

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS

DIE UNABHÄNGIGKEIT DES VERGÜTUNGSBERATERS



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 111

Theodor Baums

Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO.111

01/2010

Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters

Theodor Baums*

Der Deutsche Corporate Governance – Kodex empfiehlt seit seiner jüngsten Änderung im Juni 2009, dass der Aufsichtsrat auf die „Unabhängigkeit“ eines von ihm herangezogenen externen Vergütungsberaters achten soll. Dieses Unabhängigkeitserfordernis wirft mehrere Fragen auf, denen im Folgenden nachgegangen werden soll. Außerdem entwickelt der Beitrag Vorschläge, wie Aufsichtsrat und Vergütungsberater verfahren sollten, um der Empfehlung des Corporate Governance-Kodex zu genügen.

I. Einführung

Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 des Deutschen Corporate Governance-Kodex (im Folgenden: DCGK) in seiner Fassung vom 18. 6. 2009¹ lautet: „Soweit vom Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung ein externer Vergütungsexperte hinzugezogen wird, soll auf dessen Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. vom Unternehmen geachtet werden.“

Diese neue Empfehlung wirft eine Reihe von Fragen auf. Man wird zwar vermutlich rasch Einigkeit darüber erzielen können, dass der vom Aufsichtsrat mandatierte² Vergütungsberater nicht zugleich die „Gegenseite“, also ein (künftiges) Vorstandsmitglied persönlich beraten darf, und dass die geforderte Unabhängigkeit des Vergütungsberaters auch dann zu bezweifeln ist, wenn er zeitgleich mit der Beratung des Aufsichtsrats die Gesellschaft im Auftrag des Vorstands berät, sei es in Vergütungsfragen oder zu einem anderen Thema. Praktisch stellt sich aber neben diesem Problem einer Doppelberatung durch ein und dieselbe Person vor allem die Frage nach der Reichweite des Gebots der Unabhängigkeit des Vergütungsberaters, wenn dieser Partner oder Angestellter einer Beratungsgesellschaft ist, die neben der Vergütungsberatung für das Top-Management weitere Beratungsdienstleistungen anbietet. Bezieht sich das Unabhängigkeitserfordernis in solchen Fällen auf die Gesellschaft, der das Beratungsmandat erteilt wird, oder auf den mandatführenden Vergütungsberater (beratender Partner oder Angestellter der Beratungsgesellschaft) persönlich? Und setzt das Erfordernis der Unabhängigkeit der Vergütungsberatung auch voraus,

* Der Verf. ist Mitglied der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance – Kodex und hat sich zu dem Thema gutachtlich geäußert. Die nachstehenden Ausführungen geben die persönliche Auffassung des Verf. wieder.

¹ Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger am 5. August 2009.

² Zur Vertretungsmacht des Aufsichtsrats hierfür *Semler*, in: Münchener Kommentar zum AktG, Band 3, 2. Auflage 2004, § 112 Rz. 39 f m. Nachweisen.

dass andere Partner oder Angestellte der Beratungsgesellschaft, welcher das Mandat erteilt worden ist, weder in Geschäftsbeziehungen zur Gesellschaft noch zu einem Vorstandsmitglied gestanden haben und stehen? Wie weit erstreckt sich also das Unabhängigkeitserfordernis in persönlicher, gegenständlicher und zeitlicher Hinsicht? Müssen außer dem mandatführenden Berater auch Angestellte „unabhängig“ sein, die selbst nicht den Aufsichtsrat oder dessen Vergütungsausschuß beraten, sondern Hilfsdienste leisten oder Teilleistungen zuliefern (z.B. Anfertigen von Statistiken, Branchenvergleichen, Tabellen), ohne selbst zu beraten?

Hinter diesen Fragen nach einer weiten oder engen Auslegung des Begriffs der „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters und der Reichweite dieses Gebots steht die weitere Frage, wie Vergütungsberater und Aufsichtsrat sicherstellen können, dass dieser Empfehlung des Kodex genügt wird. Welche Informationen sollte der Vergütungsberater dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats bzw. des Vergütungsausschusses bereits vor der Mandatierung zur Verfügung stellen, damit dieser die geforderte Unabhängigkeit seines Beraters zuverlässig beurteilen und die Compliance - Erklärung gemäß § 161 AktG insoweit abgeben kann?

Die Debatte um die Unabhängigkeit oder Befangenheit der Vergütungsberatung gehört in den Kontext der Angemessenheit der Vorstandsvergütungen in den Publikumsgesellschaften. Gesetz- und Kodexgeber sind insoweit jedenfalls bisher davor zurückgeschreckt, über ausfüllungsbedürftige Generalklauseln („Angemessenheit“ und dergleichen) hinaus konkrete inhaltliche Vorgaben zu den Vergütungspaketen und ihrer Höhe zu machen. Vielmehr richten sich national und international die regulatorischen Bemühungen stattdessen eher auf das *Verfahren* der Festsetzung der Vergütungen (in Deutschland seit neuestem³: Zuständigkeit des Gesamtaufichtsrats; Mitsprachebefugnisse der Hauptversammlung) und die *Transparenz* des Ergebnisses (individuelle Offenlegung). Die Einbeziehung der im Verfahren der Festsetzung der Vorstandsgehälter tätig werdenden Berater liegt auf dieser Linie. Die Regelung des Corporate Governance – Kodex hierzu ist kein deutscher Sonderweg, sondern geht auf eine Empfehlung der EU-Kommission zurück, die in Großbritannien bereits umgesetzt ist. In den USA finden sich, wenig überraschend, ebenfalls eingehende Vorgaben zur Unabhängigkeit der Vergütungsberater. Auf diese internationale Entwicklung ist im Folgenden zunächst kurz hinzuweisen (II.), bevor die Vorgabe des DCGK ausgelegt wird (dazu unten III.) und Empfehlungen zur praktischen Handhabung (unten IV.) ausgesprochen werden. Eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse findet sich unter V.

³ Vgl. Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung vom 31. 7. 2009, BGBl. I, 2509.

II. Internationale Entwicklungen

1. USA

In den USA hat die SEC am 15. Dezember 2009 eine seit längerem vorbereitete⁴ Änderung ihrer „Regulation S-K“⁵ verabschiedet, die sich u.a. mit der Vergütungsberatung befasst.⁶ Die Änderungen treten am 28. Februar 2010 in Kraft. Ansatzpunkt der amerikanischen Regulierung ist die Pflicht der Gesellschaft zur Offenlegung („*disclosure*“): Die Gesellschaft hat der SEC und damit den Aktionären der Gesellschaft und dem Kapitalmarkt offen zu legen, ob Umstände gegeben sind, die die Unabhängigkeit ihres Vergütungsberaters in Frage stellen könnten. Das setzt voraus, dass die Gesellschaft sich beim Vergütungsberater die betreffenden Informationen beschafft, soweit sie hierüber nicht selbst verfügt.

Im Einzelnen statuiert die neue Verordnung der SEC eine Reihe detaillierter Informationspflichten, die zwei Besonderheiten Rechnung tragen, die sich so im dualen Führungsmodell der deutschen AG nicht wiederfinden: Erstens kann das Board sich nicht nur in Bezug auf die Vergütung der *managing directors*, sondern insbesondere auch über die Vergütung der *executive officers*, die nicht dem Board angehören (die zweite Führungsebene; gewissermaßen die leitenden Angestellten) beraten lassen. Zweitens gehören im unitarischen Führungsmodell der amerikanischen *Corporation* dem Board auch Manager an, die sowohl über die Vergütungen und Vergütungssysteme der *executive officers* als auch für die Mitarbeiter unterhalb der zweiten Führungsebene entscheiden (können).

