



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

Goethe-Universität Frankfurt am Main

Julia Redenius-Hövermann/Hendrik Schmidt

Zur Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern

–

Überlegungen zur Einordnung und Definition des
Unabhängigkeitsbegriffs



WORKING PAPER No 154



Prof. Dr. Theodor Baums

Prof. Dr. Andreas Cahn

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
IM HOUSE OF FINANCE
DER GOETHE UNIVERSITÄT FRANKFURT
CAMPUS WESTEND
THEODOR-W.-ADORNO-PLATZ 3
60629 FRANKFURT AM MAIN

TEL.: +49 (0) 69/798-33753

FAX.: +49 (0) 69/798-33929

WWW.ILF-FRANKFURT.DE

Julia Redenius-Hövermann/Hendrik Schmidt

Zur Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern

-

Überlegungen zur Einordnung und Definition des Unabhängigkeitsbegriffs

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 154/2018

Zur Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern¹

–

Überlegungen zur Einordnung und Definition des Unabhängigkeitsbegriffs²

Julia Redenius-Hövermann/Hendrik Schmidt

- I. Einführung
- II. Klassifizierung nach Gruppen:
 - a. (Groß-) Aktionärsvertreter)
 - b. Entsandte Aufsichtsräte
 - c. Ehemalige Vorstandsmitglieder
 - d. Ehemalige Abschlussprüfer und Berater:
 - e. Mandate bei wesentlichen Partnerunternehmen
 - f. Mandate bei relevanten Wettbewerbern
- III. Grundsätzliche Anforderungen zur Erhaltung der Unabhängigkeit:
 - a. Mandatshöchstgrenzen und Zeiteinsatz
 - b. Mandatshöchstdauer
- IV. Transparenzerfordernisse
- V. Ausschussbesetzung
- VI. Fazit

¹ Ausschließlich zur besseren Lesbarkeit wurde im Text die männliche Form gewählt, es sind hierbei aber stets beide Geschlechter angesprochen.

² *Julia Redenius-Hövermann* ist Associate Professorin für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht an der Frankfurt School of Finance and Management sowie Privatdozentin an der Goethe Universität Frankfurt; *Hendrik Schmidt* ist Assistant Vice President am Corporate Governance Center, DWS, Frankfurt.

I. Einführung

Mit der Umsetzung der EU-Abschlussprüferrichtlinie 2014/56/EU sowie der Ausführung der entsprechenden Vorgaben der EU-Abschlussprüferverordnung Nr. 537/2014 in nationales Recht wurde im Juni 2016 auch das deutsche Aktiengesetz angepasst. Davon betroffen waren u.a. die §§ 100 Abs. 5 und 107 Abs. 4. Das bis dahin für den Vorsitzenden des Prüfungsausschusses bzw. den Finanzexperten bestehende Erfordernis der Unabhängigkeit und damit ein wesentliches Element auch international anerkannter guter Corporate Governance entfiel überraschend. Auch Interventionen von Investorenseite konnten diese Gesetzesänderung nicht mehr verhindern. Ungeachtet dessen blieb aber der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) bei seiner Formulierung von Ziff. 5.4.2., der unverändert eine unabhängige Besetzung des Vorsitzes im Prüfungsausschuss empfiehlt und somit bei Abweichungen eine Erklärung erfordert.

In der Gesetzesbegründung zu dieser Änderung gab die Bundesregierung an, dass durch das dualistische System der Unternehmensführung in Deutschland bereits ein „ausreichend hohes Maß an Unabhängigkeit“ gegeben sei. Folglich wären nun auch beispielsweise Arbeitnehmervertreter für die Position des Prüfungsausschussvorsitzenden wählbar.³ Auch diese Argumentation ist Anlass für eine grundsätzliche Diskussion zur Beurteilung der tatsächlichen Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern, da die *de lege lata*-Situation diesen Begriff bisher unzureichend bestimmt. Ziel dieses Beitrags ist, einen Kriterienkatalog vorzustellen, der aus juristischer Sicht den bisher rechtlich unzureichend definierten Begriff der Unabhängigkeit gezielter darstellt, die Feststellung, Offenlegung und Umgang mit Interessenkonflikten beschreibt und hierbei die Investorenperspektiven und -erwartungen einbezieht.

Die Diskussion um Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern ist auch aufgrund der besonderen, da dualistischen Struktur der Geschäftsleitung für Deutschland relevanter als in Märkten mit monistischem Geschäftsleitungsmodell. Der Aufsichtsrat ergänzt den operativ tätigen Vorstand als kontrollierendes und strategisches Geschäftsleitungsorgan. Beispielhaft sei hier auf die Situation im Vereinigten Königreich bzw. den Vereinigten Staaten eingegangen. In beiden Rechtsordnungen existieren monistische Boardstrukturen, allerdings sind die Unabhängigkeitsanforderungen an britische Boards anspruchsvoller und werden prägnanter formuliert, als die verhältnismäßig vagen Beschreibungen in den für die USA relevanten Listing Requirements von NYSE und NASDAQ. So fordert der UK Governance Code u.a., dass eine Einschätzung als unabhängiger Non-Executive

³ Siehe Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 18/7219, S. 56.

Director nach dem neunten Jahr der Zugehörigkeit detailliert durch das Board zu begründen ist und der Kandidat grundsätzlich als nicht unabhängig anzusehen ist.⁴

Auf die von der EU Kommission 2005 formulierte Empfehlung zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern börsennotierter Gesellschaften sei nur kurz eingegangen. Die Empfehlung legt fest, dass Unabhängigkeit als Abwesenheit jeglicher signifikanten Interessenkonflikte verstanden werden sollte. Im Folgenden wird vor allem auf die Verbindung zu einem Konkurrenten des Unternehmens abgestellt.⁵

Der vorliegende Beitrag konzentriert sich auf die Darstellung der Situation *de lege lata* in Deutschland und vernachlässigt verhaltensökonomische Einordnungen zum Nutzen von unabhängigen Aufsichtsratsmitgliedern.⁶

Die Autoren erkennen den Nutzen erfahrener Aufsichtsratsmitglieder an und befürworten durchaus eine ausgewogene Zusammensetzung des Aufsichtsrats unter Einbeziehung von Qualifikation, Erfahrung und Unabhängigkeit. Die schließt eine Abwägung zugunsten eines mehrheitlich unabhängig besetzten Gremiums mit ein. Eine ausschließlich unabhängige Besetzung des Aufsichtsrats ist aus Sicht der Autoren in Deutschland weder anzustreben noch vollständig zu erreichen. Allerdings sollte eine mindestens mehrheitliche Unabhängigkeit, unter Berücksichtigung des Doppelstimmrechts des Aufsichtsratsvorsitzenden, sichergestellt sein.

