

# GoingPublic

## Magazin

Das Kapitalmarktmagazin

**SONDERDRUCK**



## **BUSE Awards 2005**

*Essaywettbewerb im Kapitalmarktrecht stößt bereits im ersten Jahr auf große Resonanz*

**HAFTUNG FÜR KAPITALMARKTINFORMATIONEN**

Das Siegeressay von  
Achim Schreck

S. 6

**BUSE AWARDS 2006**

Ausschreibung für den  
2. Jahrgang hat begonnen

S. 4





Kapitalmarktrechtliche Fragestellungen beschäftigen Vorstände und Investor Relations-Verantwortliche börsennotierter Unternehmen in immer stärkerem Maße. Einflussfaktoren sind hier vor allem die Fülle neuer EU-Richtlinien, nationaler Gesetze und Verordnungen, die zudem so geballt wie nie in der jüngeren Börsengeschichte auf alle Verantwortlichen zukommen. Grund genug für die Redaktion des GoingPublic Magazins, mit der Sonderausgabe „Kapitalmarktrecht 2006 – Best Practice für Emittenten“ bereits im 2. Jahrgang eine Systematisierung der Normen und Regelwerke vorzunehmen und dabei praxisorientiert vor allem Perspektive und Blickwinkel des Emittenten einzunehmen.

**GoingPublic Magazin Sonderausgabe „Kapitalmarktrecht 2006“, Mai 2006, 116 S., 14,80 Euro**

Mit der Sonderausgabe „Kapitalmarktrecht 2005 – Ein Leitfaden für Emittenten“ leistete das GoingPublic Magazin seinen Beitrag, den ersten praktischen Umgang mit AnSVG, KapMuG, UMAG, WpPG & Co. zu erleichtern. Ziel der Ausgabe war es im Mai 2005, die neuen Gesetze zu systematisieren und Emittenten ein erster Leitfaden zu sein.

**GoingPublic Magazin Sonderausgabe „Kapitalmarktrecht 2005“, Mai 2005, 108 S., 14,80 Euro**



**JA,**

**Bestellcoupon**

ICH BESTELLE ZZGL. 1,80 EURO VERSANDKOSTEN



**KAPITALMARKTRECHT 2006**  
GoingPublic Magazin Sonderausgabe

Mai 2006, 116 Seiten, 14,80 Euro

.....  
Firma

.....  
Name/Vorname

.....  
Straße/Hausnummer

.....  
Postleitzahl/Ort

.....  
Datum/Unterschrift

**FAX-ORDER**  
**08171-419656**

[www.goingpublic.de/sa](http://www.goingpublic.de/sa)



**KAPITALMARKTRECHT 2005**  
GoingPublic Magazin Sonderausgabe

Mai 2005, 108 Seiten, 14,80 Euro

Bitte Coupon einsenden an:  
GoingPublic Media AG  
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen  
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656  
eMail: [sa@goingpublic.de](mailto:sa@goingpublic.de)  
[www.goingpublic.de/sa](http://www.goingpublic.de/sa)

# Grußwort

*Die Besten der Besten der Besten, Sir!*

*Von Christian Pothe, LL.M., Rechtsanwalt, Attorney-at-Law,  
Geschäftsführer, Buse Heberer Fromm Rechtsanwälte*



Christian Pothe

Wenn man als Unternehmer einen Dienstleister beauftragen will, dann fällt die Auswahl nicht immer leicht. Früher gab es über lange Jahre gewachsene Verbindungen zwischen beiden, deren Schwerpunkt oftmals persönliche Beziehungen bildeten. Gemeinsam ging man durch Dick und Dünn – nicht immer zum Besten des Unternehmens.

Dieses System der Vererbung ist daher seit einigen Jahren aus gutem Grund dem Pitch gewichen. Der Auswahl des Dienstleisters gehen jetzt also Präsentationen verschiedener Wettbewerber voraus, in denen dem potentiellen Kunden die jeweiligen Leistungen, Konzepte und Mitarbeiter vorgestellt werden.

Wie gewinnt man nun einen solchen Pitch? Bei der Vielzahl von Einflußgrößen werden gern die Kosten als erstes genannt. Die Wichtigkeit dieses Punktes scheint jedoch bei genauerer Betrachtung oftmals überschätzt – nicht weil die Kosten keine Rolle spielen, sondern weil der finanzielle Rahmen ohnehin durch den Auftraggeber vorgegeben wird. Die Wettbewerber tun gut daran, diesen Rahmen zu beachten, weshalb ihnen oftmals nichts anderes mehr übrig bleibt, als zu berechnen, wie rentabel die Arbeit an dem betreffenden Projekt für sie überhaupt noch sein kann.

Von wirklich überragender Bedeutung ist allerdings die Frage, welcher Wettbewerber die qualifiziertesten Mitarbeiter einsetzt. Die Beauftragung eines Dienstleisters mit nicht ausreichend qualifiziertem Personal gefährdet nämlich nicht nur das Projekt, sondern auch die berufliche Zukunft des für die Auftragsvergabe Verantwortlichen.

Das Ziel eines Pitches ist mithin recht simpel und besonders prägnant von 2nd Lieutenant Jake Jensen – einem zackigen Nebendarsteller des Blockbusters „Men in Black“ – formuliert worden: „Sie suchen die Besten der Besten der Besten, Sir“.

Wenn diese Maxime schon für den Auftraggeber bei der Auswahl des Dienstleisters gilt, so muß der Dienstleister sie erst recht bei der Auswahl seines eigenen Personals berücksichtigen. Ein Dienstleister, der erfolgreich pitchen will, muß also seinerseits die Besten der Besten der Besten zu seinen Mitarbeitern zählen können.

Diese Personengruppe zu finden und langfristig an sich zu binden, ist nicht immer leicht.

Wichtig ist es zunächst, die Suche aktiv zu betreiben und nicht nur auf die Qualität zufällig eingehender Bewerbungen zu hoffen. Auch muß man frühzeitig mit dem Auswahlprozeß beginnen und die Suchkriterien permanent verfeinern.

Ein neuer Weg ist in dieser Hinsicht durch die Ausschreibung der Buse Awards beschrritten worden. Hier können Studenten, Referendare und Young Professionals zu jedem Zeitpunkt ihrer beruflichen Entwicklung unter Beweis stellen, daß sie im Kapitalmarktrecht zu der von Jake Jensen so unmißverständlich beschriebenen Personengruppe gehören.

Dabei stellen in diesem Fachgebiet

- ◆ eine Vielzahl von Institutionen, die sich mit der Zusammenführung von Angebot an und Nachfrage nach Finanzkapital beschäftigen,
- ◆ die fortdauernde Schaffung neuer Produkte sowie
- ◆ die zunehmende internationale Verflechtung komplexe Anforderungen an die Kenntnisse eines jeden Teilnehmers.

Trotz dieser Hürde sind die Erwartungen der Veranstalter bereits im ersten Jahr der Buse Awards voll erfüllt worden. Es hat nicht nur große Freude bereitet, die kenntnisreich verfaßten Essays der Teilnehmer auszuwerten, beim Zusammentreffen mit den Finalisten anläßlich der Preisverleihung in Hamburg haben wir auch beeindruckende Persönlichkeiten kennen gelernt. Dieses hat uns überzeugt, den Wettbewerb nicht nur weiterzuführen, sondern auch stetig weiter auszubauen.