Blendet man diese Besonderheiten für die Zwecke unserer Darstellung einmal aus, dann reduziert sich die Vorgabe der Verordnung der SEC im Kern auf folgende Offenlegungslegungspflicht: Wenn das Board (der Vergütungsausschuß) einen Berater zur Vergütung für *managing directors* mandatiert, und dessen Partner oder Angestellte (seine Angestellten oder die seiner Beratungsfirma) die Gesellschaft zu weiteren Themen einschließlich der Vergütung für Mitarbeiter beraten, müssen diese weitere Beratung und die Höhe der Gebühren für beide Dienstleistungen offengelegt werden, falls die Gebühr für die weitere Beratung mehr als \$ 120.000,- p.a. beträgt. Daraus ergibt sich im Umkehrschluß, dass eine Beratung des Board durch einen von ihm ausgewählten Vergütungsberater nicht ausschließt, dass

⁴ S. nur die „Proposed Rule“ der SEC hierzu vom 10. 7. 2009, unter:

<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9052.pdf> sowie die gleichfalls auf der Website der SEC hierzu veröffentlichten Kommentare des interessierten Publikums.

⁵ Die „Regulation S-K“ der SEC enthält Anweisungen zum Inhalt der Veröffentlichungspflichten der betroffenen Gesellschaften auf der Grundlage der einschlägigen Kapitalmarktgesetze, insbesondere des Securities Act von 1933 und des Securities Exchange Act von 1934. Sie findet sich im Code of Federal Regulations (CFR) Title 17, Part 229. Die hier erörterten Änderungen werden in Item 407 „Corporate Governance“ eingefügt (17 CFR § 229.407).

⁶ SEC, Proxy Disclosure Enhancements, Final Rule, unter:

<http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>

dessen Partner oder die Angestellten seiner Beratungsfirma die Gesellschaft im Auftrag des Managements beraten dürfen, sofern dies nur offengelegt wird.

Die wesentlichen Unterschiede zur Regelung des DCGK sind damit die folgenden: Erstens listet die Regelung der SEC in detaillierter Weise selbst die Umstände auf, in denen sie die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters in Frage gestellt sieht, und beschränkt sich nicht wie der DCGK auf eine ausfüllungs- und interpretationsbedürftige Generalklausel („Unabhängigkeit“). Zweitens handelt es sich bei der Verordnung der SEC um zwingendes Recht, nicht um eine Empfehlung in einem Corporate Governance-Kodex. Allerdings besagt die Verankerung in einer zwingenden Rechtsnorm nicht, dass es sich dabei um ein striktes, unflexibles Verbot handeln müsste, während die Verankerung im Kodex die Flexibilität des „Comply or explain“ genießt. Denn zwingend ist nur die Pflicht zur Offenlegung; ein striktes Verbot bestimmten Verhaltens ist damit nicht verbunden. - Drittens bringt die amerikanische Regulierung mit der Pflicht zur Veröffentlichung detaillierter Angaben zur Unabhängigkeit des Vergütungsberaters erheblich weitergehende Sanktionen zum Einsatz: Neben die erwartete Präventivfunktion von Offenlegungspflichten tritt das Sanktionsinstrumentarium des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts, wenn der SEC und dem Kapitalmarkt falsche Informationen gegeben werden. Dem steht im Fall des DCGK die Pflicht zur Erklärung gemäß § 161 AktG gegenüber, dass der Empfehlung des Kodex entsprochen wurde, oder ob sie nicht angewandt wurde und wird und warum nicht. Diese Erklärung ist zwar ebenfalls zu veröffentlichen (§ 289a Abs. 2 Nr. 1 HGB). Da der betreffenden Kodex-Empfehlung aber der Detaillierungsgrad der US-amerikanischen Regelung fehlt, und generell Sanktionen für falsche Kapitalmarktinformation im deutschen Recht schwächer ausgeprägt sind,⁷ unterscheiden sich die US-amerikanische und die deutsche Regelung auch in diesem Punkt nicht unerheblich.

2. Die Empfehlung der EU-Kommission

Die am 5. 8. 2009 im Bundesanzeiger bekannt gemachten Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex und damit auch die Empfehlung zur Unabhängigkeit der Vergütungsberater dienen der Umsetzung einer Empfehlung der EU-Kommission vom 30. 4. 2009.⁸

⁷ In der Debatte um rechtliche Sanktionen für falsche Entsprechenserklärungen (zuletzt dazu *Goette*, in: Festschrift für Hüffer, 2009, S. 2010 ff) stehen in der Regel gesellschaftsrechtliche Sanktionen im Vordergrund. Da sich die Entsprechenserklärung aber nicht nur an die gegenwärtigen Aktionäre, sondern auch an den Kapitalmarkt richtet, müssen auch die Sanktionen bei fehlerhafter Lageberichterstattung (vgl. § 289a Abs. 2 Nr. 1 HGB) in den Blick genommen werden.

⁸ Empfehlung der Kommission vom 30. April 2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2009/385/EG), ABl. L 120/28.

In dieser Empfehlung heißt es zunächst in den ihr vorangestellten Vorerwägungen (sub 12.) wie folgt:

„Berater können in einem Interessenkonflikt stehen, wenn sie den Vergütungsausschuß zu Vergütungspraktiken und -vereinbarungen und gleichzeitig die Gesellschaft bzw. den geschäftsführenden Direktor oder Vorstandsmitglieder beraten. Vergütungsausschüsse sollten bei der Einstellung von Beratern größte Vorsicht walten lassen, um zu vermeiden, dass die gleichen Personen gleichzeitig die Personalabteilung des Unternehmens, den geschäftsführenden Direktor oder Vorstandsmitglieder beraten.“

Die eigentliche Empfehlung hierzu findet sich unter Ziff. 9. 2. Dort heißt es:

„Wenn der Vergütungsausschuss Berater in Anspruch nimmt, um sich Informationen über die am Markt vorherrschenden Standards für Vergütungssysteme zu beschaffen, sollte er sicherstellen, dass der betreffende Berater nicht gleichzeitig die Personalabteilung, den geschäftsführenden Direktor oder Vorstandsmitglieder der betreffenden Gesellschaft berät.“

Diese Empfehlung der EU-Kommission macht zwei Punkte deutlich:

Sie bedient sich erstens, anders als Ziff. 4. 2. 2 DCGK, nicht eines weiten, interpretationsbedürftigen und möglicherweise einschränkungsbedürftigen Begriffs der „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters. Sondern sie beschränkt sich darauf, aus mehreren denkbaren Beeinträchtigungen der Unabhängigkeit eines Vergütungsberaters einen besonders nahe liegenden und zugleich den kritischsten Fall herauszugreifen: Dieselben Personen, die den Vergütungsausschuß beraten, sollen nicht zugleich die Personalabteilung oder Vorstandsmitglieder der Gesellschaft beraten (Verbot der Doppelberatung durch dieselbe Person). Diese Empfehlung schließt mit anderen Worten, ebenso wie die US-amerikanische Regelung, nicht aus, dass *andere* Partner oder Angestellte einer Beratungsgesellschaft (mit Ausnahme der für den Vergütungsausschuß tätigen Berater) solche Aufträge für die beratene Gesellschaft, deren Vorstandsmitglieder oder mit ihr verbundene Unternehmen übernehmen.

Daraus ergibt sich, zweitens, dass sich das Verbot, „auf zwei Schultern zu tragen“, ausschließlich auf die Person des konkreten Beraters des Vergütungsausschusses bezieht, nicht auf die Beratungsgesellschaft, deren Partner oder Angestellter der Vergütungsberater ist, ungeachtet dessen, dass rechtlich das Beratungsmandat (der Geschäftsbesorgungsauftrag) der Beratungsgesellschaft, nicht dem konkreten Vergütungsberater erteilt worden sein mag.

3. Die britische Lösung

(a) In Großbritannien hat eine Gruppe führender Vergütungsberater einen „*Voluntary Code of Conduct in Relation to Remuneration Consulting in the U.K.*“ entwickelt.⁹ In der jüngst vorgelegten endgültigen Fassung des sog. *Walker-Report* (im Folgenden: *Walker-Report II*¹⁰) wird empfohlen, diesen Kodex auf einer Website der sich hierzu bekennenden Beratungsunternehmen zu veröffentlichen. Die Vergütungsausschüsse der vom Report erfassten Gesellschaften (Banken; sonstige Finanzdienstleister)¹¹ sollen bei der Erteilung des Mandats an den oder die Vergütungsberater diesen Kodex „benutzen“.¹²

Wie die Empfehlung der EU-Kommission bezieht sich der britische *Voluntary Code* für Vergütungsberater in seinen Anforderungen und Vorgaben nicht auf die Beratungsfirma, deren Partner oder Angestellter der konkrete Vergütungsberater ist. Die Beratungsfirma wird im *Voluntary Code* nur insofern erwähnt, als der Vergütungsberater dem Vorsitzenden des Vergütungsausschusses u.a. über Art und Kosten anderer Mandate der Beratungsfirma für die Gesellschaft berichten soll.¹³ Der *Voluntary Code* enthält mit anderen Worten, ebenso wie die US-amerikanische Regelung und die Empfehlung der EU-Kommission, kein Verbot solcher weiterer Beratungstätigkeiten seitens anderer Partner oder Angestellten der Firma des Vergütungsberaters.