Nachstehend werden mehrere Gruppen definiert, die in der Klassifizierung als unabhängige bzw. nicht-unabhängige Mitglieder des Aufsichtsrats berücksichtigt werden. Für alle Gruppen sind auch Fragen nach Mandatshöchstgrenzen, Mandatshöchstdauer und Zeiteinsatz der Aufsichtsratsmitglieder kritisch zu berücksichtigen.

⁴ Siehe UK Corporate Governance Code: Chapter 2 Division of Responsibilities Provision 10 im Vergleich zu Section 8 NYSE Listing Requirements.

⁵ Siehe hierzu EU-Kommission, Empfehlung der Kommission vom 15.2.2005 zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern/börsennotierter Gesellschaften sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs-/Aufsichtsrats, Dok. 2005/162/EG, ABl. EU Nr. L 52.

⁶ Vgl. Redenius-Hövermann, Verhalten im Unternehmensrecht, § 3 B. I. 3, erscheint Mohr Siebeck 2018.

II. Klassifizierung nach Gruppen

Bereits die Gesetzesbegründung (Wählbarkeit von Arbeitnehmer-⁷ bzw. Gewerkschaftsvertretern⁸ in den Prüfungsausschussvorsitz) könnte bedeuten, dass auch der Gesetzgeber diese beiden Gruppen als nicht unabhängig ansieht. Daher liegt der Fokus nachfolgend auf den unterschiedlichen Vertretern der Kapitalseite.

a. (Groß-) Aktionärsvertreter:

Mitglieder des Aufsichtsrats, die mehr als 10% stimmberechtigten Aktienkapitals vertreten, sind grundsätzlich nicht als unabhängig einzustufen, da davon auszugehen ist, dass sie andere Interessen als Minderheitsaktionäre verfolgen.⁹ Hierbei kann im Einzelfall differenziert werden: wenn es Vertreter eines kontrollierenden Aktienpaketes (mind. 51% der stimmberechtigten Aktien) gibt. In einer solchen Fallkonstellation könnte der Vertreter eines Minderheitsaktionärs, der über 10% Aktienkapital hält, als unabhängig angesehen werden. Handelt es sich allerdings um den Vertreter eines erkennbar nicht langfristigen-orientierten Investors (beispielsweise Hedgefonds oder Aktivisten), ist diese Differenzierung nicht vorzunehmen, da die Interessen dieser Investoren nicht an der langfristigen Entwicklung des Unternehmenserfolges, sondern an einer kurzfristigen Aktienkursentwicklung ausgerichtet sind.¹⁰

b. Entsante Aufsichtsräte

Mitglieder, die dem Aufsichtsrat aufgrund einer gesetzlichen oder satzungsbestimmten Entsendung angehören, sind aufgrund der damit einhergehenden Interessenkonflikte nicht als unabhängig einzuordnen. Ihr Handlungsspielraum ist zumeist durch Interessenverfolgung der

⁷ Dem Argument, den Arbeitnehmervertretern, die auf dem Gebiet der Rechnungslegung und Abschlussprüfung qualifiziert sind, die Möglichkeit zu eröffnen, den Prüfungsausschuss zu leiten, wird an dieser Stelle grundsätzlich widersprochen. Arbeitnehmer befinden sich nach ganz hM schon aufgrund ihres Beschäftigungsverhältnisses im betroffenen Unternehmen in einem andauernden Interessenkonflikt, der eine Unabhängigkeit negiert. Dies kann analog zu §105 Abs. 1 AktG gesehen werden, da Vorstandsmitglieder über ihren Dienstansetzungsvertrag in einem Beschäftigungsverhältnis mit dem Unternehmen stehen und eindeutig von einer Mitgliedschaft im Aufsichtsrat ausgeschlossen sind. So auch Hüffer/Koch, AktG, § 100 Rn. 5; MüKo AktG/Habersack, § 100 Rn. 79; Baums, ZHR 180 (2016), 697, 703 ff.; Scholderer, NZG 2012, 168, 172; Roth, WM 2012, 1985, 1987; Staake, NZG 2016, 853. Ausführlich hierzu auch Baums, ILF Working Paper Nr. 149.

⁸ Auch bei Vertretern, die aufgrund der Mitbestimmungsgesetzgebung von Gewerkschaften in Aufsichtsräte entsandt werden, ist die Unabhängigkeit auszuschließen. Vgl. auch MüKo AktG/Habersack, § 100 Rn. 75, 79. Die gewerkschaftliche Entsendung stellt eine indirekte oder delegierte Vertretung der Interessen der Arbeitnehmer dar, weshalb diese Gruppe analog zu direkten Arbeitnehmervertretern als per definitionem nicht unabhängig angesehen werden muss. Außerdem sind nach der hier vertretenen Meinung sämtliche Entsendungsrechte durch Satzung oder Gesetz unabhängigkeitsnegierend, hierauf wird im Folgenden noch detaillierter eingegangen.

⁹ Grundsätzlich ist von der Unabhängigkeit „einfacher“ Aktionäre auszugehen. Henssler/Strohn/Henssler, AktG, § 100 Rn. 14; Habersack, AG 2008, 98, 105. Indes ist eine Prüfung des konkreten Einzelfalls unerlässlich, Gruber, NZG 2008, 12, 13. Hierzu auch Spindler/Stilz/Spindler, AktG, § 100 Rn. 56.

¹⁰ Hier sei nur verkürzt auf die Höchstpersönlichkeit des Mandats verwiesen. Aufsichtsräte – auch Aktionärsvertreter – sind *ad personam* gewählt und unterliegen aktienrechtlich einer Weisungsfreiheit. Ferner ist es ihnen jederzeit möglich, ihr Mandat niederzulegen. Siehe auch Baums, ZHR 180 (2016), 697 ff.

entsendenden Institution vorbestimmt.¹¹ Gesetzlich bedingte Entsendungen sind in Deutschland noch in ehemaligen staatlichen bzw. teilprivatisierten Unternehmungen anzutreffen, bekannte Beispiele sind u.a. die Volkswagen AG, Deutsche Post AG und Deutsche Telekom AG.

Die satzungsmäßige Entsendung ist u.a. bei Unternehmen anzutreffen, die durch eine Unternehmensstiftung einflusswahrenden Interessenkonflikten unterliegen. Prominentes Beispiel ist hier die ThyssenKrupp AG.

Für beide Fälle – gesetzliche oder satzungsbestimmte Entsendung – gilt aber zumeist die Bindung an einen bestimmten Anteilsbesitz, so dass bei der Betrachtung dieser Aufsichtsräte von einer Kombination aus II. a) und II. b) ausgegangen werden kann. Obwohl eine langfristig orientierte Einflussnahme auf das Unternehmen bzw. die nachhaltige Unternehmensentwicklung hier durchaus gegeben sein kann, kann bei entsandten Aufsichtsräten aufgrund der Bindung ihres Mandates an weitere Vorgaben nicht von einer unabhängigen Entscheidungsfindung ausgegangen werden. Sie sind vornehmlich derjenigen Institution Rechenschaft schuldig, die ihre Entsendung bestimmt.

