methoden der Investitionsrechnung *enge Grenzen* gesetzt.

Bei der Anwendung von Sorgfaltspflichten auf das Risiko- und Zeitwahlverhalten des Management ergibt sich nach all dem Gesagten vielmehr ein umgekehrtes Problem. *Muss das Management beim Eintreten von Verlustrisiken mit ungeschütztesten Haftungsklagen rechnen, wird dies zu einer höheren Risikoaversion der leitenden Organe führen, zumal vielfach der Misserfolg des Unternehmens eine ungeschriebene Voraussetzung von Haftungsklagen ist?* Entsprechend ergibt sich die normative Forderung, keine überzogenen Anforderungen an die Sorgfaltspflicht zu stellen. Vielmehr muss es bei wichtigen Investitionsentscheidungen genügen, wenn sich die Unternehmensleitung der wirtschaftlichen Tragweite eines wichtigen Investitionsentscheides entsprechend *angemessene Informationen* beschafft und eine *adäquate Kapitalbudgetierungstechnik* als Grundlage für ihre Entscheide anwendet.

### b) Portfolio-Perspektive bei der Risikoabteilung

Zumindest bei Publikumsgesellschaften mit breitem Aktionärskreis muss zudem die Verhaltensmaxime gelten, dass *sowohl auf der Ebene der Unternehmung wie auch der Aktionäre die Risiken aus einer Portfolio-Perspektive beurteilt werden*

<sup>50</sup> Siehe § 10, I. 3.

<sup>51</sup> Bei Kapitalbudgetierungsrechniken, die auf dem Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) beruhen, besteht ein wichtiges praktisches Problem darin, adäquate Schätzungen für das mit einem spezifischen Projekt verbundene systematische Risiko (das projektspezifische Beta) zu finden (vgl. ROSENBERG/RUDD, 1992, 78ff).

<sup>52</sup> Zu alternativen, auf der Optionstheorie beruhenden Ansätzen der Investitionstheorie, die insbesondere dem Phänomen der Irreversibilität von Investitionen und der zukünftigen Anpassungsflexibilität Rechnung tragen, vgl. DIXIT/PINDYCK (1994).

<sup>53</sup> In diesem Sinne MERTENS (1995) 158: «Haftungsklagen gibt es durchweg nur in Extremfällen, nämlich wenn nicht mehr das Management reagiert, sondern der Konkursverwalter, wenn es zu einem Eigentümerwechsel oder zu einer nachhaltigen Umbesetzung der Organe gekommen ist oder wenn aufgrund von spektakulären Unternehmensdassens öffentlicher Druck entsteht, der eine Verfolgung der Verantwortlichen zur praktischen Voraussetzung macht, um eine Sanierung über die Bühne zu bringen». In diesem Sinne auch EASTBROOK/FISCHEL (1991) 99.

<sup>46</sup> Special Project Note (1987) 607. Weitergehend übereinstimmende Formulierungen finden sich auch in der schweizerischen Lehre zur Organhaftung (vgl. FORSTMOSEN/MEIER-HAVOZ/NOBEL, 1996, § 28 N 21).

<sup>47</sup> Vgl. BRADLEY/SCHTAM (1989) 34ff.

<sup>48</sup> COOTER/FREEDMAN (1991) 1064.

<sup>49</sup> COOTER/FREEDMAN (1991) 1065.

*missen*. Entsprechend sind zum einen auf der Ebene der Unternehmung die mit einzelnen Projekten verbundenen Risiken nur im Zusammenhang mit den Risiken aller anderen Projekte zu beurteilen. Zum anderen ist diese *Portfolio-Betrachtung* auch auf die Ebene des Aktionärs auszudehnen: «For the majority of corporate uses, the relevant context for measuring risk is *not* the individual corporation's portfolio of assets, but rather the cumulative portfolio of the corporation's stockholders – both actual and potential»<sup>54</sup>. Diese Aussage läuft letztlich darauf hinaus, sowohl auf der Ebene einzelner Projekte wie auch der Unternehmung im Sinne einer Verhaltensmaxime lediglich die *systematischen Risiken* zu berücksichtigen<sup>55</sup>, da die firmenspezifischen Risiken von den Anlegern durch eine breite Streuung ihres Aktien-Portefeuille diversifiziert werden können.

Die moderne Finanzmarkttheorie gelangt zum Ergebnis, dass unter Sorgfalts- Gesichtspunkten lediglich die systematischen Risiken von Investitionsprojekten von Belang sind. Damit zeigt sich einmal mehr die *Problematik der aktienrechtlichen Ausrichtung der Sorgfaltspflicht am Gesellschaftsinteresse*, zumal dieses streng genommen dahingehend interpretiert werden muss, dass Investitionsentscheide am Gesamtrisiko und nicht am systematischen Risiko auszurichten sind. «Classic fiduciary principles have the effect of mandating a concern with total risk rather than nondiversifiable risks»<sup>56</sup>. Konsequenz weitergedacht impliziert die als Verhaltensmaxime geforderte Ausrichtung am Gesamtinteresse, dass eine Unternehmensleistung sich einem *Haftungsrisiko* aussetzt, wenn sie im Rahmen ihrer Kapitalbudgetierungsmethoden diversifizierbaren Risiken eine untergeordnete Bedeutung zuordnet. Die Ausrichtung am Unternehmensinteresse führt deshalb zu einem *falschen Risikokonzzept* oder – mit Blick auf die Praxis der vielfach benutzten *Kapitalbudgetierungstechniken* in grossen Publikumsgesellschaften – zur Anwendung von *Risikokonzzepten* im Rahmen wertorientierter Unternehmensführung, die bei genauer Betrachtung *mit dem geltenden Recht konfliktieren*.

### c) Entscheide unter Unsicherheit

Die oben beschriebene Problematik einer adäquaten rechtlichen Risikokonzption mag in der Praxis von geringerer Bedeutung sein: Entscheide über den alternativen Einsatz unternehmerischer Ressourcen sind in besonders ausgeprägtem Masse Entscheide unter Unsicherheit, die – mit gutem Grund – typischerweise in den Anwendungsbereich der *business judgement rule* fallen. Zum einen

<sup>54</sup> ROSENBERG/RUDD (1992) 79.

<sup>55</sup> Das systematische Risiko wird durch das sog. Beta gemessen, ein statistisches Risikomass, welches das systematische Risiko einer Investition (relativ zum «Markportfollio») angibt.

<sup>56</sup> HU (1990) 300.

stellt sich für die Gerichte aufgrund der Technizität des zu beurteilenden Sachverhalts ein inhärentes Informationsproblem, das eine inhaltliche Überprüfung von business judgements verbietet: «In determining the optimal time- and risk-investment behavior of corporations from a social optimality standpoint, economists would have to deal with issues which are not only analytically complex but which raise profound ethical dilemmas resistant to resolution on purely technical grounds»<sup>57</sup>. Zum anderen verbietet sich eine (richterliche) Beurteilung von Investitionsentscheidungen aufgrund von ex post entstandenen Informationen. Massgebend muss vielmehr immer der *Informationsstand zum Zeitpunkt eines Entscheides* sein, da ein anderer Massstab zu einem (zu) risikoaversen Verhalten der Unternehmensleitung führen würde.

### 3. Die business judgement rule – Schaffung eines safe harbor

#### a) Ökonomische Gründe für einen moderaten Überprüfungsstandard

Die im US-Recht zur Anwendung gelangende *business judgement rule*<sup>58</sup>, die Parallelen zu dem von den schweizerischen Gerichten in seinen Konturen festgelegten Sorgfaltsbild aufweist<sup>59</sup>, legt den Gerichten eine gewisse Zurückhaltung auf, Managemententscheide ex post einer eigentlichen Inhaltskontrolle zu unterziehen. Die business judgement rule bildet deshalb aus der Perspektive der Kontrakttheoretiker eine *Barriere*, Haftungsregeln zur Durchsetzung vertraglicher Ansprüche zu benutzen<sup>60</sup>.

Die Anwendung der business judgement rule, die *funktional* der Anwendung eines *moderaten Sorgfaltsmassstabes*<sup>61</sup> im schweizerischen Recht entspricht, lässt sich ökonomisch mit guten Gründen rechtfertigen: Wichtige Entscheide

<sup>57</sup> HU (1990) 350.

<sup>58</sup> Ausführlich BLOCK/BARTON/RADIN (1998).

<sup>59</sup> Die Problematik bzw. das Dilemma einer inhaltlichen Überprüfung unternehmerischer Entscheide kommt auch in den Ausführungen des Bundesgerichts zum Ausdruck: Nach BGE 108 V 203 und 103 V 125 sind an die Sorgfaltspflicht bei der Organatätigkeit zwar «grundsätzlich strenge Anforderungen zu stellen». Nach dem amtlich nicht publizierten BGE in Sem 1982 225f. ist aber in Rechnung zu stellen, dass eine komplexe Aufgabe, wie die Führung eines Unternehmens, keinen sehr strengen Massstab erträgt und dass es zulässig ist, vernünftige Risiken einzugehen. Ähnlich BOECKI (1996) 1622f. m.N.; FORSTMOSE/MEIER-HAVOZ/NOBEL (1996) § 28 N 24. Zum Einbezug der business judgement rule in die Interpretation des § 93 Abs. 2 dAktG vgl. DIMER (1999) 297f.; vgl. auch PAREGEN (1993) 196, der den Begriff der business judgement rule mit «*unternehmerischer Beurteilungsmächtigung*» übersetzt.

<sup>60</sup> Ausführlich EASTRERRA/ROCK/FISCHER (1991) 94.

<sup>61</sup> Gemäss der schweizerischen Lehre hafter der Verwaltungsrat für sorgfältige Entscheidungsfindung, jedoch nicht für materielle Richtigkeit eines Entscheides; Entsprechend genügt es, wenn bei sorgfältiger Entscheidungsfindung das Ergebnis sich im Rahmen des Vertretbaren bewegt (vgl. WIDMER, 1994, Art. 754, N 10ff.; VON DER CRONE, 1994, 7).

dungen im Geschäftsleben sind mit Risiken verbunden und müssen naturgemäss unter Zeitdruck und Unsicherheit gefasst werden. Entscheidungsträger sind zum Zeitpunkt ihres Entscheids meist mit einer *Reihe von alternativen Entscheidungsmöglichkeiten* konfrontiert, die mit *unterschiedlichen Ertragspotentialen und Risiken* verbunden sind. Ob die jeweiligen Entscheide und die unterliegenden Entscheidungsgrundlagen (Prognosen, Szenarien) richtig waren, erweist sich meist erst im Nachhinein: «If the decisionmaker makes a reasonable assessment of the probability distribution, and the outcome falls on the unlucky tail, the decisionmaker has not made a bad decision, because in any normal probability distribution some outcomes will inevitably fall on the unlucky tail»<sup>62</sup>.