(b) Dagegen hat sich in Bezug auf weitere Beratungsmandate („*non-related services*“) an den Vergütungsberater persönlich eine bedeutsame Abschwächung in den Empfehlungen des *Walker-Report II*¹⁴ im Vergleich mit den Empfehlungen des *Walker-Report I*¹⁵ ergeben. Das erschließt sich nicht aus dem Wortlaut des insoweit unveränderten *Voluntary Code*, sondern nur, wenn man die diesen Kodex begleitenden Empfehlungen des *Walker-Report I* und *II* miteinander vergleicht.

⁹ Veröffentlicht in: „A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities“ vom 16. Juli 2009 (im Folgenden: *Walker-Report I*), Annex 11, S. 131 ff; Abdruck auch in der endgültigen, unlängst veröffentlichten Fassung des *Walker Report* („A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities. Final recommendations“ vom 26. November 2009; im Folgenden: *Walker-Report II*) Annex 12, S. 170 ff. Der *Walker-Report II* schwächt in den hier interessierenden Punkten im Ergebnis die Anforderungen an die Unabhängigkeit der Vergütungsberater z. T. deutlich ab; vgl. dazu den Text.

¹⁰ Vgl. Fn. 9.

¹¹ Zur Klarstellung: Der *Walker-Report* befasst sich mit der Corporate Governance von Banken und sonstigen Finanzdienstleistern. Hierfür zieht er u.a. den *Voluntary Code* für Vergütungsberater heran, der in seinem Anwendungsbereich von vorneherein weiter, nämlich für alle in Großbritannien börsennotierten Gesellschaften, konzipiert ist.

¹² Vgl. *Walker-Report II*, a.a.O. (Fn. 9), S. 126.

¹³ Vgl. *Walker-Report II*, a.a.O. (Fn. 9), S. 172, sub “Transparency”.

¹⁴ Vgl. Fn. 9.

¹⁵ Vgl. Fn. 9.

Der *Voluntary Code* untersagt dem Berater des Vergütungsausschusses persönlich parallele Beratungen der Personalabteilung oder der Vorstandsmitglieder der Gesellschaft. Im Abschnitt über „*Objectivity*“ heißt es insoweit:

“*They (sc. consultants) should not adopt the role of their firm’s client relationship manager for the provision of non-related services on accounts where they are the principal executive remuneration consultant.*”¹⁶

Im *Walker-Report I* hieß es ergänzend hierzu noch, daß der Vergütungsausschuß (nur) Vergütungsberater mandatieren solle, die sich dem Kodex und daher dem erwähnten Verbot der Parallelberatung unterworfen hätten.¹⁷ In der Kritik hieran wurde moniert, dass diese Anforderung den Vergütungsausschuß zu sehr einschränke. Es müsse dem Vergütungsausschuß überlassen bleiben, wen er zu seinem Berater bestelle.¹⁸ In der endgültigen Fassung des *Walker-Report II* heißt es daher insoweit nur mehr, dass der Vergütungsausschuß bei der Erteilung des Mandats an den Vergütungsberater vom *Voluntary Code* „Gebrauch machen“ solle, und dass er gegebenenfalls im Vergütungsbericht mitteilen solle, ob der von ihm mandatierte Vergütungsberater eine andere Beratungstätigkeit für die Gesellschaft ausübe.¹⁹ Es ist nach dem *Walker-Report II* also durchaus möglich, dass der vom Vergütungsausschuß mandatierte Vergütungsberater parallel für die Gesellschaft „*non-related services*“ erbringt und sogar darüber hinaus zu Vergütungsfragen berät, wenn dies nur im Vergütungsbericht offen gelegt wird. Damit bleibt die britische Regelung deutlich hinter dem von der EU-Kommission in ihrer Empfehlung gesetzten Standard zurück.

III. Auslegung der Empfehlung des DCGK

Wie ist nun die Empfehlung der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK auszulegen? Kann das Unabhängigkeitsgebot schlicht auf seinen harten Kern, so wie er in der Empfehlung der EU-Kommission formuliert ist, nämlich das Verbot der Doppelberatung durch ein und dieselbe natürliche Person, zurückgeführt werden, oder bleibt es sogar – wie die britische Regelung – auch dahinter noch zurück? Oder hat der Kodex-Geber umgekehrt *gold plating* betrieben, ist er mit dem Gebot der Unabhängigkeit der Vergütungsberater über die Empfehlung der EU-Kommission hinausgegangen? Und auf wen bezieht sich das Unabhängigkeitsgebot, auf die Beratungsgesellschaft oder auf den Vergütungsberater (Partner oder Angestellter), der das Beratungsmandat für die

¹⁶ *Walker-Report II*, a.a.O. (Fn. 9), S. 173, sub “Objectivity”.

¹⁷ *Walker-Report I*, a.a.O. (Fn. 9), S. 105.

¹⁸ Vgl. *Walker-Report II*, a.a.O. (Fn. 9), S. 125.

¹⁹ Vgl. *Walker-Report II*, a.a.O. (Fn. 9), S. 126.

Gesellschaft durchführt? Die Antwort auf diese Fragen erfordert eine Auslegung der Ziff. 4. 2. 2. Abs. 3 DCGK.

1. „Unabhängigkeit“ – Text des Kodex und Entstehungsgeschichte

(a) Zunächst darf nochmals der Wortlaut der Empfehlung des Kodex in Erinnerung gerufen werden: *„Soweit vom Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung ein externer Vergütungsexperte hinzugezogen wird, soll auf dessen Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. vom Unternehmen geachtet werden.“*

Die „Unabhängigkeit“ wird in diesem Zusammenhang im Kodex nicht definiert. Wohl aber findet sich in Ziff. 5. 4. 2 Satz 2 DCGK eine Definition der „Unabhängigkeit“.²⁰ Allerdings ist diese Definition nicht allgemein, für alle Empfehlungen des Kodex, gefasst, sondern bezieht sich, jedenfalls ihrem Wortlaut nach, nur auf *Aufsichtsratsmitglieder*. Danach ist „ein Aufsichtsratsmitglied ... als unabhängig anzusehen, wenn es in keiner geschäftlichen oder persönlichen Beziehung zu der Gesellschaft oder deren Vorstand steht, die einen Interessenkonflikt begründet.“ Dem wird man auch für die Vergütungsberatung als allgemeines Prinzip entnehmen können, dass die Beratung im Interesse der Gesellschaft zu erfolgen hat, und sie nicht von persönlichen oder wirtschaftlichen Interessen des Vergütungsberaters, die eine Beratung im Interesse der Gesellschaft beeinträchtigen, beeinflusst werden darf. Konkretere Aufschlüsse ergeben sich aus dieser Definition aber nicht. Insbesondere gibt sie, jedenfalls ihrem Wortlaut nach, keine Antwort auf die hier vor allem interessierende Frage, ob jedes Mal oder nur unter weiteren Voraussetzungen die „Unabhängigkeit“ einer Person (eines Aufsichtsratsmitglieds; eines Vergütungsberaters) dann ausgeschlossen ist, wenn nicht diese Person selbst, sondern das Unternehmen, dessen Partner oder Angestellter diese Person ist, sonstige geschäftliche Beziehungen zu der betreffenden börsennotierten Gesellschaft unterhält.

