Sorgfalts- und Treuepflichten und die Versicherbarkeit von Haftungsrisiken in Publikumsgesellschaften : eine ökonomische Analyse

Autor(en): **Ruffner, Markus**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Zeitschrift für schweizerisches Recht = Revue de droit suisse = Rivista di diritto svizzero = Revista da dretg svizzer : Halbband II. Referate und Mitteilungen des SJV**

Band (Jahr): **119 (2000)**

Heft 2

PDF erstellt am: **05.06.2024**

Persistenter Link: https://doi.org/10.5169/seals-896135

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.
Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.
Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Ein Dienst der *ETH-Bibliothek*
ETH Zürich, Rämistrasse 101, 8092 Zürich, Schweiz, www.library.ethz.ch

http://www.e-periodica.ch

Sorgfalts- und Treuepflichten und die Versicherbarkeit von Haftungsrisiken in Publikumsgesellschaften – Eine ökonomische Analyse

MARKUS RUFFNER*

* Dr. Dr., Rechtsanwalt, Zürich. Dieser Beitrag stützt sich z. T. auf eine ausführlichere Fassung in RUFFNER (2000) ab.

Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung 199

II. Offene Verhaltensstandards als Lückenfüllungsmechanismus in relationalen Verträgen 200

III. Fallgruppen von Agenturproblemen und Interessenkonflikten 202

1. Allgemeines 202
2. Mangelnde Sorgfalt und unzureichendes Anstrengungsniveau 203
3. Nichtadäquate Risikoexposition und Zeitwahl 205
4. Interessenkonflikte im engeren Sinne – neue Fallgruppen . 206
5. Positionale Konflikte 208

IV. Die Ausgestaltung der Sorgfaltspflicht als Optimierungsaufgabe 210

1. Wirtschaftliche Kosten überzogener Sorgfaltspflichten . . 210
2. Die business judgment rule – Schaffung eines safe harbor . 212
3. Reduktion der Sorgfaltspflicht auf einen prozeduralen Mindeststandard 213

V. Die Treuepflicht in einem veränderten ökonomischen Umfeld 215

1. Last period-Probleme bei fundamentalen Transaktionen . . 215
2. Ökonomische Erklärungen für interessenbehaftete Transaktionen 216
3. Verschränkung von prozeduralen und materiellen Verhaltenspflichten 217
4. Ausdehnung der richterlichen Inhaltskontrolle auf Aktien- und Optionsprogramme? 219

VI. Normative Folgerung: Abwertung der Sorgfalts- und Aufwertung der Treuepflicht 221

VII. Versicherbarkeit und Indemnifikation von Haftungsrisiken 222

1. Das Problem der Zirkularität 222

2. Rechtsvergleich: D&O-Versicherungskrise als Auslöser für neue «Fiduciary Rules» in den USA 224

3. Versicherbarkeit von Haftungsrisiken – ein Marktmechanismus zur Steuerung von Sorgfaltsanstrengungen 226
   a) Versicherungsvertragliche Mittel zur Reduktion moralischer Risiken 226
   b) Versicherungsanbieter als spezialisierte Informationsintermediäre 227
   c) Potentielle Kollusion zwischen Management und Versicherungen 228
   d) Versicherung als komplementärer Marktmechanismus . 229

VIII. Sorgfalts- und Treuepflichten neu betrachtet – Abstimmung von rechtlichen und marktlichen Kontrollmechanismen . . 230

I. Einleitung

Seit BERLE und MEANS[1] im Jahre 1932 in ihrem berühmten Werk die Problematik der *Trennung von Eigentum und Kontrolle in grossen Publikumsgesellschaften* diagnostiziert haben, sind die Beziehungen zwischen Management und Aktionären zu einem zentralen Dauerthema der ökonomischen Mikrotheorie geworden. Sorgfalts- und Treuepflichten und daran anknüpfende Klagerechte werden in der an institutionellen Fragestellungen interessierten Unternehmenstheorie als ein Mechanismus betrachtet, der dazu beitragen kann, die Agenturproblematik[2] bzw. die Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Management zu entschärfen. Im Rahmen der ökonomischen Analyse aktienrechtlicher Normen werden entsprechend auch die *wirtschaftlichen Auswirkungen* alternativer Ausgestaltungen der Verhaltensregeln für Organmitglieder und der zugehörigen Sanktionsmechanismen (aktienrechtliche Klagen) auf ihren Beitrag hin analysiert, die mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle verbundenen Agenturkosten möglichst klein zu halten.

Die traditionelle juristische Lehre unterscheidet seit jeher zwischen Verletzungen der Sorgfaltspflichten und den unter die Treuepflicht fallenden Fällen, zu denen das Selbstkontrahieren zum Nachteil der Gesellschaft, der private Einsatz von Ressourcen der Gesellschaft und die Ausnutzung von Geschäftschancen (*corporate opportunities*)[3] zählen. Im Gefolge einer verstärkten Ausrichtung der Publikumsgesellschaften am Shareholder Value und immer häufiger werdender unternehmerischer Restrukturierungen sind in den letzten Jahren eine Reihe neuer Transaktionsformen entstanden, welche das Potential für Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Management bergen. Die auf modernen mikroökonomischen Konzepten beruhende ökonomische Analyse des Rechts hat in den letzten Jahren versucht, mit einer *umfassenderen Typologie von Agenturproblemen* diesen neuen Transaktionsformen und den veränderten Vertragsbeziehungen zwischen Management und Aktionären Rechnung zu tragen. Deren ökonomische Analyse ergibt, dass die in Sorgfalts- und Treuepflichten enthaltenen Verhaltensstandards und die daran anknüpfenden Klagerechte eine Reihe ökonomischer Wirkungen erzeugen und insbesondere auch die Anreizmechanismen wichtiger Akteure von (Publikums-)Gesellschaften nachhaltig verändern können. Werden, wie dies im-

---

1 BERLE/MEANS (1932).

2 Grundlegend zur Agenturtheorie, welche die Analyse der mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle verbundenen Probleme auf ein neues theoretisches Fundament gestellt hat, JENSEN/MECKLING (1976).

3 Ausführlich zur (ökonomisch ausgerichteten) *corporate opportunity doctrine* BRUDNEY/CLARK (1981); EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 17 ff.; vgl. auch MERKT (1991) 725 ff.; PAEFGEN (1993) 457 ff.

mer häufiger der Fall ist, die mit Verhaltensregeln verbundenen Haftungsrisiken durch die Gesellschaft übernommen (*Indemnifikation*) oder bei Dritten versichert, bleibt dies nicht ohne Einfluss auf die Anreizsysteme der Organmitglieder und deren Entscheidungsverhalten. Die Sorgfalts- und Treuepflicht als präventiv wirkendes *aktienrechtliches Kontrollsystem* erfährt dadurch einen grundlegenden ökonomischen Wandel. Es liegt deshalb nahe, dass eine an den ökonomischen Effekten ausgerichtete Analyse der Sorgfalts- und Treuepflicht die Indemnifikation und Versicherbarkeit von Haftungsrisiken als einen mit den Verhaltensregeln zusammengehörigen, integralen Mechanismus versteht, der ein wichtiges Element der *Corporate Governance* in Publikumsgesellschaften bildet.

II. Offene Verhaltensstandards als Lückenfüllungsmechanismus in relationalen Verträgen

Die ökonomische Analyse des Rechts versteht große Aktiengesellschaften als ein *Geflecht von Verträgen*, in dessen Zentrum die Statuten (Gesellschaftsvertrag) stehen, die primär die Beziehungen zwischen Aktionären und Management regeln.[4] Da Gesellschaften auf Dauer angelegt sind und sich in einer rasch wandelnden und komplexen Umwelt ständig neuen Gegebenheiten anzupassen haben, kann der Gesellschaftsvertrag nur als extrem offen formulierter *relationaler Vertrag*[5] ausgestaltet werden. Die Aufgabenteilung zwischen den Aktionären als Kapitalgeber (und damit Träger der residualen Risiken) und den über spezifische Entscheidungsfähigkeiten verfügenden Managern bedingt eine weitgehende Entscheidungsfreiheit der Letzteren in geschäftpolitischen Fragen. Die Pflichten der mit der Geschäftsführung betrauten Personen sind deshalb im Gesellschaftsvertrag nur in den Grundzügen festgelegt. Es werden allenfalls gewisse Eckpfeiler bezüglich der Ablaufstrukturen von Entscheidungsprozessen und sehr allgemein gehaltene *Verhaltensregeln*[6], wie die Sorgfalts- und Treuepflichten, nicht aber eine exakte Beschreibung der Leistungsstandards vorgegeben. Die vom Management bzw. den Organmitgliedern zu erbringenden *Leistungspflichten* lassen sich nur in der Weise *offen formulieren*, dass diese die Geschäfte «mit aller

4 Grundlegend EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 1 ff.; in der schweizerischen Lehre HOFSTETTER (1995) 75 ff.

5 Zur Theorie relationaler Verträge vgl. COFFEE (1989) 1619 ff.; EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 93 ff.; AYRES (1992) 1404 ff.; in der deutschen Lehre NICKLISCH (1987), der komplexe Langzeitverträge analysiert.

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

Sorgfalt» führen und ihre eigenen Interessen denjenigen der Gesellschaft hintenansetzen sollen. Ein solch offen formuliertes System von sanktionsbewehrten Verhaltensregeln soll es ermöglichen, das Verhalten der Organmitglieder in spezifischen Situationen und Umweltbedingungen, wie sie von den (Vertrags-)Parteien in ihrer Vielfalt nicht vorausgesehen werden können, einer *nachträglichen gerichtlichen Kontrolle* zu unterziehen.

Sorgfalts- und Treuepflichten sind typisch für Beziehungen, in denen eine Partei das *Fachwissen* einer anderen Partei in Anspruch nimmt. Mit solchen Verhältnissen sind vielfach *Informationsasymmetrien* verbunden, die es den Prinzipalen erschweren, die Geschäftsführung der Agenten wirkungsvoll zu überwachen. Der Prinzipal kennt zwar das Resultat der Anstrengungen und Fähigkeiten des Agenten, nicht aber den Weg, der zu einem bestimmten Ergebnis geführt hat. Aufgrund der *komplexen Umweltbedingungen* kann der Agent (Aktionär) – selbst *ex post* – vielfach Situationen, in denen ein zu tiefes Anstrengungsniveau zu einem guten Ergebnis geführt hat, nicht oder kaum von Situationen unterscheiden, in denen eine ausreichende Interessenwahrung nicht von einem Geschäftserfolg gekrönt war. Aktionäre einer Firma können deshalb bei geschäftlichen Misserfolgen oft nur schwer beurteilen, ob die Entscheidungsträger *wenig Glück* gehabt oder aber ihre Aufgaben mit *unzureichender Sorgfalt* erfüllt haben.[7] Da Geschäftsergebnisse oft auch stark von nicht beeinflussbaren Umständen und Zufallsvariablen abhängen, kann deshalb nicht eindeutig vom Ergebnis auf eine korrekte Leistungserfüllung des Agenten geschlossen werden.[8]

Im Gegensatz zum Stimmrecht, das eine direkte vorgängige Einflussnahme auf gewisse gesellschaftliche Vorgänge ermöglicht, entfalten Sorgfalts- und Treuepflichten und darauf beruhende Klagesysteme – teilweise ähnlich wie andere Überwachungsmechanismen (Rechnungslegungspflicht, obligatorische externe Kontrollstelle etc.) – in erster Linie eine indirekte, *vorbeugende Wirkung*.[9] Solche präventiv wirkende Kontrollmechanismen erweisen sich aus ökonomischer Warte vielfach als ein ausgesprochen kostengünstiges Instrument zur Reduktion von Agenturproblemen, da bei einer kleinen Zahl richterlicher Entscheidungen eine breitflächige *Präventivwirkung* erwartet werden kann. Wie weiter unten ausgeführt wird, können insbesondere von den mit der Sorgfaltspflicht verbundenen Haftungsrisiken aber auch *unerwünschte Effekte auf das Verhalten des Managements bzw. der Organmitglieder* ausgehen. Zusätzlich besteht die Gefahr, dass bei einer inadäquaten Ausgestaltung der Klagerechte für die Aktionäre *verzerrte Anreize* entstehen,

7 Vgl. hierzu Cooter/Freedman (1991) 1051, 1057.

8 Vgl. Koboldt (1991) 80.

9 Easterbrook/Fischel (1991) 92; Macey (1989) 1698; Coffee (1996) 202 f.

die entsprechenden Klagen *strategisch* und ohne Rücksicht auf die der Gesellschaft und den anderen Aktionären entstehenden Kosten einzusetzen. Inadäquat ausgestaltete Sorgfalts- und Treuepflichten und überzogene richterliche Entscheidungen können deshalb – wie sich teilweise indirekt an der *Prämienentwicklung für die Versicherung der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit* in den USA Mitte der achtziger Jahre ablesen liess – mit beträchtlichen Kosten und einer Verschwendung wirtschaftlicher Ressourcen verbunden sein.[10]

III. Fallgruppen von Agenturproblemen und Interessenkonflikten

1. Allgemeines

Wie in anderen Vertragsbeziehungen mit Sorgfalts- und Treuepflichten sind Aktionäre (und allenfalls auch andere Stakeholders) zwei unterschiedlichen Arten von Agenturproblemen ausgesetzt: Zum einen kann das Management versucht sein, sich im eigenen Interesse Vermögenswerte der Gesellschaft anzueignen, und zum anderen besteht das Risiko, dass der Agent die Geschäftsführung vernachlässigt und nicht mit der notwendigen Sorgfalt verfolgt. Während die *Treuepflicht* auf die Verhinderung der Aneignung fremder Vermögenswerte ausgerichtet ist, beschlägt die *Sorgfaltspflicht* das Risiko einer unsorgfältigen Geschäftsführung.[11] Die Sorgfaltspflicht deckt deshalb in erster Linie Fälle ohne eigentliche Interessenkonflikte ab, während die Treuepflicht Handlungen beschlägt, bei denen einzelne oder mehrere der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit unterstehende Organmitglieder (Verwaltungsrat, Geschäftsführung)[12] einem Interessenkonflikt ausgesetzt

10 DeMott (1988) 295 ff.; Bradley/Schipani (1989) 36 ff.; Coffee (1996) 170 ff.

11 Vgl. auch Cooter/Freedman (1991) 1047, wonach *misappropriation* durch die Treuepflicht und *negligent mismanagement* durch die Sorgfaltspflicht abgedeckt werden.

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

sind[13]. Während die Sorgfaltspflicht einen Sorgfaltsmassstab für die zentralen Aufgaben der mit der Verwaltung und Geschäftsführung betrauten Organe festlegt, beschlägt die Treuepflicht in erster Linie Handlungen und Transaktionsformen, bei denen Verwaltungsräte und/oder Manager in Versuchung geraten können, ihre Interessen denjenigen der Aktionäre bzw. der Unternehmung voranzustellen. Aus ökonomischer Warte lassen sich im Zusammenhang mit Sorgfalts- und Treuepflichten insbesondere vier Fallgruppen von Agenturproblemen unterscheiden.

2. *Mangelnde Sorgfalt und unzureichendes Anstrengungsniveau*

Da die Pflichten der verantwortlichen Organe sich notwendig nur offen formulieren lassen und Informationsasymmetrien eine direkte Überwachung durch die Aktionäre erschweren, besteht für die Aktionäre in Publikumsgesellschaften ein gewisses Risiko, dass Unternehmen nicht mit ausreichender Sorgfalt geführt werden und sich die Unternehmensleitung zu wenig anstrengt, um *gute wirtschaftliche Resultate* und eine höhere Profitabilität zu erreichen. So können beispielsweise wichtige technologische Entwicklungen verschlafen werden, zumal Sanktionen der Produktemärkte oft viel zu spät erfolgen. Hinzu kommt, dass ein Management sich für die ihm gestellte Aufgabe als schlicht *ungeeignet* oder *unfähig* erweisen kann[14].

Die juristische Lehre tendiert teilweise dazu, sehr hohe Anforderungen an die Sorgfaltspflicht und insbesondere auch an die für wichtige Entscheidungen geltenden Informationspflichten zu stellen. Rational kalkulierende Aktionäre werden von den Organmitgliedern aber keineswegs erwarten, dass sie alle Geschäfte mit der höchstmöglichen Sorgfalt behandeln. Nicht alle unternehmerischen Entscheide sind von gleicher *wirtschaftlicher Tragweite*. Entsprechend ist es geboten, auch die anzuwendende Sorgfalt bzw. die mit einer sorgfältigen Geschäftsführung verbundenen Kosten – je nach Wichtigkeit einer Entscheidung – einem *ökonomischen Kalkül* zu unterziehen. Dabei gilt es insbesondere auch den *Zeitfaktor* zu berücksichtigen. Unternehmerisches Handeln ist immer *Handeln unter Unsicherheit und unvollkommener Information*. Größere zeitliche Verzögerungen aufgrund zusätzlicher Informati-

---

13 Vgl. EISENBERG (1993) 438: «The duty of care concerns the standard of conduct and review applicable to a director or officer who takes action, or fails to act, in a matter that does not involve his own self-interest». Diese Unterscheidung deckt sich weitgehend mit dem Anwendungsgebiet der Sorgfalts- und Treuepflicht in der Praxis des schweizerischen Rechts, obwohl sich eine derart klare Unterscheidung in der schweizerischen Lehre nicht findet (vgl. hierzu DIEZI 1982, 2 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL 1996, § 28, N 17 ff.; BÖCKLI 1996 Rz 1624 ff.). Zur Häufigkeitsverteilung von Aktionärsklagen bei börsenkotierten Gesellschaften und zum Prozesserfolg (vorwiegend im US-Recht) vgl. ULMER (1999) 313 ff.

14 BAUMS (1995) 11 f.

onsbeschaffung können sich als ausgesprochen kostspielig erweisen.[15] In einer sich rasch wandelnden Umwelt kommt es manchmal nicht darauf an, dass richtig, sondern dass rasch entschieden wird. Rationale Aktionäre werden von der Unternehmensleitung deshalb nicht ein maximales, sondern ein *optimales Sorgfalts- und Anstrengungsniveau* verlangen, das den Informations- und zeitlichen Opportunitätskosten unternehmerischer Entscheidungen Rechnung trägt.[16]

Damit ist auch die Frage gestellt, welches aus wirtschaftlicher Sicht die wichtigsten Entscheide sind, welche die Organmitglieder zu treffen haben. Abgesehen von personellen Entscheiden, welche die Qualität der wichtigsten Entscheidungsträger betreffen, ist davon auszugehen, dass *strategische Investitionsentscheide*[17] die zentralen unternehmerischen Entscheide darstellen, zumal sie die Effizienz der internen Kapitalallokation einer Unternehmung bestimmen und damit einen nachhaltigen Einfluss auf deren Wert haben.[18] Entsprechend kommt einer ausreichenden Sorgfalt bei wichtigen Investitionsentscheiden aus der Sicht der Aktionäre wie auch aus volkswirtschaftlicher Perspektive eine zentrale Bedeutung zu. Aktionäre als Prinzipale werden von der Verwaltung und dem Management deshalb verlangen, dass bei wichtigen Investitionen im Rahmen *eines adäquaten Entscheidungsverfahrens* und aufgrund ausreichender Informationen ein *informierter Entscheid* getroffen wird, um die vielversprechendsten Alternativen auszuwählen.[19]

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass mangelnde Sorgfalt und ein zu tiefes Anstrengungsniveau für die Organmitglieder weniger einträglich ist als

---

15 EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 99: «Often managers must act now and learn later; delay for more study may be the worst decision...».

16 Ausführlich COOTER/FREEDMAN (1991) 1059 ff.

17 In diesem Zusammenhang gilt es anzumerken, dass in der modernen Corporate Finance ein *sehr weit gefasster Investitionsbegriff* verwendet wird, der auch strategische Entscheide (z. B. über Markteintritte, Kauf von anderen Unternehmen, Verkauf unternehmerischer Vermögenswerte etc.) miteinschliesst (ausführlich DAMODARAN 1997, 3). Die grosse Bedeutung strategischer Investitionsentscheide erhellt sich auch daraus, dass ihre Qualität letztlich über die Funktionsfähigkeit der internen Kapitalmärkte entscheidet, die insbesondere in reifen Industrien weit wichtiger als die meist im Rampenlicht stehenden externen Kapitalmärkte sind, zumal die grossen Publikumsunternehmen in den letzten Jahren in fast allen Ländern weit mehr Kapital an die Aktionäre zurückbezahlt als aufgenommen haben.

18 Strategische Entscheide sind aus rechtlicher Sicht denn auch folgerichtig Teil der Oberleitung und daher dem Verwaltungsrat zwingend zugeordnet (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL 1996, § 30, N 68 ff.).

19 Der Vollständigkeit halber sei hier erwähnt, dass Haftungsklagen im Aktienrecht einzelner Länder (insbesondere USA) auch als Sanktionsmechanismus für Gesetzesverstösse, wie verbotene Kartellabsprachen oder die Verletzung von Vorschriften des Sozialversicherungsrechts, dienen. Die Privatinitiative und die aktienrechtlichen Klagerechte werden dadurch auch zur Sanktionierung öffentlicher Zwecke instrumentalisiert (ausführlich ULMER 1999, 306).

ein direkter Vermögenstransfer zulasten der Aktionäre. Ein Nutzen schlechter Unternehmensentscheide ist auch für das Management in der Regel kaum vorhanden, da damit die Wahrscheinlichkeit steigt, dass sie aus ihrer Funktion entlassen werden und ihr «Marktwert» sinkt. Mangelnde Sorgfalt kann deshalb als ein *Negativsummen-Spiel* zwischen den beteiligten Akteuren betrachtet werden[20], wobei Interessenkonflikte *nicht* im Vordergrund stehen.

3. Nichtadäquate Risikoexposition und Zeitwahl

Im Rahmen von strategischen Investitionsentscheiden stellt sich regelmässig die Frage, welche *Risiken* eingegangen und auf welchen *Zeithorizont*[21] die Investitionen bzw. wichtigen strategischen Entscheidungen ausgerichtet werden sollen. Manager in Publikumsgesellschaften haben möglicherweise andere Risikopräferenzen und einen anderen Zeithorizont als die Aktionäre. So wird in der ökonomischen Literatur in der Regel davon ausgegangen, dass Manager risikoaverser als (gut diversifizierte) Publikumsaktionäre sind, da sie meist einen hohen Anteil ihres Vermögens in Form von firmenspezifischem *Humankapital* in der Unternehmung gebunden haben.[22] Die *Risikoaversion des Managements* wird tendenziell dadurch gefördert, dass bei stark risikobehafteten Entscheiden bei einem Erfolg primär die Aktionäre profitieren, während bei grösseren Misserfolgen die Wahrscheinlichkeit steigt, dass das Management zur Verantwortung gezogen wird.

Sowohl aus der Sicht der Aktionäre wie auch aus volkswirtschaftlicher Perspektive macht es wenig Sinn, wenn Unternehmen keine Risiken eingehen oder diese beispielsweise durch branchenfremde Aktivitäten zu reduzieren suchen. Eigenkapitalgeber sind in der Regel in der Lage, unternehmensspezifische Risiken durch eine Diversifikation ihrer Anlagen einfacher und kosten-

---

20 COOTER/FREEDMAN (1991) 1061.

21 Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass der Zeithorizont einer Investition theoretisch keine Rolle spielt, wenn der damit verbundene Strom negativer und positiver Cashflows von den Investoren an den Kapitalmärkten adäquat diskontiert wird. Bewerten Investoren dagegen aufgrund von Marktanomalien oder asymmetrischen Informationen die in naher Zukunft liegenden Cashflows systematisch höher als weiter in der Zukunft liegende Cashflows, kann der Zeithorizont einer Investition zu einem wichtigen Entscheidungskriterium werden (zu den *Myopia-Theorien*, welche die Auswirkungen möglicher Ineffizienzen der Kapitalmärkte auf die Investitionsentscheidungen von Firmen analysieren vgl. DELONG/SHLEIFER/SUMMERS/WALDMANN 1990; PORTER 1992; RUFFNER 2000).

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

günstiger als auf der Ebene einer Firma zu diversifizieren.[23] Dieser Befund wird durch die moderne Finanzmarkttheorie bestätigt, welche vom (normativen) Ideal eines breit diversifizierten Anlegers ausgeht. Dieser Ansatz unterteilt die Anlegerrisiken in *unternehmensspezifische, diversifizierbare und nichtdiversifizierbare, systematische Risiken,* die sich zum *totalen Risiko* einer Aktie (bzw. des dahinter stehenden zukünftigen Gewinnstroms einer Unternehmung) addieren. Aus volkswirtschaftlicher Warte ist aufgrund der Diversifizierbarkeit der unternehmensspezifischen Risiken zu empfehlen, dass Unternehmen generell Investitionen mit einem hohen totalen Risiko und einem kleinen nichtdiversifizierbaren (systematischen) Risiko solchen vorziehen, die ein geringes totales und ein vergleichsweise hohes nichtdiversifizierbares Risiko aufweisen.[24] Aufgrund seines an die Firma gebundenen *Humankapitals* ist das Management dagegen in der Regel eher am Gesamtrisiko und nicht am systematischen Risiko orientiert.[25] *Überzogene Sorgfaltspflichten*, welche die Wahrscheinlichkeit der Sanktionierung unternehmerischer Misserfolge erhöhen, sind deshalb aus normativer Warte verfehlt, da sie die unerwünschte Ausrichtung des Managements am Gesamtrisiko noch verstärken.[26] Wird beispielsweise davon ausgegangen, dass dem Internet die wirtschaftliche Zukunft gehört und damit das systematische Risiko der Internetfirmen vergleichsweise klein ist, zahlreiche oder gar die Mehrzahl dieser Firmen dagegen wegen der hohen unternehmensspezifischen Risiken auf der Strecke bleiben werden, lässt sich leicht ausmalen, dass überzogene oder falsch spezifizierte Sorgfaltspflichten unternehmerische Initiativen in der Internetbranche tendenziell zurückbinden. *Volkswirtschaftlich wünschbare Entwicklungen in Zukunftsbranchen sind vielfach nur um den Preis des individuellen Scheiterns einzelner Gesellschaften und Unternehmer zu haben.*

4. *Interessenkonflikte im engeren Sinne – neue Fallgruppen*

Zu den herkömmlichen Interessenkonflikten zählen insbesondere Geschäfte mit der Aktiengesellschaft, Aneignung gesellschaftlicher Ressourcen, die Aneignung von Geschäftschancen der Gesellschaft (*corporate opportunities*), Transaktionen zwischen Gesellschaften mit sich überschneidendem Verwaltungsrat etc.[27] In einem wirtschaftlichen Umfeld mit einer wachsenden Zahl von *Restrukturierungen* unterschiedlichster Art und funktionierenden Märkten für Unternehmenskontrolle sind zahlreiche weitere Transakti-

23 Vgl. hierzu und zu möglichen Ausnahmen BREALEY/MYERS (1991) 148, 824.
24 Ausführlich HU (1990).
25 HU (1990) 321 ff., mit Literaturhinweis.
26 HU (1990) 300.
27 Ausführlich ABELTSHAUSER (1990) 271 ff.

onsformen entstanden, die das *Potential für Vermögensverschiebungen* zulasten der Aktionäre bergen. Dazu zählen neben Takeovers beispielsweise auch nichtproportionale Spin-Offs, der Verkauf von Vermögenswerten des Unternehmens und alle Arten von Management-Buyouts, wobei Vermögenstransfers zulasten der Aktionäre sowohl direkt durch die Ausgestaltung der *Transaktionsbedingungen* als auch indirekt über *verdeckte Zahlungen* erfolgen können.[28]

Herkömmliche Interessenkonflikte im Sinne der klassischen In-sich-Geschäfte und die mit ihnen verbundenen Vermögenstransfers entsprechen meist einem *Negativ-* oder *Nullsummen-Spiel,* ohne dass dabei der Wert der Unternehmung erhöht wird. *Restrukturierungen* von Publikumsgesellschaften bergen demgegenüber vielfach das Potential, den Wert eines Unternehmens im Sinne eines *Positivsummen-Spiele* zu erhöhen. Solche tief greifenden Restrukturierungen kommen aufgrund der inhärenten Interessenkonstellation des Managements manchmal allerdings nur dann zustande, wenn das Management einen gewissen Anteil an dem durch die fragliche Transaktion neu geschaffenen Wert erhält. Es kann in diesen Fällen deshalb nicht im Interesse der Aktionäre sein, wenn die Treuepflicht von den verantwortlichen Organen verlangt, ihre Interessen denen der Aktionäre vollständig hintanzustellen, wie dies das *Trustmodell* impliziert. Überzogene Treuepflichten haben deshalb tendenziell die Wirkung, die Zahl wertsteigernder Transaktionen zu reduzieren. Eine Steigerung des Unternehmenswertes kann deshalb vielfach nur dadurch erreicht werden, dass der durch solche fundamentale Transaktionen *neu geschaffene Wert* in irgendeiner Art und Weise zwischen Management und Aktionären (und allenfalls weiteren Stakeholdern) *aufgeteilt* wird.

Neue Fragestellungen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit ergeben sich auch im Zusammenhang mit *Entlohnungssystemen und Beteiligungsmodellen.* Teilweise unter dem Deckmantel der Steigerung des Shareholder Value amerikanische Vorbilder kopierend haben mittlerweile zahlreiche europäische Publikumsgesellschaften Aktien- und Optionsprogramme für das oberste Management umgesetzt, die in einzelnen Fällen die Milliardengrenze deutlich überschritten haben.[29] Haben diese primär *distributive Wirkungen* zulasten der Aktionäre, ohne dass dabei die *Anreizstrukturen* des Management verbessert und die Agenturkosten reduziert werden, kommen diese wirtschaftlich einem *self-dealing* gleich. Dabei geht es mittlerweile um Grös-

---

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

29 Ausführlich hierzu für deutsche Unternehmen WENGER/KASERER (1998) 513 ff.

senordnungen, welche die zur Disposition stehenden Summen herkömmlicher In-Sich-Geschäfte um ein Mehrfaches übersteigen. Ob bei solchen Entschädigungssystemen die weit problematischere *distributive Komponente* oder die wirtschaftlich weit besser zu rechtfertigende *Anreizkomponente* überwiegt, hängt weitgehend von der konkreten *Ausgestaltung* solcher neuer Entschädigungsprogramme ab.[30] Über die Problematik exzessiver Entlöhnungen hinaus können falsch ausgestaltete Aktien- und Optionsprogramme Anreize für das Management setzen, die letztlich zu einer Reduktion des Unternehmenswertes führen (*Negativsummen-Spiel*). Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn solche monetären Anreizsysteme die Unternehmensleitung verleiten, zu hohe (tiefe) Risiken einzugehen oder langfristige Investitionsprojekte systematisch zu vernachlässigen.[31] Anreizkompatible Aktien- und Optionsprogramme, welche den Prozess der internen Kapitalallokation verbessern, können sich demgegenüber durchaus als für Management und Aktionäre vorteilhaft erweisen (*Positivsummen-Spiel*).

5. *Positionale Konflikte*

Eine noch weit wichtigere Rolle als mangelnde Sorgfalt oder traditionelle Interessenkonflikte dürften in der Praxis die nach EISENBERG[32] benannten sog. *positionalen Konflikte* einnehmen. Dazu zählen insbesondere diejenigen Konflikte, die auf das Interesse der Unternehmensleitung zurückgehen, die eigene Position im Unternehmen unangreifbar zu machen und Barrieren zu schaffen, die eine Wegwahl wegen mangelnder Leistung oder aus anderen Gründen verhindern.[33] Während das Problem eines zu geringen Anstrengungsniveaus und traditionelle Interessenkonflikte auch als Folge einer Internalisierung von Regeln der Sozialmoral in der Praxis nur in Ausnahmefällen

---

30 WENGER/KASERER (1998) 520 ff.

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

32 EISENBERG (1989) 1472 ff.

33 Vgl. EISENBERG (1989) 1472. EISENBERG zählt zu den positionalen Konflikten auch Strategien, die darauf ausgerichtet sind, die Grösse der Firma zu maximieren oder die Aktivitäten zu diversifizieren, um das mit dem eingesetzten Humankapital der Manager verbundene Risiko zu reduzieren. Vgl. auch BAUMS (1995) 12, der Anstrengungen des Managements, sich von der Kontrolle abzuschotten, als eine von vier Fallgruppen von Managementfehlern bezeichnet.

virulent werden, *werden positionale Konflikte von den Managern vielfach gar nicht als solche wahrgenommen*: «. . ., top managers may fail even to recognise that positional conflicts exist. Inefficient top managers are unlikely to believe themselves to be inefficient. Top managers who enhance their positions through corporate growth, diversification, or the like, usually believe (often, but not always, correctly) that their actions are in the interest of the shareholders».[34]

Positionale Interessenkonflikte können vor allem auch im Zusammenhang mit gesetzlichen und statutarischen Bestimmungen entstehen, welche die *Spielregeln* für das Zusammenspiel der Aktionäre, Organe und Funktionsträger festlegen (sog. *strukturelle Regeln*[35]). Die Verwaltung und das obere Management einer Publikumsgesellschaft haben naturgemäss wenig Anreize, Statutenbestimmungen einzuführen, welche der eigenen Position Beschränkungen auferlegen. *Zwingendes Recht* oder *hohe Quoren*, welche die strukturellen Regeln unabänderlich machen, können deshalb eine wichtige Schranke gegen den latent vorhandenen Druck des Managements bilden, die Spielregeln nach und nach zu seinen Gunsten abzuändern.

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

Positionale Konflikte können zu strategischen Verhaltensweisen führen, die wie *poison pills* oder das Greenmailing unter bestimmten Voraussetzungen eine hohe Wertreduktion der Unternehmung bewirken, sei es, weil dadurch die Unternehmensleitung dauernd von der Disziplinierungswirkung des *Marktes für Unternehmenskontrolle* abgeschirmt wird und/oder weil damit *Vermögenstransfers* stattfinden, die direkt zulasten der Aktionäre oder gewisser Gruppen von Aktionären gehen. Problematisch sind solche positio-

---

34 Eisenberg (1989) 1473.

35 Statutenbestimmungen lassen sich aus der Perspektive der ökonomischen Analyse des Aktienrechts nach ihrer Funktion unterscheidend in strukturelle und distributive Regeln sowie Sorgfalts- und Treuepflichten aufteilen (vgl. Eisenberg, 1989, 1462). Unter strukturellen Regeln werden Bestimmungen verstanden, welche die Entscheidungskompetenzen zwischen den Organen der Gesellschaft und ihren Funktionsträgern zuordnen und die Bedingungen für die Ausübung der Entscheidungskompetenzen sowie die Kontrollkompetenzen über die Organe und Funktionsträger wie auch den Informationsfluss zwischen den wichtigsten Akteuren einer Aktiengesellschaft regeln.

nalen Konflikte insbesondere auch wegen der damit verbundenen *Disproportionalität von Kosten und Nutzen*. Während der monetäre Nutzen für das Management meist gering ist, können positionale Konflikte entsprechend einem *Negativsummen-Spiel* zu hohen Vermögenstransfers zulasten der Aktionäre führen.

Tabelle: Fallgruppen von Agenturproblemen

Kriterien/Fallgruppen	**Ökonomische Charakteristiken**	**Wohlfahrts-theoretische Auswirkungen**	**Art der Fiduciary duty**	**Alternative Kontrollmechanismen**
Mangelnde Sorgfalt	Zu geringes Anstrengungsniveau	Negativsummen-Spiel	*Sorgfaltspflicht*	Monetäre Anreizmechanismen, Produktemärkte
	Unfähigkeit			Interner und externer Markt für Manager
Falsches Risiko- und Zeitwahlverhalten	Risikoaversion	Negativsummen-Spiel	*Sorgfaltspflicht*	Monetäre Anreizmechanismen, aktive Aktionäre
	Myopia			
Interessenkonflikte i. e. S.	Klassische Insichgeschäfte	Nullsummen- od. Negativsummen-Spiel	*Treuepflicht*	Keine
	Fundamentale Transaktionen	Positivsummen-Spiel		Appraisal Rights
Positionale Konflikte		Negativsummen-Spiel	*Treuepflicht*	Stimmrechtsmechanismus, zwingende Normen

Quelle: RUFFNER (2000)

IV. Die Ausgestaltung der Sorgfaltspflicht als Optimierungsaufgabe

1. Wirtschaftliche Kosten überzogener Sorgfaltspflichten

Sorgfaltspflichten und das mit diesen verbundene Haftungsrisiko können zum einen eine wünschbare *Präventivwirkung* entfalten, indem aufgrund der drohenden Sanktionen das Sorgfaltsniveau steigt und die Wahrscheinlichkeit

schädigender Handlungen reduziert wird. Zum andern kann das Haftungsrisiko aber auch mit *unerwünschten Folgen* verbunden sein, indem zum einen zu hoch angesetzte Sorgfaltsmassstäbe dazu führen, dass gewisse *erfolgversprechende Geschäftschancen aufgrund der mit ihnen verbundenen Haftungsrisiken nicht wahrgenommen werden*, und zum anderen – wie im Gefolge gewisser die *fiduciary duties* betreffender Gerichtsentscheide in den USA beobachtet werden konnte – die Bereitschaft von qualifizierten Personen tendenziell abnimmt, eine leitende Stellung auf der Stufe des Verwaltungsrates oder allenfalls auch auf der Stufe der obersten operativen Unternehmensleitung einzunehmen.[36] Entsprechend sind Sorgfaltspflichten nicht ohne Kosten für die Aktionäre: *«The legal burdens of fiduciaries increase the cost of their services»*.[37] Die Ausgestaltung der Sorgfaltspflicht ist demnach aus ökonomischer Perspektive betrachtet eine *Optimierungsaufgabe*: *«To justify the special rules of fiduciary law in economic terms, the increase in the cost of fiduciary services must be more than offset by the gain to principles from the decrease in wrongdoing by fiduciaries»*.[38]

Sorgfaltspflichten sind insbesondere nur sehr beschränkt geeignet, das Problem einer falschen Risikoexposition oder Zeitwahl zu lösen. Die moderne Theorie der Unternehmensfinanzierung hat zwar eine Reihe von *Kapitalbudgetierungstechniken* entwickelt, die Standards vorgeben, wie Unternehmen bei den für das zukünftige Wohl der Firma sehr wichtigen Investitionsentscheiden Risiken und Zeitpräferenzen zu bewerten haben.[39] In der Praxis muss den Entscheidungsträgern im Rahmen von Investitionsentscheiden und der Anwendung von Kapitalbudgetierungstechniken aber dennoch ein *weiter Ermessensspielraum* zugestanden werden, da die verfügbaren Methoden bei ihrer Anwendung alle mit *Unschärfen* verbunden sind[40] und sich alternative Methoden gegenüberstehen, die je ihre Vor- und Nachteile aufweisen.[41] Kommt es bei naturgemäss mit Risiken behafteten Investitionen zu Verlusten, sind demnach einer *Ex-post-Beurteilung von Investitionsentscheiden* auf der Grundlage moderner Methoden der Investitionsrechnung *enge Grenzen* gesetzt.

---

36 Vgl. Bradley/Schipani (1989) 34 f.

37 Cooter/Freedman (1991) 1064.

38 Cooter/Freedman (1991) 1065.

39 Siehe etwa Damodaran (1997) 159 ff.

40 Bei Kapitalbudgetierungstechniken, die auf dem Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) beruhen, besteht ein wichtiges praktisches Problem darin, adäquate Schätzungen für das mit einem spezifischen Projekt verbundene systematische Risiko (das projektspezifische Beta) zu finden (vgl. Rosenberg/Rudd 1992, 78 ff.).

41 Zu alternativen, auf der Optionstheorie beruhenden Ansätzen der Investitionstheorie, die insbesondere dem Phänomen der Irreversibilität von Investitionen und der zukünftigen Anpassungsflexibilität Rechnung tragen, vgl. Dixit/Pyndyck (1994).

Bei der Anwendung von Sorgfaltspflichten auf das Risiko- und Zeitwahlverhalten des Managements ergibt sich nach all dem Gesagten vielmehr ein umgekehrtes Problem. *Muss das Management beim Eintreten von Verlustrisiken mit ungerechtfertigten Haftungsklagen rechnen, wird dies zu einer höheren Risikoaversion der leitenden Organe führen*, zumal vielfach der Misserfolg des Unternehmens, wie MERTENS treffend formuliert, eine ungeschriebene Voraussetzung von Haftungsklagen ist[42]: «Haftungsklagen gibt es durchweg nur in Extremfällen, nämlich wenn nicht mehr das Management regiert, sondern der Konkursverwalter, wenn es zu einem Eigentümerwechsel oder zu einer nachhaltigen Umbesetzung der Organe gekommen ist oder wenn aufgrund von spektakulären Unternehmensdesastern öffentlicher Druck entsteht, der eine Verfolgung der Verantwortlichen zur praktischen Voraussetzung macht, um eine Sanierung über die Bühne zu bringen». Entsprechend liegt die normative Forderung nahe, keine überrissenen Anforderungen an die Sorgfaltspflicht zu stellen.

2. *Die business judgement rule – Schaffung eines safe harbor*

Die im US-Recht zur Anwendung gelangende *business judgement rule*[43], die Parallelen zu dem von den schweizerischen Gerichten in seinen Konturen festgelegten Sorgfaltsbild aufweist[44], ist letzlich nichts anderes als eine inhärente rechtliche Antwort auf die oben beschriebene ökonomische Problematik der Sorgfaltspflicht. Sie legt den Gerichten Zurückhaltung auf, Managemententscheide *ex post* einer eigentlichen Inhaltskontrolle zu unterziehen. Die *business judgement rule* bildet deshalb aus der Perspektive der Kontrakttheoretiker eine *Barriere*, Haftungsregeln zur Durchsetzung vertraglicher Ansprüche zu benutzen.[45] Die Anwendung der *business judgement rule*, die *funktional* weitgehend der Anwendung eines *moderaten Sorgfalts-*

---

42 MERTENS (1996) 158; ähnlich EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 99.

43 Ausführlich BLOCK/BARTON/RADIN (1998).

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

45 Ausführlich EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 94.

massstabes[46] im schweizerischen Recht entspricht, lässt sich ökonomisch mit guten Gründen rechtfertigen: Wichtige Entscheidungen im Geschäftsleben sind mit Risiken verbunden und müssen naturgemäss unter Zeitdruck und Unsicherheit gefasst werden. Entscheidungsträger sind zum Zeitpunkt ihres Entscheids meist mit einer *Reihe von alternativen Entscheidungsmöglichkeiten* konfrontiert, die mit *unterschiedlichen Ertragspotentialen und Risiken* verbunden sind. Ob die jeweiligen Entscheide und die unterliegenden Entscheidungsgrundlagen (Prognosen, Szenarien) richtig waren, erweist sich meist erst im Nachhinein: «*If the decisionmaker makes a reasonable assessment of the probability distribution, and the outcome falls on the unlucky tail, the decisionmaker has not made a bad decision, because in any normal probability distribution some outcomes will inevitably fall on the unlucky tail*».[47]

Da wir gesehen haben, dass das Management in der Regel ohnehin stärker risikoavers ist als die Aktionäre als Träger der residualen Risiken, würde ein überzogener Sorgfaltsmassstab die *Risikoaversion des Managements* entgegen den Interessen der Aktionäre weiter verstärken und wäre letztlich mit *negativen allokativen Effekten* für die gesamte Volkswirtschaft verbunden. Der *business judgement rule* oder funktional entsprechenden rechtlichen Konzepten kommt auf diesem Hintergrund die Funktion zu, das *Management vor Haftungsrisiken zu schützen*, welche das Management verleiten, im Rahmen seiner Handlungsalternativen systematisch Projekte mit einem zu geringen Risiko auszuwählen.

3. *Reduktion der Sorgfaltspflicht auf einen prozeduralen Mindeststandard*

Eine solcherart ausgestaltete Sorgfaltspflicht mag deshalb lediglich einen vergleichsweise tief angesetzten Mindeststandard der Sorgfalt zu setzen. Da sich eine qualitative, inhaltliche Überprüfung unternehmerischer Entscheide weitgehend verbietet, ist die nachträgliche richterliche Überprüfung in erster Linie auf die Einhaltung formaler und prozeduraler Pflichten der Organmitglieder beschränkt, wie die *Kontrollpflicht (duty of monitoring)*, die *Ermittlungspflicht (duty of inquiry)* und die Pflicht, einen *vernünftigen Entscheidungsprozess* einschliesslich einer ausreichenden Informationsbeschaffung anzuwenden (*duty to employ a reasonable decision-making pro-*

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

47 EISENBERG (1993) 444.

cess).[48] Die Befolgung *prozeduraler Verhaltensstandards* trägt zum einen dazu bei, die Rationalität der Entscheidungsprozesse und die Qualität der Entscheide zu verbessern. Zum andern ist die nachträgliche Überprüfung der Einhaltung eines *prozeduralen Mindeststandards* mit geringeren Risiken für die Organmitglieder verbunden: «*... a review of whether a director or officer has complied with the monitoring and process aspects of his role – such as attending meetings, reading reports, and doing his homework – will usually be subject to less risk or error than a review of whether a decision that the director or officer made was reasonable*».[49]

Aber auch an die prozeduralen Verhaltenspflichten dürfen im Rahmen des Überprüfungsstandards keine zu hohen Anforderungen gestellt werden. So ist im Rahmen rationaler Entscheidungsprozesse insbesondere zu berücksichtigen, dass die *Informationsbeschaffung mit hohen Kosten verbunden* sein kann und *rasches Entscheiden* oftmals eine zentrale Rolle für den Erfolg eines Projektes spielt. Entsprechend besteht zwar eine Informationsbeschaffungspflicht, aber keine Pflicht, sich alle denkbaren Informationen unbesehen ihrer Entscheidungsrelevanz und ihrer Kosten zu beschaffen.[50] Aus dem ökonomischen Kalkül lassen sich vielmehr die zwei wichtigsten Elemente der Informationspflicht ableiten, nämlich eine *Aufmerksamkeit gegenüber potentiell wichtigen Problemen der Gesellschaft* und *fundierte Entscheide in Angelegenheiten, die für die Gesellschaft von zentraler Wichtigkeit sind.*[51] So muss es bei wichtigen Investitionsentscheidungen von Publikumsgesellschaften genügen, wenn sich die Unternehmensleitung der wirtschaftlichen Tragweite des Entscheids angemessene Informationen beschafft und eine adäquate Kapitalbudgetierungstechnik als Grundlage für ihre Entscheide anwendet.[52] «Stellt Haftung (dagegen) auf Einhaltung einer Vielzahl von Regeln richtiger

48 Rechtsvergleichend lässt sich feststellen, dass es in der US-Rechtslehre umstritten ist, ob prozedurale Pflichten der *business judgement rule* entzogen werden sollen oder die *business judgement rule* insbesondere auch auf die Informationbeschaffungspflicht ausgedehnt werden soll (EISENBERG 1993, 448, FISCHEL 1985, 1439). Welche dogmatische Konzeption auch immer angewendet wird, es muss für die angewandten Überprüfungsstandards letztlich entscheidend sein, dass die Risiken einer Fehlbeurteilung durch die Gerichte bei der qualitativen Überprüfung von *business decisions* (noch) höher als bei der Überprüfung prozeduraler Verhaltensstandards sind.

49 EISENBERG (1993) 447.

50 Zum Begriff des «*informed judgement*» als Element der *business judgement rule* vgl. MERKT (1991) 402 f.

51 BRADLEY/SCHIPANI (1989) 19.

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

Unternehmensführung ab, so fördert sie die *Leitungsbürokratie*, nicht unbedingt unternehmerisches Verhalten».[53]

V. Die Treuepflicht in einem veränderten ökonomischen Umfeld

1. Last period-Probleme bei fundamentalen Transaktionen

Während die Sorgfaltspflicht vor allem Agenturprobleme betrifft, bei denen die Organmitglieder aus Eigeninteresse oder Unfähigkeit verschwenderisch mit unternehmerischen Ressourcen umgehen, deckt die Treuepflicht in erster Linie diejenigen Fälle ab, in denen sich Geschäftsführung und Verwaltungsrat aus Eigeninteresse positionale oder vermögensmässige Vorteile zulasten der Gesellschaft bzw. Aktionäre verschaffen. Im Vordergrund stehen demnach Handlungen und Transaktionen, die sich als Interessenkonflikte im engeren Sinne oder als positionale Konflikte charakterisieren lassen. Aus der Sicht moderner Firmentheorien sind es nun nicht in erster Linie die klassischen mit Interessenkonflikten behafteten Geschäfte (Verträge der Gesellschaft mit Organmitgliedern, Aneignung einer Geschäftschance der Gesellschaft, konkurrierende Tätigkeiten), die in der Praxis grosser Publikumsgesellschaften das Hauptanwendungsgebiet der Treuepflicht ausmachen. Solche wirtschaftlich weniger bedeutende Interessenkonflikte werden in relationalen Verträgen wie dem Gesellschaftsvertrag in erster Linie durch den *Kontrollmechanismus der Reputation* eingeschränkt. In Amt und Würde stehende Manager und Verwaltungsräte, die gegenüber der Gesellschaft disloyal handeln, riskieren, ihre interne Position und ihr Ansehen zu schwächen, sodass sich eine Verletzung der Treuepflicht in den meisten Fällen wirtschaftlich gar nicht lohnt.[54]

Wesentlich grössere praktische Bedeutung kommt der Treuepflicht aus der Perspektive der modernen Agenturtheorie auf dem Hintergrund eines rasanten unternehmerischen Strukturwandels im Rahmen von vermögensrechtlichen Begünstigungen des Managements im Zusammenhang mit *fundamentalen Transaktionen* der Gesellschaft (Unternehmensübernahmen, Änderungen wichtiger statutarischer Strukturregeln, Management-Buy-outs, asymmetrische Spin-offs etc.) zu. Es handelt sich dabei um Transaktionen, bei denen für alle Beteiligten wirtschaftlich sehr viel auf dem Spiel stehen kann. Entsprechend kann es sich für (einzelne) Organmitglieder bei solchen Geschäften im

53 MERTENS (1996) 161.

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

Sinne eines *take the money and run* wirtschaftlich lohnen, sich zum Nachteil der Gesellschaft und der Aktionäre Vermögenswerte der Firma anzueignen. Da das Management sich bei diesen fundamentalen Transaktionen vielfach der Kontrolle der Kapitalmärkte und dem internen und externen Markt für Manager ein für allemal entzieht[55], ist zudem die *Gefahr opportunistischen Verhaltens relativ gross. «The typical interested director transaction involves a ‹one-shot deal› in which the fiduciary attempts to profit through ordinary commercial dealings with the corporation».*[56] In diesen Fällen, die *grosse distributive Wirkungen* zuungunsten der Gesellschaft und der Aktionäre haben können, bleibt den Aktionären – allenfalls neben einem Austrittsrecht im Sinne der *US appraisal rights* – vielfach nur die auf die Treuepflicht gestützte gerichtliche Klage als Behelf ihrer Interessensicherung.[57]

2. *Ökonomische Erklärungen für interessenbehaftete Transaktionen*

Grundsätzlich würde das Recht über die Möglichkeit verfügen, Transaktionen weitgehend zu verbieten, wenn diese mit einem Interessenkonflikt zwischen Organmitgliedern und Aktiengesellschaft verbunden sind. Abgesehen von Konzernverhältnissen, deren Betrachtung hier ausgeklammert wird, ist die *Festlegung von Entlohnungsprogrammen* der Geschäftsführung die einzige mit einem Interessenkonflikt behaftete *business decision*, die sich theoretisch nicht vermeiden lässt.[58] Dass die geltenden Aktienrechte auch für andere Fallgruppen kein generelles Verbot vorsehen, sondern fast durchgängig *eigeninteressenbehaftete Transaktionen unter bestimmten Voraussetzungen zulassen*, hat seine guten ökonomischen Gründe. Diese Art von Transaktionen können in einer Reihe von Fällen sowohl der Gesellschaft wie auch den involvierten Organmitgliedern zum wirtschaftlichen Vorteil gereichen. Ein anschauliches Beispiel dafür sind sog. *Management-Buyouts*, die mit einem Verkauf der Firma bzw. einzelner Vermögenswerte an geschäftsführende Organmitglieder verbunden sind. In verschiedenen Wirtschaftszweigen (z. B. hochspezialisierte Dienstleistungen, humankapitalorientierte Technologien) kann der Wert einer Firma oder einzelner Geschäftsbereiche einer Firma wesentlich vom *spezifischen Humankapital des Managements* abhängig sein. Ein Management-Buyout kann deshalb sowohl für die Gesellschaft/Aktio-

55 Diese Fälle werden denn auch als *Problem der letzten Periode* bezeichnet (EASTERBROOK/FISCHEL, 1991, 169).

56 MITCHELL (1993) 441.

57 In der schweizerischen Doktrin und Gerichtspraxis ist diese Dimension der Treuepflicht bis anhin noch kaum ausgelotet worden.

58 Vgl. EISENBERG (1988) 1006: «Compensation transactions are the only ‹necessary› conflict transactions».

näre wie auch das Management wirtschaftlich attraktiver als ein Verkauf an Dritte sein, bei dem die Gefahr besteht, dass ein Teil des Humankapitals entwertet wird.

Aus individueller wie auch gesellschaftlicher Warte macht es generell Sinn, eigeninteressenbehaftete Transaktionen immer dann zuzulassen, wenn dadurch die gemeinsamen Vermögenswerte von Aktionären und Management erhöht werden. Entsprechend muss aus normativer Warte das *regulatorische Ziel* darin bestehen, die Treuepflicht rechtlich so auszugestalten, dass zum einen disloyales Verhalten zulasten der Gesellschaft und Aktionäre präventiv verhindert wird und zum andern wertsteigernde Transaktionen nicht unnötig erschwert werden.[59]

3. *Verschränkung von prozeduralen und materiellen Verhaltenspflichten*

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

Bei einer Überprüfung der materiellen Angemessenheit steht die sachliche Angemessenheit eines Geschäftsentscheides in Frage. Dies bedingt eine nachträgliche inhaltliche Überprüfung eines Geschäftes durch die Gerichte. Im Rahmen eines solchen *materiellen Fairness-Tests* muss abgeklärt werden, ob die Konditionen und Bedingungen für die Gesellschaft und die Aktionäre «fair» sind oder aber zu einer Benachteiligung führen. Am einfachsten ist ein solcher *materieller Fairness-Test*, wenn auf Marktpreise abgestellt werden kann. Kommt ein Geschäft zu Marktpreisen, d. h. mit den gleichen *terms and conditions* zustande wie mit einem unbeteiligten Dritten (*«at arm's length»*), kann eine Benachteiligung weitgehend ausgeschlossen werden.[60] Gerade bei Interessenkonflikten im Zusammenhang mit den oben aufgeführten fundamentalen Transaktionen wie auch bei positionalen Interessenkonflikten besteht die Problematik nun aber darin, dass eigentliche *Marktpreise als Referenzmassstab* für die Gerichte meist nicht zur Verfügung stehen. Vielfach schwierig zu ermitteln ist die materielle Fairness eines Geschäftes insbesondere auch bei Mutter-Tochter-Transaktionen innerhalb von Konzernbeziehungen.[61]

---

59 Cooter/Freedman (1991) 1051.

60 Vgl. von der Crone (1994) 6.

61 Vgl. Mitchell (1993) 474.

Neben einer inhaltlichen Prüfung lassen sich interessenbeladene Transaktionen auch über prozedurale Regeln steuern. Solche Geschäfte können an eine *vorgängige oder nachträgliche Genehmigung*[62] durch einzelne Organe (Verwaltungsrat[63], Generalversammlung[64]) gebunden werden, wobei in Lehre und Rechtsprechung meist gefordert wird, dass die *Träger des Interessenkonfliktes* von der Stimmabgabe ausgeschlossen werden. Die Problematik prozeduraler Tests besteht nun aber darin, dass auch unabhängige und nicht mit eigenen Interessen belastete Verwaltungsratsmitglieder nicht notwendig objektiv entscheiden.[65] Da auch der Stimmrechtsmechanismus verschiedene Funktionsschwächen aufweist[66], ist auch eine Genehmigung durch die Generalversammlung in den meisten Fällen keine optimale Lösung. Aufgrund der mangelnden faktischen Objektivität uninteressierter Verwaltungsräte und der immanenten Schwächen einer Genehmigung durch die Generalversammlung kann deshalb aus normativer Warte auch bei Einhaltung der prozeduralen Anforderungen auf einen im Vergleich zur *business judgement rule* weit gehenderen inhaltlichen Fairness-Test nicht verzichtet werden: «*Because directors who are disinterested under the bounded corporate-law definition may nevertheless not be factually objective, the law should require a fairness review even of self-interested transactions that have been approved by ‹disinterested› directors*».[67]

Da bei eigeninteressenbehafteten Transaktionen die involvierten Organmitglieder in der Regel über ausgeprägte *Informationsvorteile* verfügen, sind im Rahmen der prozeduralen Regeln auch hohe Anforderungen an die *Offenlegung wesentlicher Informationen* zu stellen[68]: Entsprechend wird beispielsweise im US-Recht bei einer Genehmigung durch uninteressierte Verwaltungsräte verlangt, dass «*the material facts of the transaction and the director's interest were disclosed or known to the board of directors or a committee of the board of directors . . .*».[69] Um verborgene Vorteile[70] der

62 Entsprechend wird im US-Aktienrecht nach *approval* und *ratification* unterschieden (HANSON/JOHNSTON/ALEXANDER 1990, 2089).

63 Gemäss schweizerischer Lehre und Rechtsprechung kann eine eigeninteressenbehaftete *business decision* zum einen von den übrigen Verwaltungsräten (vgl. hierzu WATTER 1985, 159; ZOBL 1989, 309 ff.) oder aber von den unabhängigen (externen) Verwaltungsräten (VON PLANTA 1988, 122f; GLAUS 1990) genehmigt werden. Zu einem *approval* durch *disinterested directors* im US-Recht vgl. EISENBERG (1993) 452 f.

64 Ausführlich VON DER CRONE (1994) 8 f.

65 EISENBERG (1993) 453 ff.

66 EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 63 ff.

67 EISENBERG (1993) 453.

68 Zur Orientierungspflicht als praktische Verhaltensregel im Interessenkonflikt vgl. auch BÖCKLI (1996) Rz 1645e.

69 Model Business Corporation Act § 8.31.

70 COOTER/FREEDMAN (1991) 1054.

Organmitglieder zu verhindern, empfiehlt sich demnach eine Offenlegung des Interessenkonflikts wie auch der Konditionen und Bedingungen der Transaktion einschliesslich aller wesentlichen Fakten.[71]

Insbesondere bei den oben angesprochenenen fundamentalen Transaktionen lassen sich materielle und prozedurale Anforderungen nicht immer vollständig trennen. Vielmehr ist bei solchen Geschäften davon auszugehen, dass das Management im Vergleich zu Drittparteien in der Regel über eine *bevorzugte Verhandlungsposition* verfügt: «*When the transacting party is, instead, a corporate fiduciary, she has positional and informational advantages over third parties that may cause the corporation to prefer to do business with her or give her insights into corporate weakness*».[72] *Positionale Vorteile und ein Informationsvorsprung* eröffnen dem Management zudem Möglichkeiten zu *strategischem Verhalten* bei Verhandlungen mit Drittparteien. Die normative Forderung, dass die Organmitglieder bei fundamentalen Transaktionen so weit wie möglich *Auktionsbedingungen* schaffen sollen, muss deshalb durch prozedurale Regeln unterstützt werden.

Um dem *Prinzip der «at arm's length negotiation»* verstärkt zum Durchbruch zu verhelfen, liegt es nahe, bei interessenbehafteten fundamentalen Transaktionen als weitere prozedurale Anforderung zu verlangen, dass Verhandlungen in einer Art und Weise strukturiert werden, die *unabhängige Verhandlungen mit interessierten Drittparteien* ermöglicht. Dazu bedarf es neben der Offenlegung wesentlicher Fakten allenfalls auch der Einschaltung unabhängiger *spezialisierter Intermediäre*, welche die Verhandlungen für die Gesellschaft führen. Dabei sollte es das Ziel sein, ein Geschäft so zu strukturieren, dass es möglichst weitgehend einer *at arm's length transaction* entspricht.[73] Daraus erhellt sich, dass in der Praxis prozedurale und inhaltliche Fairness-Tests letztlich eng miteinander verknüpft sind.

4. *Ausdehnung der richterlichen Inhaltskontrolle auf Aktien- und Optionsprogramme?*

Im Rahmen der Analyse der unter die Sorgfaltspflicht fallenden Verhaltensregeln hat sich die normative Folgerung ergeben, dass sich die Gerichte aufgrund der Komplexität der Fragestellungen und der unerwünschten Anreizwirkungen im Rahmen einer nachträglichen inhaltlichen Überprüfung von *business decisions* grosse Zurückhaltung auferlegen sollten. Damit stellt

---

71 Cooter/Freedman (1991) 1055.

72 Mitchell (1993) 482. Ähnlich Buxbaum (1985) 1723, wonach neben Informationspflichten eine Pflicht besteht, einen Verhandlungsprozess zu simulieren («creating a simulated negotiation process»).

73 Mitchell (1993) 460.

sich die Frage, inwieweit Geschäfte mit Interessenkonflikten gegenüber den unter die *business jugement rule* fallenden Geschäftsentscheidungen *strukturelle Unterschiede* aufweisen, die eine weit gehendere inhaltliche Überprüfung rechtfertigen. Während sich im Rahmen der Überprüfung von Sorgfaltsstandards für die Gerichte meist nur schwer zugängliche, komplexe Fragen, wie die nach der angemessenen Risikofähigkeit einer Gesellschaft stellen, geht es bei interessenbehafteten Transaktionen meist um die *Beurteilung der Angemessenheit der terms and conditions* und damit letztlich des angemessenen Preises für Leistungen oder Vermögenswerte eines Unternehmens. Dabei ist nicht die Festlegung eines bestimmten fairen Preises, sondern lediglich ein *Schätzurteil* verlangt, ob die *terms and conditions* eines Geschäftes sich in einem vertretbaren Bereich bewegen.[74] Bei der *Beurteilung der Angemessenheit der Transaktionsbedingungen* ergeben sich – wie etwa bei der Überprüfung der Konditionen eines Management-Buyouts – Fragestellungen, die sich in ähnlicher Art und Weise auch bei Initial Public Offerings stellen, wo auf ein hochentwickeltes Expertenwissen spezialisierter Finanzintermediäre abgestellt werden kann.[75] Hinzu kommt, dass die bei interessenbehafteten Geschäften geltenden prozeduralen Regeln allenfalls *wichtige Informationen generieren*, welche eine nachträgliche Beurteilung durch die Gerichte erleichtern können.

Man mag sich fragen, ob die Treuepflicht auch bei performanceorientierten Entlöhnungssystemen und Beteiligungsmodellen eine Art *Fairness-Test* verlangt, da «exzessive Entlöhnungen» aufgrund der teilweise ausgesprochen hohen Entschädigungen weit problematischer erscheinen als die Aneignung von Geschäftschancen und der Abschluss anderer Transaktionen mit der Gesellschaft zu nicht marktkonformen Konditionen.[76] Trotz der teilweise exorbitanten Entlöhnungen steht aus der Sicht der Agenturtheorie weniger der absolute Betrag der Entlöhnung im Vordergrund, als vielmehr die Anreizkompatibilität eines Entlöhnungssystems, das auf das Ziel ausgerichtet sein

---

74 Vgl. auch MITCHELL (1993) 444 ff.

75 EISENBERG (1993) 458, macht darauf aufmerksam, dass je nach Art des Interessenkonfliktes auch komplexere Fragestellungen beantwortet werden müssen, wie etwa im Rahmen der Beurteilung der Übernahme einer Geschäftschance des Unternehmens durch Organmitglieder: (A) court could override the decisions of disinterested directors concerning wether the corporation should have taken a corporate opportunity only by making a complex business judgement – after gaining an understanding of the corporation's finances and business policies, plans, and goals – or whether the probable benefits of the opportunity to the corporation justified the opportunity's probable costs».

76 Die Ausgestaltung der Entlohnungssysteme ist in der Tat zu einem zentralen Problem des *self-dealing* geworden: «The more serious problem with high powered incentive contracts is that they create *enormous opportunities for self-dealing*, especially if these contracts are negotiated with partly motivated boards of directors rather than with concentrated boards» (SHLEIFER/VISHNY 1997, 745).

sollte, *den Wert einer Unternehmung unter Berücksichtigung der sich am Markt bildenden Kosten für Kapital und Risiko nachhaltig zu maximieren.* Wird dieser Ansatz konsequent weitergedacht, müssten Entlöhnungsmodelle, die gemessen an diesem Standard nicht anreizkompatibel ausgestaltet sind, als *haftungsbegründende Verletzung der Treuepflicht* qualifiziert werden, wobei in der Praxis bei der Ausgestaltung dieser Modelle selbstverständlich ein gewisser Spielraum zugestanden werden muss.

VI. Normative Folgerung: Abwertung der Sorgfalts- und Aufwertung der Treuepflicht

Bei der Vorgabe von Sorgfaltsverhaltensstandards (*rules of conduct*) und der nachträglichen gerichtlichen Überprüfung von Geschäftsentscheiden anhand von Überprüfungsstandards (*rules of review*) ergibt sich ein eigentliches regulatorisches Dilemma, das EISENBERG treffend wie folgt beschrieben hat: *«Your legal duty is to act with due care. At the same time, we want to give you a certain amount of running room so that you are not unduly risk averse or otherwise preoccupied with liability. Therefore, liability will be imposed upon you only if there is a clear variance between the conduct required by due care and your actual conduct».*[77] Wird ein (zu) strenger Überprüfungsstandard angewandt, bergen Sorgfaltspflichten das Risiko, das unternehmerische Handeln in eine Richtung zu drängen, die weder im Interesse der Aktionäre noch der Volkswirtschaft als Ganzer liegen kann. Bei den unter die Treuepflicht fallenden Geschäften bergen demgegenüber die mit einem raschen strukturellen Wandel einhergehenden zahlreichen unternehmerischen Restrukturierungen und die damit verbundenen fundamentalen Transaktionen für die Unternehmung und die Aktionäre neue Risiken einer materiellen Benachteiligung. Auf dem Hintergrund dieser Entwicklung kann man mit POSNER zum Schluss gelangen, *«[that] the danger of mismanagement (negligence) is less serious than the danger that the managers will not deal fairly with the shareholders (disloyalty)».*[78]

Hinzu kommt, dass im Bereich der von der Sorgfaltspflicht abgedeckten Fallgruppen verschiedene *marktliche Kontrollmechanismen*, wie beispielsweise anreizkompatible Entlöhnungsmodelle zur Verfügung stehen, welche die mit mangelnder Sorgfalt verbundenen Aktionärsrisiken in der Regel weit geschmeidiger und effizienter als Haftungsklagen begrenzen. Bei den unter

77 EISENBERG (1993) 465.
78 POSNER (1992) 410.

die Treuepflicht fallenden Geschäften sind marktliche Kontrollmechanismen dagegen insbesondere bei *fundamentalen Transaktionen* und *positionalen Risiken* weit *weniger wirksam*. Während aktive Aktionärsstrategien primär komplementär zu den auf der Treuepflicht beruhenden Klagerechten sind, stellen substitutive Kontrollmechanismen wie Austrittsrechte nach dem Muster der amerikanischen *appraisal rights* in erster Linie eine Absicherung gegen wertreduzierende Transaktionen dar. Entsprechend ergibt sich aus normativer Warte ein klarer Vorrang für die Treuepflicht: «*It would be more important to impose strict fiduciary duties in situations where the agent cannot be provided with incentive compensation to align her interest with that of the principal*».[79] Verschiedentlich ist denn auch vorgeschlagen worden, *die Sorgfaltspflicht abzuschaffen und die Treuepflicht auszubauen*.[80] Oder um dies mit den klaren Worten von MERTENS auszudrücken: «Aktionärsklage bei fehlerhafter Geschäftsführung und Kontrolle *nein*, bei eigennütziger Bereicherung und Untreue *ja*».[81]

Alles in allem scheint es deshalb angebracht, das *Verantwortlichkeitsrecht* weniger auf die Sorgfaltspflicht als *stärker auf die Treuepflicht* und die sog. *One-shot-* und die eigentlichen Betrugsfälle auszurichten, in denen die potentiellen Gewinne gross sind und die Marktmechanismen wenig Wirkung zeigen. Aus den obigen Ausführungen lässt sich auch die normative Folgerung ableiten, dass Treuepflichten und strukturelle Regeln, welche traditionelle Interessenkonflikte und positionale Konflikte regeln, eher als *zwingende Regel* ausgestaltet werden sollten denn als Verhaltensstandards, die unter die Sorgfaltspflicht fallen.

VII. Versicherbarkeit und Indemnifikation von Haftungsrisiken

1. Das Problem der Zirkularität

Verantwortlichkeitsklagen sind erfahrungsgemäss mit einem nicht zu unterschätzenden Aufwand (Anwaltskosten, Verfahrenskosten, Bindung von Managementkapazitäten etc.) verbunden. Es stellt sich damit die Frage, inwieweit diesen gesellschaftlichen Kosten ein entsprechender Nutzen für die Gesellschaft und ihre Aktionäre gegenübersteht. Auch wenn die wenigen verfügbaren empirischen Studien einen weitreichenden Präventiveffekt und einen damit verbundenen wertsteigernden Effekt nur beschränkt bestäti-

79 ROMANO (1993) 450.
80 SCOTT (1983); COFFEE (1989) 1650 f.; vgl. auch EASTERBROOK/FISCHEL (1991) 103 f.
81 MERTENS (1996) 163.

gen[82], lässt sich in Ländern mit einer umfangreichen Gerichtspraxis zum Verantwortlichkeitsrecht beobachten, dass Haftungsklagen vielfach *strukturelle Anpassungen auslösen*, welche durchaus geeignet sind, die Agenturkosten in Publikumsgesellschaften zu reduzieren.[83] Die von einem Verantwortlichkeitssystem ausgehenden wirtschaftlichen Anreize verändern sich jedoch grundlegend, wenn *Haftungsrisiken verschoben* und nicht oder nur teilweise von den Haftungsadressaten getragen werden, wie dies bei einer Indemnifikation durch die Gesellschaft oder einer Deckung von Haftungsrisiken durch eine Versicherung der Fall sein kann.[84]

Leistet die Gesellschaft *Aufwendungsersatz* und unter gewissen Voraussetzungen auch *Ersatz für Vergleichszahlungen* (sog. Indemnifikation), führt dies bei der mittelbaren Schadenshaftung zu einer Zirkularität, indem die Gesellschaft für ihren eigenen Schaden bzw. die damit verbundenen Aufwendungen aufkommt.[85] Eine Haftungsklage führt deshalb bei voller Indemnifikation zu einer vermögensmässigen Schlechterstellung der Aktionäre, da Verantwortlichkeitsklagen mit einem effektiven Ressourcenverzehr und zusätzlichen Aufwendungen verbunden sind. Nicht viel anders verhält es sich aus der Sicht breit *diversifizierter Aktionäre* auch für den Fall, dass für die Haftungsrisiken einschliesslich der oben genannten Verfahrenskosten ein *Versicherungsschutz*

---

82 Vgl. FISCHEL/BRADLEY (1986) 271 ff., welche in ihrer empirischen Studie zum Schluss kommen, dass derivative Klagen keine signifikante Überwachungsvorkehr (*significant monitoring device*) darstellen; ähnlich ROMANO (1991) 84, die aufgrund einer umfangreichen Untersuchung von Verantwortlichkeitsklagen «little evidence of specific deterrence» findet und zum Schluss gelangt, dass «[t]he principal beneficiaries of the litigation ... appear to be attorneys»; wesentlich positiver dagegen die Ergebnisse der empirischen Studie von BRADLEY/SCHIPANY (1989) 70: «Available evidence seems to be mounting that legal rules are important constraints on the behavior of corporate managers».

83 Vgl. hierzu ROMANO (1991) 63 f., welche im Zusammenhang mit Haftungsprozessen die folgenden strukturellen Massnahmen als «*forms of nonmonetary relief*» identifiziert hat: *board composition changes, executive compensation changes, defensive tactic restrictions, self-interested transaction restriction*. Im Weiteren wurde in der gleichen Studie festgestellt, dass US-Firmen, die Aktionärsklagen ausgesetzt sind, eine weit überdurchschnittliche Auswechslungsrate von Topmanagern aufweisen (ROMANO, 1991, 71).

84 Vgl. COFFEE (1989) 1649: «[I]ndemnification provisions are but one possible inroad by which core fiduciary duties of corporate law may be modified».

85 Vgl. BLOCK/BARTON/RUDIN (1986) 244: «The corporation would effectively be paying itself for the losses it sustained as a result of the directors' conduct»; ähnlich BRADLEY/SCHIPANI (1989) 32; DEMOTT (1991) 322; R. M. B. C. A. (1994) Official Comment Section 8.51 (a). Wird ein unmittelbarer Schaden durch die Gesellschaft oder eine Versicherung gedeckt, erfolgt grundsätzlich eine Vermögensverschiebung von der Gesellschaft zu einzelnen Aktionären oder Aktionärsgruppen (über direkte Zahlungen oder von den Gesellschaften bezahlte Versicherungsprämien). Ob die damit verbundenen Redistributionseffekte aus normativer Warte gerechtfertigt sind, hängt weitgehend von den spezifischen Charakteristiken bzw. den Distributionswirkungen der jeweiligen Transaktion ab, welche den Ausgangspunkt der Verantwortlichkeitsklage bilden.

erhältlich ist.[86] Indem die Aktiengesellschaft und damit letztlich die Aktionäre für die Versicherungsprämien aufkommen und Versicherungssysteme wiederum eigene Transaktionskosten auslösen, entsteht für die Aktionäre zumindest für den theoretischen Fall einer umfassenden Deckung der Haftungsrisiken eine Wertreduzierung[87], soweit eine Versicherungslösung nicht tendenziell *schadensreduzierend* wirkt oder einen *positiven Effekt auf die Motivation und das Verhalten des Managements* ausübt. Gehen von einer Versicherungslösung keine solchen positiven Wirkungen aus, profitieren einzig *nicht ausreichend diversifizierte (risikoaverse) Aktionäre*, da die Versicherungsprämien von der Gesamtheit der Gesellschaften bzw. Aktionäre getragen werden. *Breit diversifizierte Anleger* benötigen demgegenüber gar keine solche Versicherung, da sie automatisch gegen unternehmensspezifische Risiken, zu denen auch Haftungsrisiken zählen, versichert sind.

Indemnifikation und Versicherbarkeit sind zudem wie alle Arten von Versicherungssystemen mit *moralischen Risiken* verbunden, welche den mit dem Verantwortlichkeitsrecht angestrebten *Präventionseffekt aufweichen.*[88] Die Indemnifikation und Versicherbarkeit von Haftungsrisiken kann deshalb den unerwünschten Effekt haben, dass aufgrund der *ganz oder teilweise wegfallenden Sanktionsdrohung* der Grad der angewandten Sorgfalt tendenziell sinkt. Angesichts der Zirkularität und einer Aufweichung der Präventionswirkung stellt sich aus normativer Sicht deshalb die Frage, ob und inwieweit das Aktienrecht die Indemnifikation und die Versicherbarkeit der Haftungsrisiken zulassen soll. Oder die gleiche Frage – etwas provokativ – *umgekehrt* gestellt: Sind die Aktionäre nicht möglicherweise besser gestellt, wenn die Organhaftung überhaupt abgeschafft wird, *da Indemnifikation und Versicherung von Haftungsrisiken wirtschaftlich weitgehend einer Abschaffung des Verantwortlichkeitsrechts gleichkommen?*

2. *Rechtsvergleich: D&O-Versicherungskrise als Auslöser für neue «Fiduciary Rules» in den USA*

Als Folge einzelner Gerichtsentscheide, die nicht zuletzt aufgrund von Rechtsunsicherheiten zu einem höheren Haftungsrisiko führten, kam es Mitte der achtziger Jahre in den USA zu einer eigentlichen Explosion der Versicherungsprämien für *officers* und *directors* (D&O).[89] Die *legislatorische Antwort*

86 Ausführlich zu den sog. Directors and Officers Insurances (D&O-Versicherungen) unter Berücksichtigung des schweizerischen Rechts Diezi (1982) 74 ff.; Forstmoser (1987) Rz 1163; Hütte (1998) 1294 ff.; Müller/Lipp (1999) 287 ff.

87 Zu den beträchtlichen Kosten von D&O-Versicherungen Weiss (1994) 50.

88 Vgl. Diezi (1982) 90, 114 f.

89 Ausführlich Bradley/Schipany (1989) 36 ff.

auf die D&O-Krise in den USA erfolgte – wie das Beispiel der Delaware Legislation von 1986[90] deutlich macht – postwendend. Um den Posten eines *board director* wieder attraktiver zu gestalten, wurde zum einen das Recht der Haftungsfreistellung (Indemnifikation) grundlegend geändert. Zum andern wurde die ehedem weitgehend *zwingende Sorgfaltspflicht* in zahlreichen einzelstaatlichen Gesetzesnovellen *teilweise dispositives Recht*. Den Gesellschaften wurde damit die Möglichkeit eingeräumt, auf vertraglichem Wege die Haftungsrisiken in den Gesellschaftsstatuten zu reduzieren.[91] So lässt etwa die Delaware Legislation, die zahlreichen anderen Staaten als regulatorisches Vorbild diente, *ein statutarisches Opting-Out von der Sorgfaltspflicht* zu, ausgenommen im Falle eines absichtlichen Missbrauchs, ungerechtfertigter Dividendenzahlungen, eines ungerechtfertigten Kaufs oder Verkaufs von Aktien und im Falle von Transaktionen, bei denen Verwaltungsräte einen ungerechtfertigten persönlichen Vorteil erzielt haben.[92]

Die verantwortlichkeitsrechtlichen Normen, welche im US-Recht die Indemnifikation regeln, sind weitgehend darauf ausgelegt, *mittels einer differenzierenden Regelung der Indemnifkation* (zwingende Indemnifikation, *permissive indemnification*, unzulässige Indemnifikation) einerseits die *Haftungsrisiken zu beschränken* und andererseits ungerechtfertigte, *zirkuläre Zahlungen* soweit wie möglich zu vermeiden. Dies wird zum einen dadurch erreicht, dass die Indemnifikation bei *derivative actions* (diese entsprechen im schweizerischen Recht Klagen, die einen *mittelbaren Schaden* geltend machen) engeren Einschränkungen unterliegt als bei *third-party actions* (Klagen Dritter sowie Straf- und Verwaltungsverfahren). Machen Aktionäre einen *unmittelbaren Schaden* (entsprechend einer *direct action* im US-Recht[93]) geltend, ist eine Indemnifikation insbesondere in den Fällen nicht zirkulär und deswegen weitgehend unproblematisch, in denen eine vorgängige vermögensmässige Ungleichbehandlung aus den Mitteln der Gesellschaft korrigiert wird, wie dies beispielsweise im Zusammenhang mit Klagen von Minderheitsaktionären denkbar ist, die sich gegen Mehrheitsentscheide richten. Ein *Hauptanwendungsfall der direct action* sind im US-Recht mit distributiven Wirkungen verbundene *mergers* und *acquisitions*, wenn Zusammenschlüsse zu für die Aktionäre ungünstigen Bedingungen empfohlen werden, attraktive feindliche Übernahmeangebote abgewehrt oder Aktien an Dritte zu ungünstigen Bedingungen ausgegeben werden.[94]

---

90 Ausführlich Bradley/Schipani (1989) 75; DeMott (1988).

91 Ausführlich Knepper/Bailey (1993); Merkt (1991) 326 Rz 547.

92 Del. Code Ann. tit. 8, § 102(b)(7).

93 Zur Abgrenzung von *direct* und *derivative actions* im US-Recht Ulmer (1999) 303 mit w. N.

94 Ulmer (1999) 303 f.

Man mag sich auf dem Hintergrund der obigen Ausführungen nun fragen, *ob die im US-Recht angestrebte Reduktion der Haftungsrisiken nicht wesentlich einfacher und kostengünstiger mittels einer gänzlich dispositiven Sorgfaltspflicht als mit Hilfe einer komplexen Regelung der Indemnifikation erreicht werden kann*, zumal bei einem Wegfall der Sorgfaltshaftung der mit Verantwortlichkeitsklagen verbundene Ressourcenverzehr wegfällt. Auch wenn eine statutarische Lockerung der Sorgfaltspflicht angesichts der immanenten Probleme des Verantwortlichkeitsrechts als verlockende Lösung erscheint, muss mitbedacht werden, *dass die Kombination Haftung/Indemnifikation unter Effizienzgesichtspunkten eine überlegene Lösung darstellen kann*. Haftungsprozesse einschliesslich Vergleichsverhandlungen stellen Verfahren dar, die *wertvolle Informationen produzieren* können, wie beispielsweise solche über die Qualität des Managements oder die Qualität von innerbetrieblichen Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozessen. Lösen solche Verfahren *personelle und/oder organisatorische Massnahmen* aus, kann dies zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen, welche die im Zusammenhang mit der Indemnifikation entstehenden Kosten mehr als rechtfertigt. Dass Haftungsklagen in den USA vielfach solche wünschenswerte strukturelle Massnahmen zur Folge haben, wird durch empirische Untersuchungen bestätigt.[95]

3. Versicherbarkeit von Haftungsrisiken – ein Marktmechanismus zur Steuerung von Sorgfaltsanstrengungen

a) Versicherungsvertragliche Mittel zur Reduktion moralischer Risiken

Aktienrechte, die wie die meisten einzelstaatlichen US-Aktiengesetze die Grenzen der Zulässigkeit der Indemnifikation und Versicherbarkeit detailliert regeln, lassen einen Deckungsumfang der D&O-Versicherungspolicen zu, der weit über die Zulässigkeit der Indemnifikation hinausgeht[96]: «Policies can cover losses that cannot be indemnified».[97] Dass die Versicherbarkeit von Haftungsrisiken demnach weiter geht als die zulässige Indemnifikation, wird in der Regel damit erklärt, dass *Versicherungslösungen* zum einen das *Haftungssubstrat sichern* und zum anderen zur *Risikominderung* der Aktionäre

95 ROMANO (1991) 63 f.

96 Vgl. etwa Del. Code Ann. tit. 8, § 145(g); vgl. auch BRADLEY/SCHIPANI (1989) 33. Zur Ausgestaltung des Deckungsumfanges von D&O-Versicherungen in Deutschland vgl. IHLAS (1997) und ULMER (1999) 327.

97 ROMANO (1991) 57; vgl. auch DEMOTT (1991) 322. Eine direkte Folge davon, dass die Deckung der D&O-Versicherungen weiter als die Indemnifikation reicht, ist die Zweiteilung der Versicherungspolicen in eine «*Corporate Reimbursement*»-Police und in eine «*D&O Liability*»-Police.

beitragen.[98] Die mit Versicherungslösungen verbundene Zirkularität wird deshalb anders als die Indemnifikation durch die Gesellschaft weniger als ein Problem betrachtet, da bei derivativen Klagen die Versicherung die Haftungsansprüche – freilich gegen die Bezahlung einer periodischen Versicherungsprämie – übernimmt. Wie oben ausgeführt wurde, gilt dieses Argument allerdings nur für Aktionäre, die ihre Investitionen auf wenige Gesellschaften konzentrieren, während ausreichend diversifizierte Anleger durch die Streuung ihrer Investitionen wirtschaftlich betrachtet auch ohne D&O-Versicherung eine Art automatischen Versicherungsschutz haben würden.

Versicherungslösungen sind regelmässig mit dem Problem eines moralischen Risikos (*moral hazard*) konfrontiert. Versicherungen als Anbieter spezifischer Dienstleistungen sind nun aber gerade darauf spezialisiert, eben diese *moral hazard*-Probleme durch eine geeignete Ausgestaltung der Versicherungsverträge zu reduzieren. Dies kann beispielsweise mittels einer Vereinbarung eines Selbstbehalts geschehen, sei dies in Form eines fixen Mindestbetrags oder allenfalls als ein der Entschädigungshöhe angepasster variabler Betrag[99] erfolgt. Auch findet sich in D&O-Policen regelmässig ein Deckungsausschluss für bestimmte Risiken.[100] So ist eine Versicherungsdeckung bei absichtlich missbräuchlichem Verhalten oder bei Transaktionen, die den Verwaltungsratsmitgliedern persönliche Vorteile verschaffen, kaum oder überhaupt nicht erhältlich.[101]

b) Versicherungsanbieter als spezialisierte Informationsintermediäre

Man kann deshalb davon ausgehen, dass *Versicherungen als spezialisierte Informationsintermediäre*, welche als Anbieter von D&O-Versicherungen bestimmte Risiken übernehmen, weit besser als andere Akteure oder institutionelle Mechanismen in der Lage sind, optimale Versicherungsverträge abzuschliessen und diese den wechselnden Gegebenheiten anzupassen. Indem Versicherungsanbieter direkt von risikoreduzierenden Massnahmen profitieren, haben sie meist auch ein pekuniäres Interesse an personellen und strukturellen Massnahmen, welche die Wahrscheinlichkeit von Haftungsrisi-

98 Bradley/Schipani (1989) 33.

99 Selbstbehalte haben darüber hinaus die Eigenschaft, das Disproportionalitätsproblem zu entschärfen, das dadurch entsteht, dass einem kleinen Vorteil eines fehlbaren Organmitgliedes ein vergleichsweise hoher Schaden gegenüberstehen kann (vgl. Eisenberg 1989, 1478: «Both the cost and the disproportionality problems could be addressed by certificate amendments that limit directors' liability to a low fixed amount or to an amount equal to directors' fees for one or two years»).

100 Ein Überblick über häufig angewandte *policy exclusions* bei amerikanischen Publikumsgesellschaften findet sich bei Monteleone/Conca (1996) 598 ff.

101 Bradley/Schipani (1989) 33.

ken reduzieren. D&O-Versicherungen übernehmen damit die Aufgabe, Haftungsrisiken zu selektionieren und die (branchen)spezifischen Risiken einer zu versichernden Aktiengesellschaft zu erfassen.[102] Versicherungsgesellschaften sind damit aufgrund der Kenntnisse der spezifischen Risiken einer Gesellschaft am besten in der Lage, die Versicherungsverträge an die spezifischen Charakteristiken der jeweiligen Gesellschaft anzupassen und Deckungsumfang und -ausschluss aufgrund der Geschichte (*track record*) einer Gesellschaft und ihrer Verantwortlichen festzulegen. Versicherungen wirken damit im *Idealfall* als eine Art *intermediäre Kontrolleure*, welche die Versicherungsbedingungen und -prämien aufgrund der spezifischen Risiken der einzelnen Gesellschaften und auch der Reputation einzelner Organmitglieder den jeweiligen Gegebenheiten anpassen und allenfalls direkt oder indirekt risikoreduzierend auf die Gesellschaft einwirken. D&O-Versicherungen verursachen deshalb nicht nur Kosten, sondern leisten vermutlich auch einen nicht zu unterschätzenden *Beitrag zur Optimierung des Vermeidungsaufwandes* im Zusammenhang mit Risiken, die auf unsorgfältiges Verhalten zurückgehen.

c) Potentielle Kollusion zwischen Management und Versicherungen

Sieht das Aktienrecht keine Einschränkung der Versicherbarkeit von Haftungsrisiken[103] vor, werden die Festlegung des Deckungsumfanges und die vertraglichen Vorkehren zur Eindämmung des moralischen Risikos vollumfänglich den Parteien (d. h. dem Management und der Versicherungsgesellschaft) überlassen. Dabei kann nicht ausgeschlossen werdern, dass es zu einer *Kollusion zwischen Management und Versicherungsgesellschaften* in dem Sinne kommt, dass das Management ohne Rücksicht auf die Kosten einer solchen D&O-Versicherung nicht einen optimalen, sondern einen *maximalen Versicherungsschutz* anstrebt. Würde sich die *Kollusions-Hypothese* in einem zu weit gehenden Versicherungsschutz, welcher das Verantwortlichkeitsrecht vollständig unterlaufen würde, in der Praxis bestätigt finden, besteht immer noch ein gewisser Aktionärsschutz durch die Anwendung grundlegender Rechtsprinzipien. So müssen nach amerikanischem Recht D&O-Versicherungen mit der *public policy* übereinstimmen[104], während nach schweizerischem Recht Versicherungslösungen u. U. *mit Recht und Sitte unvereinbar*

---

102 Vgl. Diezi (1982) 82 f. Dieser Prozess der Erfassung des Versicherten als Versicherungsrisiko kann wertvolle Informationen generieren: «It is essentially an information-gathering process by which the insurer evaluates the insured as an insurance risk» (Monteleone/Conca 1996, 584).

103 Ein Versuch, dieses Risiko zu definieren, findet sich bei Diezi (1982) 105.

104 Ausführlich Diezi (1982) 97 ff.; Merkt (1991) 326, Rz 547.

sind[105], wenn sie Strafzwecke vereiteln oder vorsätzliche Schädigungshandlungen «belohnen». In jedem Falle muss aus normativer Sicht gelten, dass eine D&O-Versicherung auch indirekt nie dazu instrumentalisiert werden darf, eigentliche *Unternehmensrisiken* zu versichern, zumal es die *ureigene Aufgabe der Aktionäre ist, die residualen Risiken unternehmerischer Tätigkeit zu tragen.*[106]

d) Versicherung als komplementärer Marktmechanismus

Die Krise der D&O-Versicherungen Mitte der achtziger Jahre in den USA ist ein wichtiges Indiz dafür, dass das *Verantwortlichkeitsrecht nicht ohne Folgen dysfunktional dazu instrumentalisiert werden kann*, überrissene Verhaltensstandards durchzusetzen. Diese Prämienexplosion der D&O-Versicherungen muss vielmehr als ein *Indiz für die Höhe der Kosten einer verfehlten Konzeption des Verantwortlichkeitsrechts interpretiert werden.* Zwar dürfen diese Erfahrungen mit dem *fiduciary law* in den USA schon allein wegen der weit geringeren Klagehäufigkeit in der Schweiz *nicht uneingeschränkt auf das helvetische Recht übertragen werden.* Aufgrund der inhärenten ökonomischen Logik von Indemnifikation und Versicherbarkeit von Haftungsrisiken lassen sich dennoch einige *allgemeine normative Folgerungen* ableiten, die auch für das schweizerische Recht Gültigkeit haben. So ergibt sich angesichts des Problems der Zirkularität die normative Konsequenz, die Grenzen der Zulässigkeit der Indemnifikation ähnlich wie im US-Recht zu ziehen. Demgegenüber kann es – in den Schranken von Recht und Sitte – im Sinne einer Marktlösung weitgehend den Versicherungen überlassen werden, die Modalitäten der D&O-Versicherung den spezifischen Verhältnissen schweizerischer Publikumsgesellschaften anzupassen. D&O-Versicherungen dürfen deshalb keineswegs nur als «logische Konsequenz einer Fehlentwicklung im Verantwortlichkeitsrecht»[107] betrachtet werden. Sie stellen aus ökonomischer Perspektive vielmehr *eine das Verantwortlichkeitsrecht ergänzende Marktlösung* dar, das Sorgfaltsniveau der Organmitglieder dem sozialen Optimum anzunähern, oder, wie in den USA in den achtziger Jahren, allenfalls als *Fieberthermometer* gewisse *Fehlentwicklungen des Verantwortlichkeitsrechts* zu signalisieren.

---

105 Diezi (1991) 94.
106 Vgl. hierzu Diezi (1982) 106 f.
107 Diezi (1982) 114.

VIII. Sorgfalts- und Treuepflichten neu betrachtet – Abstimmung von rechtlichen und marktlichen Kontrollmechanismen

Eine auf dem *nexus of contract*-Ansatz beruhende ökonomische Analyse der Agenturproblematik in Publikumsgesellschaften führt zu einer neuen Sicht der rechtlichen Verhaltenspflichten der Organmitglieder. Struktur und Ausgestaltung von *fiduciary duties* werden nicht in erster Linie als Ausfluss einer spezifischen Rechtstradition und darin verankerter rechtlicher Institutionen wie etwa des *Trustmodells im angelsächsischen Recht* betrachtet; sie ergeben sich vielmehr aus der *ökonomischen Struktur relationaler Verträge*, die stark vom *klassischen Ideal der kompletten Verträge* abweichen. Die ökonomische Analyse der an die Organmitglieder gerichteten Verhaltensstandards führt auch zu einem dynamischen Verständnis der aktienrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten. Zum einen ergeben sich aufgrund des wirtschaftlichen Wandels neue Transaktionsformen und veränderte Vertragsverhältnisse, welche neue Agenturprobleme entstehen lassen, wie etwa Management-Buyouts und umfangreiche Aktien-/Optionspläne für das obere Management. Zum andern kann davon ausgegangen werden, dass rechtliche und marktliche Überwachungs- und Kontrollmechanismen sich sowohl ergänzen wie teilweise auch substituieren, sodass Veränderungen in der relativen Wirksamkeit der relevanten Marktmechanismen es nahelegen, die rechtlichen Verhaltensstandards immer wieder neu auf die marktlichen Kontrollmechanismen abzustimmen. So können beispielsweise Veränderungen der Versicherbarkeit (und Indemnifikation) von Haftungsrisiken einen nachhaltigen Einfluss auf die von Sorgfaltspflichten ausgehende Präventivwirkung haben und diese im Extremfall vollständig unterlaufen. Entsprechend ergibt sich die normative Forderung, die aktienrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht und die Zulässigkeit der Indemnifikation und Versicherbarkeit aufeinander abzustimmen.

Sorgfalts- und Treuepflichten als wichtiger gesellschaftsrechtlicher Lückenfüllungsmechanismus kommt deshalb vor allem in den Fällen eine wichtige praktische Bedeutung zu, in denen es *keine robusten Marktmechanismen* gibt, welche für eine Reduktion der Agenturkosten sorgen.[108] Allgemein kann davon ausgegangen werden, dass marktliche Mechanismen wie beispielsweise Reputationseffekte vor allem bei wiederholten Transaktionen eines Akteurs mit einer gleichbleibenden Gruppe wirkungsvoll sind, wie dies in der Regel bei herkömmlichen Interessenkonflikten der Fall ist. Umgekehrt

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

kommt der Treuepflicht in einer von Restrukturierungen geprägten Wirtschaft bei *einmaligen, grossen Interessenkonflikten zwischen Aktionären und Management* zunehmend eine zentrale Rolle zu. Zu diesen sog. *one-shot cases* zählen vor allem Fälle, in denen das die Reputationsmechanismen charakterisierende *Gesetz des Wiedersehens* nicht spielt, wie dies beispielsweise bei *Leveraged Management Buyouts* oder *Takeovers* zutrifft. In diesen Fällen können die potentiellen Gewinne eines die Interessen der Aktionäre verletzenden Verhaltens das marktliche Sanktionspotential um ein Mehrfaches übersteigen, sodass Reputationseffekte wirkungslos werden.[109]

Eine ambivalente Rolle kommt aus der Perspektive der Agenturtheorie betrachtet insbesondere den immer wichtiger werdenden Aktien- und Optionsprogrammen für das obere Management zu. Richtig ausgestaltet eignet sich dieser Marktmechanismus vorzüglich dazu, die Anstrengungen des Managements (ausreichende Sorgfalt, optimales Risiko- und Zeitwahlverhalten) in die richtige Richtung zu lenken, sodass rechtliche Sorgfaltsstandards und daran anknüpfende Sanktionsmechanismen weitgehend überflüssig werden. Zum andern lassen sich solche Entlöhnungsprogramme aber auch zu einem ausgesprochen wirksamen Mittel des *self-dealing* instrumentalisieren, das nach einer Ausdehnung des Anwendungsbereichs der aktienrechtlichen Treuepflicht ruft.

Für den Juristen mögen einige der oben skizzierten Resultate über die ökonomischen Wirkungen der aktienrechtlichen Verhaltensstandards manchmal etwas provokativen Charakter haben. Ihr Nutzen kann vor allem darin bestehen, dem Gesetzgeber wie auch dem rechtsetzenden Richter Einsichten in die Wechselbeziehungen zwischen rechtlichen und marktlichen Kontrollmechanismen im Umfeld der Sorgfalts- und Treuepflichten zu vermitteln. Als eine der zentralen normativen Forderungen einer solchen ökonomischen Analyse ergibt sich, dass überspitzte Sorgfaltspflichten den intendierten Zielen des Aktienrechts in keiner Weise dienen, sondern lediglich die «Leitungsbürokratie» fördern. Denn allemal darf nicht vergessen werden, «*[that] corporation is a long-term enterpreneurial relationship among economic actors whom society wishes to encourage to accept risk*».[110]

---

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

110 KRAAKMAN (1988) 941.

Literaturverzeichnis

ABELTSHAUSER TH. E., Leistungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht, Köln 1998.

AYRES I., Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel, 59 University of Chicago Law Review, 1992, 1391.

BAUMS TH., Der Aufsichtsrat – Aufgaben und Reformfragen, ZIP 1/1995, 11.

BERLE A. A./MEANS G. C., The Modern Corporation and Private Property, New York 1932.

BLOCK/BARTON/RADIN, The Business Judgement Rule – Fiduciary Duties of Corporate Directors and Officers, 5. Aufl., 1998.

BÖCKLI P., Schweizer Aktienrecht, Zürich 1996.

BRADLEY M. C./SCHIPANY C. A., The Relevance of the Duty of Care Standard in Corporate Governance, 75 Iowa Law Review, 1989, 1.

BREALEY R. A./MYERS ST. C., Principles of Corporate Finance, 4th ed., New York 1991.

BRUDNEY V./CLARK R. CH., A New Look at Corporate Opportunities, 94 Harvard Law Review, 1981, 997.

BUXBAUM R. M., The Internal Division of Powers on Corporate Governance, 73 California Law Review, 1985, 1671.

COFFEE J. C., The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role, 89 Columbia Law Review, 1989, 1618.

COFFEE J. C., Organhaftung im amerikanischen Recht, in: FEDDERSON D./HOMMELHOFF P./SCHNEIDER U. H. (Hrsg.), Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Recht, Köln 1996, 165.

COOTER R./FREEDMAN B. J., The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences, 66 New York Law Review, 1991, 1045.

COOTER R./ULEN TH., Law and Economics, 2nd ed., 1996.

DAMODARAN A., Corporate Finance, Theory and Practice, New York, 1997.

DELONG B. J./SHLEIFER A./SUMMERS L. H./WALDMAN R. J., Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation, 45 Journal of Finance, 1990, 379.

DEMOTT D. A., Limiting Directors Liabilities, 66 Washington University Law Quarterly, 1988, 295.

DIEZI A., Versicherbarkeit der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, Zürich 1982.

DIXIT A. K./PINDYCK R., Investment under Uncertainty, Princeton 1994.

EASTERBROOK F. H./FISCHEL D. R., The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge/London 1991.

EISENBERG M. A., The Structure of Corporate Law, 89 Columbia Law Review, 1989, 1461.

EISENBERG M. A., The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law, 62 Fordham Law Review, 1993, 437.

FISCHEL D. R., The Business Judgement Rule and the Trans-Union Case, 40 Business Lawyer, 1985, 1437.

FISCHEL D. R./BRADLEY M. C., The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis, 71 Cornell Law Review, 1986, 261.

FORSTMOSER P., Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, 2. Aufl., Zürich 1987.

FORSTMOSER P./MEIER-HAYOZ A./NOBEL P., Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.

GLAUS B., Unternehmensüberwachung der schweizerischen Verwaltungsräte, Diss. St. Gallen 1990.

HANSON/JOHNSTON/ALEXANDER, The Role of Disinterested Directors in «Conflict» Transactions: The ALI Corporate Governance Project and Existing Law, 45 Business Lawyer, 1990.

HOFSTETTER K., Sachgerechte Haftungsregeln für multinationale Konzerne, Tübingen 1995.

HU H., Risk, Time and Fiduciary Principles in Corporate Investment, 38 UCLA Law Review, 1990, 277.

HÜTTE K., Fragen rund um die Versicherbarkeit aktienrechtlicher Verantwortlichkeitsansprüche, AJP 11/1998, 1294.

IHLAS M., Organhaftung und Haftpflichtversicherung, 1997.

JENSEN M. C./MECKLING W. H., Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 5 Journal of Financial Economics, 1976, 305.

KNEPER W. E./BAILEY D. A., Liability of Corporate Officers and Directors, 5th ed., 1993.

KUNZ P. V., Rechtsnatur und Einredenordnung der aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsklage, Bern 1993.

MERKT H., US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1991.

MERTENS H.-J., Organhaftung, in: FEDDERSON D./HOMMELHOFF P./SCHNEIDER U. H. (Hrsg.), Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Recht, Köln 1996, 155.

MITCHELL L. E., Fairness and Trust in Corporate Law, 43 Duke Law Journal, 1993, 425.

MONTELEONE J. P./CONCA N. J., Directors' and Officers' Indemnification and Liability Insurance: An Overview of Legal and Practical Issues, Business Lawyer, 1996, 573.

MÜLLER R./LIPP L./PLÜSS A., Der Verwaltungsrat. Ein Handbuch für die Praxis, Zürich 1999.

NICKLISCH F. (Hrsg.), Der komplexe Langzeitvertrag, Köln 1987.

PORTER M. E., Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry, 5 Journal of Applied Corporate Finance, 1992, 4-16.

POSNER R. A., Economic Analysis of Law, 4th ed., Boston/Toronto/London 1992.

R. M. B. C. A., Revised Model Business Corporation Act, American Bar Foundation and Law and Business, Inc., 1994.

ROMANO R., The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?, 7 Journal of Law, Economics and Organization, 1991, 89.

ROMANO R., A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law, Yale Law Review, 1993, 2021.

RUFFNER M., Die ökonomischen Grundlagen eines Aktienrechts der Publikumsgesellschaft. Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000.

SCOTT R. E., Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project, 35 Stanford Law Review, 1983, 927.

SHLEIFER A./VISHNY R. W., A Survey of Corporate Governance, 52 Journal of Finance, 1997, 737.

ULMER P., Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandelns. Vor dem Hintergrund der US-Erfahrungen mit der shareholders' derivative action, ZHR 163, 1999, 291.

VON DER CRONE H. C., Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 66, 1994, 7.

VON PLANTA F., Der Interessenkonflikt des Verwaltungsrates der abhängigen Konzerngesellschaft, Diss. Zürich 1988.

WATTER R., Die Verpflichtung der Aktiengesellschaft aus rechtsgeschäftlichem Handeln ihrer Stellvertreter, Prokuristen und Organe, Diss. Zürich 1985.

WEISS ST. J., Doing D&O Insurance Right, Business Law Today, Nov./Dez. 1994, 50.

WENGER E./KASERER C., German Banks and Corporate Governance: A Critical View, in: HOPT K. J./KANDA H./ROE M. J./WYMEERSCH E./PRIGGE S. (Hrsg.), Comparative Corporate Governance. The State of The Art and Emerging Research, Oxford 1998.

WIDMER P., in: Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht Bd. 2, 1994, Art. 756 Rdn. 10 ff.

ZOBL D., Probleme der organschaftlichen Vertretungsmacht, ZBJV, 1989, 289.