Starten wir also aufs neue die Suche nach den – na, Sie wissen schon.

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Buse Awards 2005:</b>	
<b>Dem Nachwuchs eine Chance!</b>	S. 4
<b>BUSE Awards 2006 – jetzt bewerben!</b>	S. 6
<b>Haftung für Kapitalmarktinformationen</b>	S. 8
Achim Schreck	
<b>Individualisierte Zwangsoffenlegung der Vorstandsgehälter</b>	S. 11
Hanjo Hamann	
<b>Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz im Blickwinkel der Verfassung</b>	S. 14
Alexandra Pobortscha	

# BUSE Awards 2005: Dem Nachwuchs eine Chance!

*Essaywettbewerb im Kapitalmarktrecht stößt bereits im ersten Jahr auf große Resonanz*

*Diese drei haben es geschafft: Achim Schreck, 28, Hanjo Hamann, 19, und Alexandra Pobortscha, 27, sind die Sieger der „BUSE Awards 2005“. Der Essay-Wettbewerb im Bereich kapitalmarktrechtlicher Fragestellungen wurde von der Sozietät Buse Heberer Fromm und dem GoingPublic Magazin in Zusammenarbeit mit der European Law Students' Association (ELSA) sowie dem Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVH) 2005 zum ersten Mal ausgelobt – mit erfreulich großer Resonanz.*

## Teilnehmer & Themen 2005

Mitmachen konnten und können künftig jährlich Studenten der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, Rechtsreferendare, Associates von Kanzleien sowie Young Professionals aus Wirtschaftsunternehmen, die zum Zeitpunkt des Wettbewerbs nicht länger als zwei Jahre im Berufsleben standen. Die Aufgabenstellung im Jahr 2005 war ein 5-7 seitiges Essay (Abgabetermin 31.7.2005) zu einem der drei folgenden Themenstellungen:

- 1. Kapitalinformationshaftungsgesetz (KapInHaG):** Managerhaftung – im Dienste von Anleger und Kapitalmarkt oder Einschnitt in die unternehmerische Freiheit und Bremse für die Finanzmärkte?
- 2. Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG):** Insiderverzeichnisse, Verschärfung der Ad-hoc-Publizität, Änderungen der Directors' Dealings – wie gehen börsennotierte Unternehmen mit den neuen Vorschriften um?
- 3. Individualisierte Offenlegung der Vorstandsgehälter (VorstOG):** Individualisierte Offenlegung von Vorstandsgehältern – richtungweisende Gesetzesänderung versus nicht zu tolerierender Eingriff in Persönlichkeitsrechte und Unternehmensverfassung?

## Prämierung am 14. Dezember 2005

Aus insgesamt 20 Einsendungen wählte die Jury, bestehend aus Vertretern von Buse Heberer Fromm sowie der Redaktion des GoingPublic Magazins, die acht besten Arbeiten aus, deren Verfasser von Buse Heberer Fromm für zwei Tage nach Hamburg eingeladen wurden. Bei der Prämierungsveranstaltung im exklusiven Hamburger SIDE Hotel wurde es am 14. Dezember schließlich spannend, wer die ersten drei Plätze belegt hatte. Auf den



Preisverleihung der Buse Awards (v.l.n.r.): Markus Rieger, Vorstand, GoingPublic Media AG, Achim Schreck (1. Platz), Alexandra Pobortscha (3. Platz), Hanjo Hamann (2. Platz), Frank Moerchen, M&A-Experte der Sozietät Buse Heberer Fromm



Ebenfalls in der Endrunde und dabei in Hamburg (v.l.n.r.): Jan Christian Urban, Jan Mirko Schäfer, Philip Daniel Cavallès, Stefan Heldmann



Markus Rieger und Buse Awards-Sieger Achim Schreck



Claas Nieraad von der Beteiligungsgesellschaft New Commercial Room referierte über die Frage, ob VC- und Private Equity-Fonds das geeignete Vehikel für Medizintechnik-Investments sind.

folgenden Seiten werden im Rahmen dieser Sonderpublikation auszugsweise die Siegeressays von Alexandra Pobortscha zum Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz „im Blickwinkel der Verfassung“ (Platz 3, Seiten 14-15), Hanjo Hamann zum gleichen Grundthema (Platz 2, Seiten 11-13) und Achim Schreck (Platz 1, Seiten 8-10), dem einzigen der acht Prämierten übrigens, der sich an den Gesetzentwurf zum „KapInHaG“ gewagt hatte. Doch die Jury hatte es schwer. Schließlich waren alle acht Essays der Verfasser aus der Auswahlrunde von hoher Qualität. So dürfen auch Philip Cavallès, Daniel Patrick Gräwe, Stefan Heldmann, Jan Christian Urban und Jan Mirko Schäfer stolz sein auf ihre fachliche und journalistische Leistung – schließlich geben bei einem solchen Wettbewerb oft nur Nuancen den Ausschlag.



So strahlten die Sieger (v.l.n.r.): Achim Schreck, Alexandra Pobortscha und Hanjo Hamann

#### BUSE Awards 2006

„Die Teilnehmerresonanz und die hohe Qualität von Lebensläufen und Essays demonstrieren uns das große Interesse an einem solchen Wettbewerb“, so Christian Pothe, Geschäftsführer der Sozietät Buse Heberer Fromm. „Die Buse Awards geben uns zudem die Möglichkeit, unsere Kanzlei im Kapitalmarktrecht noch stärker zu positionieren und engagierten Nachwuchs kennenzulernen.“ Aktuell läuft bereits wieder die Bewerbungsfrist für die BUSE Awards 2006, Abgabetermin ist der 31. Juli 2006. Die diesjährigen Themen sowie die Teilnahmebedingungen sind auf S. 6 zusammengefaßt.

*Melanie Selig*



Organisatoren und Preisträger zusammen mit den Vertretern von ELSA (Christina Paul, 2. von links, Merle Eckhard, 3. von rechts) und BVH (Ralf Webber, ganz rechts)

# BUSE Awards 2006 – jetzt bewerben!

Nach dem erfolgreichen Auftakt im Sommer 2005 organisieren die Sozietät Buse Heberer Fromm und das GoingPublic Magazin in Zusammenarbeit mit der European Law Students' Association (ELSA) und dem Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVH) auch dieses Jahr wieder einen Essay-Wettbewerb im Bereich Kapitalmarktrechtlicher Fragestellungen. Als besonderer Anreiz findet die Preisverleihung der BUSE Awards 2006 am 23. September in Palma de Mallorca statt.

