

Prof. Dr. Gerald Spindler

Unternehmensinteresse als Leitlinie des Vorstandshandelns – Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen und Shareholder Value

Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung

Auf einen Blick ...

- Prof. Dr. Gerald Spindler untersucht die Frage, an welchen Interessen sich Vorstand und Aufsichtsrat in Kapitalgesellschaften bei ihren Entscheidungen orientieren müssen. Er prüft, ob sie Arbeitnehmerinteressen und Gemeinwohlbelange neben Anteilseignerinteressen gleichermaßen berücksichtigen müssen. Ermittelt wird somit, ob das pluralistische Unternehmensinteresse im Kapitalgesellschaftsrecht auch heute noch Geltung beanspruchen kann.
- Der Autor bestätigt die Pflicht von Vorstand und Aufsichtsrat, das eigene Handeln am pluralistischen Unternehmensinteresse auszurichten. Die Diskussion um die Ausrichtung auf den Shareholder Value und die Orientierung an Kapitalmärkten habe aber dazu geführt, dass dies nicht mehr vollkommen gesichert erscheint.
- Wollte man die Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen zweifelsfrei gewährleisten, so empfiehlt er, die Berücksichtigung der Arbeitnehmerinteressen ausdrücklich und zwingend im Gesetz zu verankern. Von einer solchen Bestimmung wären nicht nur mitbestimmte oder börsennotierte Unternehmen, sondern sämtliche Gesellschaften zu erfassen.

Unternehmensinteresse als Leitlinie des Vorstandshandelns – Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen und Shareholder Value

Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung

Zusammenfassung des Autors

1. In den letzten zehn Jahren ist zunehmend die Orientierung des Vorstandes (und des Aufsichtsrats) am sog. Shareholder Value als der Maximierung der Marktwerte der Anteile der Aktionäre in den Vordergrund gerückt. Damit soll der Vorstand verpflichtet sein, primär die Interessen der Aktionäre zu wahren, ohne dass andere Belange eine größere Rolle spielen würden, insbesondere Arbeitnehmerinteressen, aber auch Gemeinwohlbelange.
Einen gewissen gesetzlichen Niederschlag hat diese Anteilseignerorientierung vor allem im sog. KonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich) gefunden, das Mitte der neunziger Jahre die Möglichkeit von Stock Options für Vorstandsmitglieder als Vergütungsform im Gesetz verankert hat.
2. Es wäre jedoch voreilig, allein aus dem KonTraG und einer größeren Kapitalmarktorientierung der Gesetzgebung einen Vorrang der Anteilseignerinteressen im Sinne einer Marktwertmaximierung der Anteile der Aktionäre abzuleiten – weder aus rechtlicher noch aus ökonomischer Sicht:
 - a. Rechtlich gesehen ist der Vorstand auf das Gesellschafts- und Unternehmensinteresse verpflichtet. Schon seit dem AktG 1937 und seinen Vorläufern hatte der Gesetzgeber den Vorstand verpflichtet, auch Arbeitnehmerinteressen in seine unternehmenspolitischen Entscheidungen einzustellen. Diese Tradition hat er mit dem AktG 1965 fortgesetzt, indem der Bundestag wie selbstverständlich davon ausging, dass der Vorstand auch die Arbeitnehmerinteressen zu berücksichtigen habe. Institutioneller Ausdruck dieses Interessenpluralismus und der Sozialbindung der AG sind nicht zuletzt die verschiedenen Mitbestimmungsgesetze in Gestalt des BetrVG 1952 (heute des DrittelbG) sowie des MitbestG 1976, die die Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat verankerten. Damit haben diese Interessen auch institutionell ihren Platz in der Unternehmensverfassung der AG gefunden. Diese nach wie vor gültige gesetzgeberische Entscheidung muss grundsätzlich respektiert werden.
 - b. Ökonomisch betrachtet ist die Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen bei der unternehmerischen Entscheidung durch den Vorstand kein unbedingter Gegensatz zu einem Shareholder Value. Denn der Shareholder Value wird auch durch mittelfristige Faktoren beeinflusst, zu denen auch die Reaktion von Arbeitnehmern auf Entscheidungen des Vorstandes gehört. Aus ökonomischer Sicht handelt es sich bei Arbeitsverhältnissen durchweg um langfristige, unvollständige Verträge, bei denen die einseitige Ausnutzung von Spielräumen zu entsprechenden Gegenreaktionen der anderen Seite führt, sei es bei zukünftigen Verträgen oder durch entsprechendes Verhalten während der Vertragserfüllung. Daher ist es auch aus der Perspektive des Sharehol-

der Value ökonomisch durchaus sinnvoll und effizient, Arbeitnehmerinteressen Rechnung zu tragen.

- c. Insgesamt genießt der Vorstand daher einen gewissen Ermessensspielraum bei der Konkretisierung der Unternehmensziele, solange eine langfristige Rentabilität der Gesellschaft gesichert ist. Er darf in diesem Zusammenhang zwar den Shareholder Value beachten, aber er hat stets auch auf Arbeitnehmerinteressen und Belange des Gemeinwohls Rücksicht zu nehmen.
3. Die Diskussion um die Ausrichtung auf den Shareholder Value und die Orientierung an Kapitalmärkten hat allerdings dazu geführt, dass es keineswegs mehr gesichert erscheint, dass der Vorstand auch andere Belange als Anteilseignerinteressen wahrzunehmen hat. Schließt man sich rechtspolitisch daher dem Postulat an, dass nicht nur kurzfristige Shareholder Value-Marktwertmaximierung das Ziel des Vorstandes bzw. der AG sein sollte, ist zu überlegen, ob nicht ausdrücklich eine entsprechende Ausrichtung gesetzlich festzuschreiben ist. Eine Verankerung allein in den Mitbestimmungsgesetzen würde dagegen dazu führen, dass Aktiengesellschaften unterhalb der entsprechenden Eintrittsschwellen (500 bzw. 2000 Arbeitnehmer) nicht der Pflicht unterlägen, auch andere Interessen als diejenigen der Anteilseigner zu berücksichtigen. Auch kann man diese Frage nicht einem Corporate Governance Kodex überlassen, da dieser nur auf börsennotierte Gesellschaften zugeschnitten wäre. Maßgeblich ist die grundlegende rechtspolitische Frage, ob man die Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen gesetzlich zwingend verankern will. Die Antwort entzieht sich einer rechtswissenschaftlichen Entscheidung.

**Unternehmensinteresse als Leitlinie des
Vorstandshandelns
– Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen und Shareholder Value**

Kurzgutachten

Im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung

Prof.Dr.Gerald Spindler

Georg-August-Universität Göttingen

Oktober 2008

Inhaltsverzeichnis

Inhalt

I.	Einleitung	3
II.	Die Entwicklung der Leitlinien für das Vorstandshandeln	4
1.	Die Bindung an das Allgemeinwohl im AktG 1937	4
2.	Leitlinien des Vorstandes im Rahmen der Diskussion des AktG 1965	7
3.	Das Unternehmensinteresse als zentrale Leitlinie in der Rechtsprechung und in der rechtswissenschaftlichen Diskussion	8
4.	Der Shareholder Value als Maxime für die Führungsorgane der AG	10
III.	Die Zieldiskussion: Pluralismus oder Monismus? Unternehmensinteresse oder Shareholder Value?	13
1.	Shareholder Value als monistische Interessenleitlinie	13
a)	Shareholder Value und Verbandsinteresse	13
b)	Shareholder Value und Interessen anderer Stakeholder	14
c)	Shareholder Value und Unternehmerisches Ermessen	16
d)	Gewinnmaximierung als Ziel?	17
2.	Unternehmensinteresse, Shareholder Value und prozedurale Regeln	17
3.	Interessenpluralismus in der mitbestimmten AG	18
IV.	Gesetzliche Verankerung einer pluralistischen Unternehmensleitlinie?	20

I. Einleitung

Die Frage, welchen Leitbildern und Handlungsmaximen der Vorstand einer Aktiengesellschaft zu folgen hat, ist fast so alt wie die AG selbst. Während für kleinere Gesellschaften, etwa GmbHs, erst recht für Personengesellschaften wie KGs oder OHGs, eher selten diskutiert wird, ob die Geschäftsführung noch andere Interessen als diejenigen der Gesellschafter zu verfolgen hat¹, was angesichts der Abhängigkeit der Geschäftsführer vom Willen der Gesellschafter auch nicht weiter verwundert, lassen sich entsprechende Diskussionen bis zu den Ursprüngen der AG zurück verfolgen, etwa der staatlichen Genehmigung für Aktiengesellschaften („Octroi“- , später Konzessionssystem).² Aber auch in den Hochzeiten des Liberalismus galt etwa die Einrichtung des obligatorischen Aufsichtsrats durch die 1. Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870 als Institution, die die durch den Wegfall des Konzessionssystems entstandene Lücke im Schutzsystem der Aktionäre und der Gesellschaftsgläubiger beseitigen sollte.³ Die Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen war zu dieser Zeit allerdings noch nebenrangig; das Bild sollte sich jedoch mit dem Ersten Weltkrieg und dem Erstarken der Arbeiterbewegung sowie den ersten Anfängen einer betrieblichen und unternehmerischen Mitbestimmung in den zwanziger Jahren ändern.⁴ Spätestens seit dieser Zeit geriet immer stärker die Ausrichtung des Vorstandshandeln und die Rechtfertigung von Entscheidungen, die sich nicht ausschließlich an Interessen der Anteilseigner orientieren, in den Blickpunkt der rechtswissenschaftlichen und rechtspolitischen Diskussionen.⁵

¹ Im Gegensatz zur AG unterliegt der Geschäftsführer der GmbH bei der Berücksichtigung anderer Interessen als solcher der Gesellschafter aufgrund des starken Einflusses der Gesellschafter auf die Unternehmensführung engen Grenzen, s. dazu *U.H. Schneider* in Scholz, 10. Aufl. 2007, § 43 GmbHG Rz. 65 ff.; *Hommelhoff/Kleindiek* in Lutter/Hommelhoff, 16. Aufl. 2004, § 43 GmbHG Rz. 13; *Zöllner/Noack* in Baumbach/Hueck, 18. Aufl. 2005 § 43 GmbHG Rz. 20; dies gilt grundsätzlich auch für die GmbH im Anwendungsbereich des MitbestG: dazu *U.H.Schneider* in Scholz, 10. Aufl. 2007, § 37 GmbHG Rz. 42.

² Vgl. zur Diskussion um die Berücksichtigung von Schutzinteressen von Aktionären, Gläubigern und dem Schutz des Gemeinwohles im Rahmen der Einführung eines Konzessionssystems: *Pahlow* in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. I, 8. Kap. Rz. 72 ff.

³ Aus dem fakultativen Aufsichtsrat des ADHGB von 1861 wurde ein obligatorischer, dessen Einrichtung nachweispflichtig und dessen Beschlussunfähigkeit strafbewehrt war: vgl. *Lieder* in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. I, 10. Kap. Rz. 69.

⁴ Zu den ersten Ansätzen einer unternehmensbezogenen Mitbestimmung: *Spindler* in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. I, 13. Kap. Rz. 8.

⁵ Die zur Zeit der Weimarer Republik geführte Diskussion über eine dem Gemeinschaftswohl verpflichtete Wirtschaft wurde maßgeblich von dem von *Walter Rathenau* und *Fritz Haußmann* propagierten Begriff

Im folgenden werden kurz die Entwicklungslinien nachgezeichnet, die für die Leitmaximen des Vorstandshandelns prägend sind, und die bis heute die aktuelle rechtswissenschaftliche Diskussion beeinflussen, insbesondere die Verlagerung des Schwerpunktes vom allgemeinen pluralistisch geformten Unternehmensinteresse hin zum Shareholder Value als der maßgeblichen Richtschnur des Vorstandshandelns. Das Gutachten wird beschlossen mit Ausführungen zur gesetzgeberischen Verankerung und Klarstellung der Leitlinien für die Führungsorgane der AG. Im Vordergrund werden neben den rechtlichen Grundlagen für die Leitlinien des Vorstandshandelns im Wesentlichen zwei Fragen, nämlich zum einen ob der Vorstand nur einem Interesse verpflichtet ist, insbesondere dem Shareholder Value, oder ob er mehrere Interessen berücksichtigen darf und muss, zum anderen ob er ein Interesse vor die Berücksichtigung der anderen Interessen stellen darf.

II. Die Entwicklung der Leitlinien für das Vorstandshandeln

1. Die Bindung an das Allgemeinwohl im AktG 1937

Die erste gesetzliche Festlegung von Leitlinien für das Vorstandshandeln enthält das AktG 1937. Der maßgebliche § 70 Abs. 1 AktG 1937 bestimmte wie folgt: „Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft so zu leiten, wie das Wohl des Betriebes und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern.“ Das neue Aktiengesetz sollte eine grundsätzlich Neuordnung des Unternehmensrechts unter Berücksichtigung nationalsozialistischer Vorstellungen einläuten.⁶ Dem entsprach die Vorstellung, dass die Aktiengesellschaft nicht „das privatwirtschaftliche Erwerbsziel lediglich um seiner selbst willen“⁷ verfolgen sollte, sondern auch und insbesondere gesamtwirtschaftliche und soziale Aufgaben zu erfüllen hat. Aus Gründen der Gesetzestechnik wurden diese als allgemeingültig angesehenen Aspekte nicht in einem „Allgemeinen Teil“ zum Aktiengesetz, sondern in den Bestimmungen zum Vorstand, als dem für die Leitung des Unternehmens allein Verantwortlichen, verankert.⁸

des „Unternehmens an sich“ geprägt: *Rathenau*, Vom Aktienwesen – Eine geschäftliche Betrachtung, 1922, S. 38 f.; zu den Überlegungen *Rathenaus* siehe auch den Überblick über die Entstehung der Gemeinwirtschaft bei *Spindler* in *Bayer/Habersack*, Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. I, 13. Kap. Rz. 9 ff.

⁶ S. Amtliche Begründung, Einleitung, abgedruckt bei *Klausing*, Aktien-Gesetz, 1937, S. 2; *Kißkalt*, ZAkDR 1934, 20, 34.

⁷ *Klausing*, Aktien-Gesetz, 1937, S. 59, 73.

⁸ S. *Klausing*, Aktien-Gesetz, 1937, S. 73.

In der amtlichen Begründung heißt es hierzu zusammenfassend: „Aus dem Recht des Vorstandes zu Leitung der Gesellschaft folgt seine Pflicht, für das Wohl der Gesellschaft, zu dem auch die Belange der Aktionäre gehören, zu sorgen und sich für dieses Ziel tatkräftig einzusetzen. Richtlinien für die Leitung der Gesellschaft ist nach § 70 Abs. 1 das Wohl des Betriebes und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich. Die Wahrung dieser Richtlinien gehört zu den Grundsätzen einer verantwortungsvollen Wirtschaftsführung.“⁹

Entkleidet man die Norm der NS-Ideologie offenbaren sich die Wurzeln bereits im Aktienrechtsentwurf des Reichsjustizministeriums 1930, der seinerseits auf die Lehre des Unternehmens an sich zurückgeht.¹⁰ Nach Auffassung des Ministeriums habe sich ein Wandel in dem Verständnis des Aktienrechts vollzogen,¹¹

"einmal in der Ablösung rein individualistischer Auffassung durch die Rechtsidee, daß das Unternehmen nicht nur der äußere Rahmen für die Verfolgung der Interessen der einzelnen beteiligten Staatsbürger, sondern als solches ein Rechtsgut besonderer Eigenart und eine Einrichtung mit besonderen Aufgaben sei, eine Einrichtung, der der Staat Schutz und Förderung auch insoweit nicht vorenthalten dürfe, als das Schutz- und Förderungsbedürfnis in Widerstreit mit den Sonderinteressen der Aktionäre gerät".

Zudem betont das Ministerium, dass

"sich die Umgestaltung der Herrschaftsverhältnisse innerhalb der Aktiengesellschaft deutlich heraus (hebe). Sie ist eine Folge der modernen Konzentrationsbewegungen, teils aus dem Wunsche nach stärkerer Bewegungsfreiheit der in den Verwaltungen tätigen Kräfte hervorgegangen. Dem Ziel, die Entwicklung der Unternehmungen von wechselnden Mehrheiten der Aktionäre möglichst unabhängig zu machen, konnte man nur durch eine Abschwächung der Machtbefugnisse der Generalversammlung und der einzelnen Aktionäre näher kommen“.

Ferner sah das Reichsjustizministerium

⁹ Amtliche Begründung zu § 70, abgedruckt bei *Klausing*, Aktien-Gesetz, 1937, S. 59.

¹⁰ S. dazu *Hausmann*, JW 1927, 2953 ff., der diesen Begriff prägte; näher dazu *Spindler* in: *Bayer/Habersack*, Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. I, 13. Kap. Rz. 83 ff.; eingehend *Riechers*, Das „Unternehmen an sich“, 1996, passim mwNachw.

¹¹ Reichsjustizministerium, „Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien“, 1930, S. 94.

„den in der Rechtsprechung entwickelten Grundsatz als berechtigt an, daß Interessen des Unternehmens als solches ebenso schutzbedürftig sind wie das individuelle Interesse des einzelnen Aktionärs.“

Denn bei

"sachgemäßer Verwaltung des Unternehmens und richtiger Einstellung der einzelnen Aktionäre (gibt es) in Wahrheit einen Interessengegensatz zwischen dem Unternehmen und seinen Aktionären nicht. Der Gesetzgeber würde seine Aufgabe verkennen, wenn er das neue Aktienrecht nach den Interessen der Verwaltung oder etwa ausschließlich danach orientieren wollte, auf welche Weise der größte Vorteil für die jeweiligen Aktionäre erzielt werden könnte. Die Verwaltung hat ausschließlich dem Unternehmen zu dienen und der Aktionär muß sich dessen bewußt bleiben, daß die moderne Aktiengesellschaft nicht nur eine Form für individuelles Gewinnstreben ist, sondern in verschiedenen Abstufungen auch den allgemeinen Interessen des Volkes zu dienen hat."¹²

Später stand dann lediglich das Führerprinzip im Zentrum der Diskussionen,¹³ weniger jedoch die inhaltliche Ausrichtung, wohl auch, weil mit dem Führerprinzip offensichtlich die Verfolgung der Interessen des Reichs und des Gemeinwohls verbunden wurde.¹⁴ So liest man bei *Kißkalt* zu den ersten Reformüberlegungen, die bereits die Gemeinwohlformel des späteren § 70 AktG 1937 enthielten, nur:

„Während aber der politische Führer diese Aufgabe unmittelbar erfüllen kann, kann ihr der Wirtschaftsführer nur mittelbar durch bestmögliche Führung des ihm anvertrauten Betriebs zur Förderung der Betriebszwecke und zum gemeinen Nutzen von Volk und Staat gerecht werden, und da ein wirtschaftlicher Betrieb stets die Erzielung eines Gewinnes zum Ziele hat, sind an den Wirtschaftsführer andere persönliche Forderungen als an den politischen Führer zu stellen.“¹⁵

¹² Reichsjustizministerium, Entwurf, 1930, S. 94 f.

¹³ Vgl. *Kißkalt*, ZAkDR 1934, 26 f.

¹⁴ Zusammenfassend *Bayer/Engelke* in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. I, 15. Kap. Rz. 53 f.; Schubert, Akademie für Deutsches Recht 1933 – 1945, Bd. 1: Ausschuß für Aktienrecht, Einleitung, S. XL f.

¹⁵ *Kißkalt*, ZAkDR 1934, 27.

2. Leitlinien des Vorstandes im Rahmen der Diskussion des AktG 1965

Der Gesetzgeber des AktG 1965 hingegen änderte § 70 Abs. 1 AktG 1937 im Zuge der Diskussionen dahingehend, dass er die im AktG 1937 verankerten Leitlinien für das Vorstandshandeln aus dem Gesetz strich. Ausweislich der Gesetzgebungsmaterialien sah er deren Geltung als selbstverständlich an. So heißt es in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 76 Abs. 1 AktG 1965 (§ 70 Abs. 1 AktG 1937):

„Daß der Vorstand bei seinen Maßnahmen die Belange der Aktionäre und der Arbeitnehmer zu berücksichtigen hat, versteht sich von selbst und braucht nicht ausdrücklich im Gesetz bestimmt zu werden. Gleiches gilt für die Belange der Allgemeinheit.“¹⁶

Weitergehend heißt es im Bericht des Rechtsausschusses zu einem Antrag auf Ergänzung¹⁷ des Regierungsentwurfs um Leitlinien für das Vorstandshandeln:

„Die Mehrheit im Rechtsausschuß und Wirtschaftsausschuß des Bundestages sprach sich jedoch gegen die beantragte Ergänzung aus. Sie teilt zwar die Auffassung, daß jede Aktiengesellschaft, auch wenn ihre Tätigkeit auf Gewinn gerichtet sei, sich in die Gesamtwirtschaft und in die Interessen der Allgemeinheit einfügen müsse. Das ergebe sich aus § 396. Dass die Gesellschaften auch das Wohl ihrer Arbeitnehmer zu beachten hätten, sei in einem sozialen Rechtsstaat selbstverständlich und ergebe sich im Übrigen aus einer Vielzahl von Rechtsvorschriften, die die Ausgestaltung dieses Grundsatzes im einzelnen näher regelten (Kündigungsschutzgesetz, Schwerbehindertengesetz, Betriebsverfassungsgesetz, Unfallverhütungsvorschriften). Schließlich verstehe es sich von selbst, dass die Gesellschaft sich auch nicht über die Interessen ihrer Arbeitnehmer hinwegsetzen dürfe. Bei dieser Sachlage sei es überflüssig, das Gesetz wie beantragt zu ergänzen. Die beantragte Vorschrift habe keine rechtliche Substanz und keine selbständige Bedeutung. Bei ihrer Aufnahme in das Gesetz bestehe die Gefahr, dass ihr gleichwohl eine weitergehende Bedeutung beigemessen werde. Dies Gefahr bestehe um so mehr, wenn aus der Reihenfolge der Aufzählung der Schluss gezogen werden würde, das zuerst genannte Wohl der Arbeitnehmer habe im Zweifel Vorrang

¹⁶ Kropff, Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965, Begründung RegE zu § 76, S. 97.

¹⁷ Der Antrag richtete sich auf die Einfügung eines § 75a AktG 1965. Nach dieser Vorschrift sollte die Gesellschaft das Unternehmen unter Berücksichtigung des Wohl seiner Arbeitnehmer, der Aktionäre und der Allgemeinheit betreiben (s. Kropff (Fn. 16), Ausschlußbericht zu § 76, S. 98).

vor dem Wohl der Aktionäre und diese beiden wiederum vor dem Wohl der Allgemeinheit. Auch dies spreche gegen die beantragte Ergänzung.“¹⁸

Der Gesetzgeber brachte damit deutlich zum Ausdruck, dass die Leitlinien des § 70 AktG 1937 auch im neuen AktG 1965 fortgelten sollten, allerdings kein Primat des ein oder anderen Interesses bestehen sollte. Gerade die Berücksichtigung des Wohls der Arbeitnehmer wurde als selbstverständlich unterstellt, wenngleich der Vorstand ihnen nicht den Vorrang einzuräumen hat.

3. Das Unternehmensinteresse als zentrale Leitlinie in der Rechtsprechung und in der rechtswissenschaftlichen Diskussion

Die Figur des Unternehmensinteresses findet sich zum ersten Mal in den siebziger Jahren, interessanterweise nicht im Rahmen der mitbestimmungsrechtlich geprägten Diskussion, sondern in einem Urteil des Bundesgerichtshofs zur Verschwiegenheit der Aufsichtsratsmitglieder.¹⁹ Der Bundesgerichtshof führte dabei aus, dass sowohl für die Aufsichtsratsmitglieder der Aktionäre als auch für die der Arbeitnehmer das Interesse des Unternehmens maßgebend sei, welches „sich vielfach, aber nicht immer, mit den Interessen der im Aufsichtsrat repräsentierten Gruppen decken wird.“²⁰ Hinsichtlich einer möglichen Interessenpluralität im Aufsichtsrat (und damit einer möglichen Interessenpluralität von Aktionären und Arbeitnehmern) nahm der Bundesgerichtshof jedoch ausdrücklich nicht Stellung.

Auch das BVerfG nahm den Begriff des Unternehmensinteresses später in der Entscheidung²¹ zur verfassungsrechtlichen Vereinbarkeit des MitbestG auf und führte eher beiläufig und ohne weitere Begründung aus, dass dem Vorstand die Wahrung von Interessen aufgegeben sei, „die nicht notwendig diejenigen der Anteilseigner sein müssen.“

Darüber, wie diese Figur des Unternehmensinteresses rechtlich einzuordnen und inhaltlich zu konkretisieren ist, herrschte (und herrscht) allerdings lange Zeit Streit. Da das „Unternehmensinteresse“ nicht an den Verband der Anteilseigner anknüpft, sondern an dem „Unternehmen“ als Zentrum zahlreicher Interessen, konnte (und kann) es nicht eindimensional im Sinne der Interessen der Anteilseigner verstanden werden. Auch wenn der BGH den Begriff

¹⁸ Kropff (Fn. 16), Ausschlußbericht zu § 76, S. 98.

¹⁹ , BGHZ 64, 325, 329 = NJW 1975, 1412 – Bayer.

²⁰ , BGHZ 64, 325, 331 = NJW 1975, 1412 – Bayer.

²¹ BVerfGE 50, 290 = NJW 1979, 833.

nicht im Zusammenhang mit der Mitbestimmungsdebatte geprägt hat, kann gleichwohl nicht verkannt werden, dass er in enger Verbindung mit den Diskussionen um das Unternehmen als soziale Realität²² und den Einflüssen der unternehmensbezogenen Mitbestimmung steht. Im Wesentlichen herrscht daher darüber Einigkeit, dass der Vorstand die konfligierenden Interessen von Arbeitnehmern, Gläubigern, Aktionären und anderen an dem „Unternehmen“ interessierten Gruppen zu einem Ausgleich führen soll, ohne dass eine Gruppe das Präjudiz hätte. Dabei steht dem Vorstand ein breiter Spielraum zur praktischen Konkordanz dieser Interessen zu.²³ Über diese dem Vorstand praktisch zugewiesene Kompetenz zur Konkretisierung eines unbestimmten Rechtsbegriffs hinaus werden zahlreiche Konstruktionen vertreten, die von der Verabsolutierung des Unternehmens als (fast) eigenständiger juristischer Person²⁴ über ein Konglomerat verschiedenster Interessen²⁵ bis hin zu einer auf systemtheoretischen Überlegungen fußenden Konzeption zur prozeduralen Findung des Unternehmensinteresses zwischen Vorstand und beteiligten Interessengruppen²⁶ reichen.²⁷

Allerdings hat sich auch im Rahmen der Diskussion eine gewisse Ernüchterung eingestellt.²⁸ Denn eine zu pluralistische Interessenberücksichtigung und eine größtmögliche Konkretisierungsbefugnis durch den Vorstand kann die Verantwortung des Vorstands auflösen.²⁹ Aussagen über die materiellen Ziele „des Unternehmens“ lassen sich über das Unternehmensinteresse daher kaum treffen,³⁰ das Unternehmensinteresse wird zum „juristischen Ei des Kolum-

²² So *Raiser*, Das Unternehmen als Organisation, 1969, S. 166 ff.; *ders.*, FS R.Schmidt, 1976, S. 101 ff.; s. aber auch *Mertens* in Kölner Komm/AktG, 2. Aufl. 1989, § 76 Rz. 6 f., 20, der ähnlich wie *Schilling*, FS R.Fischer, 1979, S. 679, 680 ff. sowie ZHR 144 (1980), 136 ff. eine Integration von Gesellschaft und Unternehmen vertritt.

²³ *Hopt*, ZGR 1993, 534, 536 f.; *Hüffer*, 8. Aufl. 2008, § 76 AktG Rz. 12; krit. *Kort* in Großkomm/AktG, 4. Aufl. 2003, § 76 Rz. 46; *Schön*, ZGR 1996, 429, 439 f.

²⁴ S. oben Fn. 22.

²⁵ So etwa *Jürgenmeyer*, Das Unternehmensinteresse, 1984, S. 236 f.; *Junge*, FS v.Caemmerer, 1978, S. 547, 549 ff.; *Raisch*, FS Hefermehl, 1976, S. 347 ff.; *Semler*, Leitung und Überwachung, 2. Aufl. 1996, Rz. 51 ff. mwNachw.

²⁶ So etwa *Brinkmann*, Das Unternehmensinteresse, 1983, S. 230 ff.; *ders.*, AG 1982, 122, 127 ff.; *Teubner*, ZHR 148 (1984), 470, 479 ff.; *ders.*, ZGR 1983, 34; ähnlich *Reuter*, AcP 179 (1979), 509, 519.

²⁷ Überblick über die Theorienbildung auch bei *Schmidt-Leithoff*, Die Verantwortung der Unternehmensleitung, 1989, S. 62 ff.; *Zöllner*, AG 2003, 2, 3 ff.; *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 247 ff.

²⁸ Ausführlich zur Kritik *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 252 ff.; *Fleischer* in Spindler/Stilz, 2007, § 76 AktG Rz. 27.

²⁹ *Hüffer*, 8. Aufl. 2008, § 76 AktG Rz. 15; s. auch *Wiedemann*, FS R.Fischer, 1979, S. 883 ff.; krit. auch *Kort* in Großkomm/AktG, 4. Aufl. 2003, § 76 Rz. 46; *Zöllner*, AG 2003, 2, 7 f.

³⁰ Im Ergebnis ähnlich *Laske*, ZGR 1979, 173, 196 ff.; auf systemtheoretischer Grundlage *Brinkmann*, Das Unternehmensinteresse, 1983, S. 268 ff.; *Teubner*, ZHR 148 (1984), 470, 479 ff.; *ders.*, ZGR 1983, 34; *Dalchow*, Zur Bedeutung des Shareholder Value bei der Konkretisierung von Organpflichten in börsennotierten AGs, 2005, S. 83 f.

bus“.³¹ Ob daher die Figur des Unternehmensinteresses in irgendeiner Weise tauglich ist, die rechtlichen Bindungen des Vorstands zu konkretisieren, erscheint mehr als zweifelhaft. Nach mehr als dreißig Jahren Diskussion hat sich bis heute kein Maßstab herausgebildet, der auch nur annähernd eine Leitlinie für die Beurteilung des Handelns des Vorstands bilden könnte.³²

Kennzeichnend für die jüngere Diskussion ist vielmehr eine Besinnung auf verschiedene marktmäßige Kontrollmechanismen des Vorstands, allen voran eine kapitalmarktorientierte Sichtweise, während rechtliche Kontrollen sich auf grobe Verstöße und Konflikte beschränken müssen,³³ um die Flexibilität unternehmerischen Handelns nicht zu gefährden. Ausdruck dieses Verständnisses ist der Shareholder Value als Leitlinie für die Führungsorgane:

4. Der Shareholder Value als Maxime für die Führungsorgane der AG

Mit der zunehmenden Orientierung der Aktiengesellschaften am Kapitalmarkt, der Globalisierung der Kapitalmärkte und der Rezeption ökonomischer Theorien im Gesellschafts-, insbesondere Aktienrecht Mitte der neunziger Jahre verbindet sich auch eine Diskussion in der Rechtswissenschaft über die Neuausrichtung der Leitlinien für das Handeln der Führungsorgane in der AG. Vor allem die Ausrichtung an dem sog. Shareholder Value³⁴ als Maximierung des Marktwertes der AG ist vielfach propagiert worden.³⁵ Das Shareholder Value-Konzept basiert auf der finanzökonomischen Vorstellung, dass jeder Kapitalgeber bzw. Aktionär als rationaler Anleger im Sinne der von *Markowitz* begründeten Portfoliotheorie daran interessiert ist, möglichst die Rendite und den Marktwert seines Anteils, verstanden als abdiskontierter Ertragswert aller zukünftigen Einnahmen im Sinne der Investitionstheorie zu maximieren.³⁶ Im Vordergrund stehen damit die Interessen des Kapitalmarktes bzw. der Aktionä-

³¹ So *Mertens*, AG 1990, 49, 54; vorsichtiger noch *Mertens* in *Kölner Komm/AktG*, 2. Aufl. 1989, § 76 Rz. 11, 23.

³² S. auch die Kritik von *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 156 ff.; *Zöllner*, AG 2003, 2, 7 f.; *Kort* in *Großkomm/AktG*, 4. Aufl. 2003, § 76 Rz. 39 f.; *Birke*, Das Formalziel der Aktiengesellschaft, 2005, S. 198.

³³ S. aber *Schwarz/Holland*, ZIP 2002, 1661, 1672 die aufgrund einer Auflistung US-amerikanischer Unternehmenskrisen offenbar für eine Rückkehr zu einer verbandsrechtlichen Sichtweise (interne Corporate Governance) und Abkehr von der Marktkontrolle plädieren.

³⁴ Einen geschichtlichen Überblick über den Einzug des Shareholder Value -Konzepts in das Aktienrecht gibt *Groh*, DB 2000, 2152; zur Herkunft des Shareholder Value - Konzepts s. *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 134 f.

³⁵ Optimistischer aber *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 158 f.; *Schilling*, BB 1997, 373, 375 f.; ausführlich *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 158 ff.; *ders.*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 440 f.; wohl auch *Zöllner*, AG 2003, 2, 11 f.

³⁶ *Unzeitig/Köthner*, Shareholder Value Analyse, 1995, S. 55 ff.; *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 156.

re an der AG, die einen absoluten Vorrang vor den Interessen anderer sog. Stakeholder (Arbeitnehmer, Management, Gläubiger, Kunden, die Öffentlichkeit etc.) beanspruchen.³⁷

Rechtsdogmatisch kann die Berücksichtigung dieses Shareholder Value Konzeptes an der Verabschiedung des KonTraG 1998 festgemacht werden.³⁸ Das KonTraG sollte die Ausrichtung der Publikumsgesellschaften auf die Bedürfnisse und Erwartungen der internationalen Finanzmärkte im Sinne einer stärkeren Orientierung an einer langfristigen Wertsteigerung für die Anteilseigner aktiv begleiten³⁹; auf das KonTraG gehen die Regelungen über die erleichterte Gewährung von Aktienoptionen sowie die Zulassung zum Rückerwerb eigener Aktien als ein wichtiges Instrument der Börsenkursstabilisierung zurück.⁴⁰ Damit wird aber auch vorausgesetzt, dass sich der Vorstand bei seiner Tätigkeit auch an der Marktwertmaximierung orientieren darf, da ansonsten etwa bei Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil eine Verfolgung von Aktionärsinteressen gar nicht möglich wäre – was gerade Gegenstand und Intention der Aktienoptionen als Vergütung für den Vorstand ist.⁴¹ Isolierte Aktienoptionen dienen nämlich gerade dazu, die Interessen der Unternehmensführung mit den Interessen der Aktionäre als Anleger an einem möglichst hohen Börsenkurs in Einklang zu bringen.⁴² Andererseits vermisst man eine vergleichbare deutliche Positionierung des Gesetzgebers in anderen darauf folgenden Gesetzgebungsakten, sei es des NaStraG, des UMAG oder anderen aktienrechtlichen Reformen. Trotz der Betonung der zunehmenden Kapitalmarktorientierung hat der Gesetzgeber des KonTraG selbst festgehalten, dass das bisherige System ausgewogen sei und sich bewährt habe;⁴³ eine völlige Neuorientierung der Ziele kann daher daraus nicht abgeleitet werden.

Vereinzelt wird auch versucht, der Rechtsprechung eine Orientierung auf den Shareholder Value zu entlocken:⁴⁴ Dies soll sich vor allem aus den einschlägigen Entscheidungen des

³⁷ *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 155; *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 259 ff.

³⁸ *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 158; *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 434 f.; *v. Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen, 2004, S. 131, 149 f.; *Groh*, DB 2000, 2153, 2158.

³⁹ Begr. RegE eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), BT-Drucks. 13/9712, S. 11; *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 434; *Wollburg*, ZIP 2004, 646, 647 f.

⁴⁰ *Fleischer* in Spindler/Stilz, 2007, § 76 AktG Rz. 32; *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 158 f. *Birke*, Das Formalziel der Aktiengesellschaft, 2005, S. 209.

⁴¹ *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 434.

⁴² *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 434.

⁴³ Begr. RegE KonTraG BT-Drs. 13/9712 S. 11.

⁴⁴ So – allerdings im Ergebnis moderat – *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 435 ff.

BVerfG zur prinzipiell erforderlichen Abfindung orientiert am Verkehrswert ergeben, der sich seinerseits am Börsenkurs orientiert.⁴⁵ Indes resultiert aus der Maßgeblichkeit des Verkehrswertes für die Berechnung der Abfindung noch lange nicht, dass auch die Führungsorgane den Verkehrs- bzw. Marktwert des Unternehmens zu maximieren hätten; das BVerfG statuiert in der Entscheidung lediglich, wie der Wert im Lichte von Art. 14 GG zu berechnen ist, wodurch also auch das Eigentum in seinem Wert und seinem Inhalt geprägt ist. Fragen der inhaltlichen Ausgestaltung des Anteilseigentums und erst recht seiner Sozialbindung (Art. 14 II GG) werden durch die Entscheidung nicht berührt, was im Hinblick auf den Streitgegenstand auch nicht verwunderlich ist. Es erscheint daher eher kühn, die Rechtsprechung zur Abfindung heranzuziehen zu wollen, um Fundamente für eine Shareholder Value-Orientierung zu finden.

Dies gilt auch hinsichtlich der in diesem Zusammenhang herangezogenen Macrotron- bzw. Delisting-Entscheidung des BGH:⁴⁶ Zwar hat sich der BGH maßgeblich auf die Beeinträchtigung des Anteilseigentums und dessen Verkehrsfähigkeit gestützt, um die Zuständigkeit des Organs Hauptversammlung für die Entscheidung über ein Delisting zu begründen. Doch kann man abgesehen von erheblichen dogmatischen Zweifeln an der Tragfähigkeit dieser Begründung⁴⁷ aus der Kompetenz der Hauptversammlung nicht den Rückschluss ziehen, dass der Vorstand ohne Wenn und Aber die Aktionärsinteressen verfolgen müsste. Denn der vollständige Verlust der Verkehrsfähigkeit bedeutet noch nicht, dass der Vorstand jegliche Beeinträchtigung des Verkehrswertes der Aktie unterlassen müsste; dagegen spräche schon allein der Umstand, dass schon Mehrheitsentscheidungen der Hauptversammlung gerade wie im Fall des Delisting den Verkehrswert erheblich beeinträchtigen können. Ein individualistisches Konzept, das nur auf den Verkehrswert und den jeweiligen Anteilseigner abstellt, ist damit schwerlich vereinbar. Der Schlüssel zur Kompetenzzuweisung bei Delisting liegt daher auch nicht im Shareholder Value, sondern in der Frage, wer grundlegende Strukturentscheidungen

⁴⁵ Leitentscheidung BVerfGE 100, 289 – DAT/Altana; BVerfG Nichtannahmebeschluss v. 23.08.2000, NJW 2001, 279 - Moto Meter; BVerfG Nichtannahmebeschluss v. 25.07.2003, ZIP 2003, 2114; s. noch jüngst BVerfG NJW 2007, 3266; zum Ganzen *Padberg*, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Höhe von Barabfindungen, 2007.

⁴⁶ BGHZ 153, 47, 55 – Macrotron.

⁴⁷ Dazu *Klöhn*, ZBB 2003, 208, 215 f.; *Ekkenga*, ZGR 2003, 878, 883; *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 798f.; *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 228.

in der AG zu treffen hat – dies muss aber nicht dazu führen, dass der Vorstand stets und immer den Shareholder Value zu berücksichtigen oder gar zu maximieren hätte.⁴⁸

III. Die Zieldiskussion: Pluralismus oder Monismus? Unternehmensinteresse oder Shareholder Value?

Die oben dargestellte in jüngster Zeit in den Vordergrund gestellte *alleinige* Ausrichtung des Vorstandshandelns am Shareholder Value begegnet abgesehen von der dogmatischen Herleitung weiteren Bedenken in größerem Zusammenhang: zunächst kann der Shareholder Value nicht mit dem Gesellschaftsinteresse als Verbandsinteresse gleichgesetzt werden (III.1), so dann impliziert der Shareholder Value nicht die Ausblendung anderer Interessen (III.1.b)), schließlich enthält auch die Orientierung am Shareholder Value ein nicht unerhebliches Maß an unternehmerischen Ermessen (III.1.c):

1. Shareholder Value als monistische Interessenleitlinie

a) Shareholder Value und Verbandsinteresse

Das Shareholder Value Konzept orientiert sich grundsätzlich an der Maximierung des Marktwertes des einzelnen Anteils eines Aktionärs, getreu den Grundsätzen der Investitions- und Finanzierungstheorie.⁴⁹ Dem steht jedoch die Bindung des Vorstandes an den Verband „AG“ gegenüber; denn er ist Organ der juristischen Person „Aktiengesellschaft“ und dieser verpflichtet, nicht den Anteilseignern selbst, was sich in seiner Rückbindung an das Gesellschaftsinteresse niederschlägt, wenn man dieses als ein von den einzelnen Aktionärsinteressen losgelöstes Rentabilitätsziel versteht.⁵⁰ Wie insoweit *Mülbert* zutreffend hervorgehoben hat, impliziert diese Ausrichtung an dem Verbandsinteresse (allenfalls) die Maximierung des Gesellschaftsvermögens, wovon die Anteilseigner reflexartig und mittelbar profitieren⁵¹ – was zwar nicht mit einzelnen Strömungen in der ökonomischen Theorie übereinstimmt, die nur die jeweilige Investitionsentscheidung des einzelnen Aktionärs betrachtet (im Sinne einer Princi-

⁴⁸ So aber *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 436 ff., der jedenfalls die Marktwertmaximierung der Aktien als gleichrangiges Formalziel neben dem verbandsrechtlichen Ziel der Mehrung des Gesellschaftsvermögens anerkennt.

⁴⁹ So *Mülbert*, ZGR 1997, 129 ff.

⁵⁰ Deutlich *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 431 f.; zu den Bedenken dagegen und zur potentiellen Identität zwischen langfristiger Gewinnmaximierung und Shareholder Value s. *Schmidt/Spindler*, FG Kübler, 1997, S. 537 ff., 540.

⁵¹ *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 431 f.

pal-Agency-Beziehung zum Vorstand als Agenten des Investors „Aktionär“), aber zum einen dem juristischen Verständnis vom Verband als Zusammenschluss der Anteilseigner mit unterschiedlichen Interessen entspricht, zudem auch anderen Perspektiven in der ökonomischen Theorie (dazu sogleich).

Der Vorrang des Verbandsinteresses und die unzulässige Gleichsetzung mit „dem“ Shareholder Value zeigt sich schließlich bei Gesellschaften mit Aktionären unterschiedlich hoher Beteiligungspakete und gegebenenfalls unternehmerischen Interessen, bei denen eine gleichmäßige Shareholder Value Orientierung schon aufgrund ihrer andersartigen Diversifikation ausscheidet, sofern das Unternehmen nicht einen späteren Börsengang plant.⁵² Ebenso wenig ist der Vorstand zur besonderen Berücksichtigung außenstehender Aktionäre etwa im Rahmen eines squeeze-out verpflichtet.⁵³

Zudem betont der Corporate Governance Kodex in Ziff. 4.1.1 die Steigerung eines „nachhaltigen“ Unternehmenswertes und dürfte so als Absage an zumindest einen sich in kurzfristigen Kursausschlägen manifestierenden Shareholder-Value-Ansatzes zu verstehen sein.⁵⁴

Eine ausschließliche und einseitige Orientierung an einem bestimmten Aktionärsinteresse verstieße daher gegen die prinzipiell verbandsrechtliche Ausrichtung der Organpflichten. Allenfalls ein allgemein verstandenes Shareholder-Value-Konzept kann daher vom Vorstand als zu verfolgendes Interesse gewählt werden.

b) Shareholder Value und Interessen anderer Stakeholder

Der Vorstand kann auch andere Interessen als diejenigen der Anteilseigner berücksichtigen: dies ergibt sich schon aus der weiten Fassung des § 76 AktG⁵⁵ und der oben referierten Entstehungsgeschichte, insbesondere der vom Gesetzgeber des AktG 1965 zugrunde gelegten quasi selbstverständlichen Fortgeltung des § 70 AktG 1937. Gleiches gilt aus betriebswirtschaftlicher Sicht, wenn auch den meisten betriebswirtschaftlichen Aussagen das Ziel der Gewinnmaximierung zugrunde gelegt wird.⁵⁶

⁵² *Hu*, UCLA L. Rev. 38 (1990), 277, 361 ff.

⁵³ *Meilicke*, AG 2007, 261, 269.

⁵⁴ *Ringleb* in Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 3. Aufl. 2008, Rz. 608.

⁵⁵ *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 159; *Fleischer* in Spindler/Stilz, 2007, § 76 AktG Rz. 32.

⁵⁶ *Schmidt/Spindler*, FG Kübler, 1997, S. 522.

Aber auch aus ökonomischer Sicht ist das Konzept des Shareholder Value keineswegs einseitig als Rückbindung an kurzfristige Anteilseignerinteressen zu verstehen; vielmehr ergeben sich auch hier durchaus Übereinstimmungen mit den Interessen anderer Gruppen, wie etwa Arbeitnehmern oder Gläubigern (sog. moderates Shareholder-Value-Konzept).⁵⁷ So kann es sehr wohl einer Shareholder Value Maximierung entsprechen, langfristige, unvollständig spezifizierte Verträge⁵⁸ - wie z.B. Arbeitsverträge⁵⁹ - nicht zu Lasten der anderen Vertragspartei auszunützen. Denn dadurch wird anderen Vertragsparteien glaubhaft versichert, dass sie nicht „ausgebeutet“ werden im Rahmen ihrer (unvollständigen) Verträge, sonst anfallende Risikozuschläge und -prämien werden nicht erhoben, was letztlich wieder den Anteilseignern als Kapitalgeber zugute kommt. Nichts anderes ist auch im Rahmen anderer Konzepte gemeint, wenn betont wird, dass in langer Sicht weder der Gewinn noch der Marktwert einseitig auf Kosten anderer Stakeholder bzw. gegen deren Widerstand gemehrt werden könnte.⁶⁰

In einer idealen Welt werden daher Anteilseigner, die die Verträge mit dem Management abschließen, sich mit einem Ermessensspielraum für das Management einverstanden erklären, um nicht etwaiger Vorteile aus der Ausnützung gemeinsamer Kooperation bei langfristigen Verträgen und damit Steigerungen des Marktwertes verlustig zu gehen. Daraus kann für den Handlungsspielraum des Managements und des Ausmaßes der Berücksichtigung von Interessen anderer Gruppen als derjenige der Aktionäre Rückschlüsse gezogen werden: Je langfristiger und komplexer Verträge gestaltet sind, vor allem etwa bei Arbeitnehmern, umso eher kann der Vorstand hier deren Interessen berücksichtigen. Je spezifizierter und kurzfristiger die Verträge dagegen ausfallen, umso geringerer Anlass besteht, dem Vorstand einen Spielraum zur Benachteiligung von Aktionärsinteressen einzuräumen. Hier besteht keine Notwendigkeit, dem Vorstand einen Freiraum zu geben, um sich für die Zukunft einen good will des Verhandlungspartners zu sichern. Vielmehr rückt hier bei entsprechenden Freiräumen die Gefahr des opportunistischen Verhaltens des Managements bzw. Vorstands in den Vordergrund.⁶¹

Der Vorstand ist daher berechtigt, in diesem Rahmen auch die Interessen anderer am Unternehmen beteiligten Gruppen zu berücksichtigen, gerade auch auf dem Boden eines Sharehol-

⁵⁷ Dazu *Mülbart*, ZGR 1997, 129, 139 f.

⁵⁸ Zur juristischen Bedeutung der ökonomischen Theorie der langfristigen Verträge *Jickeli*, Der langfristige Vertrag, 1996; grundlegend dazu die Arbeiten von *Oliver E. Williamson*, etwa *Markets and Hierarchies*, 1975.

⁵⁹ Dazu ausführlich *Schmidt/Spindler*, FG Kübler 1997, S. 528 ff.

⁶⁰ *Zutr. Mülbart*, ZGR 1997, 129, 139 f.; v. *Colbe*, ZGR 1997, 217, 289.

der Value-Konzepts. Er kann hierzu sogar verpflichtet sein, wenn der Marktwert des Unternehmens mittel- und langfristig sinkt, wenn etwa Gegenmaßnahmen von Arbeitnehmern zu erwarten sind, z.B. Streiks, oder erhöhte Gehaltsforderungen durch Risikoprämien aufgrund zuvor gezeigten opportunistischen Verhaltens. Umgekehrt darf der Vorstand sich im Rahmen seines Ermessens vorrangig am Shareholder Value-Konzept orientieren,⁶² er muss es jedoch nur, wenn es sich um spezifizierte Verträge der dargestellten Art handelt. Auch bei einer vorrangigen Orientierung am Shareholder Value darf der Vorstand aber nicht die Interessen anderer Gruppen außer Acht lassen, wenn gerade bei langfristigen Vertragsbeziehungen die Glaubwürdigkeit des Unternehmens leidet und daher selbst bei Zugrundelegung des Shareholder Value Konzepts Beeinträchtigungen in mittelfristiger Hinsicht drohen.

Der Vorstand genießt allerdings ein breites Ermessen, auch im Rahmen des Shareholder Value-Konzepts:

c) Shareholder Value und Unternehmerisches Ermessen

Auch das Shareholder Value-Konzept muss demnach "weiche" Faktoren wie Reputation des Unternehmens, Stabilität in den Vertragsbeziehungen und die Motivation von Arbeitnehmern berücksichtigen, die sich im Rahmen von Investitionsrechnungen nur bedingt operationalisieren lassen, dennoch unstreitig Einfluss auf den Marktwert haben.⁶³ Damit verlagert sich die Frage nach der materiellen Richtigkeit der Entscheidung aber zunehmend in eine solche nach ihrer Vertretbarkeit.⁶⁴ Auch lässt sich – abgesehen von Extremfällen – die Shareholder Value Maximierung in Gestalt der „richtigen“ Kooperation mit den Stakeholdern nicht messen oder gar einklagen, so dass ein unmittelbar rechtlich *verbindliches* Pflichtenprogramm ausscheidet. Dies gilt mutatis mutandis für Entscheidungen, die nicht die Interessen von Stakeholdern (direkt) tangieren, die aber Prognosen enthalten.⁶⁵ Auch aus dem Konzept der Marktwertmaximierung lässt sich daher nur bedingt eine Regel für Entscheidungen unter Unsicherheit herlei-

⁶¹ Zum Ganzen eingehend *Schmidt/Spindler*, FG Kübler 1997, S. 547 f.

⁶² Dafür *Hüffer*, ZHR 161 (1997), 214, 217 f.; *ders.*, 8. Aufl. 2008, § 76 AktG Rz. 12; *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, 2007, § 76 AktG Rz. 32; *Birke*, Das Formalziel der Aktiengesellschaft, 2005, S. 199 ff.; *v. Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft, 2004, S. 118 ff., 133 ff.; *Groh*, DB 2000, 2153, 2158; *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 159; krit. aus betriebswirtschaftlicher Sicht *v. Werder*, ZGR 1998, 69, 77 ff.; *ders.* in *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder*, Deutscher Corporate Governance Kodex, 3. Aufl. 2008, Rz. 355.

⁶³ Vgl. *Ballwieser*, FS Moxter 1994, S. 1377, 1389 f.; *Mülbart*, ZGR 1997, 129, 156 ff.; *Janisch*, Das strategische Anspruchsgruppenmanagement, 1993, S. 102, 109 f.

⁶⁴ Zust. *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, 2007, § 76 AktG Rz. 38; *Busse v. Colbe*, ZGR 1997, 271, 290 sieht in dem Shareholder Value-Konzept auch eher einer Unternehmensphilosophie.

⁶⁵ Zu Prognosen im Gesellschaftsrecht *Spindler*, AG 2006, 677 ff.

ten, sofern man nicht seine eigene bzw. die richterliche ex post-Einschätzung an die Stelle derjenigen des Vorstands setzen will.

d) Gewinnmaximierung als Ziel?

Das oben angeführte Verbandsinteresse als eigentliche Verankerung der Pflichten für die Organe legt die Frage nahe, ob die Leitung der privatrechtlich strukturierten und autonome Ziele verfolgende AG auf die Maximierung des Gewinns der AG ausgerichtet sein muss. Einigkeit besteht darüber, dass auf jeden Fall der Bestand des Unternehmens⁶⁶ zu sichern und für eine dauerhafte Rentabilität zu sorgen ist,⁶⁷ was zum Teil auch als „angemessene“ Gewinnerzielung konkretisiert wird.⁶⁸

Die Orientierung an einer (kurz- oder langfristigen) Gewinnmaximierung ist damit nicht gleichzusetzen. Denn schon die Konkretisierung bereitet erhebliche Probleme, etwa hinsichtlich der Zeithorizonte, auf die der Gewinn bezogen ist, da es sich nicht allein um den bilanziellen Gewinn handeln kann.⁶⁹ Die Zweifel verstärken sich, wenn man sich die für das Ziel der langfristigen Gewinnmaximierung behauptete Risikoneutralität⁷⁰ vor Augen hält. Denn das AktG enthält hierzu keine Aussage.

2. Unternehmensinteresse, Shareholder Value und prozedurale Regeln

Fasst man die obigen Überlegungen zusammen, wird deutlich, dass sowohl unter dem Regime der langfristigen Gewinnmaximierung als auch unter demjenigen des Shareholder Value genau die prozeduralen Regeln dominieren wie auch bei den Konzepten des Unternehmensinteresses, indem im Wesentlichen das richtige Maß an eingeholter Information und Abwägung

⁶⁶ Vgl. *Flume*, AT I 2, 1983, § 2 VII S. 58; in der Tendenz ähnlich *Mertens* in *Kölner Komm/AktG*, 2. Aufl. 1989, § 76 Rz. 11, 16 ff., 22 f., 32; mit systemtheoretischer Begründung *Teubner*, ZHR 159 (1985), 470, 477 f.; *Junge*, FS Caemmerer, 1978, S. 547, 554 f.

⁶⁷ OLG Hamm AG 1995, 512, 514; *Mertens* in *Kölner Komm/AktG*, 2. Aufl. 1989, § 76 Rz. 17, 22 f.; *Hüfner*, 8. Aufl. 2008, § 76 AktG Rz. 13; *ders.*, FS Raiser, 2005, S. 163, 168; *Kort* in *Großkomm/AktG*, 4. Aufl. 2003, § 76 Rz. 52; *Jürgenmeyer*, Das Unternehmensinteresse, 1984, S. 103; *Semler*, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, 2. Aufl. 1996, Rz. 40 ff.; *Langenbacher*, DStR 2005, 2083 f.; *Clemm*, FS Ritter, 1997, S. 685 ff.

⁶⁸ *Junge*, FS Caemmerer, 1978, S. 547, 554f., der allerdings auch im Sinne einer Bestandswahrung verstanden werden kann; *Reuter*, Welche Maßnahmen empfehlen sich, insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern?, 55. DJT 1984 B 78 f.; *Semler*, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, 2. Aufl. 1996, Rz. 40 ff, 48 („angemessener Gewinn“ als primäres Ziel der Geschäftstätigkeit).

⁶⁹ Ausführlich *Großmann*, Unternehmensziele im Aktienrecht, 1980, S. 72 ff.

⁷⁰ So *Mülbart*, ZGR 1997, 129, 157.

im Zentrum der rechtlichen Überlegungen steht.⁷¹ Das Unternehmensinteresse im Sinne prozeduraler Regeln⁷² und der Berücksichtigung von Belangen anderer Gruppen als derjenige der Anteilseigner findet daher seine Rechtfertigung auch in der notwendigen Ausgestaltung von langfristigen Vertragsbeziehungen.⁷³ Das „moderate“ Shareholder Value-Konzept widerspricht daher nicht einem - wie auch immer zu begründenden - Unternehmensinteresse.

Umgekehrt sind die Organe der AG zur Verantwortung zu ziehen, wenn es sich um spezifizierte Verträge handelt und der Vorstand nicht im Interesse der Marktwertmaximierung handelt, z.B. im Bereich von Finanzierungstransaktionen. Denn in diesen Fällen besteht auch nach der Konzeption des Unternehmensinteresses kein Bedarf, die Anteilseignerziele hintanzustellen, da die übrigen Interessengruppen bereits ausreichend geschützt sind.

3. Interessenpluralismus in der mitbestimmten AG

Abgesehen davon, dass der Shareholder Value und auch das Ziel der Rentabilitätssicherung bereits die Berücksichtigung anderer Interessengruppen am Unternehmen umfasst, ist auf jeden Fall bei mitbestimmten Unternehmen die grundsätzliche Entscheidung des Gesetzgebers zu berücksichtigen, dass Arbeitnehmerinteressen im Aufsichtsorgan der AG fast paritätisch oder mit einem Drittel vertreten sind. Gerade in mitbestimmten Unternehmen kann daher ein Primat der Anteilseignerinteressen nicht angenommen werden: Zwar lassen das MitbestG und das DrittelbG – abgesehen von den ausdrücklichen Abweichungen – die aktienrechtlichen Bestimmungen unberührt; doch kann andererseits nicht verkannt werden, dass die Arbeitnehmervertreter kaum als Interessenvertreter der Anteilseigner und rückgekoppelt an deren Interessen verstanden werden können.

Der Vorstand kann daher für gute Arbeitsbedingungen sorgen, das Betriebsklima fördern und bei seinen Geschäftsführungsmaßnahmen darauf achten, dass die Lage der Arbeitnehmer nicht ohne zwingenden Grund beeinträchtigt wird. Auch freiwillige soziale Leistungen, wie z.B. Gratifikationen, Altersversorgung, Überlassung von Wohnungen, Anbieten von Beleg-

⁷¹ Vgl. *Mertens* in *Kölner Komm/AktG*, 2. Aufl. 1989, § 93 Rz. 45, 53; *Semler*, *Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft*, 2. Aufl. 1996, Rz. 76 ff. mwNachw.; s. auch die Erwägungen des OLG Düsseldorf im ARAG/Garmbeck-Fall, diesmal auf der Aufsichtsratsebene, OLG Düsseldorf AG 1995, 416, 418 f.; dazu *Dreher*, ZHR 158 (1994), 614; *ders.*, ZIP 1995, 628; *Raiser*, NJW 1996, 552; *Lutter*, ZIP 1995, 441; *Boujong*, AG 1995, 203, 206; *Jaeger/Trölitzsch*, ZIP 1995, 1157; *Fischer*, BB 1996, 225; deutlich auch *Semler*, *Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft*, 2. Aufl. 1996, Rz. 76 ff. mwNachw.

⁷² S. oben II.3.

⁷³ Im Ergebnis ähnlich *Mertens* in *Kölner Komm/AktG*, 2. Aufl. 1989, § 76 Rz. 19.

schaftsaktien gem. § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG, oder durch betriebliche Einrichtungen, welche die Möglichkeit für eine Fort- und Weiterbildung bieten, können ergriffen werden. Solche Sozialleistungen mögen dem Grundsatz der Gewinnmaximierung widersprechen, kommen aber dem Unternehmensganzen wieder zugute.⁷⁴ Die Nichtbeachtung der sozialen Belange kann gar ein wichtiger Grund für die Abberufung von Vorstandsmitgliedern durch den Aufsichtsrat nach § 84 Abs. 3 AktG sein.

Aber auch das Gemeinwohl darf vom Vorstand berücksichtigt werden, ohne deshalb der Gesellschaft, wenn dadurch ihre Vermögensinteressen beeinträchtigt werden, zum Schadenersatz verpflichtet zu sein.⁷⁵ Dies folgt zum einen aus der Gesetzgebungsgeschichte zum AktG 1965,⁷⁶ insbesondere zur Aufhebung der Vorgängervorschrift des § 70 AktG 1937, zum anderen schon aus der Sozialbindung des Eigentums nach Art. 14 Abs. 2 GG, die das BVerfG gerade für große Aktiengesellschaften in der Mitbestimmungsentscheidung hervorgehoben hat.⁷⁷ Gerade die Diskussion über die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen (Corporate Social Responsibility) hat weltweit immer mehr an Bedeutung gewonnen.⁷⁸ Unternehmen werden zunehmend daran gemessen und messen sich selbst daran, wie sie ihrer sozialen und ökologischen Verantwortung gerecht werden. Bezeichnend für diese Bestrebungen war die Gründung des Forums „Nachhaltige Entwicklung der Deutschen Wirtschaft (econsense)“ auf Initiative des BDI, dem mittlerweile 25 global agierende deutsche Unternehmen angehören⁷⁹. Unzulässig wäre es aber, wenn ein Vorstand die Leitung des Unternehmens einseitig auf die Verfolgung öffentlicher Interessen ausrichtet, ohne dabei zugleich die Interessen der am Unternehmen Beteiligten ausreichend zu wahren. Ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer, der fremde Vermögenswerte verwaltet, muss darauf achten, dass die Zuwendungen im Einklang mit der Lage der Gesellschaft stehen und das verkehrübliche Maß nicht willkürlich

⁷⁴ Im Ergebnis ebenso *Kort* in *Großkomm/AktG*, 4. Aufl. 2003, § 76 Rz. 58 f.; *Hüffer*, 8. Aufl. 2008, § 76 AktG Rz. 14; *Fleischer*, *Handbuch des Vorstandsrecht*, 2006, § 1 Rz. 35, *Hopt* in *Großkomm/AktG*, 4. Aufl. 1999, § 93 Rz. 120.

⁷⁵ *Rittner*, FS Geßler, 1970, S. 139, 149 ff.

⁷⁶ S. oben II.1.

⁷⁷ BVerfGE 50, 290 ff.

⁷⁸ *Habisch/Wegner* in *Habisch/Jonker/Wegner/Schmidpeter*, *Corporate Social Responsibility Across Europe*, 2004, S. 116 f. mwNachw.

⁷⁹ Internetseite www.econsense.de; siehe dort insbesondere „Corporate Social Responsibility – A Memorandum for Creativity and Innovations“ (www.memorandum_0005E200.DOCeconsense.pdf).

überschreiten.⁸⁰ Konfliktfelder, die hier nicht zu vertiefen sind, betreffen etwa das Ausmaß des Sponsoring für gemeinnützige Zwecke, insbesondere von Sportveranstaltungen, oder von Spenden für Parteien.⁸¹

IV. Gesetzliche Verankerung einer pluralistischen Unternehmensleitlinie?

De lege lata ergibt sich daher ein komplexes und schillerndes Bild, von einer völlig einseitigen Shareholder Value-Orientierung als oberste Prämisse bis hin zur weitgehend freien Einschätzung der zu verfolgenden Unternehmensziele durch den Vorstand. Angesichts dieser widerstreitenden Strömungen und vor allem im Hinblick auf die zunehmende Kapitalmarkt-orientierung der Unternehmensleitung, wie sie sich im KonTraG niedergeschlagen hat, kann daher heute nicht mehr mit Sicherheit davon gesprochen werden, dass der Vorstand (und auch der Aufsichtsrat) Arbeitnehmerbelange oder Interessen der Öffentlichkeit vor diejenigen einer Marktwertmaximierung der Anteile der Aktionäre stellen darf. Vielmehr herrscht selbst bei mitbestimmten Aktiengesellschaften Unsicherheit darüber, ob und wie weit Arbeitnehmerbelange in die Interessenabwägung und in die unternehmerische Entscheidung eingestellt werden dürfen oder gar müssen. Mittelbar sind hiervon auch andere Entscheidungen betroffen, etwa das Ausmaß an variabler Vergütung des Vorstandes, insbesondere des Anteils von Aktienoptionen, die den Vorstand mittelbar an das Interesse der Anteilseigner rückkoppeln sollen. Aber auch die Rechtsstellung der Arbeitnehmervertreter ist hiervon berührt, etwa wenn es um das Abstimmungsverhalten im Aufsichtsrat geht, das durch die Haftungsmaßstäbe des § 116 AktG berührt und damit ebenfalls von der Frage mitbestimmt wird, welche Leitlinien für das Organhandeln bestehen.

Hält man sich diesen Befund vor Augen, stellt sich die Frage, ob die Leitlinien für das Vorstandshandeln – und damit auch für die Tätigkeit des Aufsichtsrats – nicht gesetzlich verankert werden sollten, vergleichbar dem Zustand, wie er vor dem AktG 1965 in Gestalt des § 70 AktG 1937 herrschte. Will man eine klare Rechtfertigungsgrundlage für die Berücksichtigung von Arbeitnehmerbelangen – und ohne Rücksicht auf den oben dargestellten Streit um die Deutung des Shareholder Value -, so wird man nicht umhin können, angesichts der jüngsten Novellierungen im AktG eine solche gesetzliche Grundlage (wieder) neu aufzunehmen. Denn

⁸⁰ BGHSt 47, 187 - SSV Reutlingen; *Kort* in Großkomm/AktG, 4. Aufl. 2003, § 76 Rz. 67, 69; *Mertens*, FS Goerdeler, 1987, S. 349, 360; *Fleischer*, AG 2001, 171, 177 f.

allein die Tatsache, dass eine AG den Mitbestimmungsgesetzen unterliegt, verändert nach dieser Lesart nicht die Zielsetzungen, die der Vorstand (und mittelbar auch der Aufsichtsrat) zu verfolgen hat, da die Mitbestimmungsgesetze das AktG (und auch das GmbHG) im Prinzip unberührt belassen.

Will man daher explizit, dass der Vorstand berechtigt ist, Arbeitnehmerbelange in die Abwägung einzubeziehen, käme sowohl eine Kodifikation im Rahmen des AktG als auch des MitbestG in Betracht. Für eine Verankerung im MitbestG spräche, dass damit der integrierte Ansatz der Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen in Gestalt der unternehmensbezogenen Mitbestimmung klarer zum Ausdruck käme. Andererseits würden die schon bestehenden Probleme der Abstimmung zwischen Gesellschafts- und Mitbestimmungsrecht nicht behoben; insbesondere wären – wie schon zuvor - erhebliche Diskussionen zu erwarten, ob und inwieweit mitbestimmungsrechtlich festgelegte Ziele die gesellschaftsrechtlichen überlagern und modifizieren können. Schließlich und entscheidend gegen eine mitbestimmungsrechtliche Verankerung spräche schließlich, dass Vorstände von Gesellschaften, die nicht den Mitbestimmungsgesetzen unterliegen, von vornherein in einer solchen Festlegung einen Freibrief erblicken könnten, Arbeitnehmerbelange von vornherein unberücksichtigt zu lassen, auch entgegen den obigen Darlegungen hinsichtlich langfristiger Verträge und der Wahrung der Reputation der Gesellschaft. Zu guter Letzt wäre das Gemeinwohl nicht in derartigen Festlegungen berücksichtigt – was aber kaum auf nur mitbestimmte Gesellschaften beschränkt wäre.

Eine gesetzliche Verankerung sollte daher gesellschaftsrechtlich erfolgen, wenn man das Ziel der Berücksichtigung der Arbeitnehmerinteressen im Rahmen der Vorstandsentscheidungen verfolgt – hier ist dann allerdings zu überlegen, ob die Festlegung sich auf börsennotierte Gesellschaften beschränken sollte, um gerade der sonst drohenden kapitalmarktbezogenen Orientierung eine Klarstellung entgegenzusetzen, oder sich auf alle Gesellschaften beziehen sollte. Für die Erstreckung auf alle Gesellschaften spricht, dass die Gemeinwohlorientierung und die Berücksichtigung der Arbeitnehmerbelange keineswegs davon abhängig ist, ob die Gesellschaft an der Börse notiert ist – vielmehr ergibt sich die Notwendigkeit der Berücksichtigung dieser Belange zum einen aus Art. 14 II GG, zum anderen aus der allgemeinen Gemeinwohlkomponente, wie sie in den Diskussionen zum AktG 1965 zum Ausdruck gekommen sind.

⁸¹ Näher *Spindler* in: MünchKomm/AktG, 3. Aufl. 2008, § 76 Rz. 87 f. mwNachw.

Eine unterschiedliche Behandlung von kapitalmarktorientierten Gesellschaften und nicht-börsennotierten Gesellschaften erscheint daher nicht angebracht.⁸²

Demgemäß scheidet auch eine Verankerung allein in einem Corporate Governance Kodex aus, da dieser entsprechend § 161 AktG nur auf börsennotierte Gesellschaften zugeschnitten ist. Allerdings ist damit auch die grundlegende Frage aufgeworfen, ob und inwieweit die Organe der Gesellschaft sich in einer Comply-or-Explain-Erklärung gegen eine entsprechende Berücksichtigung von Arbeitnehmerbelangen wenden könnten; anders gewendet stellt sich die Frage, ob eine solche mögliche Berücksichtigung zwingend sein sollte oder gegebenenfalls durch Satzungsbestimmung oder Comply-or-Explain-Erklärung quasi abgedungen werden können sollte. Hinter dieser Frage steht eine der grundlegenden rechtspolitischen Entscheidungen, die sich letztlich der wissenschaftlichen Analyse entziehen, nämlich ob ein integrativer unternehmensbezogener Mitbestimmungsansatz verfolgt werden sollte, wie er zur Zeit in Deutschland praktiziert wird und der sich in der Interessenrepräsentanz der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat niederschlägt, oder ein eher „externer“ Interessenvertretungsansatz, der an den Dualismus von Arbeitgeber/Anteilseigner- und Arbeitnehmerinteressen anknüpft und die nähere Ausgestaltung einer unternehmenspolitischen Mitbestimmung der Verhandlung und Vereinbarung zwischen beiden Interessengruppen überläßt. Letzteres würde allerdings implizieren, dass beide Vertragsparteien tatsächlich über entsprechende Begrenzungen des Vorstandshandelns Vereinbarungen treffen könnten, was bislang kaum ausgelotet ist und hier daher auch nicht näher vertieft werden kann. Ob der bislang tradierte deutsche Ansatz einer gesetzlich fundierten unternehmensbezogenen Mitbestimmung nicht zugunsten einer wesentlich offeneren Verhandlungslösung, die allerdings auch entsprechende Arbeitskampfmaßnahmen implizieren würde, vorzuziehen wäre, kann hier nicht näher beleuchtet werden. Behält man jedenfalls den tradierten unternehmensbezogenen Ansatz bei, sind Konflikte mit entsprechenden gesellschaftsvertraglichen bzw. satzungsautonomen Regelungen, in denen das Unternehmensziel festgelegt werden könnte, nicht auszuschließen.

Prof.Dr.Gerald Spindler, Universität Göttingen, 12. Oktober 2008

⁸² Das Gutachten von *Bayer DJT* 2008 zur Differenzierung zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Gesellschaften äußert sich zu dieser Frage etwa überhaupt nicht; s. dazu auch allgemein *Spindler*, AG 2008, 598 ff.; *Windbichler*, JZ 2008, 840 ff.