(b) Eingehend und seit langem wird das Gebot der „Unabhängigkeit“ für den Bereich der *Abschlussprüfung* erörtert und hat dort zu detaillierten Vorschriften geführt. Eine Parallele zur Vergütungsberatung liegt hier auch insofern vor, als auch im Fall der Abschlussprüfung der Aufsichtsrat dem Prüfer – nach dessen Wahl durch die Hauptversammlung, § 119 Abs. 1 Nr. 5 AktG – das Mandat erteilt (§ 111 Abs. 2 Satz 3 AktG). Und auch der Abschlußprüfer ist regelmäßig Partner einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die neben der Abschlussprüfung weitere (Beratungs-) Dienstleistungen erbringt, die auch im Auftrag des Vorstands von der geprüften Gesellschaft oder auch von einem Vorstandsmitglied persönlich

²⁰ Eingehend zur Auslegung dieses Begriffs *Kremer*, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex, Kommentar, 2. Auflage 2005, Rn. 1028 ff.

in Anspruch genommen werden könnten. Damit ergibt sich dort eine ähnliche Konfliktlage wie im vorliegenden Zusammenhang.

Diese Konfliktlage wird in den §§ 319, 319a und b HGB und ergänzend in Ziff. 7. 2. 1 DCGK adressiert. Allerdings verwenden die §§ 319, 319a und b HGB nicht den Begriff der „Unabhängigkeit“ des Abschlußprüfers, sondern knüpfen an die „Besorgnis der Befangenheit“ an: *„Ein Wirtschaftsprüfer ... ist als Abschlußprüfer ausgeschlossen, wenn Gründe, insbesondere Beziehungen geschäftlicher, finanzieller oder persönlicher Art, vorliegen, nach denen die Besorgnis der Befangenheit besteht.“* (§ 319 Abs. 2 HGB). Diese Generalklausel wird dann durch Regelbeispiele konkretisiert, die festlegen, wann in der Regel Besorgnis der Befangenheit anzunehmen ist.

Bindende Vorgabe für diese Normen sind heute die Vorschriften der Abschlußprüferrichtlinie der EU²¹, die sich aber nicht, wie das deutsche Recht, des Begriffs der „Besorgnis der Befangenheit“, sondern des Begriffs der „Unabhängigkeit“ des Abschlußprüfers bedient. Ähnliches gilt für Ziff. 7. 2. 1 DCGK, der gleichfalls statt „Besorgnis der Befangenheit“ des Abschlußprüfers „Zweifel an der Unabhängigkeit“ setzt. Nach Ziff. 7. 2. 1 DCGK soll der Aufsichtsrat vor der Erteilung des Prüfungsmandats eine Erklärung des vorgesehenen Abschlußprüfers einholen, welche geschäftlichen, finanziellen, persönlichen oder sonstigen Beziehungen zwischen dem Prüfer und seinen Organen und Prüfungsleitern einerseits und dem Unternehmen und seinen Organmitgliedern andererseits bestehen, die Zweifel an seiner Unabhängigkeit begründen können. In dem im Juli 2009 überarbeiteten Ethikkodex für Wirtschaftsprüfer der International Federation of Accountants (IFAC)²² heißt es im Abschnitt über Abschlussprüfungen ebenfalls, dass die „Unabhängigkeit“ des Abschlußprüfers sichergestellt werden müsse. Hier wird im Einzelnen zwischen Unabhängigkeit des Urteils (*„independence in mind“*²³) und äußerer Unabhängigkeit (*„independence in appearance“*²⁴) unterschieden, die beide gesichert werden müssten.

²¹ Richtlinie 2006/43/EG des Europ. Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen usw., ABl. Nr. L 157/87 v. 6.9.2006. – Die Richtlinie wurde umgesetzt durch das Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechts-Modernisierungsgesetz / BilMoG) vom 25. Mai 2009, BGBl. 1102.

²² International Federation of Accountants, Code of Ethics for Professional Accountants, rev. July 2009, unter <http://web.ifac.org/publications/international-ethics-standards-board-for-accountants>.

²³ *„The state of mind that permits the expression of a conclusion without being affected by influences that comprise professional judgement, thereby allowing an individual to act with integrity and exercise objectivity and professional skepticism“*; Ziff. 290. 6 IFAC Code of Ethics (Fn. 22).

²⁴ *„The avoidance of facts and circumstances that are so significant that a reasonable and informed third party would be likely to conclude, weighing all specific facts and circumstances, that a firm’s, or a member of the audit team’s, integrity, objectivity or professional scepticism has been compromised“*; Ziff. 290.6 IFAC Code of Ethics (Fn. 22).

Es geht an dieser Stelle (noch²⁵) nicht darum zu fragen, wieweit Parallelen zum Recht der Abschlußprüfung im Einzelnen gezogen werden können. Für die Auslegung der Empfehlung der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 2 DCGK zur „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters nach Wortlaut und systematischem Zusammenhang der Vorschriften des DCGK darf aber festgehalten werden: Das Gebot der „Unabhängigkeit“ wird an dieser Stelle des Kodex zwar nicht näher erläutert. Der entsprechenden Vorgabe für Aufsichtsratsmitglieder (Ziff. 5. 4. 2 Satz 2 DCGK) wird man auch für die Vergütungsberatung als allgemeines Prinzip entnehmen können, dass die Beratung im Interesse der Gesellschaft zu erfolgen hat, und sie nicht von persönlichen oder wirtschaftlichen Interessen des Vergütungsberaters, die eine Beratung im Interesse der Gesellschaft beeinträchtigen, beeinflusst werden darf. Bestätigt wird dies durch die Regelung des Kodex zur Unabhängigkeit der Abschlußprüfer (Ziff. 7. 2. 1 DCGK), die sich als Ergänzung der §§ 319, 319a und b HGB versteht. Danach ist die Unabhängigkeit des Abschlußprüfers zu verneinen, wenn tatsächliche Umstände, insbesondere Beziehungen geschäftlicher, finanzieller oder persönlicher Art, vorliegen, die die Besorgnis der Befangenheit begründen.

(c) Die Formulierung des Kodex zur Unabhängigkeit des Abschlußprüfers weist auf einen zweiten wichtigen Gesichtspunkt hin, auf den es auch im vorliegenden Zusammenhang ankommen dürfte: Dem Aufsichtsrat sind *tatsächliche Umstände*, nämlich geschäftliche, finanzielle, persönliche oder sonstige Beziehungen zwischen dem Prüfer und seinen Organen und Prüfungsleitern einerseits und dem zu prüfenden Unternehmen und seinen Organmitgliedern andererseits mitzuteilen, die *Zweifel an seiner Unabhängigkeit* begründen. § 319 Abs. 2 HGB enthält ebenfalls einen Tatbestand mit zwei zu unterscheidenden Merkmalen; er spricht von *Umständen*, die die *Besorgnis der Befangenheit* begründen. Die Unabhängigkeit des Abschlußprüfers oder umgekehrt seine Befangenheit bezeichnet das Fehlen bzw. das Vorhandensein einer Beeinträchtigung seines Urteils, seiner „inneren“ Unabhängigkeit, also einen „*state of mind*“, wie es der Ethikkodex der IFAC ausdrückt.²⁶

Ob die finanziellen, persönlichen usw. Beziehungen des Abschlußprüfers oder Vergütungsberaters zum Vorstand tatsächlich sein Urteil und die Beratung des Aufsichtsrates beeinflussen, kann nicht von außen her beurteilt und festgestellt werden, jedenfalls dann nicht, wenn sich die Beratung nicht im Mitteilen von überprüfbareren Tatsachen erschöpft, sondern zum Beispiel auch Werturteile, einen Rückgriff auf Erfahrungen und dergleichen erfordert. Da es nach Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 und Ziff. 7. 2. 1 DCGK Sache des Aufsichtsrates ist, die Unabhängigkeit des Abschlußprüfers bzw. Vergütungsberaters zu beurteilen, ihm der „*state of mind*“ seines Beraters aber verborgen bleibt, kann er nur aus äußeren Umständen auf

²⁵ S. dazu unten 5.