Politische Mandatsträger (z.B. Landräte, Abgeordnete, Minister, Ministerpräsidenten, parlamentarische Staatssekretäre), die Aufsichtsratsmandate wahrnehmen und diese in direktem Zusammenhang zueinanderstehen, sind analog zu II. a) und II. b) als nicht unabhängig zu beurteilen. Solche Aufsichtsratsmandate stehen zumeist in Zusammenhang mit der Vertretung eines umfangreichen Beteiligungspaketes oder sind gesetzlich bzw. satzungsmäßig festgelegt. Losgelöst von der Frage nach Qualifikation, Eignung und Erfahrung ist hier die unterschiedliche Interessenverfolgung als Beleg anzuführen, welche die Unabhängigkeit negiert.

c. Ehemalige Vorstandsmitglieder

Aufsichtsräte, die vor ihrer Mandatszeit Vorstand desjenigen Unternehmens oder eines großen Unternehmensteils (beispielsweise nach einer Akquisition) waren, können ebenfalls nicht als unabhängig angesehen werden.¹² Hierfür gibt es mehrere Anhaltspunkte. So legt der Anstellungsvertrag dem Vorstandsmitglied regelmäßig Treuepflichten auf, die über die Dauer des Mandats hinausgehen (z.B. durch Wettbewerbsverbote). Eine tatsächlich unabhängige Beurteilung von Entscheidungsvorlagen im Aufsichtsrat erscheint deshalb ausgeschlossen.

Ein weiterer Aspekt betrifft etwaige sowie bestehende Ansprüche auf Ruhegeldleistungen, die während der Mandatszeit als Aufsichtsrat bereits zur Auszahlung kommen.

¹¹ Der Entsandte wird in seiner Interessenverfolgung wesentlich bestimmt, obgleich kein Weisungsrecht des Entsenders besteht. MüKo AktG/Kalss, § 101 Rn. 140 f.; Henssler/Strohn/Henssler, GesR, § 101 AktG Rn. 13.

¹² So auch Scholderer, NZG 2012, 168, 173 f.

Weiterhin ist besonders zu würdigen, dass ein ehemaliger Vorstand in seiner neuen Rolle als Aufsichtsrat teilweise seine eigene Arbeit der Vergangenheit kritisch zu hinterfragen, zu prüfen und zu kontrollieren hat, da er durch seine Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse auch mögliche Schadensersatzansprüche gegen ehemalige Vorstände und somit auch sich selbst zu prüfen hat. Dieser dauerhaft bestehende Interessenkonflikt lässt sich nicht durch den regelmäßigen Ausschluss von Beschlüssen und Diskussionen lösen.¹³ Bei dauerhaft anhaltenden Interessenkonflikten bleibt nur die Beendigung des Mandats. Falls dieser nicht durch den Betroffenen erfolgt, ist dies Aufgabe des Aufsichtsratsvorsitzenden diesen herbeizuführen.

Die in § 100 Abs. 2 Nr. 4 AktG und in Ziff. 5.4.5 DCGK vorgeschriebene cooling-off-Periode von mindestens zwei Jahren, ist für ehemalige Vorstände Voraussetzung für ein Aufsichtsratsmandat.¹⁴ Um möglichen Interessenkonflikten und Fragen nach tatsächlicher Unabhängigkeit vorzubeugen, wäre es vorzuziehen, wenn der Vorsitz im Aufsichtsrat sowie in den Prüfungs- und Vergütungsausschüssen nicht von ehemaligen Vorstandsmitgliedern wahrgenommen würden. Ebenso sollte die bereits durch Ziff. 5.4.2 DCGK festgelegte Maximalzahl von zwei ehemaligen Vorständen im Aufsichtsrat eingehalten werden.¹⁵

d. Ehemalige Abschlussprüfer und Berater:

In der Betrachtung potentieller Aufsichtsratskandidaten sind in der Vergangenheit häufig auch ehemalige Abschlussprüfer von mandatierten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften bzw. wesentliche Berater vorgeschlagen worden, die die Gesellschaft in den vorangehenden fünf Jahren geprüft bzw. beraten haben. Die intensive Nähe zur Gesellschaft aufgrund der vorangegangenen Tätigkeit ist aufgrund des Potentials für Interessenkonflikte ein unabhängigen negierender Faktor.¹⁶ Dies gilt insbesondere für die Übernahme des Vorsitzes im Prüfungsausschuss, da der Prüfungsausschussvorsitzende maßgeblich an der Ausschreibung und Honorarfestlegung für Prüfmandate mitwirkt.

Für das Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit durch transformatorische Prozesse begleitende Berater gilt eine ähnliche Einschätzung.

e. Mandate bei wesentlichen Partnerunternehmen:

Aufsichtsratsmitglieder, die geschäftsführende Mandate oder Aufsichtsratsmandate bei wesentlichen Partnerunternehmen (Zulieferer, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Anwaltskanzleien, Beratungsunternehmen o.ä.) wahrnehmen, sind aufgrund der damit potentiell

¹³ Siehe ausführlich Diekmann/Fleischmann, AG 2013, S. 147 ff.

¹⁴ Zu § 100 Abs. 2 Nr. 4 AktG statt aller MüKo AktG/Habersack, § 100 Rn. 35-37.

¹⁵ Zu § 100 Abs. 2 Nr. 4 AktG statt aller MüKo AktG/Habersack, § 100 Rn. 35-37.

¹⁶ A. A. Lieder, NZG 2005, 569, 571.

verbunden Interessenkonflikte als nicht unabhängig anzusehen.¹⁷ Ein unabhängiges Urteil über Auftragsvergabe oder Vertragsgestaltung bzw. Leistungsüberprüfung für nicht nur eine Gesellschaft entfällt bei Mitgliedern, die in ihrer Entscheidung das Wohl nicht nur einer Gesellschaft zu berücksichtigen versuchen. Eindeutig verboten sind außerdem die sogenannten Überkreuzverflechtungen nach §100 Abs. 2 Nr. 2 und 3 AktG, da sie sich auf wirtschaftlich abhängige Unternehmen beziehen. Die Grenze der wirtschaftlichen Abhängigkeit ist in diesem Kontext zwar (noch) nicht ausführlich definiert. Gleichwohl dürfte gerade bei den vorstehend als Partnerunternehmen genannten Beispielen eine wirtschaftliche Abhängigkeit eindeutig erkennbar sein.

f. Mandate bei relevanten Wettbewerbern:

Falls Aufsichtsratsmitglieder gleichzeitig geschäftsführende Mandate oder Aufsichtsratsmandate bei relevanten Wettbewerbern wahrnehmen, sind diese aufgrund regelmäßig vermutbarer Interessenkonflikte als nicht unabhängig anzusehen.¹⁸ Diese Einordnung erfolgt analog zu III. e). Die Abwägung des Unternehmenswohls dürfte hier generell nicht gewährleistet werden, da sie nicht der Verpflichtung der Aufsichtsratsmitglieder auf das Unternehmensinteresse und die langfristige Unternehmensentwicklung entspricht.¹⁹

III. Grundsätzliche Anforderungen zur Erhaltung der Unabhängigkeit

Die in diesem Beitrag bereits erwähnten Klassifizierungen werden zur besseren Differenzierung und Identifizierung tatsächlich unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder bzw. den unterschiedlichen zugrundeliegenden Interessenkonflikten zusätzlich von den folgenden Kriterien ergänzt:

a. Mandatshöchstgrenzen und Zeiteinsatz

Wesentlicher Aspekt der Unabhängigkeit ist die Höchstzahl der Aufsichtsratsmandate der einzelnen Mitglieder, auch da Mandatsanzahl und Intensität der Beschäftigung pro Mandat eindeutig negativ miteinander korrelieren.²⁰ Eine konstruktive, kritische Zusammenarbeit im Aufsichtsrat bedingt, dass sich Aufsichtsratsmitglieder intensiv auf die Sitzungen vor- und diese

¹⁷ Lieder, NZG 2005, 569, 570; Scholderer, NZG 2012, 168, 173.

¹⁸ Lieder, NZG 2005, 569, 570; Scholderer, NZG 2012, 168, 173.

¹⁹ Für Aufsichtsräte gelten nach §116 AktG die Sorgfaltspflichten des Vorstands nach § 93 AktG analog. Siehe außerdem Lutter, in: FS Beusch, 1993, S. 509, 515 ff., sowie Lutter/Krieger/Verse, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 2014, § 1 Rn. 22. Ferner zeigt auch die Rechtsprechung seit einem Urteil des OLG Schleswig im Jahr 2004 in diese Richtung, siehe: Beschluss vom 26. April 2004, 2 W 46/04.

²⁰ Siehe hierzu Redenius-Hövermann, WPg 2017, 349, 351 ff.

angemessen nachbereiten.²¹ Intensive Vorbereitung heißt, dass die Aufsichtsratsmitglieder „genügend Zeit“²² für das Mandat einsetzen. Wenngleich auch der Gesetzgeber einen angemessenen zeitlichen Einsatz als wesentliches Element einer Verbesserung der Überwachung sieht, ist doch angesichts der inzwischen deutlich gestiegenen Anforderungen an die Aufsichtsratsarbeit fraglich, ob die gegenwärtigen gesetzlichen Mandatshöchstgrenzen diesem „angemessenen zeitlichen Einsatz“ entsprechen können.²³

De lege lata liegt die Höchstzahl an Aufsichtsratsmandaten bei zehn, wobei ein Vorsitz gemäß § 100 Abs. 2 S. 3 AktG doppelt angerechnet wird.²⁴ Ziff. 5.4.5 Abs. 1 S. 2 DCGK empfiehlt eine Höchstzahl von drei Mandaten für Vorstandsmitglieder börsennotierter Gesellschaften.²⁵

Im Spezialfall gelten noch andere Grenzen, so sieht beispielsweise § 24 Abs. 4 S. 2 VAG eine Höchstzahl von fünf Mandaten „bei unter der Aufsicht der Bundesanstalt stehenden Unternehmen“ vor.²⁶

Die Einschätzung, wieviel Zeit ein Aufsichtsratsmitglied in der Praxis tatsächlich für ein Mandat veranschlagen sollte, hat in den vergangenen zehn Jahren deutlich zugenommen. Wurden bis dahin für die professionelle Wahrnehmung eines Aufsichtsratsmandats rund zwölf Arbeitstage angesetzt, ist heute von einem deutlich umfangreicheren Pensum auszugehen. Abzüglich vier bei einer börsennotierten AG nach § 110 Abs. 4 AktG vorgeschriebenen Pflichtsitzungen blieben für deren Vor- und Nachbereitung lediglich acht bzw. zehn Tage. Das spiegelt keinesfalls die angemessene bzw. notwendige Arbeitsbelastung von Aufsichtsratsmitgliedern wider. Verschiedene Erhebungen haben gezeigt, dass inzwischen für ein einfaches Aufsichtsratsmandat durchschnittlich 16 bis 20 Tage angesetzt werden. Wer als einfaches Mitglied einem Ausschuss angehört, sollte zusätzlich bis zu zwölf Tage ansetzen; wer ein Vorsitzmandat bekleidet, dürfte

²¹ Ein Aufsichtsratsmitglied soll für die ordentliche Wahrnehmung der Tätigkeit ausreichend Kapazitäten, namentlich Zeit und Arbeitskraft, zur Verfügung haben. Henssler/Strohn/Henssler, GesR, § 100 AktG Rn. 5; MüKo AktG/Habersack, § 100 Rn. 17. Vgl. auch Rubner/Fischer, NZG 2015, 782, 785 f.

²² So fordert der Deutsche Corporate Governance Kodex in Ziff. 5.4.5, dass jedes Aufsichtsratsmitglied darauf zu achten hat, dass ihm genügend Zeit zur Wahrnehmung des Mandats zur Verfügung steht. Allerdings wird dieses Erfordernis nicht weiter spezifiziert.

²³ Siehe zur ausreichenden zeitlichen Verfügbarkeit in § 25d Abs. 1 KWG Binder, ZGR 2018, 88, 113 ff.; Reischauer/Kleinhans/Brogl, KWG, § 25d Rn. 32 ff.; Luz et al./Scholz, KWG, § 25d Rn. 10. Zuletzt auch kritisch zu den aktienrechtlichen Höchstgrenzen mit Blick auf den notwendigen Zeiteinsatz: Redenius-Hövermann, WPg 2017, 349, 352 f.

²⁴ Zu den Mandatshöchstgrenzen statt aller MüKo AktG/Habersack, § 100 Rn. 17 ff.; Hüffer/Koch, AktG, § 100 Rn. 9 ff. Zu den Vorsitzmandaten statt aller Hölter/Simon, AktG, § 100 Rn. 31.

²⁵ Insgesamt 79,3% der Aktiengesellschaften folgen dieser Empfehlung, die DAX 30-Unternehmen zeigen eine Zustimmungquote von 100%, von Werder/Bartz, DB 2014, 905, 910. Zum Vergleich haben 2015 84,1% der Unternehmen und weiterhin 100% der DAX 30-Unternehmen dieser Empfehlung entsprochen, von Werder/Turkali, DB 2015, 1357, 1362.