## Teilnahmeberechtigter Personenkreis

Teilnahmeberechtigt sind

- ◆ Studentinnen und Studenten der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
- ◆ Rechtsreferendarinnen und Rechtsreferendare
- ◆ Associates von Kanzleien, die nicht länger als zwei Jahre im Berufsleben stehen
- ◆ Young Professionals aus Wirtschaftsunternehmen, die nicht länger als zwei Jahre im Berufsleben stehen

## Aufgabenstellung

Teilnehmerinnen und Teilnehmer müssen ein 5- bis 7-seitiges Essay (in deutscher oder englischer Sprache) zu einem der folgenden drei Themenkomplexe erarbeiten:

### A) Ein Jahr Bilanzkontrollgesetz (BilKoG), erste Erfahrungen mit der „Bilanzpolizei“:

Wichtiger Beitrag zu wahrhafter und transparenter Rechnungslegung kapitalmarktorientierter Unternehmen oder doch nur ein teurer Papiertiger mit unverhältnismäßiger finanzieller Belastung kleiner und mittelgroßer Unternehmen?

### B) § 10 Wertpapierprospektgesetz (WpPG):

Das zum 1. Juli 2005 in Kraft getretene Wertpapierprospektgesetz (WpPG) bringt zusätzliche Veröffentlichungspflichten. Alle Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, haben ein sogenanntes „Jährliches Dokument“ zur Verfügung zu stel-

#### ANSPRECHPARTNER

Ansprechpartner für Fragen zu den inhaltlichen Anforderungen an die Essays sind Markus Rieger (rieger@goingpublic.de) und Christian Schiffmacher (schiffmacher@goingpublic.de). Organisatorische Fragen zu den BUSE Awards beantwortet Jana Riedel (riedel@goingpublic.de).



len. Aufgrund der bestehenden Unsicherheiten hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ergänzende Praxishinweise auf ihrer Homepage veröffentlicht. Wie setzen börsennotierte Unternehmen die neuen Vorschriften um und wo gibt es noch Klärungsbedarf?

## C) Erhöhung der Hauptversammlungs-Präsenz durch Dividendenbonus?

Immer geringere HV-Präsenzen ermöglichen es aggressiv auftretenden Investoren wie Hedgefonds, schon mit geringen Stimmrechtsanteilen unliebsame Entscheidungen herbeizuführen und wichtige Abstimmungen der Gefahr von „Zufallsmehrheiten“ auszusetzen. Könnte ein Dividendenbonus für abstimmende Aktionäre, wie er von der DSW und weiteren Kapitalmarktakteuren gefordert wird, den Trend umkehren und wären dafür neue Gesetzesgrundlagen nötig?

## Prämierung

Die Verfasser der besten Essays werden zur Verleihung der BUSE Awards 2006 im Rahmen der Jahreshauptversammlung von Buse Heberer Fromm am 23. September nach Palma de Mallorca eingeladen (Flüge und eine Übernachtung inklusive). Die drei Erstplatzierten erhalten zudem Geldpreise in Höhe von 1.000,- Euro, 750,- Euro bzw. 500,- Euro. Die drei besten Essays werden weiterhin in Auszügen im GoingPublic Magazin veröffentlicht. Daneben winken attraktive Praktikumsplätze bei Buse Heberer Fromm sowie in der Redaktion des GoingPublic Magazins. Alle Teilnehmer am Wettbewerb erhalten als kleines Dankeschön ein Jahresabonnement des GoingPublic Magazins.

## Einzureichende Unterlagen

Bis zum 31. Juli 2006 sind folgende Unterlagen einzureichen:

- ◆ 5- bis 7-seitiges Essay (entsprechend ca. 15.000-20.000 Zeichen, mit Titel, Untertitel, kurzer Einleitung, 2-3 Zwischenüberschriften pro Seite und Fazit)
- ◆ Kurzlebenslauf (1-2 Seiten)

Die Unterlagen können per eMail oder als Hardcopy eingereicht werden. Sie sind an folgende Adresse zu senden: GoingPublic Media AG, Stichwort „BUSE Awards 2006“, Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen, oder per eMail an: buseawards@goingpublic.de.

# DAS KAPITALMARKTMAGAZIN FÜR PROFESSIONALS



**Studenten-Abo  
nur 39,60 Euro!**

## JETZT 3 AUSGABEN GRATIS TESTEN!

### Monatlich

- Alle Börsengänge
- IPO-Trends international
- Being Public/Investor Relations
- Kapitalmarkt-Trends
- M&A
- Tax & Legal

zzgl. 3-4 Sonderausgaben jährlich!

**GoingPublic**  
Magazin

Bitte einsenden an: GoingPublic Media AG · c/o Computer Service E. Jost GmbH · Postfach 14 02 20 · D-80452 München · Telefon: +49(0)89 - 20 95 91 26  
**Fax-Order: +49(0)89 - 20 02 81 13** oder online unter [www.goingpublic.de/abo](http://www.goingpublic.de/abo)

### KOSTENLOSES KENNENLERN-ABONNEMENT

**Ja,**

ich möchte das **GoingPublic Magazin** gerne kennenlernen und nehme Ihr kostenloses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden drei Ausgaben an die untenstehende Adresse. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das GoingPublic Magazin anschließend zum Preis von 58,20 Euro pro Jahr (12 Ausgaben plus drei bis vier Sonderausgaben, Studenten 39,60 Euro, Immatrikulationsbescheinigung beifügen!). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der dritten Ausgabe und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.



Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: ..... PLZ, Ort: .....

Telefon: ..... Fax: ..... eMail-Adresse: .....

Ort und Datum: ..... 1. Unterschrift: .....

Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann binnen zwei Wochen widerrufen werden. Rechtzeitiges Absenden genügt.

Ort und Datum: ..... 2. Unterschrift: .....

BUSE

# Haftung für Kapitalmarktinformationen

Im Dienst von Anlegern und Kapitalmarkt?

1. Platz

Von Achim Schreck

*Eine persönliche Haftung von Organmitgliedern bei Fehlinformationen des Kapitalmarktes wird im Zusammenhang mit einer weiteren Verbesserung des Anlegerschutzes bereits seit längerem diskutiert. Der am 7.10.2004 vom Bundesfinanzministerium vorgelegte zweite Diskussionsentwurf eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes (KapInHaG) ging dabei so weit, die Einführung einer persönlichen Haftung der Organmitglieder für jegliche öffentliche Aussagen vorzusehen. Nach heftigen Protesten durch die Emittenten bzw. deren Interessen vertretende Verbände wurde der Entwurf bereits nach nur einem Monat wieder zurückgezogen und auf unbestimmte Zeit verschoben.*

## Wofür überhaupt ein KapInHaG?

Für eine Inanspruchnahme des Emittenten bzw. seiner Organe bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation kommen bereits heute Normen des BGB, HGB, StGB und AktG sowie die 2002 durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz eingeführten und durch das AnSVG erst Ende Oktober 2004 überarbeiteten §§ 37 b und c WpHG als rechtliche Grundlagen in Betracht. Die Erfolgsaussichten eines geschädigten Anlegers auf Schadensersatz, basierend auf diesen Normen, sind allerdings gering, da hierfür der Schädiger nachweislich vorsätzlich oder grob fahrlässig gehandelt haben muß; ein Umstand, der nur schwer zu beweisen ist.

Außerdem muß der geschädigte Anleger nachweisen, daß er seine Anlageentscheidung maßgeblich auf die gemachte Falschaussage hin getroffen hat und welcher (genau bezifferbarer!) Schaden ihm entstanden ist, was in Anbetracht der vielen Einflüsse auf den Aktienkurs ebenfalls mit beachtlichen Schwierigkeiten verbunden ist. Dies alles hat dazu beigetragen, daß, mit wenigen Ausnahmen, die meisten derartigen Klagen erfolglos geblieben sind.

## Was würde sich überhaupt ändern?

Vor diesem Hintergrund sieht der Diskussionsentwurf maßgeblich eine Vielzahl von Beweiserleichterungen für den Anspruchsteller vor. Von besonderer Bedeutung hierbei ist der nicht mehr erforderliche Kausalitätsnachweis, daß die getroffene Anlageentscheidung gerade auf

**Achim Schreck**, Jahrgang 1978, studierte an der Fachhochschule Nordostniedersachsen in Lüneburg, Abschluß Diplom-Wirtschaftsjurist (FH). Er ist zudem Absolvent des Studiengangs zum Certified Investor Relations Officer (CIRO) und heute Mitarbeiter der Geschäftsstelle des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.



in Hamburg. Achim Schreck belegte mit seinem an dieser Stelle in Auszügen veröffentlichten Essay (Abgabetermin 31.7.2005) zum Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz (KapInHaG) den 1. Platz bei den Buse Awards 2005.

der Unrichtigkeit der erteilten Information bzw. deren pflichtwidrigem Unterlassen beruht. Vielmehr wird (widerlegbar) vermutet, daß bei einer Transaktion innerhalb von drei Monaten eine grundsätzlich ausreichende Anlagestimmung bestanden habe.

Des Weiteren sollen fortan neben Jahresabschlüssen, Ad-hoc-Mitteilungen und Zwischenberichten sämtliche schriftliche Mitteilungen über geschäftliche Verhältnisse erfaßt sein sowie mündliche Äußerungen, die im Rahmen einer Hauptversammlung oder sonstigen vom Emittenten veranlaßten Veranstaltungen abgegeben wurden, es sei denn, der Emittent bzw. dessen Organe können nachweisen, nicht vorsätzlich oder grob fahrlässig gehandelt zu haben. Als weitere Erleichterung für den Anspruchsteller ist eine Schadenspauschalisierung vorgesehen. Über die eigene Haftung hinaus ist auch noch eine entsprechende Haftungszurechnung für Dritte vorgesehen, sofern diese dem Verantwortungsbereich und den Kontrollpflichten des jeweiligen Vorstandsmitglieds unterliegen.



### Grundsätzliche Neuregelungen sind erforderlich

Sicherlich sind die derzeitigen Chancen getäuschter Anleger ohne eine Verbesserung der Darlegungs- und Beweissituation auch zukünftig nicht ideal. Entscheidend sollte auch nicht sein, ob es sich um eine schriftliche oder mündliche Erklärung handelt, sondern vielmehr, ob die Mitteilung derart getätigt wurde, daß verständige Anleger hierdurch in ihrer Anlageentscheidung beeinflusst werden.

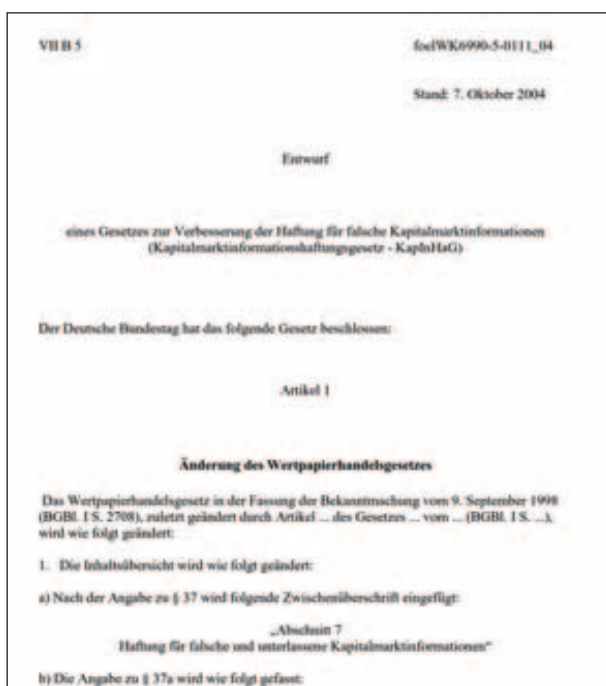
### Akuter Handlungsbedarf besteht jedoch nicht

Wenig überzeugend ist aber die Begründung im Entwurf, daß die Praxis bereits gezeigt habe, daß die bestehenden Normen sowohl vom Adressatenkreis her als auch wegen der schwierigen Beweissituation nicht ausreichen würden. Seit ihrer Überarbeitung durch das AnSVG sind die §§ 37 b und c WpHG in der Rechtsprechung noch nicht in Erscheinung getreten. Es gibt folglich noch gar keine Praxis zu diesen Normen. Änderungen des UMAG bleiben im Entwurf ebenso unberücksichtigt wie die Vorschläge zur Verbesserung der Corporate Governance.

### KapInHaG weitgehend unausgereift

Weder dem Gesetz noch seiner Begründung läßt sich entnehmen, was unter der Verletzung von „Kontrollpflichten“ konkret zu verstehen ist und wofür man überhaupt eine derartige Ausweitung auf Dritte braucht. Mit der Festlegung einer dreimonatigen Anlagestimmung nach quasi jeder Äußerung eines Organmitglieds widerspricht der Gesetzgeber der jüngsten BGH-Rechtsprechung, die besagt, daß selbst bei Ad-hoc-Mitteilungen keine über einen längeren Zeitraum anhaltende Anlagestimmung entsteht.

Darüber hinaus ist die Berechnungsfrist von 30 Tagen im Rahmen der Schadenspauschalisierung zu lange. Das Festhalten an dieser langen Frist würde letztendlich bedeuten, daß man die Kausalität der fehlerhaften Information vollständig außer acht läßt. In Verbindung mit dem Verzicht auf den vom Anspruchsteller zu erbringenden Kausalitätsbeweis führt das dazu, daß der Emittent und seine Organe grundsätzlich auch das Markt- und Kursrisiko des Anlegers tragen müssen. Unausgereift ist auch die dreijährige Verjährungsfrist. Wird eine falsche Information verbreitet, besteht weiterhin die Pflicht, die richtige Information zu veröffentlichen. Dieses pflichtwidrige Unterlassen wird bis zur Veröffentlichung der richtigen Information andauern. Es kommt somit also erst gar nicht vor der



korrekten Veröffentlichung zu einem Laufen der Frist und damit auch zu keiner Haftungsbeschränkung.

### Fehlendes Verständnis des Gesetzgebers für D&O-Versicherungen

Der Entwurf sieht auch eine begrenzte Möglichkeit zur Versicherung der Außenhaftung der jeweiligen Organmitglieder in Form einer D&O-Versicherung vor, wobei der Selbstbehalt bei mindestens 50 % liegen muß. Diese werden jedoch in der Regel nicht – wie offensichtlich vom Gesetzgeber irrtümlich angenommen – individuell für jedes Organmitglied abgeschlossen, sondern für das gesamte Gremium. Das verursacht Probleme für die Berechnung eines Selbstbehaltes. Im Corporate Governance-Kodex wird nur ein „angemessener Selbstbehalt“ verlangt, ohne diesen genauer festzulegen. Die geplante Regelung würde den Kodex in diesem Punkt unterlaufen und bedeutungslos machen. Insbesondere Ausländer, die für eine Position im Aufsichtsrat in Betracht kämen, würden dafür wohl kein Verständnis aufbringen, da dies im europäischen und amerikanischen Ausland völlig unüblich ist. Es würde somit zu einer Behinderung der qualifizierten Besetzung von Führungspositionen kommen.

Was die wirtschaftliche Belastung anbelangt, so hat sich gezeigt, daß schon die erleichterte Durchsetzung von Haftungsansprüchen gegenüber Organmitgliedern das unternehmerische Risiko erhöht und damit die Prämien für D&O-Versicherungen deutlich steigen. Erste Beispiele, in denen sich das Unternehmen die gestiegenen Versicherungsbeiträge nicht mehr leisten konnte, die amtierenden Vorstände jedoch ohne eine derartige Absicherung nicht bereit waren, ihre Aufgaben angesichts der drohenden Haftung fortzusetzen und daher ihre Ämter niedergelegt haben, liegen bereits vor.

### Lieber wenig sagen als viel haften

Die verschärfte Haftung für eigene Äußerungen bei gleichzeitigen Einschnitten in die Versicherungsmöglichkeiten muß zwangsläufig dazu führen, daß Organmitglieder Informationen nur nach vorheriger, gründlicher Prüfung durch die juristischen Abteilungen weitergeben werden. Zukünftig würden somit weniger umfassende und weniger zeitnah über die gesetzliche Mitteilungspflicht hinausgehende In-

formationen zum Anleger gelangen. Erreicht wird also nicht die Steigerung der Transparenz, sondern das Gegenteil.

In besonderem Maße wird dies auf Hauptversammlungen zum Tragen kommen, bei denen auch für mündliche Äußerungen zu haften wäre. Einzusehen ist dies beispielsweise in der Eröffnungsansprache des Vorstandsvorsitzenden, bei der man davon ausgehen kann, daß jedes Wort ebenso sorgfältig gewählt wurde wie in einer schriftlichen Mitteilung. Kernelement der Aktionärsrechte ist jedoch gerade das auf der Hauptversammlung bedeutsame Fragerecht, verbunden mit der Antwortpflicht der Organmitglieder. Hierbei handelt es sich um spontane Antworten auf meist sehr sorgfältig vorbereitete Fragen, oft über mehrere Stunden hinweg. Spontane Antworten von Menschen auf komplexe Fragestellungen sind immer fehleranfällig! Dies sollte nicht zu einer persönlichen Haftung führen und daher für mündliche Aussagen nur Vorsatz maßgeblich sein. Ansonsten wäre eine offene Diskussion aus Haftungsgründen nicht mehr zu vertreten. Ganz zum Erliegen kämen freiwillige Statements auf vom Emittenten veranlaßten Veranstaltungen. Dies wäre wider internationalen Standard und würde den deutschen Finanzplatz schädigen.

### Fazit:

Gegen kriminelles Handeln gibt es ausreichende Normen. Wenn der Gesetzgeber auch unterhalb dieser Schwelle tätig wird, sollte er genau bedenken, welche wirtschaftlichen Schäden als „Kollateralschaden“ entstehen könnten. Der unabdingbare Schutz der Aktionäre erfordert unbestritten eine Beseitigung der derzeit noch bestehenden praktischen Hindernisse bei der Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen. Ein KapInHaG im vorliegenden Diskussionsentwurf würde über dieses Ziel jedoch weit hinausschießen und aufgrund seiner Unausgereiftheit dem Finanzplatz Deutschland mehr schaden als nützen. An seine Stelle muß ein konstruktiver, offener und gegebenenfalls auch kritischer Dialog des Anlegers mit dem Emittenten treten, erwidert von diesem durch hochwertige und gleichbehandelnde Investor Relations. Nur durch über den Gesetzestext hinaus gehende Best Practice können Anleger und Kapitalmarkt gleichermaßen geschützt werden.

# Individualisierte Zwangsoffenlegung der Vorstandsgehälter

2. Platz

*Richtungsweisende Gesetzesänderung oder nicht zu tolerierender Eingriff in Persönlichkeitsrechte und Unternehmensverfassung?*

Von Hanjo Hamann

*Seit in den frühen 90er Jahren die Öffnung des deutschen Binnenmarktes gen Europa und die USA begann, wird ein Schlagwort in der deutschen Wirtschaft immer populärer: „Corporate Governance“. In einer mittlerweile fast 15 Jahre währenden Entwicklung manifestierte sich ein Credo, das heute ganz herrschend jede wirtschaftliche Erwägung beeinflusst. Transparenz heißt das Credo. Gute Corporate Governance kommt in der Transparenz zum Ausdruck. Nicht nur darin, doch ganz entscheidend darin. Transparenz zum Schutz der Anleger, Transparenz zur Kontrolle der Organe, Transparenz zur Forcierung des Wettbewerbs. Und nun – schlußendlich – Transparenz zum Selbstzweck? Nach bislang geltendem Recht ist ein Einzelausweis der Vorstandsbezüge in börsennotierten Aktiengesellschaften nicht vorgesehen. Das wird sich nun ändern. Neuere Entwicklungen kumulierten in einem Gesetzentwurf, der kürzlich das Parlament passierte; lediglich die Verkündung des Gesetzes steht noch aus. Mit den Ansätzen, die zur individualisierten Zwangsoffenlegung von Vorstandsgehältern führten, mit deren heftiger Kritik sowie der Berechtigung dieser Kritik aus Sicht des Verfassers wird sich der folgende Aufsatz – nunmehr leider retrospektiv – befassen (Stand des Aufsatzes ist der 18.7.2005).*

## Entwicklungen

1. Was im angloamerikanischen Rechtsraum seit Jahren praktiziert wird, findet sich auch in den „Principles of Corporate Governance“ der OECD als Empfehlung – die Offenlegung von Vergütungsrichtlinien und einzelnen Vorstandsgehältern: „Disclosure on an individual basis (including termination and retirement provisions) is increasingly regarded as good practice and is now mandated in several countries.“
2. Seit einigen Jahren befaßt sich auch die High Level Group of Corporate Law Experts der EU mit der Offenlegung von Vorstandsgehältern – mit ähnlichem Resultat: „Die Vergütung der einzelnen Direktoren des Unternehmens ... ist in den jährlichen Unternehmensabschlüssen detailliert offen zu legen.“ So ist dann auch die gleichlautende Empfehlung der Kommission 2004/913/EG (Abschnitt III) schlüssig und folgerichtig. Es ist damit zu rechnen, daß eine dementsprechende Richtlinie in nicht allzu ferner Zukunft nachfolgt.
3. Auch in der deutschen Wirtschaft finden die neuen Entwicklungen ihren Niederschlag: Der Deutsche Corporate Governance-Kodex ergänzt seit 2002 das deutsche Gesellschaftsrecht auf einer Basis der freiwilligen Befolgung oder Nichtbefolgung. Während die Offenlegung individueller Vorstandsgehälter (Ziffer 4.2.4 im Kodex) anfangs als unverbindliche Anregung formuliert war, wurde sie am 21.05.2003 in eine Empfehlung umgewandelt und muß seither von der Entsprechenserklärung i.R.d. sog. Comply-or-Explain-Prinzips nach § 161 AktG umfaßt sein.
4. Ziffer 4.2.4 DCGK war von jeher die am zögerlichsten umgesetzte Empfehlung des gesamten Kodex'. Nur gut die Hälfte der Dax- und MDax-Unternehmen folgt ihr. In diesem Zusammenhang fühlte sich der Gesetzgeber zum Handeln genötigt. Nachdem schon der ehemalige Kodex-Kommissionsvorsitzende Baums einen Gesetzentwurf „zur Verbesserung der Transparenz von Vorstandsvergütungen“ vorgelegt hatte, folgte das BMJ im März 2005 mit einem Referentenentwurf zum sogenannten Entwurf eines Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes/VorstOG, das durch

**Hanjo Hamann**, Jahrgang 1987, studiert seit April 2005 Rechtswissenschaft an der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg. Er ist u.a. aktives Mitglied der European Law Students' Association (Fakultätsgruppe Heidelberg), und Stipendiat der e-fellows.net-Wirtschaftsstiftung. Hanjo Hamann belegte mit seinem an dieser Stelle in Auszügen veröffentlichten Essay (Abgabetermin 31.7.2005) zur individualisierten Offenlegung von Vorstandsgehältern den 2. Platz bei den Buse Awards 2005.



Änderung des HGB eine individualisierte Offenlegungspflicht für börsennotierte Unternehmen vorsah. Am 18.05.2005 wurde der Referentenentwurf in den Bundestag eingebracht, vom Rechtsausschuß mit kleineren Änderungen befürwortet und am 30.06.2005 mit Wirkung ab 31.12.2005 beschlossen. Ein Gegenentwurf der FDP-Fraktion (der sogenannte Entwurf eines 1. Gesetzes zur Stärkung der Eigentümerrechte einer AG EigStärkG), der eine Offenlegung der Vorstandsbezüge ausschließlich durch Hauptversammlungsbeschuß vorsah, wurde im gleichen Zug abgelehnt. Der Bundesrat beanstandete das VorstOG nicht.

### Kritik

#### 1. Dubitationes de lege lata

- a) Am wenigsten formaljuristisch, wohl aber am einleuchtendsten, ist die Kritik anhand des § 161 AktG. Denn wozu versteht man sich wohl darauf, ein Regelwerk einzuführen, dessen Umsetzung freiwillig sein soll, wenn man anschließend die nicht umgesetzten Punkte gesetzlich erzwingt? Lag dem Gesetzgeber nur an der Befolgung des Kodex', wäre es schlüssiger gewesen, ihn gleich als Gesetz zu verabschieden. Das Comply-or-Explain-Verfahren setzt hingegen auf die Selbstregulierung des Marktes. Gerade im Hinblick auf die schon erzielten Erfolge wäre der Gesetzgeber m.E. sicher gut beraten, dem wachsenden Transparenzdruck der Wirtschaft mehr Freiraum zu gewähren – statt weniger.
- b) Vielmals ziehen sich Praxis und Lehre auf die Bastion des deutschen Gesellschaftsrechts zurück. Individualisierte Offenlegung sei „dem deutschen Rechtssystem fremd“. Eine Angemessenheitskontrolle durch Transparenz sei gerade nicht im Sinne des vielzitierten § 87 AktG. Dieser nämlich weise nur dem Aufsichtsrat die Kompetenz zu, über Höhe und Angemessenheit der Vorstandsgehälter zu befinden. Dessen Rechenschaftspflicht rechtfertige auch keine Kompetenzverschiebung in Richtung der Hauptversammlung. Dem ist de lege lata zuzustimmen; ob insoweit nicht das Gesetz einer Reform bedarf, ist eine andere Frage, die hier nicht umfassend behandelt werden kann.
- c) Eine breite Front lehnt das Gesetz ab, weil sie schon das Auskunftsrecht des Aktionärs gem. § 131 I AktG (das infolge einer Pflichtverletzung des Aufsichtsrats auch Vorstandsgehälter abdeckt) für ausreichend hält. Dem ist im Ergebnis theoretisch wohl zuzustimmen, obgleich es in der Praxis sehr schwierig sein dürfte, eine solche Pflichtverletzung geltend zu machen. Der „Gummiparagraph“ 87 des AktG räumt dem Aufsichtsrat ja doch ein erhebliches Ermessen ein und beschränkt qua Generalklausel „Angemessenheit“ die Transparenz der Unternehmensführung ganz erheblich. Zudem erhöht ein Einzelausweis auch den Verantwortungsdruck einzelner Vorstandsmitglieder. Das Bewußtsein, ihnen werde „auf die Finger gesehen“, kann psychologische Wirkungen zeigen, die beim Gesamtausweis der Bezüge vom Einzelnen nicht so empfunden werden.
- d) Große Bedeutung in der Debatte erlangte § 286 IV HGB, der im Sinne des Datenschutzes zugunsten der Vorstandsmitglieder den Verzicht auf einen Ausweis der Gesamtbezüge u.U. zuläßt. Überraschenderweise verlor der VorstOG-RefE kein Wort über datenschutzrechtliche Bedenken; erst der Gesetzentwurf (VorstOG-E) begründet die Einschränkung des § 286 IV HGB mit einem gewandelten Verständnis des Transparenzbegriffs und Entwicklungen im Bereich der internationalen Rechnungslegung.



Im Schrifttum wurde die neue Begründung noch nicht diskutiert; sie darf zwar hinterfragt werden, i.E. jedoch erscheint die Einschränkung des § 286 IV HGB für börsennotierte Unternehmen gerechtfertigt.

- e) Zusammen mit § 286 IV HGB wird meist die (im Normzweck ähnliche) informelle Selbstbestimmung aus Art. 2 I i.V.m. Art. 1 I GG ins Feld geführt. Einem Gutachten Stuttgarter Rechtsanwälte zufolge wäre ein Gesetz zur Zwangsoffenlegung verfassungsrechtlich weder geeignet noch erforderlich, und schon gar nicht angemessen.

Von Befürwortern des Gesetzes wird dagegen angemerkt, sogar die Gehälter der bestbezahlten Politiker seien durch das Bundesbesoldungsgesetz/BBesG öffentlich bekannt. Dieses Argument scheidet zwar an dem besonderen „Dienst- und Treueverhältnis“ von Staatsdienern gem. Art. 33 IV GG, nimmt aber zumindest der Behauptung, durch die Offenlegung würden nur „Neid und Neugier“ des Volkes befriedigt, den Wind aus den Segeln.

Überzeugender ist freilich ohnehin die gesetzgeberische Überlegung, das Grundrecht der Anleger aus Art. 14 GG genieße Vorrang vor dem Persönlichkeitsrecht der Vorstandsmitglieder. Nach angemessener Abwägung ist dem zuzustimmen.

## 2. Dubitationes de res oeconomica

- a) Vielfach wird Folgenabschätzung eine vom Gesetzgeber verworfene Nivellierung der Gehälter aufgrund „Konformitätsdruck infolge Veröffentlichung der Vergütung“ befürchtet; die Praxis hat solche Befürchtungen jedoch bereits widerlegt. In Bezug auf die Offenlegung als Angemessenheitskontrolle ist zwar zuzugeben, daß trotz jahrelanger Offenlegung in den USA die Managergehälter dort noch heute unangemessene Höhen erstreben; allerdings reagiert die deutsche Öffentlichkeit nach zutreffender Ansicht auch „anders und empfindlicher auf exorbitant hohe Bezüge als das amerikanische Publikum.“

- b) Von beiden Lagern heftig kritisiert wird zudem die Ausgestaltung des Freistellungsbeschlusses (Opting-out) nach Art. 1 Nr. 2 b) VorstOG. Gegner des VorstOG kritisieren, das Quorum von 75 % sei bei börsennotierten Gesellschaften mit oft weltweiter Streuung des Anteilsbesitzes schlicht lebensfremd. Befürworter hingegen kritisieren die Existenz einer solchen Befreiungsregelung schlechthin und kritisieren – mit Recht – den Gesetzgeber für die Schaffung eines neuen „Hintertürchens“.

- c) Fragwürdig ist daneben u.a. die Angabe absoluter Gehaltszahlen, die dem Aktionär oder potentiellen Investor wenig nützt. Sehr viel schlüssiger und informativer wäre die von der DSW vorgeschlagene zusätzliche detaillierte Aufschlüsselung der Vergütungsstruktur, deren Offenlegung auch Gegner des Gesetzes nicht grundsätzlich ablehnen.

### Fazit:

Während der Anfertigung dieses Aufsatzes wurde der Verfasser von der politischen Realität überholt. Binnen weniger Wochen avancierte der VorstOG-ReFe zum fertigen Gesetz; es ist müßig, jetzt noch Alternativen aufzeigen zu wollen. Das Gesetz hat zwar gegenüber seinen Entwürfen einige der in der Literatur geforderten Begründungen nachgeliefert und anfängliche Mängel im Detail überzeugend aus der Welt geräumt; sein Sinn insgesamt bleibt aber zweifelhaft. Was von der Literatur vor allem unter grundrechtlichen Aspekten in Frage gestellt wird, muß auch aus wirtschaftlicher Sicht hinterfragt werden. Der DCGK ist in seinen Grundfesten erschüttert, noch bevor er seine volle Wirkung entfalten konnte; besonders weitsichtig war die Einführung des Gesetzes sicher nicht. Man könnte spekulieren, daß sie das in Anbetracht der gegenwärtigen politischen Situation gar nicht sein sollte. Vor solchen Spekulationen möchte sich der Verfasser jedoch zurückhalten; sie sind wegen der rechtlichen Fragestellung nicht geboten. Aus wirtschaftsrechtlicher Sicht jedenfalls kann man nur zu einem Schluß kommen: Das VorstOG kann die endgültige Lösung des Problems kaum sein. Welche Schritte von Seiten der Organe betroffener Gesellschaften, deren Aktionären oder dem Gesetzgeber demnächst folgen, bleibt abzuwarten. Daß sie folgen, ist jedenfalls allseits augenfällig.

# Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz im Blickwinkel der Verfassung

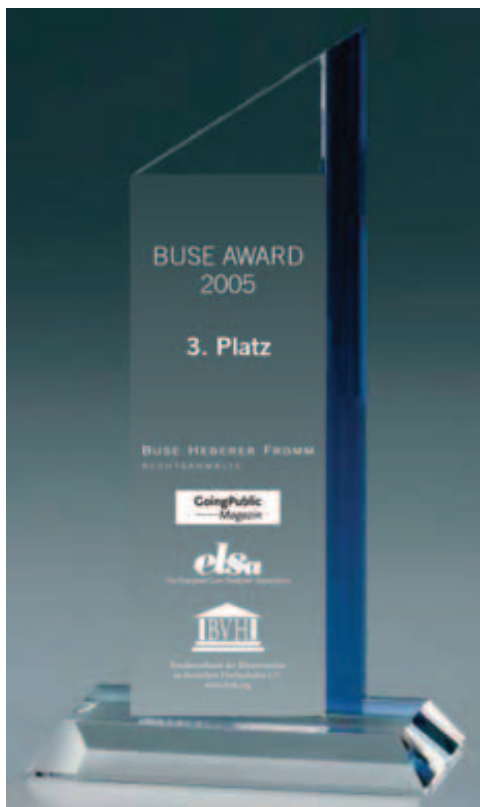
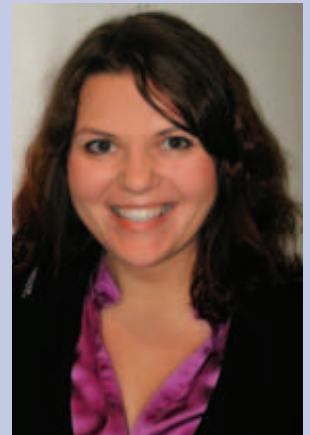
Eine kritische Würdigung

Von Alexandra Pobortscha

3. Platz

*Nicht um die „Einführung des Sozialismus auf den Vorstandsetagen“ sollte es bei dem am 30.06.2005 beschlossenen Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG) gehen. Vielmehr lag der Anlegerschutz der Regierung am Herzen: Rationale Anlageentscheidungen und verbesserte Kontrollstrukturen waren das erklärte Ziel. Die Gesetzesbegründung führt auch das Ziel der Mäßigung der Vorstandsvergütungen an. Vorwürfe der „Selbstbedienungsmentalität“ sollten durch ein Mehr an Transparenz vermieden werden. Beide Argumente begegnen Bedenken. Politisch erscheint fraglich, ob jemand, der ein außerordentlich hohes Gehalt bezieht, der Öffentlichkeit tatsächlich Rechenschaft schuldet. Wirtschaftlich gesehen ist nicht absehbar, ob die Anleger Entscheidungen treffen werden, die nur deshalb zweckmäßig sind, weil sie kausal durch die Offenlegung der Vorstandsgehälter begründet wurden. Vor allem aber an der rechtlichen Zulässigkeit des Gesetzes erscheinen größte Zweifel angebracht.*

**Alexandra Pobortscha**, Jahrgang 1979, studierte Rechtswissenschaft an der Humboldt-Universität in Berlin. Nach dem 1. Staatsexamen im August 2004 war ihre erste Referendariatsstation der Bezirk des Landgerichts Limburg, es folgte als Verwaltungsstation die Protokollabteilung des Auswärtigen Amtes in Berlin. Derzeit absolviert sie die Rechtsanwaltsstation bei der Sozietät Taylor Wessing in Berlin. Alexandra Pobortscha belegte mit ihrem an dieser Stelle in Auszügen veröffentlichten Essay (Abgabetermin 31.7.2005) zum Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG) den 3. Platz bei den Buse Awards 2005.



## Verfassungskonformität des Vorstandsvergütungs-offenlegungsgesetzes

Das VorstOG greift in den Schutzbereich des Grundrechts auf informationelle Selbstbestimmung gem. Art. 2 I i.V.m. Art. 1 I GG ein, was die Frage nach seiner Verhältnismäßigkeit aufwirft.

### 1. Notwendigkeit einer Regelung/Legitimer Zweck

Eine Umfrage der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) zur Bedeutung von Corporate Governance bei Fondsgesellschaften vom November 2004 hat ergeben, daß nur 35 % der institutionellen Investoren den Themenkomplex Transparenz der Vorstandsvergütungen für ein wichtiges Corporate Governance-Thema halten. Dies ist auch schlüssig, da Anlageentscheidungen hauptsächlich durch das wirtschaftliche Entwicklungspotential eines Unternehmens motiviert sind. Es ist somit nicht einmal ein überragendes Interesse bei den Anlegern selbst vorhanden.

Ebenso fraglich ist, ob das Ziel, die Vorstandsgehälter zu verringern, überhaupt ein legitimes Ziel darstellen kann. Unsere Privatrechtsordnung ist auf dem Freiheitspostulat aufgebaut. Die Wirtschaft ist eine „Wettbewerbsdisziplin“, in der auch die „Erreichung des Unmöglichen möglich sein muß“. Da objektive Kriterien für ein „angemessenes“ Gehalt nicht existieren, darf die Politik nicht allein deshalb regulierend eingreifen, weil sich die Gehälter der Manager deutlich von denen ihrer Angestellter unterscheiden.

## 2. Geeignetheit, die Aktionäre besser zu informieren bzw. Gehälter zu mäßigen

Selbst wenn man die Information und Kontrollposition der Aktionäre als ein überragendes Gemeinwohlinteresse anerkennen würde, vermag man jedoch nicht über die mangelnde Geeignetheit der Regelung zu Erreichung des Zieles hinwegzusehen.

Die Aktionäre haben bereits nach der bestehenden Gesetzeslage gem. § 285 Nr. 9 HGB Einblick in die Gesamtbezüge des Vorstandes. Allein daraus läßt sich das Ausmaß der Bezüge des Einzelnen schätzen. Die Aufschlüsselung der Vorstandsbezüge wird den Anlegern keine weitergehenden Erkenntnisse darüber bringen, ob die Vorstandsmitglieder diese Gehälter auch ihren Leistungen entsprechend erhalten.

Die Prüfung der Angemessenheit der Vorstandsgehälter gebührt gem. § 87 AktG dem Aufsichtsrat, der allein in der Lage ist zu beurteilen, ob die Vergütung in einem angemessenen Verhältnis zu der Leistung des einzelnen Vorstandsmitglieds steht. Die Gesetzesbegründung erweckt den Anschein, daß der Gesetzgeber eine Kompetenzverschiebung zugunsten der Hauptversammlung anstrebt, indem er dem einzelnen Anleger Instrumente zur Beurteilung des „Angemessenheitsgebotes“ in die Hand zu legen versucht.

Bislang liegen keine Untersuchungen vor, die belegen würden, daß die Offenlegung der Vorstandsgehälter zu deren Senkung führt. Im Gegenteil zeigen vereinzelte Analysen, daß die gesetzlich erzwungene Vorstandsgehaltsoffenlegungspflicht eher das Gegenteil bewirkt: so z.B. in den USA, wo vielmehr eine Nivellierung nach oben zu verzeichnen ist.

## 3. Erforderlichkeit der Maßnahmen

Aus mehreren Gründen mangelt es auch an der Erforderlichkeit der Regelung. Ein ebenso gut geeignetes, jedoch milderer Mittel stellt z.B. das Einzelauskunftsrecht der Aktionäre dar. Die Gesetzesbegründung erwähnt diese Maßnahme, lehnt sie jedoch als zu aufwendig ab. Nach der jetzigen Gesetzeslage haben die Aktionäre darüber hinaus gem. § 131 AktG ein Auskunftsverlangen, durch

das sie die Möglichkeit haben, an relevante Informationen zu gelangen. Ein gleichsam milderer Mittel stellt somit auch die Möglichkeit dar, die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütungen durch einen Mehrheitsbeschluß der Hauptversammlung zu beschließen („Opt-in“), anstatt, wie das VorstOG dies fordert, die Offenlegung mit einer 3/4 Mehrheit auszuschießen („Opt-out“).

### Fazit:

Die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütungen, wie sie nunmehr in Deutschland Bestand hat, ist verfassungswidrig und stellt eine Gefahr für die weitere Entwicklung des Corporate Governance-Kodex dar. Der Gesetzgeber war sich bei der Verabschiedung des VorstOG der Problematik der Verfassungskonformität bewußt. Trotz eines abweichenden Ergebnisses im Vergleich zum Jahr 1995, als die Einführung des § 286 Abs. 4 HGB beschlossen wurde, fehlt jede Begründung, weshalb er in seiner Abwägung zwischen dem Recht des Vorstandsmitglieds auf informationelle Selbstbestimmung und dem Aktionärsinteresse zu einem anderen Ergebnis kommt. Damals hat das Bundesministerium ausdrücklich festgestellt, daß „die einzelnen Mitglieder von Organen einer Kapitalgesellschaft ein schutzwürdiges Interesse daran haben, daß dem publizierten Jahresabschluss der Kapitalgesellschaft nicht entnommen werden kann, wie viel sie aufgrund ihrer Tätigkeit für die Gesellschaft erhalten“. Es führte auch aus, daß „dieses schutzwürdige Interesse der Organmitglieder nicht nur beeinträchtigt ist, wenn der genaue Betrag ermittelbar ist, sondern schon dann, wenn die Größenordnung der Bezüge eines Mitglieds auf diese Weise geschätzt werden kann. Im Zweifel ist dem bezweckten Datenschutz der Vorrang einzuräumen“.

Der Gesetzgeber greift mit dem VorstOG regulierend ein, um aus seiner Sicht den Bestimmungen des Corporate Governance-Kodex mehr Geltung zu verschaffen. Dabei verkennet er, daß es sich bei diesem um ein auf Selbstkontrolle basierendes Regelwerk handelt, das nur auf freiwilliger Basis umgesetzt werden kann. Bislang befolgten die deutschen börsennotierten Gesellschaften 97 % aller 72 Empfehlungen des Kodex. 2/3 aller Dax 30-Konzerne legten die Vorstandsvergütungen individualisiert offen. Der Gesetzgeber nimmt dem Corporate Governance-Kodex seine Glaubwürdigkeit, wenn er in das Prinzip der freiwilligen Unternehmensführung regulierend eingreift. Es besteht die Gefahr, daß für die Unternehmen der Reiz zur freiwilligen Befolgung der Regelungen verschwindet. Bei hoheitlichen Eingriffen in die freiwillige Unternehmensführung verliert gleichzeitig das politische Ziel der Deregulierung an Überzeugungskraft.