²⁶ Vgl. oben Fn. 23.

diesen „*state of mind*“ schließen. Insoweit muß es genügen, dass die ihm bekannten Tatsachen die *Besorgnis* der Beeinträchtigung der Unabhängigkeit, die *Besorgnis* der Befangenheit begründen. Um es in den Worten des Ethikkodex der IFAC zu formulieren: Für ihn ist die „*independence in appearance*“ entscheidend. Auf die tatsächliche Befangenheit des Beraters kann es nicht ankommen.

Bereits der Wortlaut der Kodexempfehlung und vor allem der Blick auf verwandte Regelungen insbesondere im Bereich der Abschlussprüfung geben demnach wichtige Hinweise auf die Interpretation des Begriffs der „Unabhängigkeit“ in Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK.

(d) Dagegen gibt die oben (II. 2.) angedeutete *Entstehungsgeschichte* der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK für die Auslegung des Begriffs der „Unabhängigkeit“ nichts her. Denn die Empfehlung der EU-Kommission bedient sich, wie dargestellt, nicht des Begriffs der „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters. Sondern sie beschränkt sich darauf, aus mehreren denkbaren Beeinträchtigungen der Unabhängigkeit eines Vergütungsberaters einen besonders nahe liegenden und zugleich den kritischsten Fall herauszugreifen: Dieselbe Person, die den Vergütungsausschuß berät, soll nicht zugleich die Personalabteilung oder Vorstandsmitglieder der Gesellschaft beraten. Diese Empfehlung schließt m.a.W., insofern mit der US-amerikanischen und der britischen Lösung übereinstimmend, nicht aus, dass *andere* Partner oder Angestellte einer Beratungsgesellschaft (mit Ausnahme der für den Vergütungsausschuß tätigen Berater) solche Aufträge für die beratene Gesellschaft, deren Vorstandsmitglieder oder mit ihr verbundene Unternehmen übernehmen. Die vom DCGK empfohlene „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters könnte inhaltlich hierüber hinausgehen, die Kodex-Kommission also *gold plating* betrieben haben; darauf ist unten (3.) zurückzukommen.

2. Unabhängigkeit des Beratungsunternehmens oder des Beraters?

Die vorstehenden Überlegungen deuten bereits die Antwort auf eine eingangs aufgeworfene weitere Frage an, nämlich ob sich das Unabhängigkeitserfordernis der Ziff. 4.2.2 Abs. 3 DCGK auf das Beratungsunternehmen bezieht, dem das Beratungsmandat erteilt wird, oder auf die konkrete Person desjenigen Partners oder Angestellten, der die Beratungsleistung für das Beratungsunternehmen erbringt.

Der Wortlaut der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCKG allein lässt zwar keinen eindeutigen Schluß darauf zu, auf wen sich das Unabhängigkeitserfordernis bezieht, auf den mandatführenden Vergütungsberater persönlich oder das Beratungsunternehmen, das Partner des Beratungsmandats wird. Keine dieser denkbaren Auslegungen verkürzt die Aussage der Ziff. 4.2.2 Abs. 3 DCGK in einer sinnwidrigen oder

offenkundig vom Kodexgeber nicht gewollten Weise. Denn bezieht man die in Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK geforderte Unabhängigkeit des Vergütungsexperten auf den Vertragspartner der börsennotierten Gesellschaft, also die Beratungsfirma selbst, dann könnte dies bedeuten, dass diese, um ihre Unabhängigkeit sicher zu stellen, kein weiteres, vom Vorstand der börsennotierten Gesellschaft erteiltes Mandat annehmen und betreuen lassen darf. „Unabhängigkeit“ bezogen auf eine (Beratungs-) Gesellschaft, also nicht auf eine natürliche Person, wäre demnach technisch aufgefasst und technisch zu verstehen, nämlich insbesondere als Verbot weiterer Mandate neben dem Betreuungsmandat. Bezieht man das Unabhängigkeitserfordernis dagegen auf die Person des konkreten Beraters, also desjenigen Partners oder Angestellten einer Beratungsfirma, der den Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft für Rechnung der Beratungsgesellschaft berät, dann stellt sich die ähnliche Frage, ob seine Unabhängigkeit dadurch beeinträchtigt wird, dass die Beratungsfirma sonstige Mandate, die ihr vom Vorstand der börsennotierten Gesellschaft erteilt werden, annimmt und durch den Vergütungsberater oder durch andere Partner oder Angestellte bearbeiten lässt.

Nimmt man aber zu dem insoweit nicht eindeutigen Wortlaut der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCKG die oben unter 1. angestellten Erwägungen zum Begriff der Unabhängigkeit hinzu, dann spricht dies dafür, das Unabhängigkeitserfordernis ausschließlich auf eine natürliche Person, den jeweiligen Berater, auf dessen Dienstleistung und Urteil es ankommt, nicht auf die Beratungsgesellschaft zu beziehen, die vielleicht im Rechtssinne Vertragspartnerin des Beratungsvertrages wird. Wenn es richtig ist, dass letzten Endes die „innere“ Unabhängigkeit, ein „*state of mind*“ sichergestellt werden soll, dann geht es um die Person desjenigen, der die Beratung durchführt.²⁷

Das entspricht auch der Empfehlung der EU-Kommission, deren Umsetzung Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK dient.²⁸ Sie bezieht sich auf den Vergütungsberater persönlich. Es wird auf die Objektivität des Urteils des Vergütungsberaters abgestellt. Insoweit sind auch keine eindeutigen Hinweise erkennbar, dass dieser in der Empfehlung der EU-Kommission gewählte Ansatz bei der Person des Vergütungsberaters im Kodex geändert werden sollte. Das spricht dafür, dass auch Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK in diesem Sinne zu verstehen ist.

²⁷ Einzuräumen ist, dass Ziff. 7.2.1 DCGK zur Unabhängigkeit des Abschlußprüfers in diesem Punkt eine andere Sprache spricht. Einerseits bezieht sich diese Empfehlung zwar auf „den Prüfer“ und seine wirtschaftlichen, finanziellen, persönlichen usw. Beziehungen, die Zweifel an seiner Unabhängigkeit begründen können. Andererseits spricht die Empfehlung aber auch von den Organen und Prüfungsleitern des Abschlußprüfers, was eindeutig darauf schließen lässt, dass die Kodexkommission insoweit an eine Prüfergesellschaft gedacht und das Unabhängigkeitserfordernis auf sie bezogen hat. Ein dogmatisch schlüssiges Konzept hat der Kodexkommission bei der Formulierung dieser Empfehlung wohl gefehlt.

²⁸ Vgl. dazu oben II. 2.

3. Keine Erstreckung auf nichtberatende Angestellte

Aus den vorstehenden Überlegungen lässt sich ohne weiteres auch der Anwendungsbereich der Empfehlung der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK in personeller Hinsicht und damit die Antwort auf eine weitere sich im vorliegenden Zusammenhang stellende Frage entwickeln.

Bereits aus dem Wortlaut der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK, die sich ausdrücklich nur auf *Vergütungsberater* bezieht, mag man entnehmen, dass damit nur eine *mandatführende* Person gemeint sein kann, die unmittelbar mit dem Vergütungsausschuß bzw. dem Aufsichtsrat in Kontakt tritt, nicht dagegen sonstige Angestellte, die Hilfsdienste leisten oder Teilleistungen zuliefern, ohne selbst zu beraten (z. B. Anfertigen von Statistiken, Schaubildern, Branchenvergleichen o.ä.).

Jedenfalls ergibt sich dies aber aus dem soeben unter Zweck dieser Empfehlung (eingehender dazu sogleich unter 4.). Sie soll die Objektivität des konkret Beratenden sicherstellen; seine Urteile, Einschätzungen und Empfehlungen sollen tunlichst nicht von konfligierenden Interessen beeinflusst werden. Das erfordert jedenfalls, wie im Folgenden noch auszuführen sein wird, dass der Berater selbst nicht parallel zur Vergütungsberatung ohne Kenntnis und Zustimmung des Aufsichtsrates weitere Mandate der beratenen Gesellschaft oder eines Vorstandsmitglieds betreut. Die Leistungen eines Angestellten der Beratungsfirma hingegen, der selbst nicht berät, können im Rahmen anderer Mandate für die Gesellschaft (zum zulässigen Umfang solcher weiterer Mandate eingehend noch im Folgenden) gleichfalls zur Verfügung gestellt und genutzt werden.