Da wir gesehen haben, dass das Management in der Regel ohnehin stärker risikoavers ist als die Aktionäre als Träger der residualen Risiken, würde ein überzogener Sorgfaltsmassstab die *Risikoverstärkung des Management* entgegen den Interessen der Aktionäre weiter verstärken. Eine zu enge Kontrolle des Entscheidungsverhaltens durch die Gerichte hätte deshalb zur Folge, dass das Verhalten des Management von Publikumsgesellschaften in eine Richtung verändert würde, die mit *negativen allokativen Effekten* für die gesamte Volkswirtschaft verbunden wäre. Der business judgement rule oder funktional entsprechenden rechtlichen Konzepten kommt auf diesem Hintergrund die Funktion zu, das *Management vor Haftungsrisiken zu schützen*, welche das Management verleiten, im Rahmen seiner Handlungsalternativen systematisch Projekte mit einem zu geringen Risiko auszuwählen. Hinzu kommen fast unüberwindbare technische Hürden, die es ratsam erscheinen lassen, bei der *gerichtlichen Überprüfung der Qualität eines unternehmerischen Entscheides grosse Zurückhaltung zu üben*. Eine Überprüfung, welcher Risikograd für eine Gesellschaft noch tragbar und welche Art von Risiken noch akzeptabel gewesen wären, ist mit fast unlösbaren methodischen Problemen verbunden. Die business judgement rule bzw. der im schweizerischen Recht zur Anwendung gelangende *moderate Sorgfaltsmassstab* tragen auf diesen Hintergrund implizit dem Umstand Rechnung, dass es im allgemeinen Interesse liegt, dass Manager und nicht Aktionäre oder Richter unternehmerische Entscheide treffen.

Dieser ökonomischen Logik folgend wird im US-Recht ein reduzierter *Überprüfungsstandard* (standard of review) angewendet, wenn die Bedingungen der Anwendung der business judgement rule<sup>63</sup> erfüllt sind. Dabei wird dem Um-

<sup>62</sup> EISENBERG (1993) 444.

<sup>63</sup> Nach EISENBERG (1993) 441, ist die Anwendung der business judgement rule im US-Recht an vier Bedingungen gebunden: 1. a business judgement must have been made; 2. a reasonable decision making process must have been employed; 3. the decision must have been taken in subjective good faith; 4. the director or the officer may not have a financial interest in the subject matter of the decision. Gemäss der vom American Law Institute formulierten Fassung der business judgement rule beinhaltet diese drei Hauptelemente: disinterested judgement, informed judgement, rational belief (ausführlich MERKT, 1991, 402ff.).

stand Rechnung getragen, dass vernünftige unternehmerische Entscheide sich in einem den konkreten Umständen entsprechenden mehr oder weniger weiten Spektrum bewegen können. Unternehmerische Entscheide werden demgemäss von der business judgement rule gestützt, wenn sie einen minimalen Grad von Vernünftigkeit aufweisen bzw. *rational*<sup>64</sup> sind, wobei «only a minimal requirement of some basis of reason»<sup>65</sup> verlangt wird. Mit der Anwendung des Rationalitätskriteriums erfolgt demnach unter der business judgement rule eine *eng limitierte, qualitative Überprüfung* eines Geschäftsentscheides anhand *objektiver Kriterien*<sup>66</sup>. Der im Rahmen der business judgement rule angewandte Rationalitätsstandard sichert damit eine minimale Verantwortung der Organmitglieder und verhindert, dass Vermögenswerte der Gesellschaft verschleudert werden. Gleichzeitig wird aber auch eine Barriere aufgestellt, unternehmerische Entscheide einer nachträglichen, umfassenden qualitativen Überprüfung zu unterwerfen.

#### b) Die Funktion prozeduraler Verhaltensstandards

Die ökonomische Analyse der business judgement rule erklärt auch, warum bei der qualitativen Überprüfung unternehmerischer Entscheide eine (noch) grössere Zurückhaltung angebracht ist als im Rahmen der Überprüfung formaler und prozeduraler Pflichten der Organmitglieder, wie die Kontrollpflicht (duty of monitoring), die Ermittlungspflicht (duty of inquiry) und die Pflicht, einen vernünftigen Entscheidungsprozess einschliesslich einer ausreichenden Informationsbeschaffung anzuwenden (duty to employ a reasonable decision-making process)<sup>67</sup>. Die Befolgung *prozeduraler Verhaltensstandards* trägt zum einen dazu

<sup>64</sup> Das Rationalitätskriterium als massgebender Überprüfungsstandard von Entscheiden die unter die business judgement rule fallen, findet sich auch in den vom American Law Institute vorgeschlagenen Principles of Corporate Governance (Principles of Corporate Governance, 1992, § 4.01(c)(3)). Vgl. hierzu auch MERKT (1991) 407.

<sup>65</sup> 735 F.2d 678 n.32 (2d Cir. 1984). Zur Praxis des US-Rechts und den teilweise abweichenden Formulierungen des Rationalitätskriteriums («some rationality», Voraussetzung eines nachvollziehbaren Geschäftszwecks bzw. «business purpose») vgl. MERKT (1991) 401, 407.

<sup>66</sup> EISENBERG (1993) 442, weist dabei auf den vielfach übersehenen Umstand hin, dass zwischen dem an die Organmitglieder gerichteten *Verhaltensstandard* (prudence or reasonability standard) und dem an die Gerichte gerichteten *Überprüfungsstandard* (rationality standard) letztlich aufgrund der inhärenten Probleme eines second guessing von Geschäftsentscheiden ein Unterschied besteht, wobei der Überprüfungsstandard geringere Anforderungen als der Verhaltensstandard setzt.

<sup>67</sup> Ob damit die prozeduralen Pflichten der business judgement rule entzogen werden sollen oder die business judgement rule insbesondere auch auf die Informationsbeschaffungspflicht ausgedehnt werden soll, scheint im US-Recht umstritten. Für die erstere Konzeption EISENBERG (1993) 448: «Accordingly, the duty to monitor, the duty of inquiry, and the duty to employ a reasonable decision-making process are normally not protected by the business judgement rule». Demgegenüber FISCHER 1985, 1439: «... the (business judgement) rule

bei, die Rationalität der Entscheidungsprozesse und die Qualität der Entscheidung zu verbessern. Zum andern ist die nachträgliche Überprüfung der Einhaltung eines *prozeduralen Mindeststandards* mit geringeren Risiken für die Organmitglieder verbunden: «... a review of whether a director or officer has complied with the monitoring and process aspects of his role – such as attending meetings, reading reports, and doing his homework – will usually be subject to less risk or error than a review of whether a decision that the director or officer made was reasonable»<sup>68</sup>.

Aber auch an die prozeduralen Verhaltenspflichten dürfen im Rahmen des Überprüfungsstandards keine zu hohen Anforderungen gestellt werden. So ist im Rahmen rationaler Entscheidungsprozesse insbesondere zu berücksichtigen, dass die *Informationsbeschaffung mit hohen Kosten verbunden* sein kann und *rasches Entscheiden* oftmals eine zentrale Rolle für den Erfolg eines Projektes spielt. Entsprechend besteht zwar eine Informationsbeschaffungspflicht, aber keine Pflicht, sich alle denkbaren Informationen unbesehen ihrer Entscheidungsrelevanz und ihrer Kosten zu beschaffen<sup>69</sup>. Aus dem ökonomischen Kalkül lassen sich vielmehr die zwei wichtigsten Elemente der Informationspflicht ableiten, nämlich eine *Aufmerksamkeit gegenüber potentiell wichtigen Problemen der Gesellschaft und fundierte Entscheide in Angelegenheiten, die für die Gesellschaft von zentraler Wichtigkeit sind*<sup>70</sup>. So muss es bei wichtigen Investitionsentscheidungen von Publikumsgesellschaften genügen, wenn sich die Unternehmensleitung der wirtschaftlichen Tragweite des Entscheids entsprechend angemessene Informationen beschafft und eine adäquate Kapitalbudgetierungstechnik als Grundlage für ihre Entscheide anwendet. Der Entscheider, welche und wieviel Informationen beschaffen sollen, muss damit letztlich wiederum dem Management überlassen werden, das über spezifisches Entscheidungswissen verfügt. Auch im Rahmen der Überprüfung der Einhaltung prozeduraler Pflichten verbietet sich deshalb ein

limits the scope of judicial review of the merits of managerial decision in a wide variety of situations». Gemäss der Fassung des American Law Institute ist ein informed judgement eines der drei Hauptelemente der business judgement rule, was eine der Anwendung der business judgement rule vorgängige Überprüfung dieses Elements impliziert. Welche dogmatische Konzeption immer auch angewendet wird, muss für die angewandten Überprüfungsstandards letztlich entscheidend sein, dass die Risiken einer Fehlbeurteilung der Gerichte bei der qualitativen Überprüfung von business decisions (noch) höher als bei der Überprüfung prozeduraler Verhaltensstandards sind.

<sup>68</sup> EISENBERG (1993) 447.

<sup>69</sup> Zum Begriff des «informed judgement» als Element der business judgement rule vgl. MERKT (1991) 402f.

<sup>70</sup> BRADLEY/SCHIMANI (1989) 19.

«fall blown second guessing» der Gerichte<sup>71</sup>. «Stellt Haftung auf Einhaltung einer Vielzahl von Regeln richtiger Unternehmensführung ab, so fördert sie die *Leistungsbürokratie*, nicht unbedingt unternehmerisches Verhalten»<sup>72</sup>.

#### 4. Relative Vorteile marktlicher Kontrollmechanismen

Sorgfaltspflichten können nur sehr beschränkt dazu beitragen, Agenturprobleme wie ein zu geringes Anstrengungsniveau und persönliche Unfähigkeit zu lösen. *Es ist sehr wohl möglich, dass Geschäftsführung und Verwaltungsrat prozedurale Verhaltensstandards weitgehend perfekt erfüllen und dennoch die wichtigsten technologischen und marktlichen Entwicklungen verschlafen*. Mit Sorgfaltspflichten lässt sich das Entscheidverhalten des Management nur negativ in dem Sinne *normieren*, dass Fälle extremer Unsorgfalt sanktioniert werden. Noch weniger gut eignen sind Sorgfaltspflichten zur *Steuerung des Risiko- und Zeitverhaltens* bei wichtigen Investitionsentscheiden. Wie oben ausgeführt wurde, besteht das zentrale Agenturproblem aus der Sicht ausreichend diversifizierter Aktionäre nicht darin, dass zu hohe, sondern dass in der Regel zu *tiefe Risiken* eingegangen werden. Hinzu kommt, dass der Ausrichtung der Sorgfaltspflichten am Interesse der Unternehmung eine Tendenz innewohnt, die Geschäftspolitik am *Totalrisiko* und nicht am *systematischen Risiko* unternehmerischer Projekte auszurichten. Entsprechend muss befürchtet werden, dass von überzogenen und falsch ausgestalteten Sorgfaltspflichten negative Anreizeffekte auf bestimmte, ausgesprochen wünschenswerte unternehmerische Tätigkeiten ausgehen, wie beispielsweise auf *Investitionen in Forschung und Entwicklung*, die ein hohes Gesamtrisiko, aber tiefe nicht-diversifizierbare Risiken aufweisen. Es wäre deshalb aus normativer Sicht wünschenswerter, auch Haftungsklagen zuzulassen, welche den Organmitgliedern vorhalten, zu wenig hohe (unsystematische) Risiken eingegangen zu sein. Es ist nun allerdings nicht allzu schwer sich auszumalen, dass in der Praxis solchen Klagen kaum Erfolg beschieden sein dürfte<sup>73</sup>.

Es stellt sich damit die Frage, ob es nicht andere, nicht-rechtliche Mechanismen gibt, die sich besser eignen, die oben beschriebenen Agenturprobleme zu lösen. Ohne an dieser Stelle die einzelnen Marktmechanismen genauer zu analysieren, sei vermerkt, dass *interne und externe Märkte für Manager, Produktmärkte* wie auch die *Kapitalmärkte* wenn auch nicht perfekte, so doch durchaus

<sup>71</sup>

FISCHER (1985) 1439. Gegen überzogene prozedurale Verhaltensstandards auch MERTENS (1996) 156: «Die Tragweite dieses wichtigen Prinzips (die business judgement rule, d. V.) wird aber in dem Masse eingeschränkt, in dem das Regelwerk in bezug auf unternehmerisches Entscheidverhalten überhand nimmt und den unternehmerischen Ermessensspielraum der Organmitglieder überwachert».