²⁶ Brand/Baroch Castellvi/Brand, VAG, § 24 Rn. 93. Zur Kommentierung des § 7a VAG a. F. Laars/Laars, VAG, 2015, § 7a Rn. 5. Siehe auch § 25d Abs. 3a Nr. 3 KWG Binder, ZGR 2018, S. 88, 111 ff.

bis zu 36 Tagen zusätzlich benötigen. Allerdings können diese Zahlenangaben nur als Anhaltspunkte dienen, nicht aber konkrete Aussagen über den tatsächlichen Aufwand, der mit der Tätigkeit im Aufsichtsrat eines Unternehmens verbunden ist, geben. Vielmehr unterliegt der tatsächliche zeitliche Einsatz erheblichen, unternehmensgrößenbedingten Schwankungen und weiteren Einflussfaktoren.²⁷

Mit Blick auf diese Zahlen sind die aktienrechtlich zulässigen Höchstmandatsgrenzen als nicht mehr relevant zu beurteilen. Bei zehn einfachen Mandaten würde so ein Arbeitsaufwand von 160 bis 200 Tagen im Jahr anfallen. Eine leitende Tätigkeit, z.B. als Vorstands- oder Geschäftsführungsmitglied, würde auch das Zeitbudget eines bestens organisierten Leistungsträgers endgültig übersteigen.

De lege ferenda ist daher die Absenkung der höchstmöglichen Anzahl an Aufsichtsratsmandaten zu verfolgen. Eine neue gesetzliche Höchstgrenze sollte auch die gegenwärtige Praxis zumindest bei DAX-30-Vorständen abbilden, von denen nur rund jeder fünfte zwei oder mehr Aufsichtsratsmandate wahrnimmt.

Analog der Kodexempfehlung könnte bei operativ tätigen Personen (Vorständen, Geschäftsführern, leitenden Angestellten) eine Höchstgrenze von drei Mandaten eingeführt werden.²⁸ Bei Personen ohne aktive, operative Tätigkeit wären bis zu sechs Mandate diskussionswürdig.²⁹ Die doppelte Gewichtung von Aufsichtsratsvorsitzen stellt aufgrund der hohen Arbeitsbelastung dieses Amtes³⁰ ein wichtiges Element guter Corporate Governance dar.³¹ Besondere Berücksichtigung haben auch bestimmte Mandate innerhalb des Aufsichtsrats zu erfahren. So ist bei der Besetzung des Prüfungsausschusses überzeugende Unabhängigkeit herzustellen, ebenso wie im Vergütungsausschuss. Als ergänzenden Ausgangspunkt und Diskussionsgrundlage eignen sich die bank- und versicherungsaufsichtsrechtlichen Regelungen. So schreibt § 25d Abs. 3 Nr. 4 KWG eine absolute Höchstgrenze von vier Mandaten vor. Amtierende Geschäftsleiter dürfen gemäß § 25d Abs. 3 Nr. 3 KWG höchstens zwei Mandate übernehmen und § 24 Abs. 4 Satz 2 VAG limitiert Aufsichtsratsmandate für Unternehmen „unter

²⁷ Hierzu sind u.a. die Studien der Personalberatung Spencer Stuart heranzuziehen, die für mehrere Staaten den Spencer Stuart Board Index entwickelt haben und regelmäßig die Zusammensetzung, Vergütung und Arbeitsweise von Aufsichtsräten analysieren. Für Deutschland liegt aktuell zwar nur die Auswertung für 2016 vor, allerdings ist eher davon auszugehen, dass sich der Trend zunehmender Sitzungsdichte fortgesetzt hat und mindestens sechs bis sieben Sitzungen für das Plenum und weitere fünf bis sechs Sitzungen für Prüfungsausschussarbeit anzusetzen sind. Inklusive der entsprechenden Vor- und Nachbereitung fällt damit ein durchschnittlicher Zeitaufwand von eher 20 Tagen pro Jahr an.

²⁸ In Anlehnung an 5.4.5 DCGK. Hierzu Spindler/Stilz/Spindler, AktG, § 100 Rn. 12; Lutter, NJW 1995, 1133.

²⁹ Habersack, Gutachten, DJT 2012, S. E 104, der für eine solche Herabsenkung der Mandatshöchstgrenze auf sechs Mandate plädiert.

³⁰ BT-Drucks. 13/9712, S. 16; statt aller K. Schmidt/Lutter/Drygala, AktG, § 100 Rn. 8.

³¹ Siehe dazu: Redenius-Hövermann, Verhalten im Unternehmensrecht, § 3 B. I. 3. d, erscheint 2018.

der Aufsicht der Bundesanstalt“ auf fünf Mandate insgesamt.³² Unabhängig von den Mandatshöchstgrenzen billigt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im „Merkblatt zu den Mitgliedern von Verwaltungs- und Aufsichtsorganen gemäß KWG und KAGB“ der zeitlichen Verfügbarkeit von Aufsichtsratsmitgliedern einen großen Stellenwert zu.³³ Jedes Aufsichtsratsmitglied hat eigenverantwortlich einzuschätzen, ob die zeitliche Verfügbarkeit für ein Mandat ausreicht. Dabei sind alle haupt- und nebenamtlichen Tätigkeiten – vor allem Reisezeiten, die Mitarbeit in Ausschüssen sowie die Vor- und Nachbereitung von Sitzungen und ggf. ihre Intensivierung in besonderen Situationen – zu berücksichtigen.

Erwähnt werden sollten an dieser Stelle noch Mandate, die ehrenamtlicher oder zumindest nicht gewinnorientierter Natur, aber zeitaufwendig sind.

b. Mandatshöchstdauer

Fehlende oder unzureichende Distanz werden regelmäßig die gewollt kritische Auseinandersetzung mit unternehmensstrategischen Themen oder auch der eigenen Arbeit ver- bzw. behindern. Dies schließt aber nicht nur ehemalige Vorstandsmitglieder von der Klassifikation als unabhängig aus. Besonders Aufsichtsratsmitglieder, die durch langjährige Zugehörigkeit zum Gremium ihre unabhängige, kritische Sichtweise verlieren, sind hierbei zu berücksichtigen.³⁴

Die typische und nach § 102 Abs. 1 AktG gesetzlich maximal erlaubte Mandatsdauer einer Amtsperiode liegt in Deutschland bei fünf Jahren.³⁵ Nach einer weiteren vollen Amtsperiode – also nach insgesamt zehn Jahren – ist die Nähe zum Unternehmen schon durch die Vertrautheit sowie gruppodynamische Verhaltensweisen als insgesamt so stark anzusehen, dass eine tatsächlich unabhängige Ausübung des Mandats nicht mehr gewährleistet sein dürfte.

Der Blick ins Ausland zeigt ähnliche, teils schon strengere Tendenzen. So erlischt gemäß dem jüngst aktualisierten UK Corporate Governance Code in Provision 2. 10. die Unabhängigkeit nach einer maximal neunjährigen Zugehörigkeit zum Board.³⁶

³² Hierzu im Einzelnen Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Wolfgarten, KWG, CRR-VO, § 25d KWG Rn. 29-31.

³³ Zu finden unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_verwaltungs_aufsichtsorgane_KWG_KAGB.html.

³⁴ Siehe hierzu Redenius-Hövermann, WPg 2017, 349, 351 ff.

³⁵ MüKo AktG/Kalss, § 101 Rn. 114-116; Spindler/Stilz/Spindler, AktG, § 102 Rn. 7-9; Henssler/Strohn/Henssler, GesR, § 102 AktG Rn. 2 f; Hüffer/Koch, AktG, § 102 Rn. 2 f; Hölters/Simons, AktG, § 102 Rn. 6-8.

³⁶ Siehe hierzu: UK Corporate Governance Code, Provision 2 (Division of Responsibilities) 10, verfügbar: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>; aA ist u.a. der 2018 ebenfalls überarbeitete französische Kodex, der eine max. Bestelldauer von zwölf Jahren erlaubt (Le Code AFEP-MEDEF 2018: 8.5.6): <http://www.afep.com/wp-content/uploads/2018/06/Afep-Medef-Code-revision-June-2018-ENG.pdf>

Deutsche, börsennotierte Unternehmen (z.B. die Daimler AG, die Deutsche Börse AG, Siemens AG), die der Kodexempfehlung 5.4.2 zur Festlegung einer Regelzugehörigkeitsdauer folgen, legen in ihren Satzungen oder Geschäftsordnungen für den Aufsichtsrat selbst Höchstgrenzen fest (und veröffentlichen diese), die allerdings regelmäßig bei zwölf oder sogar 15 Jahren liegen.³⁷

Im Ergebnis ist aber festzuhalten, dass eine Einordnung als unabhängiger Aufsichtsrat nach spätestens zehn Jahren erlischt. Bei kürzeren Amtsdauern kann eine zweifache Wiederbestellung durchaus erfolgen, die gesamte Zugehörigkeitsdauer des Mandats im Zeitpunkt der Wiederwahl darf zehn Jahre allerdings nicht überschreiten.

IV. Ausschussbesetzung

Die mehrheitlich unabhängige Besetzung der Anteilseignerseite des Aufsichtsrats sollte sich auch in der Besetzung der wichtigsten Ausschüsse (Prüfung, Nominierung, Vergütung, Compliance) spiegeln. Auf die zwingende Unabhängigkeit des Prüfungsausschussvorsitzenden wurde bereits eingegangen. Die Vorsitzenden der anderen genannten Ausschüsse sollten ebenfalls unabhängig sein. Dieses Erfordernis wird vor allem deutlich, wenn das unter Mitbestimmungsaspekten verankerte Doppelstimmrecht des Aufsichtsratsvorsitzenden auch in Ausschüssen gewährt wird. Die Einhaltung der mehrheitlich unabhängigen Besetzung der Ausschüsse unter besonderer Berücksichtigung des Doppelstimmrechts des Aufsichtsratsvorsitzenden sollte regelmäßig, aber mindestens mit der jährlichen Entsprechenserklärung festgestellt werden.

V. Transparenzerfordernisse

Um die Einordnung der Aufsichtsratskandidaten zutreffend vornehmen zu können, ist umfassende Transparenz notwendig. Im Geschäftsbericht und bei Wahlvorschlägen in der Einladung zur Hauptversammlung hat eine Kennzeichnung der aus Sicht des Aufsichtsrats der Gesellschaft unabhängigen Kandidaten zu erfolgen. Dies schließt natürlich die Bereitstellung der Informationen auf der Internetseite mit ein.³⁸

³⁷ Diese Regelungen dürften noch auf dem Anhang II zur Empfehlung der Europäischen Kommission von 2005 (2005/162/EG) beruhen, darin heißt es in Ziff. 1 h): Die betreffende Person darf nicht länger als drei Amtszeiten als nicht geschäftsführender Direktor bzw. Aufsichtsratsmitglied tätig gewesen sein (bzw. nicht länger als 12 Jahre, wenn das einzelstaatliche Recht Amtszeiten von sehr kurzer Dauer vorsieht).

³⁸ Vgl. Scholderer, NZG 2012, 168, 170. Unternehmensintern sind etwaig vorliegende Interessenkonflikte offenzulegen MüKo AktG/Habersack, § 100 Rn. 93; Hoffmann-Becking, NZG 2014, 801, 808.

Wahlvorschläge und Lebensläufe sollten künftig Mandate, bei denen der Prüfungsausschussvorsitz ausgeübt wird, – unter Einbeziehung von Konzernmandaten – aufführen.³⁹

Um die tatsächliche Wahrnehmung der jeweiligen Mandate nachvollziehen zu können, ist die individuelle Sitzungsteilnahme in übersichtlicher, tabellarischer Form sowohl für Teilnahme an Ausschusssitzungen, als auch an Sitzungen des Gesamtplenums inkl. der Teilnahmequoten zu veröffentlichen. Die Teilnahmequoten für Ausschusssitzungen soll dabei mindestens 75%, für Plenarsitzungen mindestens 90% betragen.

Erhebliche Leistungen und Geschäfte eines Aufsichtsratsmitglieds und nahestehender Personen mit der Gesellschaft sind vom Aufsichtsrat zu genehmigen und vor Abschluss transparent zu machen. In der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARR) sollte die von der EU verwendete Definition von Related Party Transactions Eingang finden.⁴⁰

VI. Fazit

Die Beurteilung der tatsächlichen Unabhängigkeit hat unter Berücksichtigung und Abwägung der vorgestellten Kriterien zu erfolgen. Obwohl Grenzfälle auch weiterhin nicht eindeutig zu bewerten sind, sollten die vorstehend ausgeführten Kategorien die Validierung der Einordnung der Unabhängigkeit von Aufsichtsratskandidaten und -mitgliedern mithilfe objektiver und vergleichbar anwendbarer Kriterien ermöglichen.

Eine durch mangelnde Unabhängigkeit nicht ausreichend kritische Beurteilung und Behandlung von Interessenkonflikten wird sich nachhaltig negativ auf die Qualität der Diskussion im Aufsichtsrat auswirken und dessen Handlungsfähigkeit einschränken. Die Identifizierung, Offenlegung und Behandlung von Interessenkonflikten erfordert neben ex ante Transparenz auch kritische Distanz und tatsächlich unabhängige Beurteilung im jeweiligen Gremium. Die Corporate Governance-Diskussion der jüngeren Vergangenheit zu Interessenkonflikten von Aufsichtsräten deutscher, börsennotierter Aktiengesellschaften ist maßgeblich durch Fallkonstruktionen ehemaliger Vorstände oder Organfunktionen im wettbewerblichen Kontext vor allem aus der juristischen Perspektive geprägt.⁴¹

Die Diskussion zur Unabhängigkeit, zur Vermeidung und zur Behandlung von Interessenkonflikten sollte auch die Perspektive institutioneller Investoren einschließen. Die angewandten

³⁹ In Ansehung von Ziff. 5.3.2 III 2 DCGK soll der Vorsitzende des Prüfungsausschlusses unabhängig sein, Hüffer/Koch, AktG, § 100 Rn. 25.

⁴⁰ Zur Thematik der Drittvergütung an ein Aufsichtsratsmitglied, Habersack, NZG 2018, 137, 131; hierzu auch Leuring, NZR 2017, 646, 650.

⁴¹ Siehe hierzu Martinek, Wettbewerb in Recht und Praxis 2008, 51 ff.

Unabhängigkeitskriterien werden u. a. in Abstimmungsrichtlinien öffentlich verfügbar gemacht und finden neben der Beurteilung im Wahlzeitpunkt auch bei Entlastungsfragen Anwendung.⁴²

Mit der ab 2019 gültigen Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie in deutsches Recht wird auch die Befassung mit Related Party Transactions angepasst. Eine Stärkung der Aktionärsrechte kann hier durchaus erwartet werden, allerdings dürfte beim Aufsichtsrat unverändert die Erstverantwortung für die Identifikation, Behandlung und Offenlegung bleiben.

Ein hohes Maß tatsächlicher Unabhängigkeit dürfte auch aus diesem Grund relevanter werden und die Diskussion um die Beurteilung der Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern daher nicht abreißen lassen.

⁴² Siehe u.a. die Corporate Governance & Proxy Voting Policy der DWS: <https://www.dws.de/das-unternehmen/corporate-governance/>, Abschnitte: II.a: Board Composition, 1.1.7, 1.1.10, 1.1.15

WORKING PAPERS

1. Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener; (publ. In: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
2. Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele und Aufgaben der Politik, insbesondere des Bundesministeriums der Finanzen
3. Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12 Abs. 1 KWG; (publ. in: WM 2003, 1697 ff.)
4. Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland
5. Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt Börsen- und Wertpapierrecht
6. Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie- Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
7. Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der Finanzmärkte
8. Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich relevantem Verhalten
9. Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 30 ff.)
10. Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail Investors? A balancing Act for Regulators; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
11. Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a New Direction?; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
12. Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 91 ff.)
13. Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
14. Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
15. Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
16. Theodor Baums /
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany; (publ. in: AmJCompL LIII [2005], Nr. 4, S. 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 [2005], Nr. 4, S. 44 ff.)
17. Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
18. Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie; (publ. in: Die AG 2004, S. 358 ff.)
19. Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union; (publ. in: Der Konzern 2004, S. 65 ff. u. S. 249 ff.)
20. Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen; (publ. in: Der Konzern 2004, S. 235 ff.)
21. David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
22. Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law; (deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, S. 386 ff.)
23. Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
24. Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
25. Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
26. Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
27. Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
28. Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)

29. René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
30. Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
31. Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective; (publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.], Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004)
32. Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung; (publ. in: WM 2004, S. 2041 ff.)
33. Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern; (publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
34. Andreas Cahn Das neue Insiderrecht; (publ. in: Der Konzern 2005, S. 5 ff.)
35. Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa
36. Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
37. Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz; (publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
38. Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank
39. Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture; (publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19 ff.)
40. David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents; (publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5, Issue 2, 2005)
41. John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition; (publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
42. David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the Delaware and the German Corporate Statutes
43. Garry J. Schinasi / Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single Financial Market; (publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges, Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman [eds.], 2006)
44. Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity
45. Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross- Border Assignments – A potential threat from Europe; (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270 ff.)
46. Jochem Reichert / Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
47. Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?; (publ. in: European Company and Financial Law Review, 2006, p. 147 ff.)
48. Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum; (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.], Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, 952 ff.)
49. Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?; (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
50. Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen; (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
51. Hannes Klühs / Roland Schmidtleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT- Gesellschaften; (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
52. Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht; (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
53. Stefan Simon / Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
54. Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
55. Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)
56. Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie; (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)

57. Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht; (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
58. Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan; (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, S. 143 ff.)
59. Andreas Cahn / Jürgen Götzt Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung; (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
60. Roland Schmidtleicher/ Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?; (publ. in: ZBB 2007, S. 124 ff.)
61. Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien; (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385 ff.)
62. Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
63. Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay; (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
64. Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?; (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
65. Theodor Baums / Astrid Keinath / Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie; (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
66. Stefan Brass / Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien; (publ. in: ZBB 2007, S.257 ff.)
67. Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts; (publ. in: ZHR 171 [2007], S. 599 ff.)
68. David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries
69. Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG; (publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
70. Theodor Baums/ Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen; (publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
71. David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US- Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
72. Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO; (publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
73. Melanie Döge / Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten Anstellungsverhältnissen; (publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
74. Roland Schmidtleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?; (publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
75. Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht; (publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], Aktie und Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung und Finanzplatz, 2008, S. 525 ff.)
76. Andreas Cahn / Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe; (publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
77. David C. Donald Approaching Comparative Company Law
78. Theodor Baums / Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project; (publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.], Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch, 2009, S. 5 ff.)
79. Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés; (publ. in: Revue des Sociétés 2008, S. 81 ff.)
80. Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff. WpHG und § 244 AktG; (publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)
81. Reto Francioni/ Roger Müller/ Horst Hammen Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
82. Günther M. Bredow/ Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze; (publ. in: BKR 2008, S. 271 ff.)
83. Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts; (publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff.)
84. José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
85. Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG); (publ. in: ZIP 2008, S. 1706 ff.)

86. James D. Cox /
Randall S. Thomas /
Lynn Bai
There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs: An Empirical Analysis of Securities Class
Action Settlements
87. Michael Bradley /
James D. Cox /
Mitu Gulati
The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes: Lessons from the Sovereign Debt
Market
88. Theodor Baums
Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege
ferenda; (publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
89. Theodor Baums
Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht; (publ. in: Festschrift für K.
Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
90. Theodor Baums
Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem
Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes; (publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
91. Tim Florstedt
Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems; (publ. in: Der Konzern
2008, S. 504 ff.)
92. Lado Chanturia
Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
93. Julia Redenius-Hövermann
Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes
Vorstandsmitglied; (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
94. Ulrich Seibert /
Tim Florstedt
Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Änderungen gegenüber dem
Referentenentwurf; (publ. in: ZIP 2008, S. 2145 ff.)
95. Andreas Cahn
Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte
des neuen Liquiditätsschutzes; (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
96. Thomas Huertas
Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
97. Theodor Baums /
Maike Sauter
Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein
Regelungsvorschlag; (publ. in: ZHR 173 [2009], 454 ff.)
98. Andreas Cahn
Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH; (publ.
in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
99. Melanie Döge /
Stefan Jobst
Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz; (publ. in: BKR 2010,
S. 136 ff.)
100. Theodor Baums
Der Eintragungsstopp bei Namensaktien; (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
101. Nicole Campbell /
Henny Mächler
Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten
Investmentaktiengesellschaft
102. Brad Gans
Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
103. Arbeitskreis
„Unternehmerische
Mitbestimmung“
Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des
mitbestimmten Aufsichtsrats; (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
104. Theodor Baums
Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften; (publ. in:
Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)
105. Tim Florstedt
Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG; (publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
106. Melanie Döge
Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz; (publ. in: ZBB 2009,
S. 419 ff.)
107. Matthias Döll
„Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
108. Kenneth E. Scott
Lessons from the Crisis
109. Guido Ferrarini /
Niamh Moloney /
Maria Cristina Ungureanu
Understanding Director’s Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis
110. Fabio Recine /
Pedro Gustavo Teixeira
The new financial stability architecture in the EU
111. Theodor Baums
Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters; (publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
112. Julia Redenius-Hövermann
Zur Frauenquote im Aufsichtsrat; (publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
113. Theodor Baums /
Thierry Bonneau /
André Prüm
The electronic exchange of information and respect for private life, banking secrecy and the
free internal market; (publ. in: Rev. Trimestrielle de Droit Financier 2010, N° 2, S. 81 ff.)
114. Tim Florstedt
Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung; (publ. in: ZIP 2010, S. 761 ff.)
115. Tim Florstedt
Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der Finanzmarktkrise; (publ. in: AG 2010,
S. 315 ff.)

116. Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The need for an international instrument on the private law framework for netting
117. Andreas Cahn / Stefan Simon / Rüdiger Theiselmann Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity Swap
118. Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht; (publ. in: ZGR 2011, S. 218 ff.)
119. Theodor Baums Managerhaftung und Verjährungsfrist; (publ. in: ZHR 174 [2010], S. 593 ff.)
120. Stefan Jobst Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei
121. Theodor Baums Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833; (publ. in: Bechtold/Jickeli/Rohe [Hrsg.], Recht, Ordnung und Wettbewerb. Festschrift für Möschel, 2011, S. 1097 ff.)
122. Theodor Baums *Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht; (publ. in: ZIP 2010, S. 2374 ff.)
123. Theodor Baums Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung; (publ. in: ZHR 2011, S. 160 ff.)
124. Theodor Baums Agio und sonstige Zuzahlungen im Aktienrecht; (publ. in: Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 61 ff.)
125. Yuji Ito Das japanische Gesellschaftsrecht - Entwicklungen und Eigentümlichkeiten
126. Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law
127. Nikolaus Bunting Das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG in der Prüfungspraxis – Eine kritische Betrachtung des IDW PS 340; (publ. in: ZIP 2012, S. 357 ff.)
128. Andreas Cahn Der Kontrollbegriff des WpÜG; (publ. in: Mülbert/Kiem/Wittig (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), S. 77 ff.)
129. Andreas Cahn Professionalisierung des Aufsichtsrats; (publ. in: Veil [Hrsg.], Unternehmensrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139 ff.)
130. Theodor Baums / Florian Drinhausen / Astrid Keinath Anfechtungsklagen und Freigabeverfahren. Eine empirische Studie; (publ. in: ZIP 2011, S. 2329 ff.)
131. Theodor Baums / Roland Schmidbleicher Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen; (publ. in: ZIP 2012, S. 204 ff.)
132. Nikolaus Bunting Rechtsgrundlage und Reichweite der Compliance in Aktiengesellschaft und Konzern; (publ. in: ZIP 2012, S. 1542 ff.)
133. Andreas Cahn Beratungsverträge mit Aufsichtsratsmitgliedern; (publ. in: Der Konzern 2012, S. 501 ff.)
134. Andreas Cahn/Henny Mächler Produktinformationen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen; (publ. in: BKR 2013, S. 45 ff.)
135. Hannes Schneider Ist das SchVG noch zu retten?
136. Daniel Weiß Opt-in ausländischer Altanleihen ins neue Schuldverschreibungsgesetz
137. Hans-Gert Vogel Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers
138. Christoph Keller / Nils Köbler Die Bedeutung des Schuldverschreibungsgesetzes für deutsche Staatsanleihen im Lichte der jüngsten Entwicklungen
139. Philipp v. Randow Das Handeln des Gemeinsamen Vertreters – Engagiert oder „zur Jagd getragen“? Rückkoppelungseffekte zwischen business judgment rule und Weisungserteilung
140. Andreas Cahn Die Mitteilungspflicht des Legitimationsaktionärs – zugleich Anmerkung zu OLG Köln AG 2012, 599; (publ. in: AG 2013, S. 459 ff.)
141. Andreas Cahn Aufsichtsrat und Business Judgment Rule; (publ. in: WM 2013, S. 1293 ff.)
142. Reto Francioni / Horst Hammen Internationales Regulierungsgefälle und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt am Main
143. Andreas Cahn/Patrick Kenadjian Contingent Convertible Securities from Theory to CRD IV (publ. in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), The European Banking Union, Oxford University Press, 2015, S. 217 ff.)
144. Andreas Cahn Business Judgment Rule und Rechtsfragen (publ. in: Der Konzern 2015, 105 ff.)
145. Theodor Baums Kündigung von Unternehmensanleihen

146. Andreas Cahn Capital Maintenance in German Company Law (publ. in: Fleischer/Kanda/Kim/Mülbert (Hrsg.), German and Asian Perspectives on Company Law, Mohr Siebeck, 2016, S. 159 ff.)
147. Katja Langenbucher Do We Need A Law of Corporate Groups?
148. Theodor Baums The Organ Doctrine. Origins, development and actual meaning in German Company Law
149. Theodor Baums Unabhängige Aufsichtsratsmitglieder
150. Andreas Cahn Rechtsverlust der Tochter bei Mitteilungspflichtverletzung durch die Mutter (publ. in: Der Konzern 2017, S. 217 ff.)
151. Melanie Döge The Financial Obligations of the Shareholder; (publ. in: Birkmose [ed.], Shareholders' Duties, 2017, p. 283 ff.)
152. Felix Hufeld Regulation – a Science of its Own
153. Alexander Georgieff/
Stephanie Latsky “Merger of Equals” Transactions – An Analysis of Relevant Considerations and Deal Trends
154. Julia Redenius-Hövermann/
Hendrik Schmidt Zur Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern - Überlegungen zur Einordnung und Definition des Unabhängigkeitsbegriffs



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
Goethe-Universität Frankfurt am Main