4. Objektivität der Beratung als Regelungszweck

Es steht noch die genauere Inhaltsbestimmung des Begriffs der „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters aus. Ihr ist, nach der bereits erfolgten Betrachtung von Wortlaut, Zusammenhang mit ähnlich formulierten Vorschriften des Kodex und der Entstehungsgeschichte der Empfehlung (oben 1.), der Regelungszweck der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK zugrunde zu legen. Erst danach können Einzelfragen dazu beantwortet werden, welche Umstände und Gegebenheiten geeignet sind, die Unabhängigkeit in Frage zu stellen oder auszuschließen (dazu unten 5.).

(a) Der allgemeine Zweck, den sämtliche bisher betrachteten Regelwerke verfolgen, also die Vorgabe der EU-Kommission, der britische *Voluntary Code*, die jüngst erlassene Regelung der SEC ebenso wie der Deutsche Corporate Governance Kodex, wird ausdrücklich bereits in den Vorerwägungen zur Empfehlung der EU-Kommission angesprochen. Dort heißt es:

„Berater können in einem Interessenkonflikt stehen, wenn sie den Vergütungsausschuß zu Vergütungspraktiken und -vereinbarungen und gleichzeitig die Gesellschaft bzw. den geschäftsführenden Direktor oder Vorstandsmitglieder beraten.“²⁹

Die Vergütungsberatung soll den Vergütungsausschuß bzw. den Aufsichtsrat dabei unterstützen, eine „angemessene“ Vorstandsvergütung (vgl. § 87 Abs. 1 AktG) festzusetzen, also ein Urteil darüber zu gewinnen, welche Vergütung als angemessen angesehen werden darf. Die Entscheidung hierüber muß zwar letzten Endes vom Aufsichtsrat selbst getroffen werden; insbesondere bei der Frage nach der „üblichen“ Vergütung, aber auch bei der Ausgestaltung der z.T. komplexen technischen Einzelheiten werden die Information durch den Vergütungsberater und seine Unterstützung gefragt sein. Sein Rat soll objektiv sein, er soll nicht von persönlichen oder wirtschaftlichen Interessen des Vergütungsberaters, die eine Beratung im Interesse der Gesellschaft beeinträchtigen, inhaltlich beeinflusst werden.

Deutlich wird dieses *Objektivitätsgebot* auch im britischen *Voluntary Code* formuliert:

“Consultants...should not allow conflict of interest or undue influence of others to override professional or business judgments.”³⁰

(b) Dieser allgemeine Regelungszweck muß freilich weiter detailliert werden, damit den Normadressaten konkrete Handlungsempfehlungen gegeben werden können.

Bereits oben wurde darauf hingewiesen, dass sich insbesondere aus der Regelung zur Abschlussprüfung wertvolle Hinweise auch für den hier interessierenden Zusammenhang ergeben.

Der Ethik-Kodex der IFAC für unabhängige Wirtschafts- und Abschlussprüfung³¹ verwendet große Sorgfalt darauf, Bedrohungen der dort niedergelegten beruflichen Prinzipien, darunter vor allem des Unabhängigkeitsgebots, zu identifizieren, in typischen Fallgruppen zusammenzufassen³² und geeignete Gegenmaßnahmen zu empfehlen.

²⁹ Vgl. oben Text zu Fn. 8.

³⁰ Vgl. den *Voluntary Code*, Abdruck im *Walker-Report II*, a.a.O. (Fn. 9), S. 173, sub “Objectivity”.

³¹ Vgl. oben Fn. 22.

³² S. Rz. 100.12 IFAC-Ethik-Kodex a.a.O.: “Threats may be created by a broad range of relationships and circumstances. ... Threats fall into one or more of the following categories:

(a) *Self-interest threat* — the threat that a financial or other interest will inappropriately influence the professional accountant’s judgment or behavior;

(b) *Self-review threat* — the threat that a professional accountant will not appropriately evaluate the results of a previous judgment made or service performed by the professional accountant, or by another

Ähnlich geht auch das HGB bei der Formulierung der Ausschlußgründe für Abschlußprüfer vor. § 319 Abs. 2 HGB stellt zunächst das Grundprinzip voran: „*Ein Wirtschaftsprüfer ... ist als Abschlußprüfer ausgeschlossen, wenn Gründe, insbesondere Beziehungen geschäftlicher, finanzieller oder persönlicher Art, vorliegen, nach denen die Besorgnis der Befangenheit besteht.*“ Die nachfolgenden Vorschriften formulieren sodann konkrete Tatbestände, bei deren Vorliegen die Besorgnis der Befangenheit „insbesondere anzunehmen“ ist. Diese konkreten Tatbestände zielen auf drei unterschiedliche Gefährdungen der Unabhängigkeit und Unbefangenheit des Abschlußprüfers ab:

- Es besteht eine kapitalmäßige oder persönliche Verflechtung des Prüfers oder mit ihm zusammenwirkender Berufsträger mit dem zu prüfenden Unternehmen (z. B. hält der Prüfer Aktien der zu prüfenden Gesellschaft oder ist Organmitglied dort);
- der Prüfer oder ein mit ihm zusammenwirkender Berufsträger hat an der Erstellung des Prüfungsgegenstands (z.B. des Jahresabschlusses) mitgewirkt, also prüfungsnahe Leistungen erbracht;
- das zu prüfende Unternehmen hat sonstige finanzielle Bedeutung für den Prüfer (in den letzten 5 Jahren hat der Prüfer oder eine Person, mit der er gemeinsam seinen Beruf ausübt, jeweils mehr als 30% der Gesamteinnahmen aus seiner beruflichen Tätigkeit von der zu prüfenden Gesellschaft und deren Beteiligungsgesellschaften bezogen, und dies steht auch für das laufende Jahr zu erwarten. Bei der Prüfung börsennotierter Gesellschaften liegt die relevante Schwelle bei 15%, § 319a Abs. 1 Nr. 1 HGB).

5. Gefährdungen unabhängiger Vergütungsberatung

Sicher lassen sich die angeführten Vorschriften als Spezialnormen wegen ihrer kasuistischen Ausgestaltung, aber auch deshalb nicht entsprechend auf die Vergütungsberatung übertragen, weil sich die Sachprobleme im Bereich der Abschlussprüfung und der Vergütungsberatung zum Teil anders darstellen. So sind

individual within the professional accountant's firm or employing organization, on which the accountant will rely when forming a judgment as part of providing a current service;

(c) *Advocacy threat* — the threat that a professional accountant will promote a client's or employer's position to the point that the professional accountant's objectivity is compromised;

(d) *Familiarity threat* — the threat that due to a long or close relationship with a client or employer, a professional accountant will be too sympathetic to their interests or too accepting of their work; and

(e) *Intimidation threat* — the threat that a professional accountant will be deterred from acting objectively because of actual or perceived pressures, including attempts to exercise undue influence over the professional accountant.

die in § 319 Abs. 3 Nr. 3, § 319a Abs. 1 Nr. 2 HGB aufgeführten „prüfungsnahen“ Leistungen, die in der Folge zu einem Ausschluß von der Abschlussprüfung führen, für die Vergütungsberatung in aller Regel ohne Bedeutung. Auch die fixen Schranken von 30% (§ 319 Abs. 3 Nr. 5 HGB) bzw. 15% (§ 319a Abs. 1 Nr. 1 HGB) wird man nicht ohne weiteres in einem strikten Sinne übernehmen und die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters unterhalb dieser Schwellen schematisch bejahen, und jenseits dieser Schwellen per se verneinen müssen.

Gleichwohl ist die gesetzliche Regelung der §§ 319, 319a HGB in verschiedener Hinsicht als gesetzliche Ausformulierung des Gebots der Unabhängigkeit eines wichtigen Beraters des Aufsichtsrats aufschlussreich und kann bei der zweckentsprechenden Auslegung des Begriffs der „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters im Sinne der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK herangezogen werden.