<sup>72</sup>

MERTENS (1996) 161.

<sup>73</sup>

EISENBERG (1993) 445.

wirksame *Kontrollmechanismen* für das Management darstellen können<sup>74</sup>. So können von Märkten für Manager wie auch von Produktmärkten beträchtliche Sanktionswirkungen ausgehen. Ein Misserfolg einer Unternehmung wird in der Regel die *Reputation* eines Managers erheblich reduzieren und damit auch sein wirtschaftliches Fortkommen nachhaltig erschweren<sup>75</sup>. Wenig erfolgreiche Manager sind meist auch einem nicht unerheblichen Disziplinierungsdruck der *Märkte für Unternehmenskontrolle* ausgesetzt, soweit sie sich nicht durch wirkungsvolle Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen immunisieren können. Nichtrechtliche Mechanismen, wie etwa *monetäre Anreizsysteme*, die sich am relativen Erfolg der Geschäftspolitik eines Unternehmens ausrichten, sind vielfach weit besser als Sorgfaltspflichten geeignet, positive Anreize zur Erfüllung der Verhaltensstandards und zur Steuerung des Risiko- und Zeitwahlverhaltens von Organmitgliedern zu setzen<sup>76</sup>. Dabei kommt – wie oben bereits angedeutet wurde – der *Ausgestaltung dieser monetären Anreizsysteme* eine zentrale Rolle zu. Im weiteren nimmt die Zahl aktiver Aktionäre laufend zu, die in Verwaltungsräten von Publikumsgesellschaften Einsitz nehmen. Damit gewinnen aktive Aktionäre qua Verwaltungsrat direkte Einflussmöglichkeiten auf die wichtigen unternehmerischen Entscheide<sup>77</sup>. *Marktlische Kontrollmechanismen* und *aktive Aktionärsstrategien* sind deshalb der gerichtlichen Überprüfung der Einhaltung der Sorgfaltspflicht meist überlegen<sup>78</sup>. Angesichts der möglichen negativen Wirkungen einer gerichtlichen Überprüfung der Sorgfaltspflicht und der Überlegenheit von Marktmechanismen verbietet sich deshalb ein second guessing von business decisions, wenn keine eigenlichen Interessenkonflikte oder positionalen Konflikte bestehen, die unter die Treuepflicht fallen<sup>79</sup>.

<sup>74</sup> Ausführlich zur Funktionsweise von Marktmechanismen und ihrem Beitrag zur Durchsetzung vertraglicher Ansprüche in relationalen Verträgen GOERTZ/SCOTT (1981); KIERN/LEFFLER (1981); KRONMAN (1985); TELSER (1980) WILLIAMSON (1980).

<sup>75</sup> Ausführlich hierzu BRADLEY/SCHINAR (1989) 15ff.; EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 95ff.; Die Überlegenheit von Marktmechanismen betont auch COFFEY (1995) 200; A.L.I., Principles of Corporate Governance, § 7.07, Comment c and Reporter's Note; ROMANO (1993a) 450. BAKER/JENSEN/MURPHY (1988); JENSEN/MURPHY (1990); MITCHELL/ROBERT (1992) 388; GIBBONS/MURPHY (1992).

<sup>77</sup> Ausführlich siehe § 13, VII. 6.a).

<sup>78</sup> Die zentrale Frage ist hier wiederum nicht, ob die Märkte perfekt sind, sondern welcher Kontrollmechanismus – ob institutionell oder marktlich – unter welchen Voraussetzungen für die Entschärfung der unterschiedlichen Arten von Agencyproblemen wirkungsvoller und kostengünstiger ist.

<sup>79</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 100: «It is better to insulate all honest decisions from review than to expose managers and directors to review by judges and juries who do not face market pressure. The business judgment rule does this». Dass das Gericht im Nachhinein über «business» Informationen verfügt als die pflichtverletzenden Organe zum Zeitpunkt eines konkreten Entscheides verbessert die Situation kaum. Sie birgt – mit den Worten von Bär (1988) 527 – vielmehr die Gefahr, dass die historische Situation anhand «nachträglicher Prognosen» gemessen wird.

## 5. Strategisch motivierte Haftungsklagen

### a) Hold-out-Probleme

Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass Organhaftungsprozesse in der Regel eher *unternehmensschädlich* als nützlich sind<sup>80</sup>. Haftungsprozesse können sowohl die Reputation einzelner Organmitglieder als auch diejenige der Unternehmung beeinträchtigen. Mit Organhaftungsprozessen ist deshalb ein nicht unbeträchtliches Drohpotential verbunden. Räumt das Recht einzelnen Aktionären Ansprüche bzw. Klagerrechte ein, lassen sich diese allenfalls auch strategisch einsetzen, um private Vorteile<sup>81</sup> zu erreichen. Denkbar sind auch *Hold-out-Probleme*, indem einzelne Aktionäre versuchen, sich gegen gewisse, für die Unternehmung vorteilhafte Entscheidungen zu stellen und beispielsweise private Vorteile in Form von Zahlungen im Rahmen einer Vergleichsabrede zu erlangen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Haftungsprozesse vor allem im Falle einer Indemnifikation (Haftungsfreistellung durch die Gesellschaft) oder der Anpassung der D&O-Versicherungsprämien für die Aktionäre weitreichende Kostenfolgen haben können, ohne dass letztlich für die Unternehmung wegen der *Zirkularität der Haftungsfreistellung* ein Gewinn aus einem Organhaftungsprozess entsteht. Verfügt demgegenüber allein die Aktiengesellschaft über Ansprüche, werden Klagen in den meisten Fällen aus naheliegenden Interessen der Organmitglieder ohnehin unterbleiben. Entsprechend ergibt sich ein eigener *Zielkonflikt* bei der Zuordnung von Organhaftungsansprüchen: «Billigt man ... geringen Minderheiten oder gar Einzelaktionären Einfluss auf die Klageerhebung oder eigene Klagerrechte zu, so wirkt man zwar einer Unterlassung von Prozessen aufgrund von egoistischen Selbstverschonungserwägungen der zuständigen Organe entgegen; man läuft aber Gefahr, dass selbsternannte Funktionäre der Rechtsordnung das Unternehmen in Rechtsstreitigkeiten verwickeln, bei denen es selbst dann Schaden nimmt, wenn es Recht bekommen sollte»<sup>82</sup>.

### b) Steuerung der Klagehäufigkeit

Die *Häufigkeit strategischen Verhaltens* lässt sich auf verschiedene Art und Weise reduzieren bzw. regulieren. Zum einen kann strategisches Verhalten durch eine Ausdehnung des Anwendungsbereichs der business judgment rule eingeschränkt werden, da damit ein safe harbor für die Organmitglieder geschaffen wird. Nach

<sup>80</sup> Vgl. MERTENS (1995) 159.

<sup>81</sup> Zum Begriff der privaten Vorteile siehe § 13, VII. 6.f). Denkbar wären beispielsweise private Vorteile dissidenter Aktionäre in Form von Greenmail-Zahlungen.

<sup>82</sup> MERTENS (1995) 159.

FISCHER<sup>83</sup> rechtfertigt es denn auch die Gefahr strategischen Verhaltens einer Aktionärsminorität, alle Board-Entscheidungen, die als business judgements qualifiziert werden können, einer gerichtlichen Inhaltskontrolle zu entziehen.

Darüber hinaus ist es auch denkbar, durch *prozessuale Vorkehrungen* einen Filter gegen missbräuchliche strategische Verhaltensweisen einzubauen. So kann etwa die Zulassung einer Aktionärsklage an die Voraussetzung gebunden werden, dass der Kläger einen bestimmten Prozentsatz der Aktien einer Gesellschaft besitzt<sup>84</sup>. Im US-Recht ist es insbesondere die Klagevoraussetzung der *demand rule* – der Aktionär muss vor Erhebung der abgeleiteten Klage (derivative suit) dem board der corporation die Forderung (demand) unterbreitet haben, dass die corporation die Klage selbst erhebt<sup>85</sup> – die als einschränkendes Rechtsinstitut zur Ausschaltung missbräuchlicher Klagen dient<sup>86</sup>. Die Ausgestaltung der Verfahrensregeln und insbesondere die mit einer Klageerhebung verbundenen Kosten sind, wie sich an ausländischen Beispielen zeigt, offenbar eine zentrale *Determinante der Klagehäufigkeit* im Verantwortlichkeitsrecht. So hat etwa in Japan als Folge einer *Senkung der Verfahrenskosten* im Jahre 1993 die Klagehäufigkeit um ein Mehrfaches zugenommen<sup>87</sup>.

### c) Rechtliche Filter gegen strategisch motivierte Klagen

Geht man davon aus, dass Verfahrens- und insbesondere Kostenregelungen eine wichtige Funktion als *Filter zur Ausschaltung strategisch motivierter Aktionärsklagen* erfüllen, erscheint auch die Kostenregelung im schweizerischen Aktienrecht unter einem etwas anderen Licht: In der Lehre wurde verschiedentlich kritisiert, dass das Kostenrisiko bei Verantwortlichkeitsprozessen auch nach dem neuen Aktienrecht eine *tatsächliche Rechtsstrafe* darstellt<sup>88</sup>. Da sich die Höhe

der Verfahrenskosten aufgrund des Streitwertes bestimmt und die Praxis selbst bei der Klage des einzelnen Aktionärs aus unmittelbarem Schaden für die *Streitwertbestimmung* vom der Aktiengesellschaft zugefügten Gesamtschaden ausgeht, ergibt sich für klagende Aktionäre in der Tat ein *erhebliches Prozessrisiko*. Hinzu kommt, dass bei einem Schaden der Gesellschaft (mittelbarer Schaden) ähnlich wie beim Stimmrecht ein Problem des Trittbrettfahrerverhaltens besteht, indem auch alle übrigen Aktionäre von den Anstrengungen eines klagewilligen Aktionärs profitieren, der allein das Prozessrisiko trägt. Diese *Asymmetrie zwischen Risiko und Ertrag* klagender Aktionäre wird durch die Regel von Art. 756 II OR gemildert, wonach bei aufgrund der Sach- und Rechtslage begründetem Anlass zur Klage der Richter die Kosten nach seinem Ermessen auf den Kläger und die Gesellschaft verteilt.

Die Kostenregelung des schweizerischen Aktienrechts im Zusammenhang mit abgeleiteten Aktionärsklagen kann auf dem Hintergrund der obigen Ausführungen auch als ein *Filter gegen missbräuchliche Klagen* interpretiert werden: Einerseits werden strategisch motivierte Klagen, die wenig Aussicht auf Erfolg versprechen, durch eine wenig attraktive Kostenregelung abgescheckt. Indem der Richter zum andern angehalten wird, schon bei begründetem Anlass zur Klage und nicht nur bei einem Obsiegen des Klägers einen Teil der Kosten auf die Gesellschaft zu verschieben, wird andererseits das *Prozessrisiko für sachlich halbwegs begründete Klagen reduziert*.

Die schweizerischen Verfahrens- und Kostenregeln dürfen sich zwar für einzelne *Kleinaktionäre* als prohibitiv erweisen. Für grössere (aktive) *Blockaktionäre* stellen diese Regeln aber kaum ein *unüberwindbares Hindernis* für eine Klageerhebung dar. Angesichts der sich abzeichnenden zunehmenden Konzentration des Aktionariats in zahlreichen Publikumsgesellschaften erweisen sich die vielfach als tatsächliche Prozessschränke kritisierten Verfahrens- und Kostenregeln als ökonomisch durchaus sinnvoller Mechanismus zur Verhinderung missbräuchlicher strategischer Klagen. Aus ökonomischer Warte mag man aufgrund des *Trittbrettfahrerproblems* allenfalls bemängeln, dass ein klagender Aktionär selbst bei einem vollen Erfolg seiner Klage nach Art. 756 II OR keine Garantie hat, dass die Gesellschaft zur Tragung der gesamten Kosten verpflichtet wird<sup>89</sup>. Das Problem, dass ein klagender Aktionär auch bei einem Erfolg nicht mit Sicherheit seine vollen Kosten gedeckt erhält, wird bei Blockaktionären dadurch gemindert, dass diese sich mit einer erfolgreichen Klage eine *Reputation* als gewichtige aktive Aktionäre aufbauen können, die ihnen auch bei der Durchsetzung ihrer Interessen bei anderen Gesellschaften hilft. Die Trittbrettfahrerproblematik wird entsprechend zumindest teilweise dadurch kompensiert, dass Blockaktionäre mit Hilfe einzelner Klagen einen *Leverage* erzielen können.

<sup>83</sup> FISCHER (1985) 1444.

<sup>84</sup> Eine solche Regelung gilt bei der Sonderprüfung, die nach OR 697b I als Minderheiten- bzw. Gruppenrecht ausgestaltet ist. Für das deutsche Aktienrecht befürwortet auch ULMER (1999) 329, die lege ferenda die Einführung eines «Quorums im Sinne einer Minderheitenbefugnis anstelle des mit jeder Kleinakte verbundenen Einzelklagerichts».

<sup>85</sup> Ausführlich MERKT (1991) 485ff.

<sup>86</sup> CORFEE (1995) 207.

<sup>87</sup> In Japan wurden 1993 die Verfahrensregeln für Aktionärsklagen geändert, wobei die Kosten der Klageerhebung deutlich gesenkt wurden. Dabei hat sich gezeigt, dass der Bedarf an Aktionärsklagen ausgesprochen *kostenlos* ist. Mehr als 80 Aktionärsklagen wurden in den folgenden neun Monaten erhoben – beträchtlich mehr als zuvor seit Inkrafttreten der die Aktionärsklage regelnden Gesetzgebung im Jahre 1950 gesamtartig anhängig gemacht wurden (CORFEE, 1995, 167).

<sup>88</sup> Anstelle vieler KUNZ (1993) 122; VOGEL (1992) § 49 N 6; FORSTMOSER/MEIER-HAWOZ/NOBEL § 36 N 122.

<sup>89</sup> Vgl. hierzu auch KUNZ (1993) 124, Fn 77.

## IV. Die Treuepflicht

### 1. Interessenkonflikte i.e.S. und positionale Konflikte

#### a) Last period-Probleme bei fundamentalen Transaktionen

Während die Sorgfaltspflicht vor allem Agenturprobleme betrifft, bei denen die Organmitglieder aus Eigeninteresse oder Unfähigkeit verschwenderisch mit unternehmerischen Ressourcen umgehen, deckt die Treuepflicht in erster Linie diejenigen Fälle ab, in denen sich Geschäftsführung und Verwaltungsrat aus Eigeninteresse positionale oder vermögensnässige Vorteile zulasten der Gesellschaft bzw. Aktionäre verschaffen. Im Vordergrund stehen demnach Handlungen und Transaktionen, die sich als Interessenkonflikte i.e. Sinne oder als positionale Konflikte charakterisieren lassen. Angesichts der *immanenten Probleme der gerichtlichen Überprüfung von Sorgfaltsstandards* erstaut es nicht, dass die unter die Treuepflicht zu subsumierenden Fälle – wie insbesondere die Praxis zum US-fiduciary law zeigt – für die Gerichte vergleichsweise leichter zugänglich sind<sup>90</sup>. Zwar ist auch die nachträgliche inhaltliche Überprüfung von unter die *Treuepflicht* fallenden Transaktionen mit einer Reihe methodischer Probleme behaftet. Es ist in den meisten Fällen jedoch immer noch einfacher, Handlungen und Entschiede der Organmitglieder, die mit *Interessenkonflikten* oder *positionalen Konflikten* behaftet sind, im Nachhinein auf ihre materielle und prozedurale Fairness zu beurteilen, als dem Management/Verwaltungsrat eine Verletzung der Sorgfaltspflicht nachzuweisen<sup>91</sup>.

Aus der Sicht moderner Firmentheorien sind es nun nicht in erster Linie die klassischen mit Interessenkonflikten behafteten Geschäfte (Verräge der Gesellschaft mit Organmitgliedern, Aneignung einer Geschäftschance der Gesellschaft, konkurrierende Tätigkeiten), die in der Praxis grosser Publikumsgesellschaften das Hauptanwendungsgebiet der Treuepflicht ausmachen. Solche wirtschaftlich weniger bedeutende Interessenkonflikte werden in relationalen Verträgen wie dem Gesellschaftsvertrag in erster Linie durch den *Kontrollmechanismus der Reputation* eingeschränkt. In Amt und Würde stehende Manager und Verwaltungsräte, die gegenüber der Gesellschaft disloyal handeln riskieren, ihre Reputation zu beeinträchtigen. Entsprechend müssen sie mit einer Schwächung ihrer Posi-

tion und wirtschaftlichen Nachteilen rechnen, sodass sich eine Verletzung der Treuepflicht in den meisten Fällen wirtschaftlich gar nicht lohnt<sup>92</sup>.

Wesentlich grössere praktische Bedeutung kommt der Treuepflicht aus der Perspektive der modernen Agenturtheorie auf dem Hintergrund eines rasanten unternehmerischen Strukturwandels im Rahmen von vermögensrechtlichen Begünstigungen des Management im Zusammenhang mit *fundamentalen Transaktionen* der Gesellschaft (Unternehmensübernahmen, Änderungen wichtiger statutarischer Strukturregeln, Management Buyouts, asymmetrischer Spin-offs etc.) zu. Es handelt sich dabei um Transaktionen, bei denen für alle Beteiligten wirtschaftlich sehr viel auf dem Spiel stehen kann. Entsprechend kann es sich für (einzelne) Organmitglieder bei solchen Geschäften im Sinne eines *«take the money and run»* wirtschaftlich lohnen, sich zum Nachteil der Gesellschaft und der Aktionäre Vermögenswerte der Firma anzueignen. Da das Management sich bei diesen fundamentalen Transaktionen vielfach der Kontrolle der Kapitalmärkte und dem internen und externen Markt für Manager ein für allemal entzieht<sup>93</sup>, ist zudem die *Gefahr opportunistischen Verhaltens relativ gross*. «The typical interested director transaction involves a one-shot deal in which the fiduciary attempts to profit through ordinary commercial dealings with the corporation»<sup>94</sup>. In diesen Fällen, die *grosse distributive Wirkungen* zuungunsten der Gesellschaft und der Aktionäre haben können, bleibt den Aktionären – allenfalls neben einem Austrittsrecht – vielfach nur die auf die Treuepflicht gestützte gerichtliche Klage als Behelf ihrer Interessensicherung<sup>95</sup>.

#### b) Ökonomische Gründe für interessenbehaftete Transaktionen

Grundsätzlich würde das Recht über die Möglichkeit verfügen, Transaktionen weitgehend zu verbieten, wenn diese mit einem Interessenkonflikt zwischen Organmitgliedern und Aktiengesellschaft verbunden sind. Abgesehen von Konzernverhältnissen, deren Betrachtung hier ausgeklammert wird, ist die *Festlegung von Entlohnungsprogrammen* der Geschäftsführung die einzige mit einem Interessenkonflikt behaftete business decision, die sich theoretisch nicht vermeiden lässt<sup>96</sup>. Dass die geltenden Aktienrechte auch für andere Fallgruppen

<sup>90</sup> Vgl. COOTER/FREEDMAN (1991) 1074, wonach die Treuepflicht den Kern der fiduciary duty darstellt. Zu den empirischen Resultaten für die USA, welchen diesen Befund bestätigen vgl. ROMANO (1993a) 60; ähnlich SCOTT (1983) 933. «(V)ery few cases have imposed liability solely on the basis of a violation of the duty of care».

<sup>91</sup> Ähnlich COFFEY (1989) 1622, für Interessenkonflikte zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären: «From its ex post perspective, a court can more easily determine if opportunistic advantage has been taken of the minority».

<sup>92</sup> In diesem Sinne COOTER/FREEDMAN (1991) 1073: «... a finding of disloyalty may affect adversely the fiduciary's reputation, which may result in significant economic losses».

<sup>93</sup> Diese Fälle werden denn auch als *Problem der letzten Periode* bezeichnet (EASTERBROOK/FISCHE, 1991, 169).

<sup>94</sup> MITCHELL (1993) 441.

<sup>95</sup> In der schweizerischen Doktrin und Gerichtspraxis ist diese Dimension der Treuepflicht bis anhin noch kaum ausgelotet worden.

<sup>96</sup> Vgl. EISENBERG (1988) 1006: «Compensation transactions are the only «necessary» conflict transaction».

kein generelles Verbot vorsehen, sondern fast durchgängig *eigeninteressenbehafte Transaktionen unter bestimmten Voraussetzungen zulassen*, hat seine guten ökonomischen Gründe. Diese Art von Transaktionen können in einer Reihe von Fällen sowohl der Gesellschaft wie auch den involvierten Organmitgliedern zum wirtschaftlichen Vorteil gereichen. Ein anschauliches Beispiel dafür sind sog. *Management Buyouts*, die mit einem Verkauf der Firma bzw. einzelner Vermögenswerte an geschäftsführende Organmitglieder verbunden sind. In verschiedenen Wirtschaftszweigen (z.B. hochspezialisierte Dienstleistungen, humankapitalorientierte Technologien) kann der Wert einer Firma oder einzelner Geschäftsbereiche einer Firma wesentlich vom *spezifischen Humankapital des Managements* abhängig sein. Ein Management Buyout kann deshalb sowohl für die Gesellschaft/Aktionäre wie auch das Management wirtschaftlich attraktiver als ein Verkauf an Dritte sein, bei dem die Gefahr besteht, dass ein Teil des Humankapitals entwertet wird.

Aus individueller wie auch gesellschaftlicher Warte macht es generell Sinn, eigeninteressenbehafte Transaktionen *immer dann zuzulassen, wenn dadurch die gemeinsamen Vermögenswerte von Aktionären und Management erhöht werden*<sup>97</sup>. Entsprechend muss aus normativer Warte das *regulatorische Ziel* darin bestehen, die Treupflicht rechtlich so auszugestalten, dass zum einen disloyales Verhalten zulasten der Gesellschaft und Aktionäre präventiv verhindert wird und zum andern werstigernde Transaktionen nicht unnötig erschwert werden<sup>98</sup>. Dies ist denn auch die Aufgabe der im Rahmen der Treupflicht angewandten materiellen und prozeduralen Fairness-tests.

## 2. Materielle und prozedurale Fairness-Tests

### a) Sachliche Verschränkung von prozeduralen und materiellen Verhaltenspflichten

Will das Recht Transaktionen, die mit Interessenkonflikten verknüpft sind, nicht ausnahmslos verbieten, bieten sich *zwei regulatorische Alternativen* an. Mit Interessenkonflikten behaftete Geschäfte können zum einen auf ihre *materielle Angemessenheit* geprüft und/oder zum andern an die *Einhaltung bestimmter prozeduraler Regeln* gekoppelt werden. Dabei lassen sich materielle und prozedurale Fairness-Tests auch in verschiedener Art und Weise miteinander verknüpfen.

Bei einer Überprüfung der materiellen Angemessenheit steht die sachliche Angemessenheit eines Geschäftsentscheides in Frage. Dies bedingt eine nachträgliche inhaltliche Überprüfung eines Geschäftes durch die Gerichte. Im Rah-

men eines solchen *materiellen Fairness-Tests* muss abgeklärt werden, ob die Konditionen und Bedingungen für die Gesellschaft und die Aktionäre «fair» sind oder aber zu einer Benachteiligung führen. Am einfachsten ist ein solcher *materieller Fairness-Test*, wenn auf Marktpreise abgestellt werden kann. Kommt ein Geschäft zu Marktpreisen, d.h. mit den gleichen terms and conditions zustande wie mit einem unbeteiligten Dritten («*at arms length*»), kann eine Benachteiligung weitgehend ausgeschlossen werden<sup>99</sup>. Gerade bei Interessenkonflikten im Zusammenhang mit den oben aufgeführten fundamentalen Transaktionen wie auch bei positionalen Interessenkonflikten besteht die Problematik nun aber darin, dass *eigentliche Marktpreise als Referenzmassstab* für die Gerichte meist nicht zur Verfügung stehen. Vielfach schwierig zu ermitteln ist die materielle Fairness eines Geschäftes insbesondere auch bei Mutter-Tochter-Transaktionen innerhalb von Konzernbeziehungen<sup>100</sup>.

Neben einer inhaltlichen Prüfung lassen sich interessenbelastende Transaktionen auch über prozedurale Regeln steuern. Solche Geschäfte können an eine *vorgängige oder nachträgliche Genehmigung*<sup>101</sup> durch einzelne Organe (Verwaltungsrat<sup>102</sup>, Generalversammlung<sup>103</sup>) gebunden werden, wobei in Lehre und Rechtsprechung meist gefordert wird, dass die *Träger des Interessenkonfliktes* von der Stimmabgabe ausgeschlossen werden.

Da bei eigeninteressenbehafte Transaktionen die involvierten Organmitglieder in der Regel über ausgeprägte *Informationsvorrechte* verfügen, sind im Rahmen der prozeduralen Regeln auch hohe Anforderungen an die *Offenlegung wesentlicher Informationen* zu stellen<sup>104</sup>. Entsprechend wird im US-Recht bei einer Genehmigung durch disinteressierte Verwaltungsräte verlangt, dass «the material facts of the transaction and the director's interest were disclosed or known to the board of directors or a committee of the board of directors ...»<sup>105</sup>. Um «secret profits»<sup>106</sup> der Organmitglieder zu verhindern, bedarf es demnach

<sup>97</sup> Vgl. VON DER CRONE (1994) 6.

<sup>98</sup> Vgl. MITCHELL (1993) 474.

<sup>101</sup> Entsprechend wird im US-Aktienrecht nach «approval» und «ratification» unterschieden (HANSON/JOHNSON/ALEXANDER, 1990, 2089).

<sup>102</sup> Gemäss schweizerischer Lehre und Rechtsprechung kann eine interessenbehafte business decision zum einen von den übrigen Verwaltungsräten (vgl. hierzu WÄTTER, 1985, 159; ZöBL, 1989, 309ff.) oder aber von den unabhängigen (externen) Verwaltungsräten (VON PLANTA, 1988, 122f) genehmigt werden. Zu einem approval durch disinterested directors im US-Recht vgl. EISENBERG (1993) 452f.

<sup>103</sup> Ausführlich VON DER CRONE (1994) 8f.

<sup>104</sup> Zur Orientierungspflicht als praktische Verhaltensregel im Interessenkonflikt vgl. auch BÖCKRI (1996) Rz 1645e.

<sup>105</sup> Model Business Corporation Act § 8.31.

<sup>106</sup> COOTER/FREEDMAN (1991) 1054.

<sup>97</sup> Transaktionen, welche diese Voraussetzung erfüllen, sind Kaldor-Hicks-effizient.

<sup>98</sup> COOTER/FREEDMAN (1991) 1051.

einer Offenlegung des Interessenkonflikts wie auch der Konditionen und Bedingungen der Transaktion einschliesslich aller wesentlichen Fakten<sup>107</sup>.

Insbesondere bei den oben angesprochenen fundamentalen Transaktionen lassen sich materielle und prozedurale Anforderungen nicht vollständig trennen. Vielmehr ist bei solchen Geschäften davon auszugehen, dass das Management im Vergleich zu Drittparteien in der Regel über eine *bevorzugte Verhandlungsposition* verfügt: «When the transacting party is, instead, a corporate fiduciary, she has positional and informational advantages over third parties that may cause the corporation to prefer to do business with her or give her insights into corporate weakness»<sup>108</sup>. *Positionale Vorteile und Informationsvorsprünge* öffnen dem Management auch Möglichkeiten zu *strategischem Verhalten* bei Verhandlungen mit Drittparteien. Die normative Forderung, dass die Organmitglieder bei fundamentalen Transaktionen so weit wie möglich *Aktionsbedingungen* schaffen sollen, muss deshalb durch prozedurale Regeln unterstutzt werden.

Um dem *Prinzip der «at arms length negotiation»* verstärkt zum Durchbruch zu verhelfen, ist deshalb bei interessensbehafteren fundamentalen Transaktionen als weitere prozedurale Anforderung zu verlangen, dass Verhandlungen in einer Art und Weise strukturiert werden, die *unabhängige Verhandlungen mit interessierten Drittparteien* ermöglicht. Dazu bedarf es neben der Offenlegung wesentlicher Fakten allenfalls auch der *Einschaltung unabhängiger spezialisierter Intermediäre*, welche die Verhandlungen für die Gesellschaft führen. Ziel muss es dabei sein, ein Geschäft so zu strukturieren, dass es möglichst weitgehend einer *arms length transaction* gleichkommt<sup>109</sup>. Die mit Informationsvorsprüngen und positionalen Vorteilen verbundene Problematik legt es nahe, dass sich in der Praxis prozedurale und inhaltliche Fairness-Tests letztlich nicht immer strikt trennen lassen. Die Art und Weise, wie Verhandlungen bei fundamentalen Transaktionen strukturiert werden, ist vielfach nicht ohne Auswirkungen auf das inhaltliche Ergebnis einer Verhandlungssituation, in der sich das Management einer Unternehmung und Drittparteien als potentiell Interessierte gegenüberstehen.

#### b) Besonderheiten positionalen Konflikte

Geht es um *rein positionale Konflikte*, bei denen das Management nicht eigentlich Partei einer fundamentalen Transaktion ist, ergibt sich ein zusätzliches Pro-

<sup>107</sup> COOTER/FREEDMAN (1991) 1055.

<sup>108</sup> MITCHELL (1993) 482. Ähnlich BOXBAMM (1985) 1723, wonach neben Informationspflichten eine Pflicht besteht, einen Verhandlungsprozess zu simulieren («creating a simulated negotiation process»).

<sup>109</sup> MITCHELL (1993) 460.

blem. Da bei dieser Art von Geschäftsentscheiden das gesamte Management und meist auch die Mehrzahl der Verwaltungsratsmitglieder in ihren ureigenen Interessen berührt sind, steht kein adäquates Teilergium mit desinteressierten Verwaltungsratsmitgliedern zur Verfügung, das solche Geschäfte absegnen könnte<sup>110</sup>. Für eine Reihe positionalen Konflikte, wie die Abänderung wichtiger struktureller Regeln oder feindliche Unternehmensübernahmen, ist ein eigenliches Stimmrechtsverbot für «Interessenträger» deshalb wenig praktikabel.

Dies führt dazu, dass bei besonders komplexen Geschäften, die mit positionalen Konflikten verbunden sind, eine auf dem Lückenfüllungsmechanismus der Treuepflicht beruhende Regulierung einem *explicit contracting* bzw. einer gesetzlichen Regelung unterliegen sein kann, welche für solche Transaktionen detaillierte prozedurale und materielle Normen vorsieht. Als ein solches *explicit contracting* ist beispielsweise die vom schweizerischen Gesetzgeber im neuen Börsengesetz verankerte *Übernahmeregulierung* zu verstehen, die für Unternehmensübernahmen als besonders komplexe Gruppe von positionalen Konflikten eine Sonderlösung mit expliziten Regeln geschaffen hat. Anders als im US-Recht, wo Unternehmensübernahmen mehr noch über den Lückenfüllungsmechanismus der Treuepflicht gesteuert werden, unterstehen Unternehmensübernahmen im schweizerischen Recht prozeduralen und materiellen Normen, welche Struktur, Ablauf und selbst die Konditionen einer Übernahme vergleichsweise detailliert vorgeben. Der Steuerungsmechanismus der Treuepflicht zeichnet sich zwar durch eine grössere *Flexibilität* aus, *Übernahmeregeln im Sinne eines explicit contracting* weisen demgegenüber jedoch den Vorteil auf, dass Ablauf und Konditionen für die betroffenen Akteure *besser voranschaubar und kalkulierbar* sind.

### 3. Fairness-Test oder Business Judgement Rule?

#### a) Legitimierung durch Verfahren oder materielle Überprüfung?

Angesichts der nachfolgend beschriebenen immanenten Schwächen einzelner prozeduraler Regeln ist es naheliegend, dass bei Transaktionen mit Interessenkonflikten *keine ausschliessliche Legitimierung durch Verfahren* erfolgen soll. In Frage steht nun aber, ob eigeninteressenbehafte Transaktionen einem eigentlichen inhaltlichen Fairness-Test unterzogen werden oder ob diese der business judgement rule bzw. einem *funktional entsprechenden sehr weiträumigen Überprüfungsstandard* unterstehen sollen. Auffallend ist, dass diese Frage in der ame-

<sup>110</sup> Von der Natur der Sache her ist insbesondere auch im Rahmen von Konzernbeziehungen eine Genehmigung durch ein desinteressiertes Verwaltungsratsmitglied meist nicht möglich.

rikanischen Lehre, die sich aus ökonomischer Warre am eingehendsten mit dieser Problematik befasst hat, kontrovers diskutiert wird:

An einem Ende des Spektrums unterschiedlicher Meinungen stehen EASTERBROOK/FISCHEL<sup>111</sup>, die eine *Beschränkung auf einen prozeduralen Fairness-Test* bzw. eine *Ausdehnung der business judgement rule* auf unter die Treupflicht fallende Transaktionen befürworten. Begründer wird diese Position hauptsächlich mit dem Argument, dass Reputationsmechanismen das Risiko unfairer Insichgeschäfte stark reduzieren und die wenigen missbräuchlichen Fälle angesichts der vergleichsweise hohen Kosten und Fehlerquoten gerichtlicher Entscheide eine materielle Überprüfung nicht rechtfertigen. Einzelne Autoren sehen diesen Ansatz, wonach bei Einhaltung der prozeduralen Anforderungen eine grosse Zurückhaltung bei der inhaltlichen Überprüfung von interessenbelastenden Transaktionen geübt wird, durch die Praxis der US-Gerichte bestätigt: «Courts have tended to emphasize aspects of procedural fairness far more heavily than a best price notion of fairness»<sup>112</sup>. Entsprechend wird der von den US-Gerichten verschiedentlich angewandte sog. «*waste standards*» als funktionales Korrelat zur business judgement rule betrachtet<sup>113</sup>.

Eine *mittlere Position* zwischen umfassender inhaltlicher Überprüfung und Anwendung der business judgement rule wird u.a. von EISENBERG vertreten, wonach aufgrund der mangelnden faktischen Objektivität desinteressierter Verwaltungsräte und den immanenten Schwächen einer Genehmigung durch die Generalversammlung auch bei Einhaltung der prozeduralen Anforderungen auf einen im Vergleich zur business judgement rule weitergehenden inhaltlichen Fairness-Test nicht verzichtet werden kann: «Because directors who are disinterested under the bounded corporate-law definition may nevertheless not be factually objective, the law should require a fairness review even of self-interested transactions that have been approved by disinterested directors»<sup>114</sup>. In die gleiche Richtung zielen auch die entsprechenden Bestimmungen des Model Business Corporation Act, wonach *neben den prozeduralen Anforderungen als zusätzlicher*

<sup>111</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 104f.

<sup>112</sup> MITCHELL (1993) 455. In diesem Sinne auch HENN/JOHNSTON/ALEXANDER ((1990) 2092: «[T]he courts have consistently held that transactions approved by disinterested directors are subject only to the business judgment rule».

<sup>113</sup> EISENBERG (1993) 457; HANSON/JOHNSTON/ALEXANDER (1990) 2091. Dieser «waste standard» findet sich auch in section 1.42 der Principles of Corporate Governance: «(A) transaction constitutes a *waste of corporate assets* (Hervorhebung d.d.V.) if it involves an expenditure of corporate funds or a disposition of corporate assets for which no consideration is received in exchange and for which there is no rational business purpose, or, if consideration is received in exchange, the consideration the corporation receives is so inadequate in value that no person of ordinary sound business judgment would deem it worth that which the corporation has paid».

<sup>114</sup> EISENBERG (1993) 453.

licher *Erfordernis* gilt: «that the board's action be, in its reasonable judgment, in the best interests of the corporation – that is, that the action will, as the board judges the circumstances at hand, yield favorable results (or reduce detrimental results) as judged from the perspective of furthering the corporation's business activities»<sup>115</sup>. Eine inhaltliche Überprüfung im Sinne eines umfassenden Fairness-Tests soll aber dennoch unterbleiben, falls den prozeduralen Anforderungen genüge getan wurde: «This standard is intended to be easier for the interested director or officer to satisfy than a pure-fairness standard but harder to satisfy than the business-judgment standard»<sup>116</sup>.

Am *anderen Ende* des möglichen Spektrum von Überprüfungsstandards von unter die Treupflicht fallenden Geschäften steht ein umfassender *pure-fairness test*, der insbesondere dann zur Anwendung gelangt, wenn mit Interessenkonflikten belastete Transaktionen nicht durch desinteressierte Verwaltungsräte oder die Generalversammlung genehmigt wurden<sup>117</sup>. Dabei wird der Beurteilungsspielraum weit enger gezogen, wobei aber auch bei diesem Test dem Umstand Rechnung getragen wird, «(that) *fairness is a range not a point*»<sup>118</sup>.

Auch in der schweizerischen Lehre wird bei Transaktionen mit Interessenkonflikten von einzelnen Autoren, wie VON DER CRONE, eine *weitergehende inhaltliche Überprüfung als bei Geschäftsmitschleiden ohne Interessenkonflikte* verlangt, bei denen im Sinne der business judgement rule lediglich Vertretbarkeit eines Entscheids vorausgesetzt wird: «Anders als nach der allgemeinen, den Entscheidungsspielraum des Verwaltungsrates schützenden Ordnung genügt es hier (Handeln unter Interessenkonflikt, d.V.) nicht, dass der Entscheid vertretbar ist»<sup>119</sup>.

#### b) Argumente für einen «intermediäre standard»

Eine ökonomische Analyse der aktienrechtlichen Treupflicht sieht sich auf dem Hintergrund der obigen Ausführungen mit der grundsätzlichen Frage konfrontiert, *wann eigeninteressensbelastete Geschäfte anders als unter die Sorgfaltspflicht fallende Geschäftsmitschleide nicht der business judgement rule, sondern selbst bei Einhaltung der prozeduralen Fairness-Regeln einem strengeren Überprüfungsstandard*

<sup>115</sup> Section 8.30(a) Model Business Corporation Act.

<sup>116</sup> EISENBERG (1993) 454. Verschiedentlich wird von Gerichten in den USA auch ein sog. «small test» angewandt, «(which) is more rigorous than the business judgment rule» (ausführlich EISENBERG, 1993, 455). Nach EISENBERG (1993) 456, kann auch der vom American Law Institute vorgeschlagene Fairness-Test als intermediäre test eingestuft werden (vgl. A.L.I., Principles of Corporate Governance, § 5.02: «When the terms of the transaction approved are manifestly unfavorable, the good faith of the approving directors may be called into question»); vgl. auch MITCHELL (1993) 459.

<sup>117</sup> A.L.I., Principles of Corporate Governance, § 5.02.

<sup>118</sup> EISENBERG (1993) 27.

<sup>119</sup> VON DER CRONE (1994) 8.

*unterstehen sollen.* Zum einen ist in Beantwortung dieser Frage anzumerken, dass prozedurale Regeln nie einen vollständigen Ersatz für einen materiellen Fairness-Test darstellen können. Insbesondere ist es nicht einfach, eine adäquate *Definition eines «desinteressierten Verwaltungsrates»* zu finden, welche auch dessen faktische Objektivität sicherstellt.<sup>120</sup> Die Möglichkeit, dass auch desinteressierte Verwaltungsräte unfaire Geschäfte genehmigen, ist deshalb nicht von der Hand zu weisen. Hinzu kommt, dass insbesondere bei den hier im Vordergrund stehenden fundamentalen Transaktionen und positionalen Konflikten in erster Linie die geschäftsführenden Verwaltungsräte als interessiert gelten, die gegenüber den «desinteressierten» Verwaltungsräten in der Regel über einen grossen Informationsvorsprung und damit auch die Möglichkeit verfügen, diesen *selektive Informationen* zukommen zu lassen, die stark von ihren Eigeninteressen geleitet sind. Zum andern garantiert auch eine Genehmigung durch die Generalversammlung aufgrund der an anderer Stelle behandelten immanenten Problematik des Stimmrechtsmechanismus in keiner Weise die *materielle Fairness einer interessent-behafteten Transaktion*.<sup>121</sup> Entsprechend muss gefolgert werden, dass die Einhaltung prozeduraler Regeln allein kein Garant für die materielle Fairness von interessent-behafteten Unternehmensentscheiden sein kann.

Dennoch dürfte es aus ökonomischer Sicht Sinn machen, der *Einhaltung prozeduraler Regeln* ein gewisses Gewicht beizumessen.<sup>122</sup> Zum einen zwingt die Beteiligung gewisser prozeduraler Mindeststandards die *Offenlegung wertvoller Informationen*, welche die Entscheide der desinteressierten Organe wie auch eine allfällige nachträgliche Überprüfung durch die Gerichte erleichtern. Wird bei Einhaltung der prozeduralen Fairness-Regeln ein etwas *grobmachigerer Über-*

*prüfungsstandard* als bei nicht genehmigten Transaktionen angewandt, haben die betroffenen Organmitglieder überdies einen starken Anreiz, kritische Transaktionen einem aus desinteressierten Verwaltungsräten bestehenden Teilgremium vorzulegen und sich den für Geschäfte mit Interessenkonflikten geltenden prozeduralen Anforderungen zu unterziehen. Wird nach dem Vorschlag von EISENBERG<sup>123</sup> gewissermassen als Belohnung für die Einhaltung der prozeduralen Fairness-Regeln anstelle eines «*pure-fairness test*» ein «*intermediäre standard*» angewandt, nimmt für die Organmitglieder gleichzeitig auch die *Berechenbarkeit von Haftungsrisiken* zu. Dies dürfte dazu führen, dass die Anzahl wertsteigernder Transaktionen tendenziell steigt, da für die Träger von Interessenkonflikten eine grössere Rechtssicherheit besteht.

### c) Zur Problematik materieller Überprüfungsstandards

Im Rahmen der Analyse der unter die Sorgfaltspflicht fallenden Verhaltensregeln hat sich die normative Folgerung ergeben, dass sich die Gerichte aufgrund der Komplexität der Fragestellungen und der unerwünschten Anreizwirkungen im Rahmen einer nachträglichen inhaltlichen Überprüfung von business decisions grosse Zurückhaltung auflegen sollten. Damit stellt sich die Frage, inwieweit Geschäfte mit Interessenkonflikten gegenüber den unter die business judgement rule fallenden Geschäftsentscheidungen *strukturelle Unterschiede* aufweisen, die eine weitergehende inhaltliche Überprüfung rechtfertigen. Während sich im Rahmen der Überprüfung von Sorgfaltsstandards meist für die Gerichte nicht zugängliche, komplexe Fragen, wie die nach der angemessenen Risikofähigkeit einer Gesellschaft stellen, geht es bei interessent-behafteten Transaktionen meist um die Beurteilung der *Angemessenheit der terms and conditions* und damit letztlich des angemessenen Preises für Leistungen oder Vermögenswerte eines Unternehmens. Dabei ist nicht die Festlegung eines bestimmten fairen Preises, sondern lediglich ein *Schätzwert* verlangt, ob die terms and conditions eines Geschäftes sich in einem vertretbaren Bereich bewegen.<sup>124</sup> Bei der *Beurteilung der Angemessenheit der Transaktionsbedingungen* ergeben sich – wie etwa bei der Überprüfung der Konditionen eines Management Buyouts – Fragestellungen, die sich in ähnlicher Art und Weise auch bei Initial Public Offerings stellen, wo auf ein hochentwickeltes Expertenwissen spezialisierter Finanzintermediäre abgestellt werden kann.<sup>125</sup> Hinzu kommt, dass die bei interessen-

<sup>120</sup> Ausführlich hierzu EISENBERG (1993) 452ff. EISENBERG macht in diesem Zusammenhang auch auf das Problem aufmerksam, dass die business judgement rule nur directors schützt, welche desinteressiert sind. Entsprechend bedarf es einer vergleichsweise engen Definition eines «desinterested directors», was wiederum zur Folge hat, dass faktisch nicht objektive directors durch die Maschen dieser Definition fallen. Wird im schweizerischen Recht – wie die obigen Ausführungen nahelegen – in Zukunft stärker nach unter die Sorgfalts- und unter die Treupflicht fallenden Fallgruppen von Geschäften unterschieden, stellt sich bei den Ausnahmeregeln die gleiche Problematik. Anzumerken gilt in diesem Zusammenhang auch, dass «extreme Verwaltungsräte» (VON DER CRONE, 1994, 5f.) nicht notwendig faktisch objektiv sind. Zur Definition des «desinterested director» vgl. auch A.L.I., Principles of Corporate Governance, § 123(a)1 – 8a)4. Vgl. hierzu auch die in BRADLEY/SHIVANY (1985) 75, zitierte Meinung, wonach Genehmigungsentscheide von sehr geringem Wert sind: «Courts should disregard board approval of actions in which management is interested».

<sup>121</sup> EISENBERG (1993) 56: «Accordingly, at least in the case of a publicly held corporation, a very forceful argument can be made that shareholder approval of self-interested transactions should not be given any weight at all, or at most should only serve to shift the standard of review from a full-fairness standard to an intermediate standard».

<sup>122</sup> EISENBERG (1993) 453.

<sup>123</sup> EISENBERG (1993) 454.

<sup>124</sup> Vgl. auch MITCHELL (1993) 444ff.

<sup>125</sup> EISENBERG (1993) 458, macht darauf aufmerksam, dass je nach Art des Interessenkonfliktes auch komplexere Fragestellungen beantwortet werden müssen, wie etwa im Rahmen der Beurteilung der Übernahme einer Geschäftschance des Unternehmens durch Organmitglieder: (A) court could override the decisions of disinterested directors concerning whether the

befaherten Geschäften geltenden prozeduralen Regeln allenfalls *wichtige Informationen generieren*, welche ein Fall auf dem Hintergrund durch die Gerichte erleichtern können. Indem ein Fall auf dem Hintergrund einer konkreten Interessenkonstellation zu beurteilen ist, erfolgt zudem automatisch auch eine komplexitätsreduzierende Fokussierung der Fragestellung.<sup>126</sup>

Man mag sich fragen, ob die Treuepflicht auch bei «performanceorientierten» Entlohnungssystemen und Beteiligungsmodellen eine Art Fairness-Test verlangt, da «exzessive Entlohnungen» ähnlich problematisch erscheinen, wie die Anreizung von Geschäftschancen und andere Vertragsbeziehungen mit der Gesellschaft, die nicht zu marktkonformen Konditionen abgeschlossen werden.<sup>127</sup> Aus der Sicht der Agenturtheorie scheint weniger der absolute Betrag der Entlohnung im Vordergrund zu stehen, als vielmehr die Anreizkompatibilität eines Entlohnungssystems, das auf das Ziel ausgerichtet sein sollte, *den Wert einer Unternehmung unter Berücksichtigung der sich am Markt bildenden Kosten für Kapital und Risiko nachhaltig zu maximieren*. Wird dieser Ansatz konsequent weitergedacht, müssten Entlohnungsmodelle, die gemessen an diesem Standard nicht anreizkompatibel ausgestaltet sind, als *haftungsberühmende Verletzung der Treuepflicht* qualifiziert werden, wobei in der Praxis bei der Ausgestaltung dieser Modelle selbstverständlich ein gewisser Ausgestaltungsspielraum zugestanden werden muss.

corporation should have taken a corporate opportunity only by making a complex business judgement – after gaining an understanding of the corporation's finances and business policies, plans, and goals – whether the probable benefits of the opportunity to the corporation justified the opportunity's probable costs».

<sup>126</sup> In diesem Sinne auch COFFEE (1989) 1622.

<sup>127</sup> Die Ausgestaltung der Entlohnungssysteme ist in der Tat zu einem zentralen Problem des self-dealing geworden: «The more serious problem with high powered incentive contracts is that they create enormous opportunities for self-dealing, especially if these contracts are negotiated with partly motivated board of directors rather than with concentrated boards» (SHLEIFER/VISHNY, 1997, 744ff.).

Tabell: Überprüfungproblematik unterschiedlicher Fallgruppen von Interessenkonflikten und alternative Kontrollmechanismen

Fallgruppe	Überprüfungsproblematik	Alternative Kontrollmechanismen
Interessenkonflikte i.e.S. – Entlohnungs- und Beteiligungsmodelle – Anreizung von Geschäftschancen, <sup>128</sup> – andere Verträge mit der Firma	– Anreizwirkungen der Struktur und Fristigkeit – Hohes Branchenwissen erforderlich – Fairnessbeurteilung anhand Drittpartei-standard	– Offenlegungspflichten, GV-Beschluss – Verbot – Verbot
Positionale Konflikte – fundamentele Transaktionen – Unternehmensübernahmen aktiv (überhöhte Preise) – Unternehmensübernahmen passiv	– Fairnessbeurteilung Drittparteistandard – Fairnessbeurteilung Drittparteistandard – Ambivalente Wirkung von Abwehmassnahmen <sup>129</sup>	– Verretung in VR (Informationsintermediär) <sup>130</sup> – Verretung in VR – Übernahmeregelung mit parallelem Verbot von Abwehmassnahmen <sup>131</sup>
Konzernbeziehungen <sup>132</sup> – interne Verrechnungspreise – Geschäftschancen – Ressourcetransfer	– Fairness Drittparteistandard – Hohes Branchenwissen erforderlich – Fairness Drittparteistandard	– Übernahmeregelung als Konzerneingangsschutz – dito – dito

<sup>128</sup> Ausführlich zur (ökonomisch ausgerichteten) «corporate opportunity doctrine» BRUDNEY/CLARK (1981); EASTERBROOK/FISCHEL (1991) ff.; vgl. auch MERKT (1991) 725ff.; PAERGEN (1993) 457ff.

<sup>129</sup> Siehe § 8, V. 6.1b).

<sup>130</sup> Siehe § 11, IV. 6.

<sup>131</sup> Siehe Art. 29 Abs. 2 BEHG.

<sup>132</sup> Vgl. auch MITCHELL (1993) 474.

#### 4. Lückenfüllungsstandard: Drittparteistandard oder hypothetischer Verrtragsstandard?

Im Rahmen einer inhaltlichen Überprüfung von mit Interessenkonflikten behafteten Geschäften stellt sich die Frage nach einem adäquaten Fairness-Standard. Als solch naheliegender Standard bietet sich der Vergleich mit Konditionen und Bedingungen an, wie sie in einer Transaktion mit einer unabhängigen *Drittpartei* erzielt worden wären: «The standard of fairness in the self-dealing context is the arm's length bargain test»<sup>133</sup>. Es muss mithin die Frage gestellt werden, ob ein unabhängiges Organmitglied im Geschäft mit einer Drittpartei («in arm's length bargain») die Gesellschaft auf ein gleiches Geschäft verpflichten würde?<sup>134</sup> Abgesehen davon, dass nicht immer Marktpreise als Referenzgröße zur Verfügung stehen, hat ein solcher *arm's length bargain test* den Nachteil, dass die Gesellschaft bei einer Transaktion, welche diese Bedingung erfüllt, zwar den bestmöglichen Preis oder zumindest einen Marktpreis<sup>135</sup> erhält, dass aber möglicherweise das Management gar kein Interesse an solch einem Geschäft hat. Der Drittparteistandard sichert zwar im Rahmen einzelner Transaktionen einen *fairen Preis*; Aufgrund fehlender Anreize des Management kommt jedoch möglicherweise eine Reihe *wertüberhörender Transaktionen gar nicht zustande*. So wird beispielsweise ein Management, das grundsätzlich an einem auch für die Gesellschaft und die Aktionäre vorteilhaften Management Buyout interessiert ist, allenfalls davon absehen, eine solche Transaktion einzuleiten, wenn es damit rechnen muss, dass die Unternehmung oder ein Unternehmerstell im Sinne einer *arm's length transaction* an den Meistbietenden auktioniert wird. Für die Unternehmung und die Aktionäre entsteht damit ein *Zielkonflikt*, indem eine *arm's length bargain* Regel einerseits im Einzelfall «mehr Fairness» garantiert, zum anderen aber die Zahl vorteilhafter Transaktionen reduziert.<sup>136</sup>

<sup>133</sup> MITCHELL (1993) 460.

<sup>134</sup> Vgl. HENNING/ALBKANDER (1983) 637ff.

<sup>135</sup> Bei fundamentalen Transaktionen lässt sich vielfach nicht von echten Marktpreisen sprechen, da die Zahl von Interessenten meist sehr klein ist und damit keine optimalen Auktionsbedingungen gegeben sind (ausführlich mit einer Übersicht zur sog. «auction debate» FRAUDIN/ HANSON, 1994, 1784ff.).

<sup>136</sup> Dieser Zielkonflikt, der analog für eine Reihe fundamentaler Transaktionen gilt, lässt sich auch anschaulich am Beispiel von Unternehmensmaßnahmen erläutern: Eine Auktionsregel, die strukturell eng mit einer *arm's length* Regel verwandt ist, führt im Einzelfall zwar zum bestmöglichen Übernahmangebot (Vorausgesetzt, dass Auktionen nicht mit zu hohen Transaktionskosten belastet sind). Eine solche Regel kann aber dazu führen, dass das Management, das aus eigenem Interesse einem anderen Bieter den Vorzug geben würde, sich mit allen Mitteln gegen eine Übernahme sperrt, auch wenn sie den Aktionären in jedem Falle zum Vorteil gereichen würde.

Der oben angesprochene Zielkonflikt deutet darauf hin, dass gewisse für Management und Aktionäre lohnende Transaktionen nur dann zustande kommen, wenn das Management an dem *durch die Transaktion zusätzlich geschaffenen Wert* partizipiert: «Recompense of some kind is necessary to spur the fiduciary to discover and exploit opportunities»<sup>137</sup>. Eine solche Partizipation des Management ist aber nicht gesichert, wenn eigeninteressenbehafte Transaktionen einem *strikten Drittpartei-Standard* unterworfen werden. Dies ist denn auch mit ein Grund, warum bei den an anderer Stelle behandelten Austrittsrechten (appraisal rights) bei Transaktionen mit Interessenkonflikten wie Management Buyouts ein sog. *pretransaction* standard angewandt wird, der den Aktionären lediglich eine Sicherheit gegen wertreduzierende Transaktionen, nicht aber eine Partizipation an den neu geschaffenen Werten bietet.

Es ist denn auch nur folgerichtig, dass EASTERBROOK/FISCHEL als Lückenfüllungsstandard nicht generell einen *Drittpartei-Standard*, sondern einen *hypothetischen Vertragsstandard* propagieren: «The concept of the duty of good faith like the concept of fiduciary duty is a stab at approximating the terms the parties would have negotiated had they foreseen the circumstances that have given rise to their dispute»<sup>138</sup>. Entsprechend dieser Lückenfüllungsregel sind die Gerichte gehalten, diejenigen Regeln bzw. Lückenfüllungsstandards anzuwenden, «that maximize the parties' joint welfare»<sup>139</sup>. Da nicht einzusehen ist, dass die Parteien des Gesellschaftsvertrages in einer hypothetischen Vertragssituation einer Regel zustimmen würden, welche die Gewinne einseitig ausschliesslich der anderen Partei belässt, dürfte der *optimale Lückenfüllungsstandard irgendwo zwischen den Extremösungen* eines *pretransaction* standard (Gewinn geht an Management) und einem rigorosen *Drittpartei-Standard* (Gewinn geht an Gesellschaft/Aktionäre) liegen, welche einseitig die eine oder andere Partei bevorzugen. Gefragt ist mithin ein Fairness-Standard, welcher im Sinne einer *sharing rule* sowohl das Management wie die Aktionäre an den durch eine Transaktion zusätzlich geschaffenen Werten partizipieren lässt.

#### 5. Intermediäre Standard als Sharing Rule

Betrachtet man die obigen Ausführungen über die rechtliche Ausgestaltung einer gerichtlichen Überprüfung von eigeninteressenbehafte Transaktionen, kommt man zum Schluss, dass die Kombination von prozeduralen Regeln und einem intermediären standard bei der inhaltlichen Überprüfung solcher Geschäfte letztlich einer *sharing rule* nahe kommt. Prozedurale Regeln, die eine weitgehende

<sup>137</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1993) 442.

<sup>138</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1993) 438.

<sup>139</sup> EASTERBROOK/FISCHEL (1993) 450.

Offenlegungspflicht beinhalten, bieten einerseits einen gewissen Schutz gegen die Ausnutzung der positionalen und informationsmäßigen Vorteile des Management. Zum anderen sind sie – man denke etwa an die gebotene *Einschaltung unabhängiger Finanzintermediäre* in solche Transaktionen – auch geeignet, einen gewissen Vergleich mit potentiellen Angeboren Dritter zu ermöglichen. Kommt bei der inhaltlichen Überprüfung genehmigter Geschäfte strikt ein intermediäre standard zur Anwendung, wird durch die Gerichte eine Haftung abgelehnt, wenn sich die Konditionen in einem angemessenen Fairness-Bereich bewegen. Verlangt wird nicht der Abschluss des *bestmöglichen Geschäfts*, sondern lediglich eines *fairen Geschäfts*. Geht man davon aus, «that the difference between the best deal and a fair deal goes to the contracting party, not the corporation»<sup>140</sup>, gelangt man zum Schluss, dass die Anwendung eines intermediäre standard letztlich einer Regel entspricht, welche die zusätzlich geschaffenen Werte zwischen dem interessierten Management und der Gesellschaft bzw. den Aktionären im Sinne einer *sharing-rule* aufteilt.

Damit erhält sich auch die unterschiedliche Funktion und das Zusammenspiel von *appraisal rights* und Treuepflicht. Während *Austrittsrechte* in erster Linie wertreduzierende Transaktionen verhindern, sind *Haftungsregeln* zumindest im Ansatz geeignet, eine Aufteilung der durch eine eigeninteressenbehafte Transaktion zusätzlich geschaffenen Werte zu erzwingen. Austrittsrechte in der an anderer Stelle dargestellten Ausgestaltung weisen dabei den Vorteil auf, dass sie im Vergleich zu einer inhaltlichen Überprüfung durch die Gerichte meist einen einfacheren, rascheren und weniger kostspieligen Mechanismus darstellen.

## 6. Aktive Aktionärsstrategien als komplementärer Kontrollmechanismus

*Aktionärsklagen* stellen in erster Linie einen komplementären Kontrollmechanismus zu *aktiven Aktionärsstrategien* dar: «Litigation is a complement rather than a substitute for outside block ownership as a managerial monitoring device»<sup>141</sup>. In den USA lässt sich auch empirisch beobachten, dass Aktionärsklagen tendenziell zu einer stärkeren Vertretung von unabhängigen Vertretern im board führen. Diese Entwicklung kann auch dahingehend interpretiert werden, dass ein vergleichsweise teurer durch einen *kostengünstigeren Kontroll- und Schutzmechanismus* ersetzt wird<sup>142</sup>. Vertreter von aktiven Aktionären im board of

directors sind aufgrund ihres bevorzugten Zugangs zu Informationen weit besser als aussenstehende Aktionäre in der Lage, eigeninteressenbehafte Transaktionen zu beurteilen. Soweit sie nicht selbst Träger eines Interessenkonfliktes sind, haben sie anders als desinteressierte Organmitglieder ein pekuniares Interesse, unfaire Geschäfte mit der Firma nicht zu genehmigen. Vertreter aktiver Aktionäre im Verwaltungsrat verfügen allenfalls auch über die Möglichkeit, *fundamentale Transaktionen mit Drittparteien zu initiieren*, die von den betroffenen Managern aufgrund ihrer eigenen Interessen nicht eingeleitet würden. Aktionärsstrategien, die auf eine aktive Beteiligung an strategischen Entscheidungen der Unternehmung ausgerichtet sind, können daher allenfalls die Notwendigkeit reduzieren, bei werterhöhenden Transaktionen das Management im Sinne einer *sharing rule* an den geschaffenen Werten partizipieren zu lassen<sup>143</sup>.

Aktive Aktionärsstrategien stellen damit möglicherweise einen flexibleren und geschmeidigeren Mechanismus dar, vorteilhafte von unfairen, eigeninteressenbehafte Transaktionen zu scheiden. Aktive Aktionärsstrategien bergen lediglich dann ein eigenes Missbrauchspotential, wenn solche Aktionäre sich selbst als potentielle Träger von Interessenkonflikten eignen<sup>144</sup>.

## 7. Umkehr der Beweislast bei vorgängiger Genehmigung durch ein unabhängiges Organ?

In der schweizerischen Lehre wird in Anlehnung an einen Teil der US-Lehre und Praxis<sup>145</sup> von VON DER CRONE<sup>146</sup> vorgeschlagen, bei Transaktionen mit Interessenkonflikten die gerichtliche Überprüfung zusätzlich durch die Anpassung der Vermutungslage und damit der Beweislast zu steuern. So soll die negative Vermutung gegen das pflichtgemässe Verhalten der Organe bei Handeln unter

<sup>140</sup> Interessant in diesem Zusammenhang auch die Ergebnisse der empirischen Studie von ROMANO (1991b) 80ff., welche die dargestellte Sicht anzustreife bestätigen.

<sup>141</sup> In diese Richtung zielend ROMANO (1991b) 82: «inside ownership appears to align incentives successfully for negligence claims, but it increases opportunities for self-dealing, which shareholders must monitor through litigation».

<sup>142</sup> Ausführlich EISENBERG (1993) 454; HANSON/JOHNSTON/ALEXANDER (1990) 2094. Eine Umkehr der Beweislast sehen auch die Principles of Corporate Governance des American Law Institute vor (section 5.02). Anzunehmen gilt, dass im Unterschied zum Vorschlag von DER CRONE's die befürwortende US-Lehre die Umkehr der Beweislast einzig an die Genehmigung durch ein unabhängiges Organ anknüpft. Ob ein Geschäft zu Marktpreisen abgewickelt wurde ist Massstab und damit Überprüfungsstandard der inhaltlichen gerichtlichen Überprüfung, für dessen Nichterhaltung der Kläger bei einer Genehmigung des Geschäfts beweispflichtig ist. Im weiteren wird im US-Recht verlangt, dass das Genehmigungsverfahren gewissen prozeduralen Fairness-Standards (insbesondere Erfüllung der Offenlegungspflichten) genügt (vgl. HANSON/JOHNSTON/ALEXANDER, 1990, 2090).

<sup>146</sup> VON DER CRONE (1994) 7ff.

Interessenkonflikt beseitigt werden, wenn der Entscheid durch eine Genehmigung durch externe Verwaltungsgüter, durch die Generalversammlung oder durch Abstellen auf einen Marktpreis und eine externe Bewertung abgestützt wurde. Eine solche *Steuerung über die Beweislastverteilung* ist insbesondere dann angebracht, wenn sich in einem Rechtssystem empirische Evidenz dafür findet, dass der Ausgang eines Haftungsprozesses vor allem von der Beweislastverteilung abhängt, wie dies MITCHELL für das US-Recht konstatiert.<sup>147</sup>

Grundsätzlich besteht auch bei einer Steuerung von Haftungsklagen über die Beweislastverteilung ein Zielkonflikt: «Burden shifting (on the defendant, d.V.) increases the principals confidence in the fiduciary, but at the cost of requiring the fiduciary to make a showing that she has conformed with her legal duties».<sup>148</sup> Die Verteilung der Beweislast kann in der Tat einen grossen Einfluss auf die *Fehlerquote der Gerichte* haben: Liegt die Beweislast bei den Klägern, steigt die Wahrscheinlichkeit *fälscher negativer Entscheide* (fehlende Sanktion bei unfairer Transaktion), während umgekehrt bei einer Verschiebung der Beweislast auf die Organmitglieder die Wahrscheinlichkeit von *fälsch positiven Entscheiden* (Sanktion bei fairer Transaktion) steigt.<sup>149</sup>

Die Fehlerquoten der Gerichte in Haftungsprozessen sind nun aber nicht nur von der Beweislastverteilung, sondern insbesondere auch von den *Informationsasymmetrien* der Parteien und der *Wirksamkeit allfälliger Korrekturmaassnahmen* abhängig. Es scheint nun, dass gerade im *Umfeld hochkomplexer Geschäftsentscheide* auf dem Hintergrund der Agenturproblematik zwischen Aktionär und Management die Informationsasymmetrien zwischen Kläger und Beklagten ausgesprochen gross sind. Das Management ist weit besser als die klagenden Aktionäre in der Lage, die materielle Fairness eines Geschäftsentscheides nachzuweisen. Es ist dem auch dieser *Informationsvorsprung* der aus ökonomischer Sicht die negative Vermutung gegen das pflichtgemässe Verhalten und die daraus ab-

geleitete Beweislast der Organmitglieder sinnvoll erscheinen lässt.<sup>150</sup> Geht man zudem davon aus, dass die Genehmigung durch einen desinteressierten Verwaltungsrat oder die Generalversammlung je ihre immananten Schwächen aufweisen, stellt sich die Frage, *ob Haftungsklagen nicht besser über eine Lockerung des Überprüfungsstandards als über die Beweislastverteilung gesteuert werden sollen*. Der oben dargestellte *intermediäre Standard* bei genehmigten interessengebaferten Geschäften, stellt – falls von den Gerichten konsequent befolgt – eine solche, möglicherweise überlegene Steuerung mittels Variation des Überprüfungsstandards dar.

Gegen eine solche Steuerung mittels Überprüfungsstandard könnte eingewendet werden, dass die klagende Aktionäre über andere Mittel bzw. Rechtsbehelfe verfügen, mit denen sich die bestehenden *Informationsasymmetrien korrigieren* lassen. Ob die im schweizerischen Recht verankerte *Sonderprüfung*, die ja primär zur Vorbereitung einer Verantwortlichkeitsklage gedacht ist, ein wirksames Instrument zur Korrektur der bestehenden, grossen Informationsasymmetrien ist, muss hier offengelassen werden. Die *Aufspaltung in unterschiedliche zivilrechtliche Verfahren* – die Sonderprüfungsklage zur Durchsetzung von Informationsansprüchen und die Verantwortlichkeitsklage zur Durchsetzung von materiellen Ansprüchen – vor unterschiedlichen Instanzen, scheint einer effizienten und schnellen Rechtsfindung sicher nicht förderlich zu sein.<sup>151</sup> Ohne einen auf die Verantwortlichkeitsklage abgestimmten institutionellen Mechanismus zur Behebung der bestehenden Informationsasymmetrien bei Geschäftsenten mit Interessenkonflikten dürfte die *Steuerung von Haftungsklagen über eine Variation des Überprüfungsstandards* der Steuerung über die Beweislastverteilung unter Effizienzgesichtspunkten überlegen sein und weniger falsch negativ und falsch positive gerichtliche Urteile zur Folge haben.

## V. Das Gleichbehandlungsgebot

### 1. Regelung horizontaler Interessenkonflikte der Multi-Agency-Beziehung

Wie oben ausgeführt wurde, regelt der Gesellschaftsvertrag eine Multi-Agency-Beziehung zwischen einer Mehrheit von Prinzipalen und einer Mehrheit von

<sup>147</sup> MITCHELL (1993) 465 bezieht sich u.a. auf eine Studie der sechziger Jahre (!, d.V.), wonach sich aufgrund einer kleinen Stichprobe von Fällen ergibt, «that defendants tend to lose fairness cases when the burden is placed on them».

<sup>148</sup> COOTER/FREEDMAN (1991) 1075.

<sup>149</sup> Ausführlich COOTER/FREEDMAN (1991) 1070. COOTER/FREEDMAN weisen darauf hin, dass die rechtspolitische Toleranz von Fehlerquoten insbesondere auch vom Strafmass abhängt: «(S)evere punishment makes false positives intolerable». Dies bedeutet beispielsweise, dass eine hohe Wahrscheinlichkeit von falsch positiven Entscheiden insbesondere bei positionalen Konflikten kritisch ist, da in diesen Fällen ein extrem hoher Schaden entstehen kann, der nur sehr kleinen monetären Vorteilen des Management gegenübersteht. Man denke hier etwa an die Einführung einer Einheitsakte aufgrund positionaler Konflikte, die mit einer starken Reduktion der Börsenkursnotierung verbunden sein kann.

<sup>150</sup> In diesem Sinne auch COOTER/FREEDMAN (1991) 1052; aus schweizerischer Sicht BEGGINER (1998) 1289, wonach «Gegenstand des Beweises ... nämlich in der Regel unternehmensinterne Sachverhalte (sind), zu denen der Beklagte, nicht aber der Kläger den Zugang hat».

<sup>151</sup> Vgl. von DER CRONE (1998) 167f., der im Interesse einer effizienten und schnellen Rechtsfindung denn auch die Zusammenfassung der zivilgerichtlichen Verfahren in einer Instanz fordert.