Erstens gibt nämlich die Auffächerung der Ausschlußgründe in § 319 Abs. 3, 319a Abs. 1 HGB deutliche Hinweise darauf, in welchen Fällen und aus welcher Richtung die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters gefährdet und in Frage gestellt sein kann, nämlich insbesondere wenn

(a) zwischen dem Vergütungsberater oder der Gesellschaft, deren Partner oder Angestellter er ist, eine kapitalmäßige Beteiligung an der zu beratenden Gesellschaft oder einem mit dieser verbundenen Unternehmen oder eine sonstige finanzielle Verbindung mit der zu beratenden Gesellschaft oder einem mit dieser verbundenen Unternehmen oder einem Vorstandsmitglied in einem Umfang besteht, der eine hiervon unbeeinflusste Beratung nicht erwarten lässt (vgl. § 319 Abs. 3 Nr. 1 HGB).

Der Grundgedanke dieses in § 319 Abs. 3 Nr. 1 HGB für Abschlußprüfer formulierten Ausschlußgrundes lässt sich zwar nicht unmittelbar auf Vergütungsberater übertragen. Dem Ausschlußgrund des § 319 Abs. 3 Nr. 1 HGB liegt nämlich die Erwägung zugrunde, dass einem kapitalmäßig an der zu prüfenden Gesellschaft beteiligten Abschlußprüfer an einer zu positiven Darstellung der Lage des Unternehmens gelegen sein mag. Dieser Gesichtspunkt lässt sich unmittelbar auf den Vergütungsberater mit einer Eigenkapitalbeteiligung an der beratenen Gesellschaft nicht übertragen. Denn ist er oder seine Beratungsgesellschaft an der beratenen Gesellschaft beteiligt, dann hat er in der Regel wie die übrigen Eigenkapitalinvestoren ein Interesse an einer angemessenen Vorstandsvergütung, die dem Vorstandsmitglied die richtigen Anreize vermittelt. Auf der anderen Seite muß gesehen werden, dass der Aufsichtsrat bei der Festsetzung der Vorstandsvergütung und der damit vermittelten Anreize nicht wie ein Eigenkapitalinvestor ausschließlich auf eine Maximierung der Eigenkapitalrendite zu achten hat, sondern dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist. Mit dem Gebot der „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters soll

gerade sichergestellt werden, dass er den Aufsichtsrat unbeeinflusst von persönlichen Interessen an einer bestimmten Struktur der Vergütung und den dadurch vermittelten Anreizen berät.

(b) Ferner kann die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters gefährdet und in Frage gestellt sein, wenn der Vergütungsberater Organmitglied oder Arbeitnehmer in der zu beratenden Gesellschaft oder einem von dieser abhängigen Unternehmen ist (vgl. § 319 Abs. 3 Nr. 2 HGB); oder

(c) der Vergütungsberater oder die Gesellschaft, deren Partner oder Angestellter er ist, in den letzten Jahren einen erheblichen Prozentsatz ihrer Gesamteinnahmen aus ihrer Tätigkeit von der zu beratenden Gesellschaft oder von mit ihr verbundenen Unternehmen bezogen hat, und dies auch aus noch nicht abgeschlossenen weiteren Mandaten zu erwarten ist (vgl. §§ 319 Abs. 3 Nr. 3 HGB; 319a Abs. 1 Nr. 1 HGB).

(d) Dagegen lassen sich die Ausschlußgründe des § 319 Abs. 3 Nr. 3 HGB nicht ohne weiteres auf die Vergütungsberatung übertragen. Diese Normen untersagen dem Abschlußprüfer das Erbringen bestimmter „prüfungsnahe“ Leistungen, die sich auf den Inhalt des Jahresabschlusses auswirken könnten; sie sind Ausprägung des „Verbots der Selbstprüfung“. Eine formale Parallele hierzu im Bereich der Vergütungsberatung könnte man in dem Fall ziehen, dass ein Vergütungsberater oder ein Partner des Vergütungsberaters zunächst im Auftrag des Vorstands ein Aktienoptionsprogramm für die Belegschaft entwickelt hat, das nunmehr im Auftrag des Aufsichtsrats für die Vorstandsmitglieder fortgeschrieben werden soll. Der Fall einer sukzessiven oder auch parallelen Beratung der Gesellschaft zur Vergütung ihrer Mitarbeiter im Auftrag des Vorstands einerseits und zur Vergütung der Vorstandsmitglieder im Auftrag des Aufsichtsrats andererseits lässt sich aber nicht mit den von § 319 Abs. 3 Nr. 3 HGB erfassten Fällen einer verbotenen „Selbstprüfung“ oder „Selbstbeurteilung“ vergleichen. Denn es geht bei der Beratung zur Vorstandsvergütung nicht um die Prüfung und Beurteilung der Angemessenheit des Vergütungsprogramms für die Mitarbeiter, sondern um die anders gelagerte Frage, ob und wieweit sich dieses Vergütungsprogramm auch für die Vorstandsmitglieder eignet oder Abweichungen geboten sind. Deshalb kann die Unabhängigkeit des Urteils des Vergütungsberaters in einem solchen Fall wohl nicht pauschal in Abrede gestellt oder als bedroht angesehen werden. Vielmehr wird insoweit genügen, dass der den Aufsichtsrat beratende Vergütungsberater selbst nur diesen berät und nicht zugleich ohne Zustimmung des Aufsichtsrates hierzu auch die Gesellschaft im Auftrag des Vorstands zur Vergütung ihrer Mitarbeiter beratend tätig wird, und sich Beratungen durch seine Partner hierzu in dem oben (c) bezeichneten Rahmen halten.

Zweitens ist Folgendes aufschlussreich und auch für die Auslegung und Anwendung der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK von Bedeutung. Wie die §§ 319 Abs. 3 Nr. 5, 319a Abs. 1 Nr. 1 HGB erkennen lassen, gibt es selbst im gesetzlich zwingend geregelten Recht der Abschlussprüfung kein Prinzip, wonach die Unabhängigkeit des Abschlußprüfers per se zu verneinen wäre, wenn er selbst oder eine Person, mit der er seinen Beruf gemeinsam ausübt, vor der Annahme des Mandats als Abschlußprüfer oder währenddessen (prüfungsferne) Beratungstätigkeiten oder sonstige Dienstleistungen erbringt, die vom Vorstand namens der Gesellschaft in Auftrag gegeben worden sind. Allerdings dürfen Einnahmen aus solchen prüfungsfernen Dienstleistungen die in §§ 319 Abs. 3 Nr. 5, 319a Abs. 1 Nr. 1 HGB genannten Schwellen nicht überschreiten. Ziff. 7. 2. 1 DCGK, der eine entsprechende Information des Aufsichtsrats hierüber vorsieht, soll sicherstellen, dass der Aufsichtsrat von solchen Geschäften erfährt.

Diese gesetzgeberische Lösung für den Bereich der Abschlussprüfung stimmt im Ansatz auch mit der Vorgabe der EU-Kommission zur Vergütungsberatung überein. Wie bereits oben unter II. 2. ausgeführt, schließt die Empfehlung der EU-Kommission keineswegs aus, dass ein Vergütungsberater für den Aufsichtsrat tätig wird, während das Beratungsunternehmen, dessen Partner oder Angestellter er ist, vom Vorstand mandatierte sonstige (Beratungs-)Dienstleistungen für die Gesellschaft erbringt. Ein Schwellenwert entsprechend den Vorschriften der §§ 319 Abs. 3 Satz 1 Nr. 5, 319a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 HGB, der die Gesamteinkünfte aus solchen weiteren Mandaten begrenzt, ist der Empfehlung der EU-Kommission zur Vergütungsberatung aber unbekannt.

Die Empfehlung der EU-Kommission gibt nur vor, dass der Aufsichtsrat bzw. sein Vergütungsausschuß, wenn er Berater in Anspruch nimmt, sicherstellen sollte, dass der betreffende Berater nicht selbst gleichzeitig die Personalabteilung, den geschäftsführenden Direktor oder Vorstandsmitglieder der betreffenden Gesellschaft berät. Sogar dies wird allerdings im britischen *Walker-Report II*, wie oben unter II. 3. ausgeführt, anders gesehen und nur gefordert, dass solche Parallelmandate des Vergütungsberaters im Vergütungsbericht offengelegt werden sollen. Eine solche Offenlegung mag zwar präventiv wirken und vielleicht deshalb nicht zu einer erheblich anderen Praxis der Vergütungsberatung führen. Festzuhalten ist aber, dass der *Walker-Report II* insoweit hinter dem durch die Empfehlung der EU-Kommission gesetzten Standard zurückbleibt. Dagegen ist nicht ersichtlich, dass auch der Deutsche Corporate Governance - Kodex in diesem Punkt hinter dem von der Empfehlung der EU-Kommission gesetzten Standard zurückbleiben wollte. Im Gegenteil erscheint mit der in Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK geforderten „Unabhängigkeit“ des Vergütungsberaters jedenfalls im Regelfall nicht vereinbar, wenn dieser neben der Beratung des Aufsichtsrats zur Vergütung von Vorstandsmitgliedern zugleich ohne Zustimmung des Aufsichtsrates hierzu im Auftrag des Vorstands der Gesellschaft Beratungsleistungen erbringt. Für die

Auslegung der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK ist die vom europäischen Standard abweichende Empfehlung des *Walker-Report II* ohne Bedeutung.

IV. Empfehlungen zur praktischen Handhabung

Für den Aufsichtsrat bzw. den Vergütungsausschuß ergibt sich aus den vorstehenden Überlegungen *zusammengefasst* Folgendes. Der Aufsichtsrat soll nach Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK auf die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters „achten“. Damit er hierauf achten kann, muß er sich zunächst einmal, wenn er dieser Empfehlung des Kodex nachkommen und dies später gemäß § 161 AktG erklären will – ganz entsprechend der in Ziff. 7. 2. 1 DCGK für den Bereich der Abschlussprüfung festgelegten Regelung – vor Vergabe des Beratungsmandats über denkbare Befangenheitsgründe informieren und im Beratungsvertrag festlegen, dass später, während des Mandats, auftretende Befangenheitsgründe ihm unverzüglich mitgeteilt werden. Ist er über mögliche Befangenheitsgründe informiert, muß er entscheiden, ob sie von solchem Gewicht sind, dass die Objektivität der Beratung dadurch in Frage gestellt wird. Hierfür geben die in §§ 319, 319a und b HGB aufgeführten Ausschlußgründe für Abschlußprüfer Anhaltspunkte, auch wenn diese Vorschriften nicht ohne weiteres entsprechend anzuwenden sind. Es wäre sicher wünschenswert, wenn sich die deutsche Beraterindustrie nach britischem Vorbild einen Verhaltenskodex gäbe, in dem entsprechende Verhaltensstandards formuliert sein sollten.

V. Zusammenfassung

1. Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK lautet: „Soweit vom Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung ein externer Vergütungsexperte hinzugezogen wird, soll auf dessen Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. vom Unternehmen geachtet werden.“ Dieses Gebot der Unabhängigkeit bezieht sich nicht auf die Gesellschaft, der ein Beratungsmandat erteilt wird, sondern auf den mandatführenden Vergütungsberater (beratender Partner oder Angestellter der Beratungsgesellschaft) persönlich. Das Unabhängigkeitserfordernis der Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK erstreckt sich nicht auf Angestellte einer Beratungsgesellschaft, die Hilfsdienste bei der Beratung leisten oder Teilleistungen zuliefern, ohne selbst zu beraten.
2. Die Empfehlung in Ziff. 4. 2. 2 Abs. 3 DCGK soll helfen, die „innere Unabhängigkeit“, die Objektivität des Urteils des Beraters zu sichern. Der Aufsichtsrat, der auf die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters achten soll, kann sich hierbei freilich nur auf äußere Umstände und Gegebenheiten

stützen, die die Besorgnis des Fehlens der Unabhängigkeit, die Besorgnis der Befangenheit begründen.

3. Damit der Aufsichtsrat auf die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters achten kann, muß er zunächst, wenn er dieser Empfehlung des Kodex nachkommen will, eine Erklärung des vorgesehenen Vergütungsberaters einholen, ob und gegebenenfalls welche geschäftlichen, persönlichen oder sonstigen Beziehungen zwischen ihm und seiner Gesellschaft einerseits und der börsennotierten Gesellschaft, deren Vorstandsmitgliedern und verbundenen Unternehmen andererseits bestanden haben oder bestehen, die Zweifel an seiner Unabhängigkeit begründen können. Ferner muß der Aufsichtsrat, wenn er dieser Empfehlung des Kodex nachkommen will, durch eine entsprechende Vereinbarung sicherstellen, dass der Vorsitzende des Vergütungsausschusses oder Aufsichtsrats über während der Beratung auftretende Befangenheitsgründe unverzüglich unterrichtet wird.
4. Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters ist zu verneinen, wenn Tatsachen vorliegen, die eine unabhängige Beratung nicht erwarten lassen. Das ist in der Regel der Fall, wenn
 - der Vergütungsberater zugleich ohne Zustimmung des Aufsichtsrates hierzu im Auftrag des Vorstands die börsennotierte Gesellschaft oder ein mit dieser verbundenes Unternehmen oder ein Vorstandsmitglied persönlich berät, gleich, ob diese Beratung Vergütungsfragen oder andere Themen betrifft;
 - ein Partner des Vergütungsberaters oder ein Angestellter der Gesellschaft, deren Partner oder Angestellter der Vergütungsberater ist, im Auftrag des Vorstands die börsennotierte Gesellschaft oder ein Vorstandsmitglied persönlich zu Fragen berät, die die Vergütung für Vorstandsmitglieder betreffen;
 - der Vergütungsberater Organmitglied oder Arbeitnehmer in der zu beratenden Gesellschaft oder einem von dieser abhängigen Unternehmen ist;
 - zwischen dem Vergütungsberater oder der Gesellschaft, deren Partner oder Angestellter er ist, eine kapitalmäßige Beteiligung an der zu beratenden Gesellschaft oder einem mit dieser verbundenen Unternehmen oder eine sonstige finanzielle Verbindung mit der zu beratenden Gesellschaft oder einem mit dieser verbundenen

Unternehmen oder einem Vorstandsmitglied in einem Umfang besteht, der eine hiervon unbeeinflusste Beratung nicht erwarten lässt;

- der Vergütungsberater oder die Gesellschaft, deren Partner oder Angestellter er ist, in den letzten Jahren einen erheblichen Prozentsatz ihrer Gesamteinnahmen (vgl. § 319a Abs. 1 Nr. 1 HGB) aus ihrer Tätigkeit von der zu beratenden börsennotierten Gesellschaft einschließlich mit ihr verbundener Unternehmen bezogen hat, und dies auch aus noch nicht abgeschlossenen weiteren Mandaten zu erwarten ist.

4. Es erscheint wünschenswert, dass sich die in Deutschland tätigen Vergütungsberater, auf die der DCGK Anwendung findet, nach britischem Vorbild auf Verhaltensstandards einigen, die sie ihrer Tätigkeit und ihren Beratungsverträgen zugrunde legen.

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, 1697-1705)
- 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. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 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, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 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, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 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, 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, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 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, S. 189 ff.)
- 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, S. 219 ff.)
- 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, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 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, 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)
- 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)
- 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)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 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 Schmidtbleicher 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, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 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 2007 [171], 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 Schmidbleicher 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 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?
- 82 Günther M. Bredow/
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze
- 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, 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, 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
- 94 Ulrich Seibert,
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf (publ. in: ZIP 2008, 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
- 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
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien (publ. in: – noch in Vorbereitung –)
- 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
- 104 Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften
- 105 Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG
- 106 Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz

- 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 Understanding Director’s Pay in Europe:
Niamh Moloney A Comparative and Empirical Analysis
Maria Cristina Ungureanu
- 110 Fabio Recine The new financial stability architecture in the EU
Pedro Gustavo Teixeira

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT
CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1
D-60323 FRANKFURT AM MAIN
TEL: +49 (0)69 / 798-33753
FAX: +49 (0)69 / 798-33929

WWW.ILF-FRANKFURT.DE



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN