

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS

RECHTSFRAGEN DER INNENFINANZIERUNG IM AKTIENRECHT



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 62



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

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Theodor Baums

Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 62

06/2007

Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht

Theodor Baums

- I. Begriff und Fälle der Innenfinanzierung
- II. Innenfinanzierung, Gläubigerschutz und „Residualberechtigung“ der Aktionäre
 - 1. Rücklagenbildung aufgrund gläubigerschützender Vorschriften
 - 2. Innenfinanzierung und Residualberechtigung der Aktionäre
- III. Innenfinanzierung durch Gewinnrücklagen
 - 1. Wirtschaftswissenschaftliche Erwägungen zu Rücklagenbildung und Ausschüttung
 - 2. Die Rücklagenbildung durch Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 58 Abs. 2 AktG
 - 3. Die Rücklagenbildung durch die Hauptversammlung gemäß § 58 Abs. 3 AktG
- IV. Innenfinanzierung durch stille Reserven
 - 1. Gesetzliche „Zwangsreserven“
 - 2. Schätzungs- und Ermessensreserven
 - 3. „Willkürreserven“
- V. Innenfinanzierung durch anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns
- VI. Zusammenfassung

I. Begriff und Fälle der Innenfinanzierung

Mit „Innenfinanzierung“ von Unternehmen bezeichnet man folgenden Vorgang: Finanzielle Mittel, die dem Unternehmen aus seiner Geschäftstätigkeit, genauer, als positiver Saldo zwischen Einzahlungen aus Nichtfinanzierungsmärkten (zum Beispiel Erträge aus dem Absatz von Produkten und Dienstleistungen) und Auszahlungen an diese Märkte (zum Beispiel Aufwand für Rohstoffe, Lohnaufwand usw.) in einer Periode zugeflossen sind, werden nicht an die Kapitalgeber ausgezahlt, sondern einbehalten¹. Vier Gestaltungen sind insoweit zu unterscheiden: Die Innenfinanzierung durch Gewinnrücklagen; die Innenfinanzierung durch stille Reserven; die Innenfinanzierung durch anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns, und die Innenfinanzierung durch Vermögensumschichtung.

Die *Innenfinanzierung durch Bildung von Gewinnrücklagen* wird oft auch als „offene Selbstfinanzierung“ bezeichnet. Sie erfolgt aus dem mittels des Einzelabschlusses ermittelten Ergebnis der Gesellschaft (vgl. § 272 Abs. 3 HGB). Vor allem ist damit der Fall gemeint, daß das zuständige Gesellschaftsorgan beschließt, den erzielten Jahresüberschuß ganz oder zum Teil nicht an die Anteilseigner auszuschütten, sondern in der Gesellschaft zu belassen. So können Vorstand und Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft im Fall des § 58 Abs. 2 AktG einen Teil des Jahresüberschusses in „andere Gewinnrücklagen“ einstellen, und die Hauptversammlung kann in ihrem Beschluß über die Verwendung des Bilanzgewinns weitere Beträge in Gewinnrücklagen einstellen oder als Gewinn vortragen (§ 58 Abs. 3 AktG).

Zur Selbstfinanzierung rechnet sodann die stille Selbstfinanzierung oder *Innenfinanzierung durch stille Reserven*. Stille Reserven entstehen, wenn Vermögensgegenstände in der Bilanz nicht angesetzt oder unterbewertet sind; wenn nicht bestehende Verbindlichkeiten angesetzt, oder wenn Verbindlichkeiten überbewertet sind; oder auch durch die Bildung von Rückstellungen (vgl. § 249 Abs. 1 HGB). Rückstellungen bewirken im Ergebnis eine Ausschüttungssperre und dadurch eine vorzeitige Bindung derjenigen Mittel, die u. U. für eine spätere Zahlung benötigt werden. Der Begriff der Bildung einer „stillen“ Reserve ist dabei nicht mißzuverstehen. Nur im Fall des Nichtansatzes oder der Unterbewertung eines Vermögensgegenstands auf der Aktivseite werden aus der Bilanz nicht ersichtliche stille Reserven gelegt; stille Reserven auf der Passivseite führen dagegen zum Ausweis der entsprechenden Bilanzpositionen und verkürzen das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital². Zur Bildung stiller Reserven kann es aus verschiedenen Gründen kommen. So können Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften den Ansatz eines Vermögensgegenstands in der Bilanz zu einem niedrigeren als dem Verkehrswert vorschreiben (vgl. §§ 253, 254 i. V. mit §§ 279, 280 HGB), oder sie können die Bildung einer Rückstellung erzwingen, obwohl die Inanspruchnahme der Gesellschaft nach Grund oder Höhe noch nicht feststeht (vgl. § 249 HGB). In diesen Fällen werden gewissermaßen gesetzliche „Zwangsreserven“ gebildet. Ferner können sich stille Reserven dadurch ergeben, daß Ansatz- oder Bewertungsvorschriften Wahlrechte zubilligen, die von den Beteiligten im Sinne der von ihnen eingeschlagenen Bilanzpolitik genutzt werden dürfen („Ermessensreserven“). Eine besondere Fallgruppe stellen sogenannte „Schätzungsreserven“ dar, die sich aus der Natur notwendig unvollkommener Prognosen ergeben. So mag zum Beispiel die Nutzungsdauer von Vermögensgegenständen bei der Anlage des Abschreibungsplans falsch eingeschätzt, oder es mögen zu hohe drohende Verluste bei der Bildung von Rückstellungen angenommen werden. Schließlich können stille Reserven auch durch Verstöße gegen Ansatz- und Bewertungsvorschriften entstehen („Willkürreserven“).

¹ Eingehend zum Begriff der Innenfinanzierung etwa Drukarczyk, Finanzierung, 9. Auflage 2003, S. 8 ff; Rudolph, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, 2006, S. 6 f.

² S. dazu auch Wöhe, Bilanzierung und Bilanzpolitik, 9. Auflage 1997, S. 602.

Ein dritter, praktisch allerdings wenig bedeutsamer Fall der Innenfinanzierung von Unternehmen ist die *Innenfinanzierung durch anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns*. So mag den Arbeitnehmern eine Gewinnbeteiligung in der Form versprochen worden sein, daß sie einen bestimmten Prozentsatz des Jahresüberschusses als Ergebnisanteil erhalten, daß diese Gewinnbeteiligung aber in einen verzinslichen Fremdkapitalanspruch („Mitarbeiter-Darlehen“) umgewandelt wird, der erst nach Ablauf einer bestimmten Haltefrist auszuzahlen ist.

Als weiterer Fall der Innenfinanzierung wird schließlich in der betriebswirtschaftlichen Literatur die *Innenfinanzierung durch Vermögensumschichtung* behandelt³. Hierher rechnet etwa die Kapitalfreisetzung durch Veräußerung nicht betriebsnotwendiger oder nicht mehr benötigter Vermögensgegenstände. Aus rechtlicher Sicht wirft diese Form der Innenfinanzierung keine besonderen Fragen auf; sie wird im Folgenden daher nicht erörtert.

II. Innenfinanzierung, Gläubigerschutz und „Residualberechtigung“ der Aktionäre

1. Rücklagenbildung aufgrund gläubigerschützender Vorschriften

Die Innenfinanzierung eines von einer Aktiengesellschaft betriebenen Unternehmens bewegt sich im Spannungsfeld zwischen Gläubigerschutz und „Residualberechtigung“ der Aktionäre. Soweit die Reservenbildung sich infolge der Anwendung *zwingender gesetzlicher Ansatz- oder Bewertungsvorschriften für den Einzelabschluß* ergibt, ist sie eine Folge des in diesen Normen verankerten Gläubigerschutzprinzips. Diese Vorschriften sollen dazu beitragen, die Erfüllung der Verbindlichkeiten gegenüber den Gläubigern zu sichern und das Vermögen der Schuldnergesellschaft vor dem unberechtigten Zugriff ihrer Eigenkapitalgeber zu schützen, denen letzten Endes nur das „Residuum“, der „Totalgewinn“, zusteht, der nach Abzug sämtlichen Aufwands und aller Verbindlichkeiten verbleibt. Brauchte man nur diesen Endüberschuß zu ermitteln, dann würden sich z.B. die getätigten Aufwendungen für Pensionsleistungen ohne weiteres ergebnismindernd auswirken. Die Notwendigkeit zur Bildung einer Rückstellung für Pensionsleistungen ergibt sich daraus, daß bereits vor der Ermittlung des Totalgewinns und vor der Begleichung des Aufwands hierfür periodisch mit Hilfe des Jahresabschlusses „Zwischengewinne“ ermittelt und gegebenenfalls auch ausgeschüttet werden. Das erfordert, für zwar noch nicht feststehende oder gar fällige, aber bereits angelegte und der betreffenden Periode auch zuzurechnende Verbindlichkeiten, zum Beispiel Pensionsverpflichtungen als Vergütung für Arbeitsleistungen, im Jahresabschluß Rückstellungen zu bilden (vgl. Art. 28 EGHGB i. V. mit § 249 Abs. 1 S. 1 HGB)⁴, um durch eine solche *vorzeitige Mittelbindung* zu ermöglichen, daß entsprechende Mittel im Zeitpunkt des Fälligwerdens der Verbindlichkeit tatsächlich vorhanden sind und nicht zu Unrecht, als Vorabauschüttung auf einen angeblichen Totalgewinn, vorweg an die Anteilseigner ausgekehrt werden. Die Verpflichtung zur *nachträglichen Mittelbindung* durch Abschreibung soll gleichfalls dazu beitragen, daß nicht vorab als Periodengewinn Beträge ausgeschüttet werden, die den residualberechtigten Anteilseignern letzten Endes vielleicht nicht zustehen. Bei kostendeckenden Preisen umfaßt der aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens erzielte Erlös auch die Kosten des Einsatzes der Gegenstände des Anlagevermögens, die sich über die Nutzungsdauer hinweg verbrauchen; der erzielte Erlös wird aber nicht durch entsprechende Auszahlungen hierfür vermindert. Würde der erzielte Erlös ohne Abzug dieses Aufwands an die Anteilseigner ausgeschüttet, dann erhielten sie wiederum Zahlungen, die

³ Drukarczyk, a.a.O. (Fn. 1), S. 11 f.

⁴ Einzelheiten bei Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzen, 8. Auflage 2005, S. 431 ff.

ihnen bei einer Totalgewinnbetrachtung unter Umständen, je nach Finanzierung des Unternehmens, nicht zuständen⁵.

2. Innenfinanzierung und Residualberechtigung der Aktionäre

(a) Die übrigen eingangs erwähnten Formen der Innenfinanzierung greifen dagegen, teils gezielt, in die Residualberechtigung der Anteilseigner ein. Das gilt bereits für die Verpflichtung, aus dem ausgewiesenen Jahresüberschuß eine *gesetzliche Rücklage* zu bilden (§ 150 AktG). Diese gesetzliche Verpflichtung besteht ebenfalls im Gläubigerinteresse. Anders als in den unter 1. erörterten Fällen geht es hier aber nicht um die möglichst korrekte Ermittlung des „Zwischengewinns“, um die periodenrichtige Abgrenzung dessen, was den Eigen- und was den Fremdkapitalgebern zusteht, sondern um eine reine Vorsorgemaßnahme. Im Interesse der Gläubiger soll zusätzlich zu dem durch die Kapitaleinlagen der Aktionäre aufgebrauchten Grundkapital ein weiterer Sicherungsfonds aufgebaut werden, aus dessen Mitteln künftig etwa eintretende Verluste ausgeglichen werden können. Um einen gezielten Eingriff in die Residualberechtigung der Anteilseigner handelt es sich ferner, wenn Teile des Jahresüberschusses zum Zweck der *Bildung von satzungsmäßigen oder anderen Gewinnrücklagen* (vgl. § 272 Abs. 3 S. 2 HGB) einbehalten werden. Dadurch, daß diese Mittel nicht als „Vorabausschüttung“ auf das den Anteilseignern zustehende Residuum an diese ausgekehrt, sondern zu Investitionszwecken oder zur Deckung evtl. sich später ergebender Verluste zurückgestellt werden, entgeht den Anteilseignern der mit einer Ausschüttung verbundene Liquiditätsvorteil. Außerdem sind damit Opportunitätskosten und steuerliche Auswirkungen verbunden, die durch die Vorteile einer Thesaurierung vielleicht nicht aufgewogen werden⁶.

Bei der *Bildung stiller Reserven* ist zu unterscheiden. Sicher liegt ein gezielter Eingriff in die Residualberechtigung der Anteilseigner vor, wenn unter Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften *Willkürreserven* gebildet werden und dadurch der ausschüttbare Bilanzgewinn verkürzt wird. Gleichfalls um einen – freilich unvermeidbaren – Eingriff handelt es sich bei Prognosefehlern, die „*Schätzungsreserven*“ zur Folge haben. Selbst bei der oben unter 1. behandelten Bildung gesetzlicher *Zwangsreserven* infolge der Anwendung zwingender gesetzlicher Ansatz- oder Bewertungsvorschriften kann es zu Prognosefehlern kommen, etwa bei der Einschätzung der voraussichtlichen Nutzungsdauer zwecks Festlegung der Abschreibungsrate, und damit zur Bildung übermäßiger, vom Gläubigerschutzprinzip nicht geforderter Rücklage von Mitteln, die als Teil des Jahresüberschusses hätten ausgewiesen werden müssen und als Bilanzgewinn hätten ausgeschüttet werden können. Ungeachtet dessen ist die Bildung gesetzlicher Zwangsreserven einschließlich der damit verbundenen Schätzungsreserven von den Anteilseignern aber hinzunehmen. Dasselbe gilt für *Ermessensreserven*, sofern diese korrekt gebildet sind. Auf Einzelheiten ist noch zurückzukommen⁷.

Ebenfalls wird noch zu erörtern sein, ob die Anteilseigner die Zusage eines Teils des festgestellten Jahresüberschusses an Dritte, etwa die Arbeitnehmer, und die mit der Begründung entsprechender Verbindlichkeiten verbundene Verkürzung ihres Gewinnanspruchs durch eine solche *anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns* hinnehmen müssen⁸.

⁵ Vgl. Ruchti, Die Abschreibung, ihre grundsätzliche Bedeutung als Aufwands-, Ertrags- und Finanzierungsfaktor, 1953.

⁶ Eingehender dazu unten III. 1.

⁷ Dazu unten IV.

⁸ Unten V.

(b) Von einem Eingriff in die „Residualberechtigung“ der Anteilseigner zu sprechen erfordert allerdings, diesen Begriff zunächst näher zu erläutern und schärfer zu fassen⁹. Insbesondere darf die „Residualberechtigung“ der Anteilseigner nicht mit ihrem Anspruch auf den Liquidationsüberschuß im Sinne des § 271 Abs. 1 AktG gleichgesetzt, sondern sie muß weiter gefaßt werden. Sie bezeichnet die vermögensmäßige Zuweisung, die durch die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft vermittelt wird, und aus der sich dann einzelne Ansprüche (auf den ausgewiesenen Bilanzgewinn, § 58 Abs. 4 AktG; auf den Liquidationsüberschuß, § 271 Abs. 1 AktG) und sonstige Vermögensrechte, zum Beispiel das Bezugsrecht, ergeben können. Nach einer anderen, bildhaften Formulierung sind diese Einzelansprüche und –rechte lediglich die Früchte des durch die Aktie vermittelten und mit ihr untrennbar verbundenen „Vermögensstammrechts“¹⁰.

Nun ist zwar richtig, daß die „vermögensmäßige Zuweisung“, die Residualberechtigung des Aktionärs, erst durch das positive Recht vorgenommen und ausgeformt wird. Unter Hinweis darauf könnte man bestreiten, daß zum Beispiel mit der Dotierung der gesetzlichen Rücklage in die Residualberechtigung des Aktionärs eingegriffen werden kann, eben weil die Residualberechtigung der Aktionäre nur nach Maßgabe des positiven Rechts bestehe, das diese Dotierung anordne (§ 150 AktG). Der Aktionär habe nun einmal keinen Anspruch auf den gesamten Jahresüberschuß (und kein Recht auf korrekte Feststellung eines Jahresüberschusses einschließlich einer pflichtgemäßen Ausübung von Ansatz- und Bewertungsspielräumen seitens der Verwaltung), sondern nur einen „Anspruch auf den Bilanzgewinn, soweit er nicht nach Gesetz oder Satzung, durch Hauptversammlungsbeschluß ... oder als zusätzlicher Aufwand aufgrund des Gewinnverwendungsbeschlusses von der Verteilung unter die Aktionäre ausgeschlossen ist“ (so ausdrücklich § 58 Abs. 4 AktG). Gleichwohl ist die Annahme eines sich nicht in einzelnen schuldrechtlichen Ansprüchen (auf die Dividende, auf den Liquidationserlös, auf den Bezug junger Aktien) erschöpfenden vermögensrechtlichen Gehalts der Mitgliedschaft gerade im Hinblick auf den Charakter dieser Ansprüche geboten und praktisch bedeutsam. Die besondere Eigenart der Ansprüche auf die Dividende und den Liquidationserlös besteht darin, daß sie nicht von vorneherein nach Grund und Höhe fest- und dem Aktionär zustehen, sondern von den Ergebnissen der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft abhängen. Die „Offenheit“ dieser Ansprüche erfordert zum einen den besonderen Schutz der Aktionäre durch Herrschaftsrechte (Mitverwaltungs- und Kontrollrechte), die dazu beitragen sollen, daß das den Anteilseignern zukommende Residuum gesteigert wird¹¹ und hierauf bezogene Ansprüche überhaupt entstehen können. Zum anderen verdeutlicht die Annahme eines den Einzelansprüchen vorgelagerten „Vermögensstammrechts“ oder einer „Residualberechtigung“ der Aktionäre, weshalb Maßnahmen der Mehrheit und der Verwaltung, die sich auf den vermögensrechtlichen Gehalt der Mitgliedschaft, das Entstehen oder die Höhe einzelner Ansprüche des Aktionärs, nachteilig auswirken, einer rechtlichen Überprüfung zur Wahrung seiner Interessen unterworfen werden können. Dies bezieht sich auch auf die korrekte bilanzielle Ermittlung

⁹ Üblich ist die Bezeichnung der Aktionäre als Residualberechtigte oder „residual claimants“ in der ökonomischen Literatur; s. nur Bernard Black, "Corporate law and Residual Claimants", Berkeley Program in Law & Economics, Working Paper Series. Paper 27, 1999. Der Begriff der „Residualberechtigung“ kennzeichnet deutlicher als der in der deutschen rechtswissenschaftlichen Literatur übliche Begriff des „Vermögensstammrechts“ des Aktionärs, worauf dieses Recht letzten Endes gerichtet ist, läßt aber auf der anderen Seite (insbesondere in der englischen Version des „claim“) nicht recht deutlich werden, daß es nicht um einen Anspruch im technischen Sinne geht, und sich der vermögensrechtliche Gehalt der Mitgliedschaft nicht in einem Anspruch auf den Totalgewinn oder Liquidationsüberschuß erschöpft. Vgl. im Einzelnen den Text.

¹⁰ Eingehend zum vermögensrechtlichen Gehalt der Mitgliedschaft und zur Unterscheidung zwischen dem „Vermögensstammrecht“ und den einzelnen vermögensrechtlichen Ansprüchen m. w. Nachweisen Habersack, Die Mitgliedschaft – subjektives und „sonstiges“ Recht, 1996, S. 86 ff.

¹¹ Zu diesem Zusammenhang besonders Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, S. 67 ff.

des Überschusses, aus dem sich dann Ansprüche des Aktionärs auf Dividende und Liquidationserlös ergeben können. Des weiteren kann die Residualberechtigung der Eigenkapitalgeber auch Maßnahmen der Verwaltung rechtfertigen, die darauf abzielen, Gewinnansprüche der Eigenkapitalgeber entstehen zu lassen oder zu erhöhen, selbst wenn der Gesellschaft „als solcher“, bei isolierter Betrachtung, durch die Ausschüttung Kosten und Nachteile entstehen.

Diesen Zusammenhängen ist im Folgenden nachzugehen, und zwar gesondert für die Innenfinanzierung durch die Bildung von Gewinnrücklagen (sogleich unter III.), für die Innenfinanzierung durch Bildung stiller Reserven (unten IV.), und für die Innenfinanzierung durch anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns (unten V.). Eine Zusammenfassung schließt die Untersuchung ab (VI.).

III. Innenfinanzierung durch Gewinnrücklagen

Im Normalfall, in dem Vorstand und Aufsichtsrat den Jahresabschluß feststellen (vgl. § 172 AktG), können sie einen Teil des Jahresüberschusses, höchstens jedoch die Hälfte, in „andere Gewinnrücklagen“¹² einstellen (§ 58 Abs. 2 S. 1 AktG). Die Satzung kann Vorstand und Aufsichtsrat zur Einstellung eines größeren oder kleineren Teils des Jahresüberschusses ermächtigen; allerdings darf die Verwaltung aufgrund einer solchen Satzungsbestimmung keine Beträge in andere Gewinnrücklagen einstellen, wenn die anderen Gewinnrücklagen die Hälfte des Grundkapitals übersteigen oder soweit sie nach der Einstellung die Hälfte übersteigen würden (§ 58 Abs. 2 S. 2, 3 AktG). Nach § 58 Abs. 3 AktG kann die Hauptversammlung sodann in ihrem Beschluß über die Verwendung des Bilanzgewinns (vgl. § 174 AktG) weitere Beträge in Gewinnrücklagen einstellen oder als Gewinn vortragen. Im Folgenden werden nach einer Sichtung wirtschaftswissenschaftlicher Erwägungen zu Thesaurierung und Ausschüttung (unten 1.) die Pflichten und die Kontrolle der Entscheidungen über die Rücklagenbildung von Vorstand und Aufsichtsrat einerseits (unten 2.) und der Hauptversammlung andererseits (unten 3.) gesondert erörtert. Die besonderen Rechtsfragen, die sich bei Rücklagenbildung in abhängigen Gesellschaften ergeben, werden nicht behandelt.

1. Wirtschaftswissenschaftliche Erwägungen zu Rücklagenbildung und Ausschüttung

Die Kompetenz der Verwaltung zur Bildung von Rücklagen im Rahmen des § 58 Abs. 2 AktG besagt nicht, daß die Verwaltung in der Entscheidung darüber, ob dieser Ermächtigungsrahmen ganz oder teilweise ausgeschöpft werden oder umgekehrt auf eine Rücklagenbildung verzichtet und statt dessen Dividenden ausgeschüttet werden sollten, völlig frei und ungebunden wäre¹³. Das wurde bereits angedeutet und wird im Einzelnen noch auszuführen sein. Aber welche Maßstäbe sind insoweit anzulegen? Mustert man die juristische Literatur hierauf durch, dann findet man – vornehmlich im älteren Schrifttum – die Ansicht, daß die Verwaltung das „Unternehmensinteresse“ an der Selbstfinanzierung mit den Ausschüttungsinteressen der Aktionäre abzuwägen habe¹⁴. Im neueren Schrifttum wird

¹² Der Begriff der „anderen“ Gewinnrücklage versteht sich als Abgrenzung zu den in § 266 Abs. 3 A. III. Nrn. 1. – 3. genannten Gewinnrücklagen.

¹³ S. nur Henze, in: Großkomm. AktG, 4. Aufl., 5. Lieferung 2001, § 58 Rdz. 45; Bayer, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Auflage, Bd. 2, 2003, § 58 Rdz. 38; Hüffer, AktG, 7. Aufl. 2006, § 58 Rdz. 10. Einschränkend Lutter, Kölner Komm. zum AktG, 2. Aufl. 1988, § 58 Rdz. 34: § 58 Abs. 2 S. 1 AktG könne eine Vermutung pflichtgemäßen Verhaltens der Verwaltung entnommen werden; vgl. dazu noch unten 2. (b).

¹⁴ Lutter, a.a.O. (Fn. 13), Rdz. 5; vgl. auch Hüffer, a.a.O. (Fn. 13), Rdz. 1: divergierende Interessen der Gesellschaftsleitung (Hervorhebung d. Verf.) an Selbstfinanzierung des Unternehmens und der anlageorientierten Aktionäre an für sie verfügbarer Kapitalrendite.

auf die ARAG-Garmenbeck - Entscheidung des Bundesgerichtshofes¹⁵ verwiesen¹⁶. Danach sei der Verwaltung bei Rücklagenentscheidungen ein Beurteilungs- und Ermessensspielraum zuzubilligen. § 93 Abs. 1 S. 2 AktG umschreibt diesen Freiraum und seine Voraussetzungen jetzt so, daß eine Pflichtverletzung nicht vorliegt, wenn der Vorstand „bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.“ Aber wann darf der Vorstand vernünftigerweise annehmen, bei einer Rücklagenentscheidung zum Wohl der Gesellschaft zu handeln, unter welchen Voraussetzungen und in welchem Ausmaß muß oder darf er Ausschüttungsinteressen der Anleger beachten, wann darf er sie zurücksetzen, und handelt es sich dabei um eine „unternehmerische Entscheidung“?

Eingehendere Überlegungen zu Dividendenpolitik und Rücklagenbildung werden in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur angestellt¹⁷. Neben empirischen Angaben zum Ausschüttungsverhalten und zur Bedeutung der Innenfinanzierung in der Praxis¹⁸ sowie modelltheoretischen Aussagen zur Irrelevanz der Dividendenentscheidung auf vollkommenen Märkten¹⁹ finden sich dort auch Ausführungen zu der Frage, ob bei Annahme bestimmter Rahmenbedingungen (z.B. steuerlicher Bedingungen) wertsteigernde Ausschüttungs- oder Rücklageentscheidungen identifiziert werden können. Diese Ausführungen sind im vorliegenden Zusammenhang von besonderem Interesse, da sich aus ihnen möglicherweise Antworten auf die aufgeworfenen Fragen entwickeln lassen.

(a) Häufig wird in der einschlägigen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur modellhaft die Alternative Finanzierung eines Projekts oder einer Einzelinvestition durch thesaurierte Mittel mit der Alternative Gewinnausschüttung verglichen. Ausgangspunkt ist insoweit, daß zwischen Investitionsentscheidung und Finanzierungsentscheidung klar getrennt werden muß. Eine Entscheidung für Ausschüttung und gegen Rücklagenbildung bedeutet noch keine Absage an Investitionen, die mit Hilfe der ausgeschütteten Mittel hätten finanziert werden können, sondern nur eine Absage an eine *Innenfinanzierung* der Investition. Es sind also mit anderen Worten bei der Entscheidung über eine Innenfinanzierung von Investitionen oder die Ausschüttung von Dividenden zwei verschiedene Fragen zu beantworten: Erstens, ob das Management überhaupt über Projekte („Investitionsvorhaben“) verfügt, die eine Finanzierung verdienen (dazu sogleich); und zweitens ist eine Entscheidung über deren Innen- oder Außenfinanzierung zu treffen (dazu unten (b)).

Was die erste Frage betrifft, läßt sich festhalten, daß das Management keine Investitionen tätigen (und weder Mittel der Innen- noch der Außenfinanzierung dafür einsetzen) sollte, deren Nettokapitalwert („net present value“) negativ ist²⁰. Anders formuliert sollte ein Projekt nicht unternommen werden, wenn es über seine gesamte Laufzeit hinweg nicht die Kapitalkosten erwirtschaftet. Außerdem sollten Projekte mit höherem Nettokapitalwert

¹⁵ BGHZ 135, 244.

¹⁶ Bayer, a.a.O. (Fn. 13), Rdz. 38; Henze, a.a.O. (Fn. 13), Rdz. 45.

¹⁷ S. nochmals Drukarczyk, a.a.O. (Fn. 1), S. 347 – 383 m. Literaturnachweisen; ders., Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Aufl. 1993, S. 415 ff; Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Aufl. 2004, S. 568 ff; Rudolph, a.a.O. (Fn. 1), S. 441 ff; Volkart, Corporate Finance, 2. Auflage 2006, S. 661 ff; Brealey/Myers/Allen, Principles of Corporate Finance, 8. Auflage 2006, S. 415 ff, Klein/Coffee, Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles, 9. Auflage 2004, S. 380 ff. - Ein Überblick über die (ältere) Literatur dazu findet sich in der juristischen Dissertation von Schütte, Die Dividendenentscheidung in der Aktiengesellschaft, 1994, S. 63 ff, 80 ff.

¹⁸ Dazu Drukarczyk, a.a.O. (Fn. 1), S. 352 ff; T. Bezzenger, Das Kapital der Aktiengesellschaft, 2005, S. 57 ff.

¹⁹ Dazu die grundlegende Arbeit von Modigliani/Miller, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, Vol 34, Nr. 4, 1961, S. 411 ff.

²⁰ S. statt aller Volkart, a.a.O. (Fn. 17), S. 276 ff.

vorgezogen werden (sofern sie sich im Rahmen des in der Satzung festgelegten Unternehmensgegenstands bewegen²¹).

Nun werden Rücklagen nicht nur dazu eingesetzt, Einzelprojekte oder Investitionen im Anlagevermögen zu finanzieren²². Sie können auch dazu verwandt werden, Verbindlichkeiten der Gesellschaft abzulösen, um die Eigenkapitalquote und damit die Finanzierungsstruktur der Gesellschaft zu verbessern; sie können am „internen“ Kapitalmarkt des Konzerns verbundenen Unternehmen zur Verfügung gestellt, oder sie können vorgehalten werden, um bei sich bietender Gelegenheit z. B. passende, aber noch nicht konkret feststehende Beteiligungen zu erwerben. Eine Ausschüttung kann ferner unterbleiben oder geringer ausfallen, um einen absehbaren Liquiditätsbedarf zu überbrücken oder auch, um allfällige Verluste in den folgenden Jahren ausgleichen und gleichwohl zur Ausschüttung einer gleichbleibenden Dividende imstande sein zu können. Das „Projekt“, in das in diesen Fällen mit der Einbehaltung von ausschüttungsfähigen Gewinnen investiert wird, ist das Unternehmen insgesamt. Auch insofern gilt aus ökonomischer Sicht das Gebot, daß die Anlage dieser Mittel im Unternehmen langfristig zumindest die Kapitalkosten decken sollte.

(b) Auch wenn zu erwarten steht, daß die Thesaurierung nicht zu einer Kapitalvernichtung, sondern im Gegenteil zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen wird, besagt das noch nicht, daß tatsächlich auf eine Ausschüttung verzichtet und Rücklagen gebildet werden sollten. Nehmen wir wieder vereinfachend das Beispiel einer Investition in ein zeitlich befristetes Einzelprojekt mit abgrenzbaren Aufwendungen und einschätzbaren Erlösen hierfür. Hier stellen sich, wenn das Projekt denn durchgeführt werden soll, zwei Alternativen: Entweder wird das Projekt aus thesaurierten Gewinnen finanziert, oder die Gewinne werden ausgeschüttet und statt dessen wird eine Außenfinanzierung vorgenommen. Nur in einer theoretischen Modellwelt ohne Transaktionskosten und unterschiedliche Steuersätze auf einbehaltene und ausgeschüttete Gewinne wäre es aus Sicht des Unternehmens gleichgültig, ob die Investition aus einbehaltenen Gewinnen finanziert wird, oder ob die Gewinne ausgeschüttet werden, und zwecks Finanzierung eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird. Auch für den Investor ist es in einer solchen Modellwelt ohne Belang, ob die Dividenden ausgeschüttet werden oder nicht, weil bei Ausschüttung der Wert seiner Aktien genau um den Betrag der ausgeschütteten Dividenden sinkt, und er sich bei Thesaurierung den einbehaltenen Betrag durch Veräußerung von Aktien am Sekundärmarkt transaktionskostenfrei verschaffen kann²³.

Verläßt man diese Modellwelt aber und betrachtet die Alternativen Ausschüttung oder Thesaurierung zunächst aus Sicht des Unternehmens, dann sprechen bei gleichbleibendem (Eigenkapital-)Finanzierungsbedarf die erheblichen Kosten einer Eigenkapitalaufnahme durch Emission junger Aktien insbesondere bei börsengehandelten Anteilen²⁴ ceteris paribus für die Finanzierung durch thesaurierte Gewinne und gegen eine Ausschüttung verbunden mit einer Gegenfinanzierung durch Ausgabe junger Aktien. Bezieht man die Besteuerung mit ein, dann gilt dies jedenfalls für das gegenwärtige Halbeinkünfteverfahren²⁵ erst recht: Die Gesamtsteuerbelastung von Gesellschaft und im Inland steuerpflichtigen Anteilseignern fällt bei Thesaurierung niedriger aus als bei Ausschüttung und anschließender Kapitalaufnahme²⁶.

²¹ Dazu Koch, Diversifizierung und Vorstandskompetenzen (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Bd. 40), 2000.

²² Zu den verschiedenen Zielen der Rücklagenpolitik etwa Wöhe, a.a.O. (Fn. 2), S. 677 ff.

²³ Eingehend zu diesem Irrelevanztheorem Modigliani/Miller, a.a.O. (Fn. 19) und die Nachweise zur Diskussion dazu bei Schütte, a.a.O. (Fn. 17), S. 80 ff.

²⁴ S. dazu die Nachweise bei Schütte, a.a.O. (Fn. 17), S. 84 ff.

²⁵ Zur Schütt aus – hol zurück – Politik unter dem früheren Anrechnungsverfahren etwa Olfert, Finanzierung, 9. Auflage 1997, S. 321, 325 f.

²⁶ Drukarczyk, a.a.O. (Fn. 1), S. 373 f; Jacobs, Unternehmensbesteuerung und Rechtsform, 3. Aufl. 2002, S. 504 ff, 510.

Das gilt selbst dann, wenn es sich bei dem Dividendenempfänger um eine Kapitalgesellschaft handelt. Unter der geplanten Abgeltungssteuer dürfte sich dieser Effekt noch verstärken²⁷. Das alles spricht jedenfalls auf den ersten Blick dafür, daß die Verwaltung Dividenden nicht ausschütten sollte, wenn die einbehaltenen Gewinne im Unternehmen selbst profitabel in dem oben beschriebenen Sinne angelegt werden können.

Dagegen werden nun mehrere Einwände erhoben.

(aa) Der erste Einwand lautet, daß die Anleger vielleicht über – unter Rendite- und Risikogesichtspunkten – profitablere Investmentmöglichkeiten als die Gesellschaft verfügen, und zwar selbst unter Berücksichtigung der mit der Ausschüttung für sie entstehenden Steuern, und sie deshalb den zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Jahresüberschuß erhalten sollten. Außerdem vermindert eine Ausschüttung im Vergleich mit einer Thesaurierung den Anteil am Vermögen des Anlegers, der einem bestimmten unternehmensspezifischen Risiko unterliegt, und trägt somit unter Umständen zur Risikodiversifizierung bei. Dem läßt sich für eine Gesellschaft mit auf einem liquiden Sekundärmarkt gehandelten Anteilen entgegen, daß derjenige Aktionär, der über profitablere Investmentmöglichkeiten verfügt oder das unternehmensspezifische Risiko senken möchte, den einer Dividendenausschüttung äquivalenten Teil seiner Aktien verkaufen und den Erlös wie eine Ausschüttung investieren kann²⁸. Dieser Weg ist allerdings nur im Rahmen eines umfassenderen Portfoliomanagements gangbar, das verhütet, daß Verkäufe einzelner Aktienwerte zur Unzeit getätigt werden müssen und dadurch Verluste realisiert werden. Außerdem mag eine solche „Selbstbeschaffung“ der Dividende über den Kapitalmarkt für den Investor, der z. B. eine Sperrminorität hält und diese nicht aufgeben möchte, deshalb ausscheiden. Für die Gesellschaft mit nicht börsengehandelten Anteilen trägt diese Überlegung ohnehin nicht. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird der Verwaltung daher empfohlen, dem „Residualprinzip“ zu folgen: Die Verwaltung solle auf Rücklagenbildung verzichten und der Hauptversammlung die Ausschüttung des Bilanzgewinns vorschlagen, wenn die Gesellschaft diese Mittel nicht profitabler als die Aktionäre anlegen könne²⁹. Die Befolgung dieses Prinzips stößt allerdings auf folgende Schwierigkeiten: Erstens weiß die Verwaltung nicht in jedem Fall und ohne weiteres, ob die Aktionäre – unter Berücksichtigung der mit der Ausschüttung für sie individuell verbundenen Steuern und Kosten – über profitablere Investitionsmöglichkeiten verfügen als die Gesellschaft selbst. Zweitens mag es sein, daß nur einzelne und nicht alle Aktionäre über solche Möglichkeiten verfügen. Drittens möchten Investoren vielleicht selbst ertragreichere Investments gar nicht wahrnehmen, sei es, weil sie risikoavers sind, sei es, weil z. B. bei institutionellen Investoren ihnen ihre Anlagepolitik bestimmte Anlagen in bestimmten Sparten oder Werten vorgibt. Wie sollte die Verwaltung in einem solchen Fall entscheiden?

Die Verwaltung könnte zunächst darauf verweisen, daß die unterschiedlichen Ausschüttungspräferenzen der Anleger von diesen in der Entscheidung der Hauptversammlung zum Ausdruck gebracht werden können, die gemäß § 58 Abs. 3 AktG mangels abweichender Satzungsbestimmung über die Ausschüttung oder Thesaurierung der Hälfte des Jahresüberschusses (nach Korrektur³⁰) verfügt; dabei mag sich dann in Bezug auf

²⁷ S. dazu etwa Kessler/Ortmann-Babel/Zipfel, BB 2007, S. 523 ff.

²⁸ Steuerlich gesehen ist dieser Weg unter dem geltenden Einkommensteuerrecht für den Privatanleger, der nicht wesentlich beteiligt ist (§ 17 EStG) und die Aktie nicht in der Spekulationsfrist (§ 23 EStG) verkauft, sogar günstiger als eine Ausschüttung. Zum künftigen Recht s. aber Kessler u.a., a.a.O. (Fn. 27), S. 524.

²⁹ Drukarczyk, a.a.O. (Fn. 1), S. 363 ff.

³⁰ Der Jahresüberschuß, der mangels abweichender Satzungsbestimmung zur Hälfte von der Verwaltung ausgeschüttet oder einbehalten werden kann, ist um die Posten nach § 158 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 bis 4 AktG zu korrigieren, um zum „Bilanzgewinn“ im Sinne des § 58 Abs. 3 AktG zu gelangen.

diesen Teil des Jahresüberschusses eine von der Politik der Verwaltung abweichende Ausschüttungspolitik durchsetzen. Dem hierbei überstimmten, in der Minderheit befindlichen Investor ist damit freilich noch nicht geholfen³¹. Außerdem löst diese salomonische Empfehlung das Dilemma gegenläufiger Ausschüttungspräferenzen nicht wirklich.

Statt einer notwendig einheitlich für alle Aktionäre geltenden Entscheidung über Ausschüttung oder Rücklagenbildung ließen sich unterschiedliche Ausschüttungspräferenzen der Anleger an sich besser durch ein Aktienrückkaufprogramm der Gesellschaft bedienen. Jeder Investor kann dann anders als im Fall einer Dividendenausschüttung für sich entscheiden, ob er hieran teilnimmt oder nicht. Ein Rückkaufprogramm ist in der Höhe möglich, in der auch eine Ausschüttung in Betracht käme (§ 71 Abs. 2 S. 2 AktG). In steuerlicher Hinsicht ist ein Rückkaufprogramm nach derzeit (noch³²) geltender Rechtslage für den Anleger sogar günstiger als eine Dividendenausschüttung. Allerdings handelt es sich wegen der starren Beschränkungen des Rückerwerbs eigener Aktien nach geltendem Recht³³ (vgl. nur § 71 Abs. 1 Nr. 8, Abs. 2 S. 1 AktG) um ein recht unflexibles und überdies kostenträchtiges Ausschüttungsverfahren, das nur ausnahmsweise in Betracht kommt und eine Regelausschüttung durch Zahlung von Dividenden nicht ersetzen kann³⁴. - Die Verwaltung kann in Gesellschaften mit nicht börsengehandelten Anteilen ferner dabei mitwirken, einen privaten Sekundärmarkt zu organisieren und zum Beispiel durch Gestattung einer due diligence den Verkauf von Anteilen einzelner Anleger ermöglichen und diesen dadurch zu der geforderten Liquidität verhelfen. Auch diese Alternative ist freilich mit Kosten verbunden und mag für Investoren, die an einer bestimmten Aktienquote festhalten wollen oder der Preisbildung für die Aktien bei privaten Veräußerungsgeschäften nicht vertrauen, nicht akzeptabel sein.

Dies alles kann im Ergebnis dazu führen, daß die Verwaltung statt dessen eine stetige Dividendenpolitik verfolgt, also trotz steuerlicher Nachteile eine mehr oder weniger gleichbleibende, mäßig wachsende Dividende anstrebt³⁵ und im übrigen Rücklagen bildet, um auf diese Weise den divergierenden Präferenzen der Anleger Rechnung zu tragen³⁶. Die Anleger können sich dann ex ante bei ihrer (Wieder-)Anlageentscheidung entsprechend ihren Präferenzen darauf einstellen, ob die Gesellschaft, an der sie sich beteiligen, auch in der absehbaren Zukunft voraussichtlich keine Dividenden ausschütten wird (Beispiel: eine wachsende Leasinggesellschaft, die wegen des hohen Abschreibungsaufwands auf die Leasinggüter trotz ihres operativen Gewinns keinen bilanziellen Jahresüberschuß ausweisen kann), oder ob eine Gesellschaft bereits bisher eine mehr oder weniger stabile Dividende ausgeschüttet hat und mit der Fortsetzung dieser Politik zu rechnen ist. Mit einer berechenbaren Ausschüttungspolitik kommt die Gesellschaft auch solchen Anlegern entgegen, denen aus Liquiditäts- oder Konsumgründen an einer stetigen Ausschüttung liegt.

³¹ S. zu Mehrheits-/Minderheitskonflikten gesondert unten 3.

³² Vgl. Fn. 27.

³³ Erleichterungen werden sich insoweit nach der Umsetzung der Änderungsrichtlinie der EU vom 6. 9. 2006 ergeben (Richtlinie 2006/68/EG) des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. 9. 2006, ABl. EU Nr. L 264, 32).

³⁴ Eingehend zur Austauschbarkeit von Aktienrückkauf und Dividendenausschüttung T. Bezenberger, Erwerb eigener Aktien durch die AG, 2002, S. 51 ff. Wegen der anderen Rechtslage in den USA haben dort Aktienrückkaufprogramme statt Dividendenzahlungen eine ganz andere praktische Bedeutung; vgl. nur Allen/Michaely, Payout Policy, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance, Bd. 1A, 2003, S. 337 ff, 342 ff.

³⁵ Formal erfordert dies, daß die Verwaltung soviel an Jahresüberschuß von der Einstellung in Rücklagen ausnimmt, daß unter Berücksichtigung der Posten gemäß § 158 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 bis 4 AktG die angestrebte Dividende der Hauptversammlung zur Ausschüttung vorgeschlagen werden kann (§ 124 Abs. 3 S. 1 AktG). Übersteigt der Bilanzgewinn die angestrebte Dividende, schlägt die Verwaltung hinsichtlich des übersteigenden Teils eine Rücklagenbildung gemäß § 58 Abs. 3 AktG vor.

³⁶ Dazu, daß dieses Ausschüttungsverhalten in der Praxis weit verbreitet ist, Drukarczyk, a.a.O. (Fn. 1), S. 375 ff; für die USA Nachweise im gleichen Sinne bei Allen/Michaely, a.a.O. (Fn. 34).

Aus der Sicht des Managements ist eine stetige Dividendenpolitik vorteilhaft, weil stärkere Schwankungen zu vermehrten Konflikten mit den Anteilseignern führen dürften.

(bb) Ein weiterer Einwand gegen die Thesaurierung des Jahresüberschusses durch die Verwaltung bleibt zu erörtern, der in der ökonomischen Literatur als Kapitalfehlleitungsgefahr infolge von „agency“ - Problemen thematisiert wird. Rechtlich führt dieser Einwand zu der Frage, ob die Verwaltung bei einer Thesaurierungsentscheidung sachlich unbefangen handelt und damit den Entscheidungsfreiraum des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG für sich in Anspruch nehmen kann, oder ob bei Thesaurierungsentscheidungen Eigeninteressen der Verwaltung im Spiel sind oder sein können, die eine Berufung auf § 93 Abs. 1 S. 2 AktG ausschließen.

In der Literatur ist vielfach darauf hingewiesen worden, daß Manager tendenziell Rücklagen bevorzugten, und zwar auch zum Nachteil der Gesellschaft und ihrer Eigenkapitalgeber, wenn es an hinreichender Kontrolle und gegenläufigen Anreizen, zum Beispiel durch eine entsprechend gestaltete Struktur der Vergütung, fehle. Bei Ausschüttung von Finanzmitteln müßten sie sich diese nämlich erforderlichenfalls wieder im Wege der Außenfinanzierung besorgen und dem Kapitalmarkt oder Kreditinstitut den Finanzierungsbedarf, etwa eine geplante Investition, erläutern und rechtfertigen. Bei Thesaurierung entscheide dagegen nicht der Kapitalgeber (mit) über den Finanzmitteleinsatz, sondern allein die Verwaltung. Außerdem nütze dem Management persönlich der Einbehalt von Mitteln im eigenen Unternehmen selbst dann, wenn alle Anleger über profitablere Verwendungsmöglichkeiten verfügten. Thesaurierung und Reinvestition im eigenen Unternehmen unterstützten tendenziell weniger profitable Diversifizierungs- und Expansionsstrategien, soweit Ausschüttungsentscheidungen nicht vom Votum der Eigenkapitalgeber abhingen, sondern allein von der Entscheidung der Verwaltung. Denn das Management profitiere von solchen Strategien der Diversifizierung und Expansion auch bei niedrigen Renditen, da Diversifizierung das Arbeitsplatzrisiko der Manager senke und Expansion ihnen zu verschiedenen denkbaren, mit „Empire-building“ verbundenen Vorteilen verhelfe³⁷.

Diese Annahmen mögen mehr oder weniger zutreffen. Ob sie sogar rechtfertigen, die Thesaurierungsentscheidung kraft zwingenden Gesetzesrechts Vorstand und Aufsichtsrat völlig³⁸ aus der Hand zu nehmen oder einen Zwang zu Mindestausschüttungen vorzusehen³⁹, ist eine rechtspolitische Frage, der hier nicht nachzugehen ist. An dieser Stelle geht es lediglich um die Frage, ob es im Hinblick auf die angedeuteten Thesaurierungsinteressen der Verwaltung de lege lata zutreffend erscheint, die Unbefangenheit der Verwaltung zu verneinen und ihr damit die Berufung auf die Vermutung pflichtkonformen Verhaltens gemäß § 93 Abs. 1 S. 2 AktG zu verweigern⁴⁰. Das ist schon aus praktischen Gründen abzulehnen. Die Folge wäre nämlich sonst die, daß die Mitglieder von Vorstand und

³⁷ S. die eingehende Darstellung und die Nachweise zur Literatur bei Schütte, a.a.O. (Fn. 17), S. 125 ff; Allen/Michaely, a.a.O. (Fn. 34), S. 384 ff.

³⁸ Immerhin entscheidet nach deutschem Recht die Hauptversammlung im gesetzlichen Regelfall, vergrößert formuliert (vgl. oben Fn. 30), über die Verwendung der Hälfte des ausschüttungsfähigen Jahresüberschusses (§ 58 Abs. 3 i. V. mit § 58 Abs. 2 AktG); durch Satzungsbestimmung kann sie, zurückgehend auf eine Empfehlung der Regierungskommission Corporate Governance, seit 2002 der Verwaltung die Kompetenz zur Bildung von Gewinnrücklagen sogar völlig entziehen (§ 58 Abs. 2 S. 2 AktG).

³⁹ Dazu für die Zeit vor der Aktienrechtsreform 1965 Schmalenbach, Die Aktiengesellschaft, 7. Auflage 1950, S. 144 f sowie die eingehende Darstellung der Diskussion vor Erlass des AktG 1965 bei Bahrenfuss, Die Entstehung des Aktiengesetzes von 1965, 2000, S. 688 ff; für die Zeit nach Erlass des AktG 1965 insbesondere Pütz/Willgerodt, Gleiches Recht für Beteiligungskapital, 1985, S. 113 ff; Wagner, Ausschüttungszwang und Kapitalentzugsrechte als Instrumente marktgeleiteter Unternehmenskontrolle, in: D. Schneider (Hrsg.), Kapitalmarkt und Finanzierung, 1986, S. 409 ff; Schütte, a.a.O. (Fn. 17), passim; zu Aktienzinsen als Instrument der Verwaltungskontrolle Baums, Das Zinsverbot im Aktienrecht, in: Festschrift für Horn, 2006, S. 249 ff, 253 ff.

⁴⁰ Zur Ableitung der Voraussetzung der Unbefangenheit der Verwaltung aus der Formulierung des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG s. nur Hüffer, a.a.O. (Fn.13), § 93 Rdz. 4g.

Aufsichtsrat die fehlende Pflichtwidrigkeit ihrer Thesaurierungsentscheidung im einzelnen darzulegen, und die Gerichte diese Entscheidung inhaltlich zu überprüfen hätten. Eine solche Lösung würde auch der vom Gesetzgeber in § 58 Abs. 2, 3 AktG getroffenen Regelung widersprechen. Denn dadurch hat bereits der Gesetzgeber selbst einerseits dafür Sorge getragen, daß die Verwaltung nicht den gesamten Jahresüberschuß in Rücklage stellen kann, ihr andererseits aber ein in § 58 Abs. 2 AktG nicht näher eingeschränktes Ermessen eingeräumt, durchaus in Kenntnis und nach Erörterung der mit einer Ausschüttungskompetenz der Verwaltung verbundenen Problematik⁴¹. Einer Hauptversammlung, die sich dem nicht aussetzen möchte, steht es überdies frei, durch eine Satzungsbestimmung die Thesaurierungskompetenz der Verwaltung ganz auszuschließen (§ 58 Abs. 2 S. 2 AktG). Gegenüber dem übermäßigen Aufbau von „free cash flow“ und „Empire-building“ ist im übrigen auf Marktmechanismen zu setzen⁴². Aus diesen Gründen braucht hier nicht der bisher in der Literatur nicht erörterten Frage nachgegangen zu werden, ob zur Annahme der Befangenheit der Verwaltung eine typisierende Betrachtung überhaupt genügt, oder ob diese konkret im Einzelfall auch bestehen muß, wenn der Handlungsfreiraum des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG entfallen soll.

Die mögliche Divergenz zwischen Anleger – und Verwaltungsinteressen tritt noch schärfer hervor, wenn die Vergütung der Vorstände sich bei Ausschüttung von Dividenden im Vergleich zur Rücklagenbildung nachteilig ändert. Das kann sich insbesondere bei Aktienoptionsplänen ergeben, wenn der Wert der Optionen sich am Aktienkurs der Gesellschaft und nicht an ihrer Aktienrendite orientiert⁴³. Auch insofern ist eine Wahrnehmung der Anlegerinteressen nicht von einer Beschränkung des Verwaltungsermessens durch gesteigerte richterliche Kontrolle der Rücklagenentscheidung zu erhoffen, sondern davon, daß der Aufsichtsrat die Vorstandsvergütung auf überzeugende Vergleichsparameter bezieht⁴⁴.

2. Die Rücklagenbildung durch Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 58 Abs. 2 AktG

Was legen die bisherigen Überlegungen in rechtlicher Hinsicht nahe, und wie sind sie aus rechtlicher Sicht zu ergänzen? Wie oben gezeigt wurde, trennt die ökonomische Debatte im Ansatz deutlich zwischen dem allgemeinen *Handlungsziel* (Unternehmenswertsteigerung), an dem die mit einer Rücklagenbildung finanzierten Maßnahmen zu messen sind, und den *Handlungsalternativen* (Rücklagenbildung oder Ausschüttung und Außenfinanzierung). Diese Unterscheidung ist auch aus rechtlicher Sicht wertvoll; allerdings sind, wie sich zeigen wird, nicht alle ökonomischen Handlungsgebote auch sogleich in Rechtspflichten auszumünzen.

(a) Was zunächst das *Handlungsziel* betrifft, sind aus rechtlicher Sicht zwei Anmerkungen angebracht. Wenn die Gesellschaft ein Unternehmen mit erwerbswirtschaftlicher Zielsetzung betreibt, dann ist damit auch die Unternehmenswertsteigerung als Leitmaxime des Handelns von Vorstand und Aufsichtsrat vorgegeben; die Gewinnerzielung ist der „Zweck“ einer solchen Gesellschaft. Nur läßt sich aus diesem allgemeinen Zweck oder Handlungsziel nicht ableiten, daß Vorstand und Aufsichtsrat eine Thesaurierungsentscheidung nur treffen dürften, wenn davon oder von der mit thesaurierten Mitteln finanzierten Maßnahme konkret eine meßbare Unternehmenswertsteigerung erwartet werden kann. Zulässig ist eine Rücklagenbildung auch dann, wie § 254 Abs. 1 AktG für die Thesaurierungsentscheidung

⁴¹ Vgl. dazu insbesondere den Ausschlußbericht bei Kropff, AktG, 1965, S. 76 f.

⁴² S. dazu den klassischen Aufsatz von Jensen, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review 76, 1986, S. 323 ff.

⁴³ Baums, Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, in: Festschrift für Claussen, 1997, S. 3 ff, 14, 16 f unter Hinweis auf empirische Studien in Fn. 70; Klein/Coffee, a.a.O. (Fn. 17), S. 301 f, 390.

⁴⁴ Ausdrücklich dazu (für börsennotierte Gesellschaften) Ziff. 4.2.3 Deutscher Corporate Governance Kodex.

der Hauptversammlung belegt (für die Rücklagenentscheidung der Verwaltung gilt insoweit⁴⁵ nichts anderes), wenn sie vorgenommen wird, „um die Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft für einen hinsichtlich der wirtschaftlichen und finanziellen Notwendigkeiten übersehbaren Zeitraum zu sichern.“ Voraussetzung ist nach dieser Vorschrift nicht, daß mit den thesaurierten Mitteln eine Maßnahme finanziert wird, die eine „Unternehmenswertsteigerung“ in dem oben unter 1. beschriebenen Sinne erwarten läßt. Die zweite Anmerkung betrifft den „Einschätzungsfreiraum“ oder „Beurteilungsspielraum“, den die Verwaltung in rechtlicher Hinsicht bei der Beurteilung genießt, ob eine Rücklagenentscheidung oder die mit ihr finanzierte Maßnahme dem Ziel der Unternehmenswertsteigerung oder der „Stärkung der Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft“ dient. Bei der Beantwortung der Frage, ob eine Maßnahme hierzu beitragen kann, handelt es sich um eine „unternehmerische“ Entscheidung mit Prognosecharakter, die deshalb in ihrem Kern nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG gerichtlicher Kontrolle entzogen ist.

(b) Den selben Handlungsfreiraum kann die Verwaltung in Anspruch nehmen, wo es um die Auswahl der *Handlungsalternativen* geht, die ihr zur Verfolgung der aufgezeigten Ziele zur Verfügung stehen, also bei der Frage, ob und in welchem Umfang der Jahresüberschuß thesauriert werden soll, oder ob er zur Ausschüttung freigegeben werden und statt dessen erforderlichenfalls eine Gegenfinanzierung durch Kapitalaufnahme von außen erfolgen soll. Auch dabei handelt es sich um eine „unternehmerische“ und deshalb in ihrem Kern gerichtlicher Kontrolle entzogene Entscheidung im Sinne des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG. Daran ändert sich nichts durch die Beobachtung, daß der Vorstand Rücklagenentscheidungen tendenziell bevorzugen mag⁴⁶. Die Norm des § 58 Abs. 2 AktG will, wie ihr Wortlaut, der systematische Zusammenhang und die Entstehungsgeschichte ergeben, gerade diesen Beurteilungs- und Handlungsspielraum der Verwaltung in dem (eingeschränkten) Bereich bekräftigen, in dem Vorstand und Aufsichtsrat über eine Rücklagenbildung nach dieser Vorschrift zu befinden haben⁴⁷. Allerdings eröffnet § 58 Abs. 2 AktG keinen Freiraum für willkürliche kontrollfreie Entscheidungen der Verwaltung. Auch zu einer aus dieser Vorschrift abgeleiteten voraussetzungslosen „Vermutung pflichtgemäßen Verhaltens“ bei Rücklagenentscheidungen⁴⁸ besteht jedenfalls heute in Anbetracht der allgemeinen Vorschrift des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG kein Anlaß mehr; nach dieser in das Aktiengesetz neu eingefügten Vorschrift ist pflichtgemäßes Verhalten zu vermuten, wenn die Vorstandsmitglieder deren tatsächliche Voraussetzungen dartun können⁴⁹.

Das Handlungsermessen der Verwaltung schrumpft allerdings in folgendem Fall auf eine *Thesaurierungspflicht*: Nach einer allgemeinen Regel darf der Vorstand den Bestand der Gesellschaft nicht gefährden⁵⁰. Die Verwaltung kann daher ausnahmsweise sogar zu einer Thesaurierung verpflichtet sein, wenn anders der Bestand der Gesellschaft konkret gefährdet würde, insbesondere weil eine Ausschüttung einen sonst nicht behebbaren Liquiditätsengpaß auslösen würde.

Weitere Einschränkungen des Handlungsermessens der Verwaltung, die aus der Behauptung einer bestimmten Relation der Gewinnrücklagen zur Grundkapitalziffer, aus § 254 AktG oder aus dem Gesichtspunkt der „Residualberechtigung“ der Aktionäre abgeleitet werden könnten, sind dagegen abzulehnen.

⁴⁵ Dazu, daß sich aus § 254 Abs. 1 AktG keine *Einschränkung* des Handlungsermessens der Verwaltung ergibt, sogleich unter (b).

⁴⁶ Dazu bereits oben unter 1. (b) (bb).

⁴⁷ So auch BGHZ 55, 359, 362 f.

⁴⁸ S. dazu oben Fn. 13.

⁴⁹ Zur ähnlich eingeschränkten Kontrolle der Dividenden - bzw. Rücklagenentscheidung des Board einer Gesellschaft durch die Gerichte nach US-amerikanischem Recht Abeltshauser, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, 1998, S. 69 ff m. Nachweisen.

⁵⁰ Zum Verbot der „Bestandsgefährdung“ etwa Hüffer, a.a.O. (Fn. 13), § 76 Rdz. 13 m. Nachweisen.

Zunächst einmal läßt sich gegen eine Innenfinanzierung durch Rücklagenbildung nicht einwenden, daß die Aktionäre bei der Gründung der Gesellschaft bzw. einer späteren Kapitalerhöhung mit der Festlegung der Höhe der Einlagen in Höhe der Grundkapitalziffer ein bestimmtes Maß an Eigenkapitalfinanzierung festgelegt hätten, das nicht durch übermäßige Rücklagenbildung überschritten werden dürfe. Eine solche Argumentation könnte etwa wie folgt lauten: Der Festlegung der Gesamtsumme der Einlagen durch die Nennung der Grundkapitalziffer in der Satzung sowie dem Fehlen einer Satzungsermächtigung im Sinne des § 58 Abs. 2 S. 2 AktG zur Bildung weiterer Rücklagen sei der Wille des Satzungsgebers zu entnehmen, den Anteil des Eigenkapitalengagements der Aktionäre zu begrenzen; jedenfalls dürfe dieses Engagement nicht durch Rücklagenentscheidung der Verwaltung auf ein Vielfaches der satzungsmäßig festgelegten Einlagen erhöht werden. Diese Argumentation würde sich unmittelbar mit der gesetzlichen Regelung in Widerspruch setzen. Das Aktiengesetz legt, anders als für die gesetzlich zu bildende Rücklage (vgl. § 150 AktG), keine Relation zwischen Grundkapitalziffer und (höchstens) zu bildenden freiwilligen Rücklagen fest. Nur für den Fall, daß die Satzung Vorstand und Aufsichtsrat ausdrücklich dazu ermächtigt, mehr als die Hälfte des Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen einzustellen, greift die Beschränkung des § 58 Abs. 2 S. 3 AktG ein, wonach aufgrund einer solchen Satzungsbestimmung keine Beträge in andere Gewinnrücklagen eingestellt werden dürfen, wenn die anderen Gewinnrücklagen die Hälfte des Grundkapitals übersteigen oder soweit sie nach der Einstellung die Hälfte übersteigen würden. Man mag die Beschränkung dieser Vorschrift auf den Fall, daß eine entsprechende Satzungsbestimmung besteht, rechtspolitisch für verfehlt halten; de lege lata ist daran nicht zu rütteln⁵¹. Da es nun aber dem Satzungsgeber nach der gesetzlichen Regelung freisteht, durch eine entsprechende Satzungsgestaltung das Ermessen der Verwaltung hinsichtlich der Rücklagenbildung zu beschränken (§ 58 Abs. 2 S. 2 AktG), und bei Fehlen einer solchen Satzungsbestimmung das Ermessen der Verwaltung mit Ausnahme der Beschränkung auf die Hälfte des Jahresüberschusses (§ 58 Abs. 2 S. 1 AktG) nicht begrenzt ist, kann bei Fehlen einer einschränkenden Satzungsbestimmung nicht bereits aus der Festlegung der Höhe der Einlagen der Aktionäre geschlossen werden, daß diese ihr „Eigenkapitalengagement“ hierauf und auf die kraft Gesetzes zu bildenden Rücklagen beschränken wollten.

Auch aus § 254 Abs. 1 AktG ist keine Einschränkung der Rücklagenbildung seitens der Verwaltung abzuleiten. Nach dieser Vorschrift kann der Beschluß der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns angefochten werden, wenn die Hauptversammlung aus dem Bilanzgewinn Beträge in Gewinnrücklagen einstellt, obwohl die Einstellung „bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung nicht notwendig ist, um die Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft für einen hinsichtlich der wirtschaftlichen und finanziellen Notwendigkeiten übersehbaren Zeitraum zu sichern und dadurch unter die Aktionäre kein Gewinn in Höhe von mindestens vier vom Hundert des Grundkapitals abzüglich von noch nicht eingeforderten Einlagen verteilt werden kann.“ Diese Vorschrift schränkt nur die Rücklagenbildung durch die Hauptversammlung, nicht die Rücklagenentscheidung der Verwaltung ein. Die Verwaltung mag zwar allgemein und so auch bei ihrem Beschlußvorschlag zur Gewinnverwendung darauf zu achten haben, daß keine gesetzwidrigen Beschlüsse gefaßt werden⁵². Ob dies auch bedeutet, daß sie der

⁵¹ Henze, a.a.O. (Fn. 13), § 58 Rdz. 42; Bayer, a.a.O. (Fn. 13), § 58 Rdz. 42; a.A. aber Wöhe, a.a.O. (Fn. 2), S. 594 und wohl auch Hüffer, a.a.O. (Fn. 13), Rdz. 9; vgl. dagegen ausdrücklich Kropff, a.a.O. (Fn. 41), S. 77. In der Praxis finden sich denn auch häufig Fälle, in denen die gesetzlichen und anderen Gewinnrücklagen ein Vielfaches der Grundkapitalziffer ausmachen.

⁵² Einzelheiten zu den Vorstandspflichten hinsichtlich gesetzwidriger Beschlüsse bei K. Schmidt, in: Großkomm. AktG, 4. Aufl., 6. Lieferung 1996, § 243 Rdz. 71, § 245 Rdz. 32, sowie bei Hopt, in: Großkomm. AktG, 4. Auflage, 11. Lieferung 1999, § 93 Rdz. 322 ff.

Hauptversammlung keine vollständige Thesaurierung vorschlagen darf, wenn dies den Anfechtungsgrund des § 254 Abs. 1 AktG auslösen könnte, kann hier offen bleiben. Jedenfalls ist daraus nicht zu folgern, daß die Verwaltung bereits ihrerseits insoweit keine Rücklagen bilden darf, als diese Thesaurierung „bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung nicht notwendig ist, um die Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft für einen hinsichtlich der wirtschaftlichen und finanziellen Notwendigkeiten übersehbaren Zeitraum zu sichern und dadurch unter die Aktionäre kein Gewinn in Höhe von mindestens vier vom Hundert des Grundkapitals abzüglich von noch nicht eingeforderten Einlagen verteilt werden kann.“ Denn das Anfechtungsrecht des Aktionärs bezieht sich eben nicht auf den Fall, daß der gesamte Jahresüberschuß eine solche Mindestausschüttung gestatten würde, sondern nur auf den Fall, daß der verbleibende Bilanzgewinn diese gestattet⁵³.

Auch der Gesichtspunkt, daß die Rücklagenbildung in die „Residualberechtigung“ der Aktionäre⁵⁴ eingreift, rechtfertigt keine Einschränkung des Handlungsermessens der Verwaltung, etwa in dem Sinne, daß die Rücklagenentscheidung wegen des damit verbundenen Eingriffs in die Residualberechtigung der Aktionäre gerichtlich auf ihre Geeignetheit, Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit überprüft werden können sollte. Wie § 58 Abs. 2 AktG zeigt, hat der Gesetzgeber bereits selbst im Interesse der residualberechtigten Aktionäre den Bereich, in dem das „Rücklagenermessen“ der Verwaltung ausgeübt werden kann, auf die Hälfte des Jahresüberschusses beschränkt und die Verfügung über den Rest grosso modo der Entscheidung der Aktionäre überantwortet. Überdies kann die Satzung der Verwaltung die Rücklagenentscheidung ganz entziehen und damit die Ausübung des Handlungsermessens der Verwaltung insoweit ganz ausschließen. Und schließlich ist das Handlungsermessen der Verwaltung nicht schranken- und voraussetzungslos eingeräumt, wie § 93 Abs. 1 S. 2 AktG klarstellt.

Die Residualberechtigung der Aktionäre fordert oder rechtfertigt demnach keine weitere Einschränkung des Handlungsermessens der Verwaltung. Sie erweitert nur die Handlungsalternativen der Verwaltung im Interesse der Aktionäre, da sie eine Ausschüttung zu rechtfertigen vermag, auch wenn eine Ausschüttung bei isolierter Betrachtung für die Gesellschaft „als solche“ nachteilig erscheint. Wie die oben angestellten Überlegungen gezeigt haben, dürfte eine Ausschüttung mit anschließender Eigenkapitalaufnahme wegen der damit verbundenen Steuern und der Kosten für die Gesellschaft regelmäßig ungünstiger sein als eine Thesaurierung. Hier stellt sich die Frage, ob eine Verwaltung auch dann noch „zum Wohle der Gesellschaft“ (vgl. § 93 Abs. 1 S. 2 AktG) handeln kann, wenn dieser durch eine Ausschüttung profitable Investitionsmöglichkeiten entgehen oder ihr wegen der infolge der Ausschüttung erforderlich werdenden Außenfinanzierung höhere Kosten als bei einer Innenfinanzierung mittels thesaurierter Mittel entstehen. Bei der Antwort auf diese Frage bewährt sich der Hinweis auf die Residualberechtigung der Aktionäre. Eine Verwaltung kann auch dann für sich in Anspruch nehmen, „zum Wohle der Gesellschaft“ zu handeln, wenn sie trotz profitabler Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft und trotz der mit der Ausschüttung und Wiederaufnahme von Kapital verbundenen Kosten für die Gesellschaft den ausschüttbaren Jahresüberschuß nicht in Gewinnrücklagen einstellt, sondern der Hauptversammlung zur Verteilung an die residualberechtigten Eigenkapitalgeber freigibt. Anders formuliert: In der Gesellschaft mit erwerbswirtschaftlicher Zielsetzung ist das „Wohl der Gesellschaft“ gerade darauf angelegt, daß das Residuum den Eigenkapitalgebern

⁵³ H.M., vgl. nur Henze, a.a.O. (Fn. 13), § 58 Rdz. 38 m. Nachweisen; s. auch BGHZ 55, 359, 364 f (zu der Debatte, ob eine Satzungsbestimmung im Sinne des § 58 Abs. 2 S. 2 AktG eine § 254 Abs. 1 AktG entsprechende Mindestausschüttung durch die Verwaltung vorsehen muß).

⁵⁴ Dazu oben II. 2.

zukommt; dies rechtfertigt auch die periodische „Vorabverteilung“ erzielter Überschüsse im Rahmen der hierfür geltenden Vorschriften.

Eine weitere Frage, die sich im vorliegenden Zusammenhang stellt, geht dahin, wie die Verwaltung mit dem Dilemma unterschiedlicher Ausschüttungspräferenzen der Aktionäre aus rechtlicher Sicht umzugehen hat. Insoweit ist folgendes festzuhalten. Die Verwaltung ist weder verpflichtet noch auch nur berechtigt, ohne Rücksicht auf gegenläufige Ausschüttungspräferenzen anderer Anleger den Jahresüberschuß ganz oder zum Teil im Hinblick darauf zur Ausschüttung freizugeben, daß einzelne individuelle Anleger, etwa der Mehrheitsaktionär, über profitablere Anlagemöglichkeiten verfügen, oder daß für sie die Ausschüttungsentscheidung zu günstigeren steuerlichen Konsequenzen als eine Thesaurierung führt, oder daß sie besondere Liquiditätsbedürfnisse haben. Dabei handelt es sich um individuelle, nicht in der Mitgliedschaft angelegte Gegebenheiten, an denen die Verwaltung ihre Ausschüttungsentscheidung nicht ausrichten darf, wenn nicht ausgeschlossen werden kann, daß dadurch andere Anleger mit anderen Präferenzen nachteilig betroffen würden. Wohl aber darf die Verwaltung eine typisierende Betrachtung vornehmen, auch wenn dies für einzelne Anlegergruppen wegen deren Interessen an einer Thesaurierung bzw. Ausschüttung im Vergleich mit der gegenläufigen Entscheidung der Verwaltung zu Nachteilen führt. So kann die Gesellschaft zum Beispiel das Ziel der Ausschüttung einer stetigen Dividende verfolgen; dies ermöglicht den Anlegern vor der (Wieder-) Anlageentscheidung eine Einschätzung, ob dies mit ihren Präferenzen übereinstimmt. Oder die Verwaltung eines Unternehmens, das aus der Vermarktung eines Patents derzeit noch hohe Erlöse erzielt, aber absehbar nicht über ähnlich profitable Möglichkeiten der Wiederanlage dieser Erlöse im Rahmen des Unternehmensgegenstands verfügt, mag sich dazu entschließen, diese Erlöse zur Ausschüttung an die Anteilseigner freizugeben, auch wenn die Ausschüttung wegen der individuellen steuerlichen Gegebenheiten und Wiederanlagemöglichkeiten der Aktionäre diesen unterschiedlich willkommen sein kann und für den einen oder anderen Anleger auch im Vergleich zu einer Thesaurierungsentscheidung sogar zu einem Nachteil führt. Letzten Endes wird dies auch vom Gesetzgeber selbst hingenommen, wie § 254 AktG zeigt. Der Anfechtungsgrund des § 254 Abs. 1 AktG gilt zwar nicht für die Rücklagenentscheidung der Verwaltung, sondern nur für die Gewinnverwendung durch die Hauptversammlung⁵⁵. Dieser Vorschrift läßt sich aber die Wertung entnehmen, daß die Hauptversammlung eine Mindestausschüttung beschließen soll, wenn die Verhältnisse der Gesellschaft dies gestatten, und zwar insoweit ohne Rücksicht auf divergierende Ausschüttungspräferenzen einzelner Anleger oder Anlegergruppen. Das Dilemma unterschiedlicher Ausschüttungspräferenzen kann die Verwaltung auch, ohne ihre Pflichten zu verletzen, durch alternative Verfahren lösen, etwa indem sie ein Aktienrückkaufprogramm auflegt oder in Gesellschaften mit nicht börsengehandelten Anteilen dazu beiträgt, daß Anteile verkauft werden können.

(c) Wie wird nun die Beachtung dieser für die Rücklagenentscheidung der Verwaltung formulierten Grundsätze rechtlich gewährleistet?

(aa) Eine erste *institutionelle Sicherung* liegt darin, daß nicht der Vorstand allein die Entscheidung nach § 58 Abs. 2 S. 1 AktG trifft, sondern Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam hierüber zu befinden haben. Allerdings ist der Aufsichtsrat im deutschen Recht seiner Konzeption nach kein Aktionärsausschuß, und er wird, insbesondere in mitbestimmten Gesellschaften, aber nicht nur dort, auch nicht als Organ zur ausschließlichen Vertretung der Interessen der residualberechtigten Eigenkapitalgeber aufgefaßt⁵⁶.

⁵⁵ Vgl. Text zu Fn. 53; eingehend zur Anfechtung gemäß § 254 Abs. 1 AktG unten 3. (a) (bb).

⁵⁶ Zur Verpflichtung der Aufsichtsratsmitglieder auf das „Unternehmensinteresse“, das nicht in jedem Fall mit den Interessen der Anteilseigner identisch ist, auch dann nicht, wenn die Gesellschaft über nur einen Aktionär verfügt

Eine zweite institutionelle Sicherung ist in der in § 58 Abs. 2, 3 AktG angelegten Kompetenzspaltung zwischen Verwaltung und Hauptversammlung zu sehen. Diese soll dem angedeuteten Thesaurierungsinteresse der Verwaltung entgegenwirken und einem angenommenen, typisierten Anlegerinteresse an Mindestausschüttungen Rechnung tragen. Der Satzungsgeber kann hiervon zwar insofern abweichen, als er die Verwaltung zur Einstellung des gesamten Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen ermächtigen kann (§ 58 Abs. 2 S. 2 AktG)⁵⁷. Allerdings gilt dann die weitere Schranke, daß die anderen Gewinnrücklagen nicht mehr als die Hälfte des Grundkapitals der Gesellschaft ausmachen dürfen (§ 58 Abs. 2 S. 3 AktG).

(bb) Ein weiteres Sicherungsinstrument bildet die *Nichtigkeitsklage*. Hat die Verwaltung bei der Feststellung des Jahresabschlusses die Bestimmungen des § 58 Abs. 2 AktG oder der Satzung über die Einstellung von Beträgen in Gewinnrücklagen oder über die Entnahme aus Gewinnrücklagen verletzt, ist der Jahresabschluß gemäß § 256 Abs. 1 Nr. 4 AktG nichtig. Dieser Nichtigkeitsgrund liegt allerdings nur bei Überschreiten der durch § 58 Abs. 2 AktG oder durch die Satzung gezogenen Schranken vor, nicht dagegen bei sonstigen Verstößen gegen die Pflichten eines sorgfältigen und gewissenhaften Geschäftsleiters im Zusammenhang mit Rücklagen- oder Ausschüttungsentscheidungen. Ferner ist eine Nichtigkeit binnen sechs Monaten heilbar (§ 256 Abs. 6 AktG). Die Nichtigkeit kann von jedem Aktionär mit der gegen die Gesellschaft zu richtenden Nichtigkeitsklage geltend gemacht werden (§ 256 Abs. 7 S. 1 in Verbindung mit § 249 AktG).

(cc) Eine *Haftung* der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder *der Gesellschaft gegenüber* gemäß §§ 93, 116 AktG käme nur in Betracht, wenn der Gesellschaft (und nicht nur ihren Aktionären) infolge pflichtwidrigen und schuldhaften Verhaltens der Organmitglieder ein Schaden entstanden wäre. Das kommt im hier erörterten Zusammenhang in folgenden Fällen in Frage: Wenn die Verwaltung keine Ausschüttung hätte vornehmen dürfen, und der Gesellschaft dadurch ein Schaden entstanden ist⁵⁸; wenn der Verstoß gegen § 58 Abs. 2 AktG zur Nichtigkeit des Jahresabschlusses führt (§ 256 Abs. 1 Nr. 4 AktG), und der Gesellschaft dadurch Kosten entstehen; oder wenn die Gesellschaft selbst von ihren Aktionären erfolgreich auf Schadensersatz in Anspruch genommen werden kann (dazu weiter unten) und deshalb bei ihren Organmitgliedern Regreß nehmen will. Dagegen dürfte eine *Haftung der Organmitglieder unmittelbar den Aktionären gegenüber* wegen ihrer Thesaurierungs- oder Ausschüttungsentscheidung in der Regel, von seltenen Ausnahmefällen abgesehen, ausscheiden. Denn der klagende Aktionär müßte nicht nur dartun, daß ihm durch eine rechtswidrige Thesaurierungsentscheidung ein Schaden entstanden ist, zum Beispiel weil er infolgedessen zu einem Verkauf seiner Beteiligung zur Unzeit gezwungen wurde, oder weil ihm dadurch Gewinne entgangen sind, die er bei einer Auszahlung wahrscheinlich erzielt hätte (§ 252 BGB), oder weil der zu Unrecht einbehaltene Betrag inzwischen endgültig verloren ist. Sondern es müßten auch die engen Voraussetzungen des § 826 BGB oder des § 117 Abs. 2 AktG erfüllt sein. Die Mitgliedschaft des Aktionärs ist zwar auch in ihren vermögensrechtlichen Bezügen ein „sonstiges Recht“ im Sinne des § 823 Abs. 1 BGB. Aber nicht jedes Fehlverhalten der Verwaltung, das zu einer Minderung des Residualgewinns der Anleger führt, erfüllt bereits das Tatbestandsmerkmal der „Verletzung“ des Mitgliedschaftsrechts. Die nichtvorsätzliche, pflichtwidrige Ausübung eigener Organkompetenzen rechnet nicht zu den anerkannten Verletzungen der Mitgliedschaft im Sinne des § 823 Abs. 1 BGB⁵⁹. Die Vorschriften des § 93 Abs. 1, 2 AktG sind ferner keine

oder die Präferenzen der Anteilseigner sich decken, etwa Hopt/M. Roth, in: Großkomm. AktG, 4. Auflage, IV. Band, 2006, § 111 Rdz. 103 ff m. umfangreichen Nachweisen.

⁵⁷ Vgl. BGHZ 55, 359 ff.

⁵⁸ Vgl. dazu Text zu Fn. 50.

⁵⁹ Auswahl aus der umfangreichen Literatur hierzu: Habersack, a.a.O. (Fn. 10), passim (S. 274 ff zur Verletzung des „Gewinnstammrechts“); Hopt, a.a.O. (Fn. 52), § 93 Rdz. 470 ff; Baums, Aktionärsklagerechte (Gutachten F zum 63.

„Schutzgesetze“ im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB⁶⁰. Dagegen bezweckt § 58 Abs. 2 AktG zwar den Schutz der Aktionäre, aber nur, indem diese Norm die äußeren Grenzen der Thesaurierung durch die Verwaltung festlegt. Eine schuldhafte Überschreitung dieser äußeren Grenzen mag daher einen Schadensersatzanspruch der Aktionäre auslösen, nicht dagegen jeder fahrlässige Verstoß gegen die oben unter a) und b) angeführten Prinzipien und Regeln. Eine unmittelbare Haftung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder den Anlegern gegenüber nach Vertragsgrundsätzen schließlich ist nicht anerkannt⁶¹.

Denkbar ist auch eine *Haftung der Gesellschaft ihrem Aktionär gegenüber* wegen ihr entsprechend § 31 BGB zuzurechnenden Verhaltens der Organmitglieder. Soweit § 31 BGB die Mithaftung des Verbands wegen der Eigendelikte der Organmitglieder sichern soll⁶², ist auf die voranstehenden Ausführungen zur Haftung der Verwaltung wegen Verletzung der Mitgliedschaft nach deliktischen Grundsätzen zu verweisen. Daneben wird zum Teil eine Haftung des Verbands wegen schuldhafter Verletzung des Mitgliedschaftsverhältnisses nach Vertragsgrundsätzen befürwortet⁶³. Anders als für die deliktische Verletzung der Mitgliedschaft⁶⁴ fehlt aber für die Haftung des Verbands wegen Verletzung der Mitgliedschaft bisher eine eingehende Untersuchung, die den Vorrang des Gläubigerschutzes, die Interessen der wirtschaftlich von einer Verbandshaftung betroffenen Mitgesellschafter und Fragen des verbandsinternen Rückgriffs zu thematisieren hätte; darauf kann an dieser Stelle nur hingewiesen werden.

3. Die Rücklagenbildung durch die Hauptversammlung gemäß § 58 Abs. 3 AktG

Gemäß § 58 Abs. 3 AktG kann die Hauptversammlung im Beschluß über die Verwendung des Bilanzgewinns (vgl. § 174 AktG) weitere Beträge, über die von der Verwaltung gemäß § 58 Abs. 2 AktG gebildeten Rücklagen hinaus, in Gewinnrücklagen einstellen oder als Gewinn vortragen. Dieser Beschluß wird mit einfacher Stimmenmehrheit gefaßt, soweit nicht die Satzung eine größere Mehrheit bestimmt (§ 133 Abs. 1 AktG). Auch hier stellt sich, wie bei der Entscheidung der Verwaltung gemäß § 58 Abs. 2 AktG, die Frage nach den von der Hauptversammlung zu beachtenden Maßstäben (dazu sogleich unter a) und dem Rechtsschutz der überstimmten Minderheit (dazu unter b).

(a) Für die Rücklagenentscheidung der Verwaltung ist oben (unter 2. b) ausgeführt worden, daß es sich um eine unternehmerische Ermessensentscheidung handelt, für die die in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG vorgesehene Freistellung vom Vorwurf einer Pflichtverletzung eingreift, wenn die dort angeführten Voraussetzungen erfüllt sind. Obwohl es sich auch bei der Entscheidung der Hauptversammlung für oder gegen eine Rücklagenbildung materiell, der Sache nach, im gleichen Sinne um eine „unternehmerische“ Entscheidung handelt, kann hier der für Organmitglieder geltende allgemeine Verhaltensstandard des § 93 Abs. 1 S. 1 AktG

Deutschen Juristentag), 2000, S. F 226 f, 233; Schmitz, Die Haftung des Vorstands gegenüber den Aktionären, 2004 (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Bd. 62), S. 253 ff; Schmolke, Organwalterhaftung für Eigenschäden von Kapitalgesellschaftern, 2004 (Abhandlungen zum deutschen und europäischen Wirtschaftsrecht Bd. 144), S. 50 ff; je mit Nachweisen.

⁶⁰ Nachweise dazu bei Hopt, a.a.O. (Fn. 52), § 93 Rdz. 469.

⁶¹ Dafür etwa Schmitz und Schmolke, a.a.O. (Fn. 59); anders die herrschende Meinung, vgl. die Nachweise bei Baums, a.a.O. (Fn. 59), S. F 233.

⁶² § 31 BGB sichert erstens die kumulative Haftung der Gesellschaft für die Eigendelikte der Organpersonen und vermittelt zweitens die ausschließliche Haftung der Gesellschaft in Fällen, in denen ihre Organpersonen schuldhaft der Gesellschaft dem Mitglied gegenüber obliegende Pflichten verletzt haben; vgl. Kleindiek, Deliktshaftung und juristische Person, 1997, S. 355 f.

⁶³ Aus der Rechtsprechung insbesondere BGHZ 110, 323, 327; zur Literatur dazu Nachweise bei K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 651 f; Baums, a.a.O. (Fn. 59), S. F 222 ff.

⁶⁴ Dazu insbesondere die monografische Untersuchung von Habersack, a.a.O. (Fn. 10); weitere Literaturangaben bei K. Schmidt, a.a.O. (Fn. 63), S. 651 und Baums, a.a.O. (Fn. 59), S. F 226 Fn. 18.

und demgemäß auch die daran anknüpfende Vermutung pflichtkonformen Verhaltens in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG nicht, jedenfalls nicht unmittelbar, herangezogen werden. Es geht vielmehr um die Bestimmung der Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht. Die privatautonome Betätigung mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, die einen Mehrheitsbeschluß zustande bringt, unterliegt wegen der Verbindlichkeit des Mehrheitsbeschlusses für die Gesellschaft und damit auch für die Minderheit und wegen der Einwirkung auf deren Rechte und rechtlich geschützte Interessen je nach Beschlußgegenstand und der Intensität dieser Einwirkung unterschiedlichen Schranken und Kontrollen. Bei Beschlüssen nach § 58 Abs. 3 S. 1 AktG ist formaler Ausgangspunkt der Bestimmung dieser Stimmrechtsschranken und der Beschlußkontrolle § 254 Abs. 1 AktG, der zum einen klarstellt, daß eine Anfechtung eines Gewinnverwendungsbeschlusses aus allgemeinen Gründen, nach § 243 AktG, in Betracht kommt, und der zum anderen einen weiteren, besonderen Anfechtungsgrund schafft.

Daß auch ein Gewinnverwendungsbeschluß gegen allgemeine Gesetze, zum Beispiel das Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre (§ 53a AktG)⁶⁵, oder gegen Satzungsvorschriften verstoßen und deshalb nach § 243 AktG anfechtbar sein mag⁶⁶, ist an dieser Stelle nicht von Interesse. Hier geht es vielmehr um die Fragen, die bereits oben für die Entscheidung der Verwaltung gemäß § 58 Abs. 2 AktG erörtert worden sind: Sind auch die Aktionäre bei ihrer Entscheidung über Ausschüttung oder Thesaurierung auf das „Wohl der Gesellschaft“ verpflichtet, und was besagt das im vorliegenden Zusammenhang praktisch? Dürfen die Aktionäre insbesondere bei ihrer Stimmabgabe ihre individuellen Ausschüttungs- oder Thesaurierungspräferenzen ohne Rücksicht auf Finanzierungsbedürfnisse der Gesellschaft und ohne Rücksicht auf abweichende Präferenzen anderer Aktionäre zur Geltung bringen und durchsetzen? Und falls ähnliche Pflichten oder Bindungen wie für das Verhalten der Verwaltung anzunehmen sind, gibt es dann auch einen entsprechenden von gerichtlicher Kontrolle freigestellten Beurteilungs- und Handlungsfreiraum, sofern der Beschluß bestimmten Mindestvoraussetzungen genügt?

(aa) Eine erste, selbstverständliche Bindung ergibt sich für die Aktionäre bei ihrer Entscheidung über Thesaurierung oder Ausschüttung aus dem für alle Aktionäre verbindlichen *Gesellschaftszweck*⁶⁷. Bei der erwerbswirtschaftlich tätigen Gesellschaft ist Zweck die Erzielung von Gewinn⁶⁸, der letzten Endes, sei es im Wege der sofortigen Ausschüttung von Bilanzgewinn, sei es im Wege der Thesaurierung und späteren Ausschüttung, den residualberechtigten Eigenkapitalgebern zukommen soll. Die Entscheidung über eine Thesaurierung oder Ausschüttung des Bilanzgewinns ist unmittelbar auf diesen Zweck bezogen: Befördert die Thesaurierungsentscheidung jedenfalls langfristig die Erzielung künftiger Gewinne, oder ist für die residualberechtigten Eigenkapitalgeber eine Ausschüttung des erzielten „Zwischengewinns“ günstiger? Beide Entscheidungen sind, vom Gebot der Beachtung des Gesellschaftszwecks her betrachtet, möglich; welche der beiden Alternativen aber im konkreten Einzelfall mehr zur Beförderung des Gesellschaftszwecks beitragen wird, erfordert eine Prognoseentscheidung, für die den in der Hauptversammlung abstimmenden Aktionären ein ähnlicher kontrollfreier Beurteilungsspielraum eingeräumt werden muß wie der Verwaltung⁶⁹. Aus der Bindung der in der Hauptversammlung

⁶⁵ Vgl. dazu BGHZ 84, 303, 309 ff.

⁶⁶ Aus der Literatur dazu etwa K. Schmidt, a.a.O. (Fn. 52), § 254 Rdz. 5 mit Nachweisen.

⁶⁷ S. dazu nur Zöllner, in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 2, 1971, § 243 Rdz. 176 ff; Flume, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 1. Band, 2. Teil, Die juristische Person, 1983, S. 208 ff; Mülberr, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Auflage 1996, S. 233 ff.

⁶⁸ Einzelheiten (Zweck der Gewinnerzielung auch als stillschweigender Satzungsbestandteil; Änderung nur einstimmig möglich) bei Röhrich, in: Großkommentar AktG, 4. Auflage, 7. Lieferung 1996, § 23 Rdz. 91 ff.

⁶⁹ Dazu oben 2. (a).

abstimmenden Aktionäre an den Gesellschaftszweck dürften sich daher kaum praktisch relevante Schranken entwickeln lassen⁷⁰.

(bb) Aus dem Vorstehenden ergibt sich bereits, daß eine umfassende *Inhaltskontrolle* des Gewinnverwendungsbeschlusses ausscheidet. Seit der grundlegenden Kali & Salz-Entscheidung des Bundesgerichtshofs⁷¹ ist eine Inhaltskontrolle von Beschlüssen anerkannt, die in die Mitgliedschaft der Aktionäre eingreifen⁷². Die Verletzung der für die Inhaltskontrolle entwickelten Grundsätze führt zur Anfechtbarkeit des dagegen verstoßenden Beschlusses gemäß § 243 Abs. 1 AktG⁷³. So muß ein Bezugsrechtsausschluß, um kontrollfest zu sein, im Interesse der Gesellschaft liegen; er muß geeignet sein, den angestrebten Zweck zu erreichen; und er muß sowohl erforderlich als auch verhältnismäßig sein. Diese strengen Anforderungen werden mit der weitreichenden Bedeutung eines Bezugsrechtsausschlusses für den Aktionär begründet. Der Bezugsrechtsausschluß führt dazu, daß der Anteil der Aktionäre am Gesellschaftsvermögen relativ absinkt. Zugleich verschieben sich die Stimmrechtsquoten, und zwar entweder zu Lasten aller Aktionäre, wenn nur Außenstehende bezugsberechtigt sind, oder bereits im Verhältnis der Aktionäre untereinander, wenn sich das Bezugsrecht auf einen oder einen Teil der Aktionäre beschränkt. Das kann sich je nach den Umständen als Verlust einer Sperrminorität oder sogar von Minderheitsrechten, die einen Mindestanteilsbesitz voraussetzen, auswirken. Diese Auswirkungen lassen sich jedenfalls in der nicht börsennotierten Gesellschaft nicht durch einen Zukauf von Aktien zu Marktpreisen an einem liquiden Sekundärmarkt ausgleichen. Ferner kann die Gesellschaft bei Zuteilung der neuen Aktien an einen Großaktionär von diesem abhängig werden oder eine schon bestehende Abhängigkeit sich noch verstärken; hieraus mögen sich dann weitere Nachteile für die außenstehenden Aktionäre ergeben.

Mit dem Bezugsrechtsausschluß ist die Thesaurierung von Bilanzgewinn aber nicht zu vergleichen. Allerdings ist bereits oben hervorgehoben worden, daß nicht nur ein Bezugsrechtsausschluß, sondern auch der Gewinnverwendungsbeschuß im Interesse der Gesellschaft liegen muß, indem er dazu dient, im Rahmen des Unternehmensgegenstands den Gesellschaftszweck zu fördern. Dagegen scheidet eine weitergehende richterliche Inhaltskontrolle, eine allgemeine⁷⁴ Prüfung darauf, ob die vorgenommene Thesaurierung in ihrem konkreten Umfang erforderlich und verhältnismäßig war, aus mehreren Gründen aus. Eine Prüfung, ob eine Rücklagenbildung in dem beschlossenen Umfang „erforderlich“ war, würde die Zulässigkeit von Rücklagen über den durch die §§ 58 Abs. 3, 254 Abs. 1 AktG vorgezeichneten Rahmen hinaus auf die Bildung solcher Rücklagen beschränken, die ein bereits konkret zu benennendes Vorhaben, etwa die Finanzierung einer bestimmten Investition, am besten zu fördern vermögen. Denn die zur Inhaltskontrolle gehörende

⁷⁰ Interessant ist in diesem Zusammenhang ein Blick auf die berühmte Entscheidung Dodge v. Ford Motor Co., 204 Michigan 459, 170 N.W. 668; dazu Clark, Corporate Law, 1986, S. 602 ff; aus der deutschen Literatur Huber, in: Albach/Sadowski (Hrsg.), Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen, 1976, S. 139 ff. In diesem Fall hatte Henry Ford als Mehrheitsgesellschafter und Präsident der beklagten Ford Motor Co. in deren Geschäftsbericht erklärt, die Gesellschaft werde in Zukunft nur mehr eine feste Dividende von 5% pro Monat auf das Grundkapital ausschütten. Die übrigen Gewinne sollten im Unternehmen stehen bleiben, um drei Zwecken zu dienen: erstens der weiteren Expansion des Unternehmens, insbesondere der Schaffung weiterer Arbeitsplätze; zweitens der Verbesserung der Leistungen an die Arbeitnehmer; drittens der Herabsetzung der Autopreise. Eine solche auch auf künftige Gewinnverwendungsbeschlüsse gerichtete Entscheidung des Mehrheitsaktionärs mag sich in der Tat als Versuch darstellen, sich über den Zweck der bloßen Gewinnerzielung hinwegzusetzen. Um wirksam zu sein, bedürfte eine Zweckänderung nach deutschem Recht der Zustimmung auch der Mitgesellschafter. Dies besagt aber nichts dafür, daß auch ein konkreter Gewinnverwendungsbeschuß, der in diesem Zusammenhang gefaßt wurde und sich in die Ausschüttungspolitik des Mehrheitsaktionärs einfügte, mit dem Gesellschaftszweck unvereinbar und wegen Satzungsverstößes anfechtbar wäre; überzeugend Huber a.a.O. S. 141.

⁷¹ BGHZ 71, 40 ff.

⁷² Einzelheiten mit Nachweisen dazu bei K. Schmidt, a.a.O. (Fn. 52), § 243 Rdz. 45 ff.

⁷³ BGHZ 71, 40, 43, 49.

⁷⁴ Zur eingeschränkten Inhaltskontrolle gemäß § 254 Abs. 1 AktG s. sogleich im Text.

Erforderlichkeitsprüfung setzt ein konkretes Vorhaben oder Zwischenziel voraus, das erreicht werden soll. So ist zum Beispiel im Fall eines Bezugsrechtsausschlusses zu fragen, ob dieser im Hinblick auf den Erwerb einer bestimmten Sacheinlage „erforderlich“, dieses Vorhaben also nicht auf anderem Wege besser zu verwirklichen ist. Verzichtet man dagegen auf die enge Vorgabe eines konkreten Vorhabens oder Zwischenziels, das mit einer Rücklagenbildung erreicht werden soll, und läßt die Bildung von Rücklagen auch zu allgemeineren Zwecken wie der Unternehmenswertsteigerung oder der „Sicherung der Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft“ zu, wie dies § 254 Abs. 1 AktG formuliert, dann verliert eine Erforderlichkeitsprüfung ihren konkreten Bezug und ihre Stringenz. Damit zeigt sich bereits ein wesentlicher Unterschied zwischen dem Bezugsrechtsausschluß für ein konkretes Vorhaben und der Rücklagenbildung zu solchen allgemeinen Zwecken in aller Deutlichkeit.

Ein weiterer Unterschied beider Fälle besteht darin, daß der Bezugsrechtsausschluß als Eingriff in das Bezugsrecht sofort und definitiv wirkt, so daß bezogen auf diesen Zeitpunkt des Eingriffs gefragt werden kann, ob eine Entscheidungsalternative bestanden hat, und ob der Eingriff in die Rechte der Aktionäre trotz seiner Schwere in Anbetracht der damit konkret bezweckten Maßnahme hinzunehmen ist. Bei der Rücklagenbildung wird dagegen jedenfalls zunächst, im Zeitpunkt der Beschlußfassung, die vermögensmäßige Zuweisung des Bilanzgewinns an die Aktionäre nicht auf Dauer aufgehoben oder eingeschränkt, sondern bleibt vorerst im Grundsatz erhalten. Die Rücklagenbildung begründet nur die Gefahr, daß der zurückgestellte Bilanzgewinn sich im Unternehmen nicht etwa angemessen verzinst und später vermehrt um diese Verzinsung doch noch ausgeschüttet, sondern im Gegenteil zur Deckung später eintretender Verluste aufgebraucht wird und deshalb nicht mehr an die Aktionäre ausgeschüttet werden kann.

Auch nach dem erkennbaren Willen des Gesetzgebers kommt eine umfassende Inhaltskontrolle des Beschlusses der Hauptversammlung, der den Bilanzgewinn ganz oder teilweise in Gewinnrücklagen einstellt, nicht in Betracht, da der Gesetzgeber selbst insoweit bereits eine normative Abwägung zwischen den verschiedenen Interessen einzelner Aktionäre oder Aktionärsgruppen an Ausschüttung einerseits und an Rücklagenbildung andererseits vorgenommen hat⁷⁵. Diese normative Interessenabwägung ergibt sich aus dem Zusammenspiel von § 58 Abs. 3 und § 254 Abs. 1 AktG. Auf der einen Seite überläßt es der Gesetzgeber in § 58 Abs. 3 AktG uneingeschränkt der nach dem Mehrheitsprinzip abstimrenden Hauptversammlung, den Bilanzgewinn ganz oder teilweise in Gewinnrücklagen einzustellen oder als Gewinn vorzutragen (§ 58 Abs. 3 S. 1 AktG). Auf der anderen Seite kann ein solcher Beschluß gemäß § 254 Abs. 1 AktG von Aktionären, die über den hierfür erforderlichen Aktienbesitz verfügen (5% des Grundkapitals oder anteiliger Betrag von 500 000 Euro; vgl. § 254 Abs. 2 S. 3 AktG), angefochten werden, „wenn die Hauptversammlung aus dem Bilanzgewinn Beträge in Gewinnrücklagen einstellt oder als Gewinn vorträgt, die nicht nach Gesetz oder Satzung von der Verteilung unter die Aktionäre ausgeschlossen sind, obwohl die Einstellung oder der Gewinnvortrag bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung nicht notwendig ist, um die Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft für einen hinsichtlich der wirtschaftlichen und finanziellen Notwendigkeiten übersehbaren Zeitraum zu sichern und dadurch unter die Aktionäre kein Gewinn in Höhe von mindestens vier vom Hundert des Grundkapitals abzüglich von noch nicht eingeforderten Einlagen verteilt werden kann.“ Die kompliziert formulierte Vorschrift will den überstimmten Aktionären eine Mindestdividende von 4% des Grundkapitals zukommen lassen, es sei denn, daß die Rücklage des Bilanzgewinns notwendig ist, um die Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft für einen übersehbaren Zeitraum zu sichern. Diese Bestimmung stellt zwei Dinge klar: Erstens, daß eine allgemeine Inhaltskontrolle jedes

⁷⁵ Allgemein zum Ausschluß der Inhaltskontrolle bei Vorhandensein solcher normativer Interessenbewertungen Hüffer, a.a.O. (Fn. 13), § 243 Rdz. 26 ff m. Nachweisen.

Thesaurierungsbeschlusses in dem oben beschriebenen Sinne ungeachtet dessen, ob dieser Beschluß die Ausschüttung einer Dividende vorsieht oder nicht, ausscheidet; zweitens, daß auch die besondere Inhaltskontrolle eines Thesaurierungsbeschlusses, deren spezielle Voraussetzungen § 254 Abs. 1 AktG benennt, nur in Betracht kommt, wenn nicht einmal die dort genannte Mindestdividende ausgeschüttet wird. Wird dagegen beschlossen, diese minimale⁷⁶ Dividende auszuschütten, dann scheiden eine Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses wegen übermäßiger, sachlich nicht notwendiger Thesaurierung und eine darauf abzielende Inhaltskontrolle aus. Die Formulierung, daß die „Rücklage des Bilanzgewinns notwendig ist, um die Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft für einen überschaubaren Zeitraum zu sichern“, will also nicht etwa eine von jeder Rücklagenbildung zu erfüllende allgemeine Voraussetzung aufstellen. Nicht jede darüber hinausgehende Rücklagenbildung, die diesen engen Voraussetzungen nicht genügt, ist bereits deshalb wegen Übermaßes oder wegen „Aushungerns“ der Minderheit anfechtbar. Vielmehr soll sich „der Großaktionär...durch Ausschüttung der Mindestdividende freie Hand für seine Rücklagenpolitik verschaffen“ können⁷⁷. Das bedeutet allerdings nicht, wie noch zu zeigen sein wird, daß der Thesaurierungsbeschluß nicht aus anderen Gründen treupflichtwidrig und damit anfechtbar sein kann. - Es ist hier nicht der Ort, die Auslegungsfragen, die an die offenbar wenig bedeutsame⁷⁸ Vorschrift des § 254 Abs. 1 AktG anknüpfen, zu erörtern. Angefügt sei nur mehr, daß dieses Anfechtungsrecht der überstimmten Minderheit wegen „Aushungerns“ nach herrschender Auffassung in der Literatur ohne weiteres dadurch ausgehebelt werden kann, daß die Satzung der Gesellschaft die Hauptversammlung ermächtigen und sogar verpflichten könne, den gesamten Bilanzgewinn uneingeschränkt zur Rücklagenbildung zu verwenden, obwohl § 58 Abs. 3 S. 1 AktG im Gegensatz zu § 58 Abs. 3 S. 2 AktG eine abweichende oder ergänzende Satzungsbestimmung (vgl. § 23 Abs. 5 AktG) nicht vorsieht⁷⁹. Rechtspolitisch dürfte sich empfehlen, der Berechnung der Mindestdividende des § 254 Abs. 1 AktG nicht allein die Grundkapitalziffer zugrunde zu legen, sondern dabei nach dem Vorbild der §§ 120 Abs. 2, 121 Abs. 1 HGB auch die gebildeten Rücklagen als Berechnungsgrundlage einzubeziehen⁸⁰.

(cc) Neben die Inhaltskontrolle von Hauptversammlungsbeschlüssen, die auf bestimmte Beschlüsse beschränkt ist und gegenüber Gewinnverwendungsbeschlüssen nur, wie gezeigt, in dem beschränkten Umfang des § 254 Abs. 1 AktG eingreift, tritt die Anfechtung wegen Verletzung der „Treuepflicht“⁸¹. Sie kommt auch gegenüber Gewinnverwendungsbeschlüssen in Betracht. Allerdings kann ein zur Anfechtung gemäß § 243 Abs. 1 AktG berechtigender Treuepflichtverstoß nicht schon darin gefunden werden, daß trotz Vorliegens

⁷⁶ Das sei an folgendem beliebig herausgegriffenen Börsenwert illustriert (Angaben per 31. 12. 2006). Bei der Adidas AG, einem DAX-Wert, beträgt die Mindestdividende gemäß § 254 Abs. 1 AktG 0,04 €pro Aktie. Bezogen auf einen (angenommenen) durchschnittlichen Kurswert von €37 ergibt das eine Dividendenrendite von 0, 11% (die historische Dividendenrendite des DAX liegt bei 1,8%, die aktuelle Dividendenrendite des DAX bei 2, 7%; Angaben nach Peemöller/Beckmann/Meitner, BB 2005, S. 90, 94 Fn. 52 sowie „EURO am Sonntag“, Heft 8/2007, vom 25. 2. 2007 S. 19). Bei Vollausschüttung des Bilanzgewinns der Adidas AG ergäbe sich eine Dividende von 0,42 €pro Aktie, das entspricht einer Dividendenrendite (bei dem angenommenen Durchschnittskurs von €37) von 1, 13%.

⁷⁷ So die Begründung zum Regierungsentwurf des AktG; vgl. Kropff, a.a.O. (Fn. 41), S. 340.

⁷⁸ Gerichtsentscheidungen hierzu werden in der Kommentarliteratur außer BGHZ 84, 303 nicht genannt. Allerdings schließt das nicht aus, daß die Vorschrift präventiv wirkt und zu entsprechenden Mindestdividenden anhält.

⁷⁹ S. nur K. Schmidt, a.a.O. (Fn. 52), § 254 Rdz. 9 m. weiteren Nachweisen.

⁸⁰ So überzeugend bereits Huber, a.a.O. (Fn. 70), S. 140. – Im Fall der Adidas AG (vgl. Fn. 76) betrug per 31. 12. 2007 allein die Gewinnrücklage mehr als das 10fache des Grundkapitals (Gewinnrücklage 2,2 Mrd. € Grundkapital 204 Mio €). Im Fall Dodge v. Ford Motor Inc. (oben Fn. 70) betrug die jährlich gezahlte Dividende 60% des Grundkapitals, aber nur 1% des Eigenkapitals; vgl. 204 Mich. 459, 470, 170 N.W. 668, 672.

⁸¹ Grundlegend für das Aktienrecht BGHZ 103, 184, 193, wo die Verletzung der Treuepflicht noch als Anfechtungsgrund „entsprechend § 243 Abs. 2 AktG“ behandelt wird. In BGH WM 1999, 1767, 1768 wird dagegen die Verletzung der Treuepflicht als Anfechtungsgrund gemäß § 243 Abs. 1 AktG angeführt. Einzelheiten zu diesem Anfechtungsgrund, auch zum Verhältnis zur Inhaltskontrolle (oben bb), bei K. Schmidt, a.a.O. (Fn. 52), § 243 Rdz. 48 ff m. Nachweisen.

der Voraussetzungen des § 254 Abs. 1 AktG keine Mindestdividende beschlossen worden ist, weil sonst jeder Aktionär (vgl. § 245 AktG) die Anfechtungsklage erheben und so die qualifizierten Voraussetzungen der Anfechtungsbefugnis gemäß § 254 Abs. 2 S. 3 AktG unterlaufen könnte. Ein zur Anfechtung gemäß § 243 Abs. 1 AktG berechtigender Treupflichtverstoß liegt auch nicht per se darin, daß zur Stärkung der Lebens- und Widerstandsfähigkeit der Gesellschaft nicht notwendige Rücklagen aus dem Bilanzgewinn gebildet werden; § 254 AktG ist auch insoweit, was die Bildung nicht notwendiger Rücklagen betrifft, die durchaus in der nicht börsennotierten Gesellschaft die Gefahr des Aushungerns der Minderheit mit sich bringen kann, als *lex specialis* anzusehen. Um einen Treupflichtverstoß und damit eine Anfechtbarkeit gemäß § 243 Abs. 1 AktG zu begründen, müssen vielmehr weitere, zusätzliche Umstände hinzutreten, die es rechtfertigen, jedem davon betroffenen Aktionär das Recht zu geben, die Entscheidung der Mehrheit anzufechten, ohne daß dadurch die vom Gesetzgeber in §§ 58 Abs. 3, 254 AktG getroffene Interessenbewertung in Frage gestellt würde. Das wird insbesondere dann der Fall sein, wenn der Gewinnverwendungsbeschluß sich über die Rücklagenbildung hinaus als willkürliche Benachteiligung der Minderheit darstellt, wenn die Interessen der Minderheit über die Rücklagenbildung hinaus in unangemessener Weise zurückgesetzt werden, oder wenn der Großaktionär sich Sondervorteile zum Nachteil der Gesellschaft oder der Minderheit zu verschaffen versucht⁸². Insbesondere die Rechtsprechung und Literatur zum GmbH-Recht liefern eindrucksvolle Beispiele für solche Treupflichtverstöße, die über eine bloß „übermäßige“, nicht notwendige Rücklagenbildung hinausgehen, etwa weil sie darauf abzielen, den Wert der Beteiligungen der Minderheit zu senken, um ein bestehendes Ankaufsrecht günstig ausüben zu können, oder weil die Rücklagenbildung sich steuerlich ausschließlich zugunsten der Mehrheit, aber zum Nachteil der Minderheit auswirkt, oder weil die gebildeten Rücklagen im Interesse des Mehrheitsgesellschafters verwendet werden sollen, dies aber nicht im Interesse der Gesellschaft liegt⁸³, u.a.m. Nicht selten wird die übermäßige Rücklagenbildung als Instrument des Hinausdrängens der Minderheit eingesetzt oder geht sie mit verdeckten Vermögenszahlungen an die Mehrheit in Form marktunüblicher Vergütungen einher⁸⁴. Umgekehrt mag auch ein Ausschüttungsbeschluß, den das herrschende Unternehmen ohne Rücksicht auf die Finanzierungsbedürfnisse der abhängigen Gesellschaft im eigenen Interesse durchsetzt, die Anfechtbarkeit dieses Beschlusses wegen Treupflichtverletzung begründen und eine Haftung des herrschenden Unternehmens auslösen⁸⁵. Denkbar ist auch eine Anfechtung gemäß § 243 Abs. 2 AktG wegen Strebens nach Sondervorteilen, die neben die Anfechtung gemäß § 243 Abs. 1 AktG treten kann⁸⁶.

(b) *Zusammenfassend* läßt sich festhalten: Die Hauptversammlung ist bei ihrer Entscheidung über Rücklagenbildung oder Ausschüttung an den Gesellschaftszweck gebunden. Bei der Frage, ob eine Thesaurierungsentscheidung mit dem Gesellschaftszweck vereinbar ist, steht der Hauptversammlung ein breiter Beurteilungsspielraum zu. Eine Anfechtung des Gewinnverwendungsbeschlusses wegen Unvereinbarkeit mit dem Gesellschaftszweck dürfte daher praktisch nicht in Betracht kommen. Auch eine allgemeine Inhaltskontrolle des Gewinnverwendungsbeschlusses im Sinne der Kali & Salz - Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes scheidet aus. Es findet auf Anfechtungsklage der hierzu berechtigten Minderheit gemäß § 254 AktG hin nur eine eingeschränkte

⁸² Vgl. auch Hüffer, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Auflage, Bd. 7, 2001, § 243 Rdz. 66.

⁸³ Vgl. BGH WM 1966, 1132, 1134; vgl. auch die bei Marsch S. 2 ff berichteten Beispiele aus der Unternehmenspraxis (Marsch, Die rechtliche Problematik der Verwendung von Jahresüberschüssen deutscher Aktiengesellschaften unter besonderer Berücksichtigung der Kleinaktionärsinteressen, jur. Diss. Göttingen 1974).

⁸⁴ S. dazu die Kommentare zu § 29 GmbHG.

⁸⁵ S. dazu aus der US-amerikanischen Judikatur den Fall *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A. 2d 717 (Delaware 1971).

⁸⁶ Dazu Hüffer, a.a.O. (Fn. 82), Rdz. 66, 73.

Inhaltskontrolle unter den dort angegebenen Voraussetzungen statt. Davon werden aber übermäßige, nicht im engeren Sinn notwendige Rücklagenbildungen nicht erfaßt, solange nur die Minimaldividende des § 254 Abs. 1 AktG ausgezahlt wird. Das erscheint im Hinblick auf die Schwierigkeit der Abgrenzung im Sinne des § 254 Abs. 1 AktG „notwendiger“ von „nicht notwendigen“ oder übermäßigen Rücklagen auch als gerechtfertigt. Rechtspolitische Kritik ist dagegen daran zu üben, daß Berechnungsgrundlage für die Minimaldividende nur die Summe der eingezahlten Einlagen ist, während die inzwischen gebildeten Rücklagen nicht verzinst werden sollen. – Die eingeschränkte Inhaltskontrolle gemäß § 254 Abs. 1 AktG schließt nicht die Kontrolle des Gewinnverwendungsbeschlusses unter dem Gesichtspunkt der Treuepflichtverletzung aus. Eine solche Treuepflichtverletzung liegt aber nicht bereits bei einer übermäßigen, sachlich nicht notwendigen Rücklagenbildung vor. Vielmehr müssen weitere Umstände hinzutreten, die die Entscheidung der Mehrheit darüber hinausgehend als pflichtwidrige Durchsetzung der Interessen der Mehrheit gegenüber der Gesellschaft oder der überstimmten Minderheit erscheinen lassen.

Der wichtigste Rechtsbehelf der Minderheit gegen die Entscheidung der Hauptversammlung gemäß § 58 Abs. 3 S. 1 AktG ist demnach die Anfechtungsklage. Außerdem kommt eine Schadensersatzhaftung des Mehrheitsaktionärs gemäß §§ 117 AktG, 826 BGB gegenüber der Minderheit in Betracht, wenn die Voraussetzungen dieser Vorschriften erfüllt sind. Daneben tritt nach der Rechtsprechung die Haftung wegen vorsätzlicher Treupflichtverletzung⁸⁷.

IV. Innenfinanzierung durch stille Reserven

Neben die Bildung und den Ausweis offener (Gewinn-)Rücklagen tritt als zweites wesentliches Instrument der Innenfinanzierung die Bildung stiller Rücklagen oder Reserven. Hier werden üblicherweise drei Gruppen unterschieden: Die gesetzlichen (Zwangs-)Reserven (dazu unter 1.); die Schätzungs- und Ermessensreserven (unten 2.); und die Willkürreserven (unten 3.).

1. Gesetzliche „Zwangsreserven“

Zwangsreserven entstehen infolge der Anwendung zwingender gesetzlicher Ansatz – und Bewertungsvorschriften. So darf die Wertsteigerung eines Vermögensgegenstands über die Anschaffungs- oder Herstellungskosten hinaus bilanziell nicht nachvollzogen, d. h. der Vermögensgegenstand darf höchstens zu den Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten bewertet werden (§§ 253 Abs. 1 S. 1, 255, 280 Abs. 1 S. 1 HGB). Auf die Bildung stiller Reserven durch vorzeitige und nachträgliche Mittelbindung infolge der gesetzlichen Verpflichtung zu Rückstellungen und Abschreibungen und die Gründe hierfür wurde bereits hingewiesen⁸⁸. Während die Pflichten zur Bildung von Rückstellungen und zur Vornahme von Abschreibungen dem Ziel der periodenrichtigen Ermittlung des „Zwischengewinns“ und damit der periodenrichtigen Abgrenzung dessen dienen, was den Eigen- und was den Fremdkapitalgebern zusteht, verfehlt die Bilanzierung eines Vermögensgegenstands höchstens zu dessen Anschaffungs- oder Herstellungskosten dieses Ziel der periodenrichtigen Gewinnermittlung, wenn sich in der abzuschließenden Periode Wertsteigerungen ergeben haben⁸⁹. Gleichwohl dient auch das Gebot der Bilanzierung höchstens zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten, wie die Verpflichtung zu Rückstellungen und Abschreibungen, dem Gläubigerschutz. Es handelt sich um eine

⁸⁷ Grundlegend BGHZ 129, 136, 158 ff; aus der Literatur dazu etwa K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, a.a.O. (Fn. 63), S. 591 f m. Nachweisen.

⁸⁸ Oben II. 1.

⁸⁹ S. auch Wöhe, a.a.O. (Fn. 2), S. 605.

gesetzliche Ausprägung des in § 252 Abs. 1 Nr. 1 HGB verankerten allgemeinen „Vorsichtsprinzips“. Ergänzt wird das Gebot der Bilanzierung höchstens zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten durch den Realisationsgrundsatz, wonach Gewinne nur berücksichtigt werden dürfen, wenn sie am Abschlußstichtag realisiert sind (§ 252 Abs. 1 Nr. 4, 2. Halbsatz HGB)⁹⁰.

Die angeführten Vorschriften hat der Vorstand bei der Aufstellung des Jahresabschlusses zu beachten, und die dadurch gebildeten stillen Reserven sind von den Anteilseignern hinzunehmen. Weder der Aufsichtsrat in seinem Feststellungsbeschluß (vgl. § 172 AktG) noch die Hauptversammlung, wenn diese den Jahresabschluß feststellt, können hiervon abweichen (vgl. § 173 Abs. 2 S. 1 AktG). Wenn die durch eine Bilanzierung zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten gebildeten stillen Reserven „gehoben“ werden sollen, kann dies nicht durch bloße Änderung der Bilanzierung, sondern nur durch eine materielle Veränderung („sachverhaltsgestaltende Maßnahme“⁹¹) hinsichtlich des bilanzierten Vermögensgegenstands selbst erfolgen. Zum Beispiel mag der Vorstand der Gesellschaft durch Druck seitens der Anteilseigner dazu veranlaßt werden, nicht mehr benötigte Vermögensgegenstände zu veräußern oder einen betriebsnotwendigen Gegenstand des Anlagevermögens zu verkaufen und zurück zu leasen („Sale and lease back“), um die stillen Reserven aktivieren zu können und gegebenenfalls Ausschüttungen hieraus zu ermöglichen. Stille Reserven im Umlaufvermögen oder infolge von Abschreibungen lösen sich häufig auch ohne solche „sachverhaltsgestaltenden Maßnahmen“ im Zeitablauf wieder auf⁹².

2. Schätzungs- und Ermessensreserven

Stille Reserven, die für die Innenfinanzierung zur Verfügung stehen, können sich nicht nur infolge der Anwendung zwingender, hinsichtlich ihres Anwendungsbereichs und ihrer Rechtsfolgen eindeutiger Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften ergeben. Vielmehr enthalten die Ansatz- und Bewertungsvorschriften des Handelsbilanzrechts für die hier interessierende Einzelbilanz der Aktiengesellschaften (§§ 246 ff, 252 ff, 266 ff, 279 ff HGB) vielfach unbestimmte Rechtsbegriffe, bei deren Anwendung sich Spielräume ergeben, sowie Normen, die dem Bilanzersteller eine Einschätzungsprärogative einräumen. In dem Maße, in dem sich eine ex ante vertretbare Einschätzung des Bilanzerstellers ex post als unrichtig erweist, und dieser Schätzungsfehler zu einer zu niedrigen Bewertung von Aktiva oder zu einer zu hohen Bewertung von Verbindlichkeiten oder zu einem unberechtigten Ansatz von Rückstellungen geführt hat, ergeben sich stille „Schätzungsreserven“ (dazu unten (a)). Neben die unbestimmten Rechtsbegriffe mit Anwendungs- oder Bewertungsspielraum treten Ansatz- und Bewertungsvorschriften, die dem Bilanzersteller geplant Handlungsalternativen bieten und ihm Wahlrechte einräumen, die er im Sinne der von ihm verfolgten Bilanzpolitik ausnutzen kann. Sie führen gegebenenfalls zu „Ermessensreserven“ (dazu unten (b)). Im Folgenden ist den rechtlichen Voraussetzungen und Schranken einschließlich der Kontrolle der Bildung von Schätzungs- und Ermessensreserven nachzugehen.

(a) Die Ansatz- und Bewertungsvorschriften des Handelsbilanzrechts enthalten vielfach *unbestimmte Rechtsbegriffe*, die der Bilanzersteller auslegen und anwenden muß. So sind nach der Definition des § 255 Abs. 2 HGB Herstellungskosten, zu denen Vermögensgegenstände in der Bilanz anzusetzen sind (§ 253 Abs. 1 HGB), „Aufwendungen, die durch den Verbrauch von Gütern und die Inanspruchnahme von Diensten für die

⁹⁰ Vgl. zum Verhältnis der Normen der §§ 252 Abs. 1 Nr. 4, 253 Abs. 1 S. 1 HGB zueinander etwa Kleindiek, in: Ulmer (Hrsg.), HGB-Bilanzrecht, Großkommentar, 1. Teilband, 2002, § 252 Rdz. 25 m. Nachweisen.

⁹¹ Vgl. § 321 Abs. 2 S. 4 HGB sowie Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzanalyse, 2. Auflage 2004, S. 157.

⁹² Vgl. Wöhe, a.a.O. (Fn. 2), S. 603.

Herstellung eines Vermögensgegenstands, seine Erweiterung oder für eine über seinen ursprünglichen Zustand hinausgehende *wesentliche* Verbesserung entstehen.... Bei der Berechnung der Herstellungskosten dürfen auch *angemessene* Teile der *notwendigen* Materialgemeinkosten, der *notwendigen* Fertigungsgemeinkosten und des Wertverzehr des Anlagevermögens...eingerechnet werden.“ Die korrekte Anwendung dieser Norm durch den Bilanzersteller setzt zum einen voraus, daß er sich, falls erforderlich, durch einen Blick in die Fachliteratur darüber informiert, wie diese unbestimmten Rechtsbegriffe zu verstehen sind, und zum anderen prüft, ob der von ihm zu beurteilende Sachverhalt den Tatbestand dieser Norm einschließlich ihrer unbestimmten Rechtsbegriffe erfüllt. Im vorliegenden Zusammenhang ist nicht dieser bei jeder Normanwendung stattfindende Vorgang von Interesse, sondern die Frage, ob unbestimmte Rechtsbegriffe kontrollfreie Gestaltungsspielräume zur Anlegung stiller Reserven eröffnen. Das ist im Grundsatz, was die Auslegung solcher „einfacher“ unbestimmter Rechtsbegriffe betrifft, die dem Bilanzersteller keine Einschätzungsprärogative einräumen, nicht der Fall. Vielmehr hat der Abschlußprüfer zu prüfen, ob der Jahresabschluß den gesetzlichen Vorschriften entspricht (§ 317 Abs. 1 S. 2 HGB; vgl. auch § 321 Abs. 2 S. 1 HGB). Das umfaßt die Prüfung, ob der Bilanzersteller von einem korrekten Normverständnis ausgegangen ist. Auch der Aufsichtsrat kann und muß erforderlichenfalls seine Prüfung hierauf erstrecken (§ 171 Abs. 1 S. 1 AktG)⁹³; und die Gerichte prüfen die richtige Auslegung dieser „einfachen“ unbestimmten Rechtsbegriffe in den dafür vorgesehenen Verfahren (§ 256 Abs. 5 AktG; § § 331, 334 Abs. 1 Nr. 1. b) HGB) in vollem Umfang nach. Dasselbe gilt für die Prüfung des Jahresabschlusses börsennotierter Gesellschaften durch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (vgl. § 342 b Abs. 2 S. 3 Nr. 1 HGB) oder durch die BAFin (vgl. § 37o Abs. 1 S. 1 WpHG). Das schließt freilich nicht aus, daß für die Anwendung der richtig ausgelegten Norm im Einzelfall gerade wegen ihrer Unbestimmtheit doch ein Spielraum verbleibt, innerhalb dessen die Ansatz- oder Bewertungsentscheidung des Bilanzerstellers nicht als gesetzwidrig bezeichnet werden kann.

Im besonderen ergeben sich solche – hier freilich auch rechtlich gesicherten - Spielräume, wenn Ansatz- und Bewertungsnormen dem Bilanzersteller nach dem Sinn des Normtextes eine *Einschätzungsprärogative* einräumen. Eine „Einschätzungsprärogative“ steht dem Bilanzersteller vor allem dort zu, wo es um die Abschätzung künftiger Entwicklungen oder Risiken geht, die eine Prognose erfordern. Prognosen sind zukunftsgerichtet, ihrer Natur nach unvollkommen und können deshalb nur beschränkt, auf ihre „Vertretbarkeit“, nicht dagegen auf ihre „Richtigkeit“, überprüft werden. Eine Überprüfung auf ihre „Richtigkeit“ liefe auf die Ersetzung der Prognoseentscheidung durch eine andere Entscheidung hinaus, die ihrerseits vielleicht gleichfalls vertretbar, aber nicht die allein richtige sein könnte. Prognoseentscheidungen sind zum Beispiel erforderlich, wenn es um die Bemessung der Abschreibung abnutzbarer Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens (§ 253 Abs. 2 HGB) geht. Der anzulegende Abschreibungsplan „muß die Anschaffungs- oder Herstellungskosten auf die Geschäftsjahre verteilen, in denen der Vermögensgegenstand *voraussichtlich* genutzt werden kann“ (§ 253 Abs. 2 S. 2 HGB). Das erfordert eine Einschätzung der voraussichtlichen Nutzungsdauer des betreffenden Vermögensgegenstands im Einzelfall, die von verschiedenen technischen, verbrauchsbedingten oder wirtschaftlichen Umständen abhängen kann⁹⁴. Der Gesetzgeber hat insoweit bewußt auf eine bestimmtere Fassung oder „Objektivierung“ des Begriffs der Nutzungsdauer, etwa durch pauschal angenommene Durchschnittswerte in Abschreibungstabellen⁹⁵, verzichtet⁹⁶. Dem Bilanzersteller ist daher

⁹³ Zur Prüfung der Rechtmäßigkeit des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat Nachweise etwa bei Hüffer, a.a.O. (Fn. 13), § 171 Rdz. 4 f.

⁹⁴ Einzelheiten dazu bei Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzen, a.a.O. (Fn. 4), S. 221 ff.

⁹⁵ Dazu Baetge, Möglichkeiten der Objektivierung des Jahreserfolges, 1970, S. 122 ff; Dietz, Die Normierung der Abschreibung in Handels- und Steuerbilanz, 1971, S. 150 ff.

ein erheblicher kontrollfreier „Beurteilungsspielraum“⁹⁷ eingeräumt. In dem Maße, in dem die ex ante „vertretbare“ Prognoseentscheidung des Bilanzerstellers von der ex post „richtigen“ Einschätzung der Nutzungsdauer abweicht und die Nutzungsdauer zu kurz bemißt, entstehen unvermeidbare (stille) „Schätzungsreserven“. Ähnliche Prognoseentscheidungen mit Beurteilungsspielraum sind bei der Bildung von Rückstellungen für „ungewisse“ Verbindlichkeiten oder für „drohende“ Verluste anzustellen (§ 249 Abs. 1 S. 1 HGB).

Daß dem Bilanzersteller wegen der Natur dieser prognostischen Entscheidungen ein weithin kontrollfreier, rechtlich gesicherter Beurteilungsspielraum zukommt, zeigt sich in folgendem. Eine Prüfung durch den *Abschlußprüfer* (§ 317 Abs. 1 S. 2 HGB), ob z. B. bei der Vornahme der Abschreibungen die gesetzliche Vorschrift des § 253 Abs. 2 S. 1 HGB (Einschätzung der voraussichtlichen Nutzungsdauer bei abnutzbaren Anlagegegenständen) beachtet ist, kann sich nur darauf beziehen, ob der Bilanzersteller die Gesichtspunkte, die für die Einschätzung der voraussichtlichen Nutzungsdauer von Bedeutung sein können, wie technische oder gebrauchsbedingte Umstände, einschließlich des Vorsichtsprinzips (§ 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB) und des ungeschriebenen Verbots sachfremder Erwägungen⁹⁸, berücksichtigt hat, und ob die Prognose des Bilanzerstellers bei Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte und Prinzipien objektiv nachvollziehbar und damit vertretbar erscheint⁹⁹. „Prüfung“ bedeutet dagegen nicht Ersetzen der Entscheidung des Bilanzaufstellers durch eine eigene Entscheidung des Abschlußprüfers¹⁰⁰. Für die Prüfung des Jahresabschlusses börsennotierter Gesellschaften auf Verstöße gegen gesetzliche Vorschriften und sonstige Rechnungslegungsnormen durch die *Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung* (vgl. § 342 b Abs. 2 S. 3 Nr. 1 HGB) oder durch die *BAFin* (vgl. § 37o Abs. 1 S. 1 WpHG) gilt insoweit dasselbe wie für den Abschlußprüfer. Auch der *Aufsichtsrat* kann den vom Vorstand aufgestellten Jahresabschluß nicht von sich aus ändern und die Ansatz- und Bewertungsentscheidungen des Vorstands durch seine eigenen ersetzen¹⁰¹; auch er hat sich auf eine „Prüfung“ des Jahresabschlusses zu beschränken (§ 171 Abs. 1 S. 1 AktG). Diese Prüfung bezieht sich allerdings nicht wie die des Abschlußprüfers nur darauf, ob die einschlägigen Rechnungslegungsvorschriften beachtet worden sind, sondern sie erstreckt sich auch auf die vom Vorstand eingeschlagene „Bilanzpolitik“, also die Zweckmäßigkeit der Ausübung von Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechten, der Ausnutzung von Ermessensspielräumen und sachverhaltsgestaltender Maßnahmen¹⁰² einschließlich der damit verbundenen Auswirkungen auf die Innenfinanzierung des Unternehmens und den Ausweis ausschüttungsfähigen Bilanzgewinns. Die notwendigen Informationen hierüber erhält der Aufsichtsrat (bzw. sein Prüfungsausschuß) entweder aus den Erläuterungen der Bilanz im Anhang (§ 284 HGB), den Angaben im Prüfungsbericht (§ 321 HGB) oder auf Rückfragen beim Abschlußprüfer (vgl. § 171 Abs. 1 S. 2 AktG). Gleichwohl bleibt es dabei, daß auch der Aufsichtsrat, wenn er mit den bilanzpolitischen Entscheidungen und Maßnahmen des Vorstands nicht einverstanden ist, den Jahresabschluß nicht selbst ändern, sondern nur Änderungen des Jahresabschlusses

⁹⁶ Zur Bedeutung der steuerlichen Afa-Tabellen für Steuer- und Handelsbilanz Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzen, a.a.O. (Fn. 4), S. 222.

⁹⁷ Adler/Düring/Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, 6. Auflage 1995, Vorbem. zu §§ 252 – 256 HGB Rdz. 19.

⁹⁸ Zur Geltung des Vorsichtsprinzips in diesem Zusammenhang etwa Adler/Düring/Schmaltz, a.a.O. (Fn. 97), § 252 HGB Rdz. 65 – 67, 73; zum Willkürverbot Rdz. 126.

⁹⁹ Vgl. dazu auch IdW-Prüfungsstandard 314 („Die Prüfung von geschätzten Werten in der Rechnungslegung“, Stand: 2. 7. 2001), sub 3. (9): „Dabei ist zu beurteilen, ob geschätzte Werte unter den jeweiligen Umständen plausibel sind und – sofern erforderlich – in angemessener Weise erläutert wurden.“

¹⁰⁰ Vgl. auch IdW-Prüfungsstandard 314, a.a.O. (Fn. 99), sub 4. (27., 28.); ferner IdW-Prüfungsstandard 315 („Die Prüfung von Zeitwerten“, Stand: 8. 12. 2005), sub 3. (das Treffen von Annahmen über künftige Entwicklungen ist Sache der gesetzlichen Vertreter des Unternehmens, nicht der Abschlußprüfer).

¹⁰¹ S. nur Kropff, in Geßler u.a. (Hrsg.), Aktiengesetz, Bd. 3, 1973, § 162 Rdz. 52.

¹⁰² Hüffer, a.a.O. (Fn. 13), § 171 Rdz. 6 f m. Nachweisen.

anregen und, falls der Vorstand dies ablehnt, die Billigung des Jahresabschlusses versagen kann (§ 172 AktG), so daß dann die Feststellung des Jahresabschlusses der Hauptversammlung obliegt (§ 173 AktG).

Diese „Einschätzungsprärogative“, den die hier betrachteten unbestimmten Rechtsbegriffe mit Beurteilungsspielraum dem Vorstand einräumen, bestimmt auch die Antwort auf die Frage, wann in solchen Fällen von einer Pflichtverletzung des Vorstands im Sinne des § 93 AktG gesprochen werden kann¹⁰³. Bei der Anwendung von Normen mit Prognosecharakter handelt es sich nicht um schlichten Gesetzesvollzug, sondern, soweit es um die Prognose selbst geht, um eine „unternehmerische“ Entscheidung im Sinne von § 93 Abs. 1 S. 2 AktG. Einzelne Bewertungsvorschriften des Handelsbilanzrechts stellen sogar explizit auf die „vernünftige kaufmännische Beurteilung“ bei der Einschätzung künftiger Entwicklungen ab (vgl. § 253 Abs. 1 S. 2; § 253 Abs. 3 S. 3 HGB). Es ist anerkannt, daß der Vorstand sich auch dann auf die Vermutung pflichtgemäßen Verhaltens in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG berufen kann, wenn es um die Anwendung solcher gesetzlicher Vorschriften geht, deren Tatbestand dem Anwender einen Beurteilungsspielraum einräumt, zum Beispiel indem dem Normanwender eine zukunftsbezogene Entscheidung abverlangt wird¹⁰⁴. Eine Pflichtverletzung liegt demzufolge nicht vor, wenn der Vorstand bei der Bilanzaufstellung eine ihm durch eine Ansatz- oder Bewertungsvorschrift aufgetragene Prognoseentscheidung getroffen hat, bei welcher er „vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln“. Dies gilt gerade auch dann, wenn sich eine solche ex ante „vertretbare“ Entscheidung ex post als unrichtig herausgestellt hat. Allerdings ist zu beachten, daß es sich bei der Frage, *ob* eine Ansatz- oder Bewertungsvorschrift einen Beurteilungsspielraum einräumt, und ob dieser Spielraum u. U. begrenzt wird, z. B. durch die allgemeinen Prinzipien des § 252 HGB, um eine Frage der Normauslegung und damit der Rechtsanwendung handelt, für die der Normanwender keinen Beurteilungsspielraum in Anspruch nehmen kann. Denn ein Beurteilungsspielraum bezieht sich nicht auf die rechtlichen Voraussetzungen und den Umfang, unter denen bzw. in dem der Gesetzgeber einen solchen Spielraum einräumen will¹⁰⁵. Die Pflichtmäßigkeitvermutung des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG greift nur ein, wenn der Vorstand sich innerhalb des durch die einschlägige Norm gesteckten Rahmens bewegt hat.

Eine „vertretbare“ Bewertung in dem beschriebenen Sinne kann schließlich nicht zu einer „Unterbewertung von Aktivposten“ gemäß § 256 Abs. 5 S. 3 AktG führen¹⁰⁶. Bei der (*straf-*)gerichtlichen Überprüfung solcher Entscheidungen gemäß §§ 331 Nr. 1, 334 Abs. 1 Nr. 1. b) HGB gelten aus verfassungsrechtlichen Gründen noch restriktivere Maßstäbe. Die heute herrschende Meinung fordert, daß Angaben mit Prognosecharakter „evident unrichtig“ und in diesem Sinne nach dem Urteil der einschlägigen Fachleute unvertretbar sein müssen¹⁰⁷.

(b) Neben diejenigen Normen, die aus Gründen der Natur der Sache die Konkretisierung im Einzelfall dem Bilanzersteller überlassen, und wo eine Kontrolle seiner Entscheidung nur auf ihre „Vertretbarkeit“, nicht auf ihre Richtigkeit erfolgt, treten Ansatz- und

¹⁰³ Eingehender zu Normen mit Einschätzungsprärogative (Beurteilungsspielraum) des Vorstands und zu Pflichtverletzungen bei Anwendung solcher Normen Lohse, *Unternehmerisches Ermessen*, 2005, S. 64 f, 188 ff, 294 ff.

¹⁰⁴ Vgl. die Amtliche Begründung in: BT-Drucksache 15/5092 S. 11; speziell zur Anwendung von Bilanzierungsnormen Welf Müller, *Bilanzentscheidungen und Business Judgment Rule*, in: *Liber Amicorum Happ*, 2006, S. 179 ff; Hopt/M. Roth, in: *Großkomm. AktG*, 4. Auflage, 26. Lieferung 2006, § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 nF Rdz. 23.

¹⁰⁵ Vgl. auch Lohse, a.a.O. (Fn. 103), S. 190, 192.

¹⁰⁶ Adler/Düring/Schmaltz, *Rechnungslegung und Prüfung von Unternehmen*, 6. Auflage 1997, § 256 AktG Rdz. 40.

¹⁰⁷ Dannecker, in: Ulmer (Hrsg.), *HGB-Bilanzrecht, Großkommentar*, 2. Teilband, 2002, § 331 Rdz. 42 m. Nachweisen.

Bewertungsvorschriften, die dem Bilanzersteller geplant mehrere Handlungsmöglichkeiten („Wahlrechte“) einräumen, zwischen denen er wählen kann. In der Regel erfolgt dies ausdrücklich, durch Formulierungen wie „kann“, „darf“, „sind zulässig“, „brauchen nicht“ usw.¹⁰⁸. Die Frage ist, ob ihre Ausübung uneingeschränkt zu einer gezielten Unterbewertung und damit zur Anlage von „Ermessensreserven“ führen kann, ohne daß diese Unterbewertung im Rahmen der Bilanzprüfung beanstandet werden oder rechtliche Sanktionen für die Bilanzersteller oder die Nichtigkeit des Jahresabschlusses wegen Unterbewertung (§ 256 Abs. 5 S. 1 Nr. 2 AktG) auslösen könnte.

Ein Beispiel für eine Vorschrift, die dem Bilanzersteller ein Bewertungswahlrecht einräumt, dessen Ausübung in der Regel zu „Ermessensreserven“ führen wird, findet sich in § 254 HGB. Nach § 254 HGB können Abschreibungen auch vorgenommen werden, um Vermögensgegenstände mit dem niedrigeren Wert anzusetzen, der auf einer nur steuerrechtlich zulässigen Abschreibung beruht. Steuervergünstigungen werden häufig zur Verwirklichung außerfiskalischer Ziele (Strukturpolitik, Umweltpolitik, Arbeitsmarktpolitik) in der Form gewählt, daß für gewisse Wirtschaftsgüter erhöhte Absetzungen und Sonderabschreibungen zugelassen und dadurch geringere Ansätze ermöglicht werden, als sie sich nach den allgemeinen Bewertungsvorschriften und Grundsätzen ordnungsmäßiger Bilanzierung ergeben würden¹⁰⁹. Voraussetzung hierfür ist bei Kapitalgesellschaften allerdings, daß das Steuerrecht ihre Anerkennung bei der steuerlichen Gewinnermittlung davon abhängig macht, daß sie sich aus der Handelsbilanz ergeben (§ 279 Abs. 2 HGB). Das ist in der Regel der Fall¹¹⁰. § 5 Abs. 1 S. 2 EStG legt insoweit fest, daß steuerrechtliche Wahlrechte bei der Gewinnermittlung „in Übereinstimmung mit der handelsrechtlichen Jahresbilanz auszuüben sind“. Formale Grundlage der steuerlichen Gewinnermittlung ist also die Handelsbilanz („Maßgeblichkeitsgrundsatz“; § 5 Abs. 1 S. 1 EStG). Materiell wird der Inhalt der Handelsbilanz dagegen durch steuerliche Sondervorschriften bestimmt, die das Prinzip der periodengerechten Gewinnermittlung im Dienste wirtschaftspolitischer Lenkungsziele insoweit durchbrechen und den ausschüttungsfähigen Jahresüberschuß reduzieren („umgekehrte Maßgeblichkeit“)¹¹¹. Die damit verbundene Beeinträchtigung der Informationsfunktion des Jahresabschlusses wird zwar durch verpflichtende Anhangangaben (§§ 281 Abs. 2 S. 1, 285 Nr. 5 HGB) gemildert, nicht jedoch die sich daraus ergebende Beschränkung des Jahresüberschusses und des ausschüttungsfähigen Bilanzgewinns.

Neben diesen *Wahlrechten*, die das Bilanzrecht *aus bilanzfremden Gründen* vorsieht, kennt es auch *Wahlrechte*, die es *aus Bilanzierungsgründen* im engeren Sinne einräumt. Der Gesetzgeber hat diese Bilanzierungswahlrechte nicht vorgesehen, um dem Bilanzersteller freie Hand zu lassen, was die Bildung und Auflösung stiller Reserven betrifft, sondern damit bilanzrechtlich relevanten Besonderheiten verschiedenartiger Einzelfälle Rechnung getragen werden kann¹¹². Als Beispiel hierfür sei das Ansatzwahlrecht des § 255 Abs. 4 HGB angeführt. Danach darf, wenn die bilanzierende Gesellschaft ein Unternehmen gekauft hat, als sogenannter „Geschäfts- oder Firmenwert“ des gekauften Unternehmens der Unterschiedsbetrag aktiviert werden, um den der Kaufpreis den Wert der einzelnen Vermögensgegenstände des gekauften Unternehmens abzüglich der Schulden übersteigt. Hat also die bilanzierende Gesellschaft ein Unternehmen im Wege des „asset deal“ erworben und hierfür einen über die Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden hinausgehenden, am

¹⁰⁸ Übersichten über die Ansatz- und Bewertungswahlrechte (Wertansatzwahlrechte und Methodenwahlrechte) finden sich etwa bei Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzanalyse, a.a.O. (Fn. 91), S. 155; W. Müller, a.a.O. (Fn. 104), S. 183 f; eingehend Kothes, Die Wahlrechtsproblematik im handelsrechtlichen Jahresabschluß der Kapitalgesellschaft, 1999.

¹⁰⁹ Vgl. dazu die Übersichten bei Adler/Düring/Schmaltz, a.a.O. (Fn. 97), § 254 HGB Rdz. 18.

¹¹⁰ Vgl. Hüttemann, in: Ulmer (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 90), § 279 Rdz. 6.

¹¹¹ Eingehend und kritisch dazu Knobbe-Keuk, Bilanz- und Unternehmenssteuerrecht, 9. Auflage 1993, S. 29 ff.

¹¹² Eingehend dazu Kropff, a.a.O. (Fn. 101), § 149 Rdz. 94 ff.

Ertragswert des Unternehmens orientierten Kaufpreis gezahlt, dann kann es diesen Unterschiedsbetrag als „Geschäfts- oder Firmenwert“ aktivieren, um zu vermeiden, daß dieser Betrag sofort als ein den Jahresüberschuß mindernder Aufwand verbucht werden müßte. Die bilanzielle Behandlung entspricht insoweit völlig derjenigen, die sich ergäbe, wenn das Unternehmen nicht im Wege eines „asset deal“, sondern des Beteiligungskaufs oder „share deal“ erworben worden wäre. Denn für die Bilanzierung einer erworbenen Beteiligung ist von den Anschaffungskosten auszugehen, die regelmäßig den Geschäfts- oder Firmenwert der Beteiligungsgesellschaft mitvergüten¹¹³. Denkbar ist nun freilich auch, daß der „Unterschiedsbetrag“ nicht zur Abgeltung des „good will“ der erworbenen Firma, ihres Kunden- und Mitarbeiterstamms gezahlt wurde, sondern von der erwerbenden Gesellschaft deshalb geboten wurde, weil sie hiermit besondere Ziele verfolgte, wie zum Beispiel das Ziel, einen Wettbewerber auszuschalten und gegenüber dem Veräußerer ein Wettbewerbsverbot durchzusetzen. In diesem Fall setzt sich der Kaufpreis für das übernommene Unternehmen zwar gleichfalls aus dem Wert der übernommenen Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden sowie einem „Unterschiedsbetrag“ zusammen. Eine Aktivierung dieses „Unterschiedsbetrages“ als „Geschäfts- oder Firmenwert“ des übernommenen Unternehmens verbietet sich aber an sich nach dem Sinn und Zweck des § 255 Abs. 4 HGB, weil der Mehrertrag, den sich die Käuferin von der Zahlung dieses Unterschiedsbetrages erhofft, nicht auf dem „good will“, den Kundenbeziehungen usw. des übernommenen Unternehmens fußt, sondern in der Folge von der übernehmenden Gesellschaft selbst generiert wird, die ihren Konkurrenten ausgeschaltet hat. Ein Ansatz eines „Geschäfts- oder Firmenwerts“ des übernommenen Unternehmens würde in diesem Fall an sich auch dem „Realisationsprinzip“ (§ 252 Abs. 1 Nr. 4, 2. Halbsatz HGB) widersprechen.

Die praktische Schwierigkeit liegt nun freilich darin, im Einzelfall den gezahlten „Unterschiedsbetrag“ aufzuspalten in einen Teil, der für den „Firmenwert“ des Unternehmens, und in einen Teil, der à fonds perdu gezahlt worden ist¹¹⁴ und deshalb an sich nicht als „Geschäfts- oder Firmenwert“ angesetzt werden dürfte. Im Hinblick auf solche kaum abgrenzbaren Mischfälle, in denen der Erwerber neben dem Erwerb des immateriellen Vermögensgegenstands „Firmenwert“ auch sonstige an sich nicht bilanzierungsfähige Aufwendungen getätigt hat, räumt der Gesetzgeber dem Bilanzersteller das Recht ein, den gesamten Unterschiedsbetrag zu aktivieren, schreibt für diesen Fall aber wie in anderen Fällen einer „Bilanzierungshilfe“ (vgl. §§ 250 Abs. 3, 269, 282 HGB) eine Abschreibung dieses Bilanzpostens vor (§ 255 Abs. 4 S. 2, 3 HGB).

Aus den voranstehenden Überlegungen ist die Antwort auf die Frage zu entwickeln, welche Pflichten dem Vorstand der bilanzierenden Gesellschaft bei der Ausübung von Bilanzierungswahlrechten obliegen, insbesondere, ob er nach seinem Belieben durch entsprechende Ausübung dieser Wahlrechte stille „Ermessensreserven“ anlegen kann. Wie die beiden vorgestellten Beispiele zeigen, können nicht alle Bilanzierungswahlrechte gleich behandelt werden. Sind steuerliche Sonderabschreibungen zulässig, sofern sie sich aus der Handelsbilanz ergeben, wird der bilanzherstellende Vorstand in aller Regel pflichtgemäß handeln, wenn er sich für die Sonderabschreibung und damit für die mit ihr verbundenen Vorteile für die Gesellschaft (Liquiditätsvorteil; Einsparvorteil durch Aufschub der Steuerzahlung) entscheidet und dafür die mit der Belastung des Ergebnisses des betreffenden Jahres für die Anteilseigner möglicherweise verbundenen Nachteile (Verminderung des Jahresüberschusses und des ausschüttungsfähigen Bilanzgewinns) in Kauf nimmt. Bei der Ausübung eines solchen Wahlrechts handelt es sich nicht um bloßen Gesetzesvollzug. Es kommt nicht nur darauf an, die Auswirkung der Inanspruchnahme des Wahlrechts auf die

¹¹³ S. nur Kleindiek, in: Ulmer (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 90), § 255 Rdz. 45.

¹¹⁴ Wöhe, a.a.O. (Fn. 2), S. 700.

steuerliche Belastung des Ergebnisses der Gesellschaft zu beurteilen, sondern es geht auch um die Einschätzung der finanziellen Folgen für die Gesellschaft (Liquiditäts- und Einspareffekte) und die Auswirkungen auf die Anteilseigner sowie die daraus folgende Notwendigkeit einer Abwägung. Insgesamt handelt es sich also um eine „unternehmerische“ Entscheidung, für die der Vorstand die Vermutung pflichtgemäßen Verhaltens des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG unter den dort genannten Voraussetzungen für sich in Anspruch nehmen kann¹¹⁵. Für die eingeschränkte Überprüfung von Ermessensentscheidungen des Bilanzerstellers, der ein Wahlrecht ausgeübt hat, durch Abschlußprüfer, die Prüfstelle für Rechnungslegung und in staatlichen Verfahren gelten die gleichen Grundsätze wie bei der Überprüfung von Entscheidungen, bei denen dem Bilanzersteller ein Beurteilungsspielraum zusteht¹¹⁶.

In dem zweiten oben gewählten Beispiel eines Bilanzierungswahlrechts will der Gesetzgeber mit der Einräumung des Wahlrechts dem Bilanzersteller dagegen nicht die Möglichkeit einräumen, in dem durch den weitgefaßten Wortlaut abgedeckten Umfang nach seinem Belieben entweder einen derivativen Firmenwert zu aktivieren oder nicht und dabei das Für und Wider einer Aktivierung oder Reservenbildung abzuwägen. Vielmehr hat der Gesetzgeber dieses Bilanzierungswahlrecht geschaffen, um dem Umstand gerecht zu werden, daß sich je nach Einzelfall verschiedenartige Gestaltungen und Abgrenzungsprobleme ergeben können. Das besagt aber nicht, daß auch jeder Bilanzersteller in jedem Einzelfall einen entsprechenden Entscheidungsfreiraum benötigte und in Anspruch nehmen könnte. Vor eine unbesehene Anwendung dieser Norm (§ 255 Abs. 4 S. 1 HGB) durch den Bilanzersteller, die sich nur an ihrem weitgefaßten Wortlaut orientiert, hat vielmehr zunächst die *Auslegung* der Vorschrift nach dem angedeuteten Zweck zu treten. Bereits bei dieser Auslegung, nicht erst bei der Normanwendung, sind die Wertentscheidungen des Gesetzgebers, die in den allgemeinen Bewertungsgrundsätzen (§ 252 HGB) und im „Einblicksgebot“ (264 Abs. 2 HGB) niedergelegt sind, mit zu berücksichtigen. Die Auslegung dieser Norm führt dazu, daß eine Aktivierung in der Regel erfolgen muß¹¹⁷, es sei denn, daß der „Unterschiedsbetrag“ nicht, auch nicht teilweise, für einen „Geschäfts- oder Firmenwert“ des erworbenen Unternehmens gezahlt worden ist, sondern sich ausschließlich als sonstige Aufwendung für den Unternehmenserwerb darstellt. Wird nun ein Geschäfts- oder Firmenwert aktiviert, so kann der Bilanzersteller nach dem Wortlaut des § 255 Abs. 4 S. 2, 3 HGB offenbar wiederum frei wählen, nämlich zwischen einer Abschreibung in vier Jahresraten und einer planmäßigen Abschreibung über die voraussichtliche Nutzungsdauer des angesetzten Geschäftswerts. Auch insoweit steht dem Bilanzersteller aber kein freies, uneingeschränktes Ermessen darin zu, welche Abschreibung er wählt. Vielmehr ist auch diese Norm ihrem Sinn und Zweck entsprechend auszulegen und nur in dieser Auslegung anzuwenden. Eine Abschreibung über die voraussichtliche Nutzungsdauer kommt nur in Betracht, wenn wenigstens ein Teil des Unterschiedsbetrages für „Vermögensgegenstände“ gezahlt worden ist, deren Nutzungsdauer geschätzt werden kann¹¹⁸. Stellt sich der aktivierte Unterschiedsbetrag dagegen ausschließlich als sonstige Aufwendung für den Unternehmenserwerb dar, bleibt nur die pauschale Abschreibung in vier Jahresraten gemäß § 255 Abs. 4 S. 2 HGB (vgl. auch § 282 HGB).

Die *Auslegung* von Normen, die Bilanzierungswahlrechte einräumen, ist Rechtsanwendung. Interpretationsfehler unterliegen auch bei Ermessensentscheidungen der vollen Überprüfung, weil sich das eingeräumte Ermessen, wenn es denn besteht, nicht auf die rechtlichen Voraussetzungen und den Umfang bezieht, unter denen bzw. in dem der Gesetzgeber ein Ermessen einräumen will¹¹⁹. Die Frage, ob der Bilanzersteller von einem korrekten

¹¹⁵ Eingehend dazu W. Müller, a.a.O. (Fn. 104).

¹¹⁶ Vgl. dazu oben (a).

¹¹⁷ Vgl. auch Kothes, a.a.O. (Fn. 108), S. 329.

¹¹⁸ Wöhe, a.a.O. (Fn. 2), S. 700.

¹¹⁹ Vgl. auch Lohse, a.a.O. (Fn. 103), S. 190, 192.

Normverständnis ausgegangen ist, ist daher in vollem Umfang durch den Abschlußprüfer, den Aufsichtsrat, die Prüfstelle für Rechnungslegung und in den in Betracht kommenden staatlichen Verfahren durch die Gerichte und die BAFin nachprüfbar¹²⁰. Das betrifft auch die Frage, wieweit die allgemeinen Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze der §§ 252, 264 Abs. 2 S. 1 HGB die Inanspruchnahme von Bilanzierungswahlrechten einschränken oder umgekehrt die Bilanzierungswahlrechte Ausnahmen von den allgemeinen Grundsätzen bilden. Ferner ist auch bei Ermessensnormen oder Bilanzierungswahlrechten in vollem Umfang und nicht nur eingeschränkt überprüfbar, ob der Bilanzersteller den *relevanten Sachverhalt* zutreffend und vollständig ermittelt und festgestellt hat¹²¹.

3. „Willkürreserven“

(a) Den kraft Gesetzes zu bildenden „Zwangsreserven“, den unvermeidlichen „Schätzungsreserven“ und den zulässigen „Ermessensreserven“ stellt die Literatur üblicherweise die unzulässigen „Willkürreserven“ gegenüber¹²². Allerdings ist der Begriff der „Willkürreserve“ oder „Willkürrücklage“ in seiner Abgrenzung umstritten; zum Teil wird auch die Bildung gesetzlich zulässiger Ermessensreserven hierher gerechnet, soweit diese eine Unterbewertung aus bilanzfremden Gründen zulassen, wie dies etwa bei den steuerlichen Abschreibungen im Sinne des § 254 HGB der Fall ist¹²³. Der Begriff der „Willkürreserven“ ist im Recht der Rechnungslegung vor der Aktienrechtsreform 1965 entwickelt worden. Danach sollte – verkürzt formuliert – die Unterbewertung von Aktiven zulässig sein, wenn sie der Stärkung der Widerstandskraft der Gesellschaft diene; nur die „willkürliche“, nicht derart gerechtfertigte Unterbewertung sollte unzulässig sein und zur Anfechtung des Bilanzgenehmigungsbeschlusses der Hauptversammlung berechtigen¹²⁴. Seit der Aktienrechtsreform 1965 und dem mit ihr umgesetzten weitgehenden Verbot der Bildung stiller Reserven¹²⁵ ist diese Differenzierung obsolet. Wenn man den Begriff der „Willkürreserven“ noch verwenden möchte, dann kann er nur, als Gegenbegriff zu den zulässigen stillen Reserven, also den kraft Gesetzes zu bildenden „Zwangsreserven“, den unvermeidlichen „Schätzungsreserven“ und den zulässigen „Ermessensreserven“, die sonstigen, unzulässigen stillen Reserven meinen. Auch insoweit ist der Begriff der „Willkürreserven“ aber für die Rechtsanwendung entbehrlich, wenn nicht sogar irreführend. Denn die einschlägigen Normen des Aktien- und Handelsrechts stellen nicht die Frage nach dem Vorhandensein von „Willkürreserven“ und legen nicht fest, welche stillen Reserven „unzulässig“ und als „Willkürreserven“ anzusehen sind, sondern knüpfen ohne Rückgriff auf den Begriff der Willkürreserve je nach Vorschrift in unterschiedlicher Weise und unter verschiedenen Voraussetzungen an Verstöße gegen gesetzliche, z.T. auch gegen sonstige Bilanzierungsvorschriften an. So kommt es gemäß § 256 Abs. 5 S. 1 Nr. 2 i.V. mit S. 3 AktG für die Nichtigkeit eines Jahresabschlusses nicht darauf an, ob unzulässig Willkürreserven gebildet worden sind, sondern ob Aktivposten mit einem niedrigeren Wert oder Passivposten

¹²⁰ Zur Prüfung, ob der Bilanzersteller von einem korrekten Normverständnis ausgegangen ist, durch den Abschlußprüfer, den Aufsichtsrat usw. bereits oben Text zu Fn. 93.

¹²¹ Vgl. Lohse, a.a.O. (Fn. 103), S. 190, 192 f.

¹²² S. nur Wöhe, a.a.O. (Fn. 2), S. 610 ff; Henze, a.a.O. (Fn. 13), § 58 Rdz. 21 m. Nachweisen.

¹²³ So etwa Wöhe, a.a.O. (Fn. 2), S. 611; Lutter, a.a.O. (Fn. 13), § 58 Rdz. 21.

¹²⁴ Dazu etwa Kropff, in: Festschrift für Forster, 1992, S. 289, 293 ff; Ritter, AktG, 2. Auflage 1939, § 129 Anm. 3. a) m. umfangreichen Nachweisen; grundlegend Pinner, Beiträge zum Aktienrecht, 1918, S. 21 ff, 30. Abweichend von der Rechtslage nach dem alten HGB war allerdings 1937 die Bilanzfeststellung für den gesetzlichen Regelfall Vorstand und Aufsichtsrat übertragen worden, so daß eine Anfechtung eines „Bilanzgenehmigungsbeschlusses“ der Hauptversammlung wegen unzulässiger Unterbewertung in aller Regel seither ohnedies ausschied; Ritter, a.a.O. Anm. 3. b).

¹²⁵ Zur Gesetzgebungsgeschichte insoweit s. den Ausschlußbericht, Abdruck bei Kropff, a.a.O. (Fn. 41), S. 239 f.

mit einem höheren Betrag angesetzt sind, als nach §§ 253 – 256 HGB in Verbindung mit §§ 279 – 283 HGB zulässig ist, und dadurch die Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft vorsätzlich unrichtig wiedergegeben oder verschleiert wird. Abweichend davon kommt es für die Abschlußprüfung nicht auf eine Unterbewertung oder Überbewertung ganzer Bilanzposten und die vorsätzliche unrichtige Wiedergabe oder Verschleierung der Vermögens- und Ertragslage an, freilich auch nicht auf das Vorhandensein von „Willkürreserven“, sondern ist gemäß § 317 Abs. 1 S. 2 HGB (vgl. auch § 321 Abs. 2 S. 1 HGB) die Prüfung u.a. darauf zu erstrecken, ob bei der Bewertung von Vermögensgegenständen und Schulden die gesetzlichen Vorschriften beachtet worden sind, und sich Verstöße wesentlich auf die Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage auswirken. Dabei ist auch, im Hinblick auf die Berichtspflicht gemäß § 321 Abs. 2 S. 3 HGB, zu prüfen, ob die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung oder sonstiger maßgeblicher Rechnungslegungsgrundsätze beachtet worden sind. Für die Strafbarkeit nach § 331 Nr. 1 HGB wegen unrichtiger Darstellung der Verhältnisse einer Kapitalgesellschaft im Jahresabschluß kommt es gleichfalls nicht auf die Frage an, ob „Willkürreserven“ gelegt worden sind, sondern ob die Verhältnisse der Gesellschaft „unrichtig wiedergegeben oder verschleiert“ worden sind. Der Begriff der „Willkürreserven“ ist nach allem heute nur mehr im Sinne einer pauschalen Zusammenfassung unzulässiger, durch Verstöße gegen gesetzliche oder sonstige Rechnungslegungsnormen entstandener stiller Reserven zu verwenden, der für die Rechtsanwendung aber keine Bedeutung mehr hat.

Einzelheiten zur Auslegung der verschiedenen Normen, die – unter verschiedenen Voraussetzungen – die Bildung unzulässiger stiller Reserven erfassen und sanktionieren (vgl. insbesondere §§ 317 Abs. 1, 321 Abs. 2, 331 Nr. 1, 334 Abs. 1 Nr. 1 b); 342 b Abs. 2 S. 1 HGB; 93, 256 Abs. 5 S. 1 Nr. 2 AktG; 370 Abs. 1 S. 1 WpHG), sind an dieser Stelle nicht auszubreiten. Hinzuweisen ist nur nochmals darauf, daß im Tatbestand dieser Normen jeweils in geeigneter Weise der Freiraum berücksichtigt werden muß, der zur Bildung zulässiger Schätzungs- oder Ermessensreserven führen kann¹²⁶.

(b) Werden unter Verstoß gegen Rechnungslegungsnormen „Willkürreserven“ gebildet, dann wird dadurch die Informations- und Kontrollfunktion des Jahresabschlusses beeinträchtigt. Zugleich wird dadurch der auszuweisende Jahresüberschuß verkürzt und damit u.U. eine denkbare Gewinnausschüttung verhindert oder vermindert; insofern kann sich aus der Bildung von Willkürreserven auch ein Eingriff in die Residualberechtigung der Anteilseigner ergeben. Wie können sich die hiervon betroffenen Anteilseigner zur Wehr setzen?

Da die Hauptversammlung nur im Ausnahmefall den Jahresabschluß feststellt (§§ 172, 173 AktG), aber bei ihrem Beschluß über die Verwendung des Bilanzgewinns an den durch Vorstand und Aufsichtsrat festgestellten Jahresabschluß gebunden ist (§ 174 Abs. 1 S. 2 AktG), ist eine Anfechtung des Gewinnverwendungsbeschlusses (§ 243 AktG) mit der Begründung, der Jahresüberschuß und damit der verteilbare Bilanzgewinn seien durch gesetzwidrige „Willkürreserven“ gemindert, ausgeschlossen. Eine solche Anfechtungsklage müßte vielmehr gegen die Feststellung des Jahresabschlusses gerichtet werden und würde demzufolge in den praktisch ganz überwiegenden Fällen entfallen, in denen Vorstand und Aufsichtsrat den Jahresabschluß feststellen, da eine Anfechtungsklage (§ 243 AktG) nur gegen Hauptversammlungsbeschlüsse in Betracht kommt. Im Hinblick darauf hat der Gesetzgeber 1965 die Gründe einer Nichtigkeit des Jahresabschlusses um die Fälle unzulässiger Unterbewertung erweitert (§ 256 Abs. 5 S. 1 Nr. 2 AktG). Jeder Aktionär kann bei unzulässiger Unterbewertung die Nichtigkeit des Jahresabschlusses feststellen lassen (§ 256 Abs. 7 S. 1 in Verbindung mit § 249 AktG). Diese Nichtigkeitsklage greift

¹²⁶ S. dazu im Einzelnen bereits oben 2. (a), (b).

unabhängig davon ein, ob die Feststellung des Jahresabschlusses durch Vorstand und Aufsichtsrat oder durch die Hauptversammlung erfolgt ist. Im Hinblick auf diesen speziellen Rechtsbehelf kann die allgemeine Anfechtungsklage gegen einen Beschluß der Hauptversammlung, durch den diese (ausnahmsweise) den Jahresabschluß feststellt, nicht darauf gestützt werden, daß in diesem Jahresabschluß unter Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften „Willkürreserven“ gebildet worden sind (§ 257 Abs. 1 S. 2 AktG).

Neben die Nichtigkeitsklage gemäß § 256 AktG tritt das Recht, eine Sonderprüfung wegen unzulässiger Unterbewertung beantragen zu können (§§ 258 ff AktG). Dieses Recht steht allerdings nicht jedem einzelnen Aktionär, sondern nur einer Minderheit zu, deren Anteile zusammen 1% des Grundkapitals oder einen anteiligen Betrag von € 100.000 erreichen (§ 258 Abs. 2 S. 3 in Verbindung mit § 142 Abs. 2 AktG).

Handelt es sich bei der betreffenden Gesellschaft um ein börsennotiertes Unternehmen, dann kann jeder Aktionär bei der Prüfstelle für Rechnungslegung eine Prüfung des Jahresabschlusses anregen (§ 342 b Abs. 2 HGB). Die Prüfstelle prüft bei Vorliegen konkreter Anhaltspunkte, ob der Jahresabschluß den gesetzlichen Vorschriften einschließlich der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung oder den sonstigen durch Gesetz zugelassenen Rechnungslegungsstandards entspricht. Hiervon wird auch die Bildung von Willkürreserven erfaßt. Unter den Voraussetzungen der §§ 37n ff WpHG kann auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die Rechnungslegung börsennotierter Gesellschaften unter diesem Gesichtspunkt prüfen oder prüfen lassen.

Was *haftungsrechtliche Sanktionen* für die Bildung unzulässiger Willkürreserven betrifft, ist folgendes festzuhalten. Eine Haftung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der *Gesellschaft gegenüber* gemäß §§ 93, 116 AktG setzt voraus, daß der Gesellschaft (und nicht nur ihren Aktionären) dadurch ein Schaden entstanden ist. Das kommt im hier erörterten Zusammenhang etwa in Frage, wenn der Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften zur Nichtigkeit des Jahresabschlusses führt (§ 256 AktG) oder zu einer erfolgreichen Sonderprüfung (§§ 258 ff AktG) oder Prüfung seitens der Prüfstelle für Rechnungslegung (§ 342 b HGB) oder der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (§§ 37 n ff WpHG) Anlaß gegeben hat. Eine Haftung der Organmitglieder *unmittelbar den Aktionären* gegenüber kommt, von den Ausnahmefällen der §§ 826 BGB, 117 Abs. 2 AktG abgesehen, wegen Verletzung von Schutzgesetzen (§ 823 Abs. 2 BGB) in Betracht. So ist § 331 Abs. 1 Nr. 1 HGB, der die unrichtige Wiedergabe oder Verschleierung der Verhältnisse der Kapitalgesellschaft im Jahresabschluß unter Strafe stellt, Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB¹²⁷; nicht jedoch sind dies nach herrschender Meinung die allgemeinen Buchführungsvorschriften einschließlich der Ansatz- und Bewertungsvorschriften der §§ 246 ff, 252 ff HGB¹²⁸. Letzteres kann an dieser Stelle nicht vertieft erörtert werden. Praktisch dürfte ein eigener Schadensersatzanspruch gegen die Organmitglieder, die für unzulässige Willkürreserven verantwortlich sind, häufig daran scheitern, daß der klagende Aktionär keinen eigenen hierdurch bei ihm entstandenen Schaden wird dartun können. Anders als in den in den letzten Jahren so oft erörterten Fällen einer unzulässigen Überbewertung geht es bei unzulässiger Unterbewertung in der Regel nicht darum, welche nachteiligen Vermögensentscheidungen der klagende Aktionär auf diese Fehlinformation gestützt hat¹²⁹. Sondern er müßte dartun, daß ihm durch die unzulässige Reservenbildung ein Schaden entstanden ist, zum Beispiel, daß die unzulässige Reservenbildung einen Teil eines Plans

¹²⁷ Quedenfeld, in: Münchener Komm. HGB, Bd. 4, 2001, § 331 Rdz. 2; Dannecker, in: Ulmer (Hrsg.), a.a.O. (Rdz. 107), § 331 Rdz. 4, 6; je m. weiteren Nachweisen.

¹²⁸ Eingehende Nachweise zum Meinungsstand bei Schnorr ZHR 170 (2006), S. 9, 19 Fn. 50, 51.

¹²⁹ Anders wäre dies nur, wenn die Unterbewertung ein falsches Bild der Vermögens- oder Ertragslage der Gesellschaft vermittelt und der Aktionär dartun kann, daß er hierdurch zu einer nachteiligen Vermögensentscheidung, zum Beispiel zu einem Verkauf zur Unzeit, veranlaßt worden ist.

zum Aushungern der Minderheit darstellt, und er infolgedessen zu einem Verkauf seiner Beteiligung zur Unzeit gezwungen wurde, oder weil ihm dadurch Gewinne entgangen sind, die er bei einer Auszahlung wahrscheinlich erzielt hätte (§ 252 BGB), oder weil der zu Unrecht nicht ausgewiesene Betrag inzwischen endgültig verloren ist. Alle diese Beispiele setzen aber voraus, daß der Kläger zur Überzeugung des Gerichts dartun kann, daß der zu Unrecht nicht ausgewiesene Betrag bei korrektem Ausweis an die Aktionäre auch ausgeschüttet worden wäre. Dasselbe gilt für eine *Haftung der Gesellschaft den Aktionären gegenüber* für das Fehlverhalten ihrer Organpersonen¹³⁰ und für eine *Haftung des Abschlußprüfers* bei entsprechendem deliktischem Verhalten¹³¹.

V. Innenfinanzierung durch anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns

Neben die Innenfinanzierung durch Gewinnrücklagen und durch stille Reserven tritt die Innenfinanzierung durch anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns. Als Beispiel hierfür wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur folgender Fall angeführt: Den Arbeitnehmern der Gesellschaft ist eine Gewinnbeteiligung in der Form versprochen worden, daß sie einen bestimmten Prozentsatz des Jahresüberschusses als Ergebnisanteil erhalten, daß diese Gewinnbeteiligung aber in einen verzinslichen Fremdkapitalanspruch („Mitarbeiter-Darlehen“) umgewandelt wird, der erst nach Ablauf einer bestimmten Haltefrist auszuzahlen ist¹³². Aus rechtlicher Sicht stellt sich insoweit vor allem eine Zuständigkeitsfrage: Kann die Verwaltung Gewinnanteile in Ansprüche Dritter umwandeln und so verhindern, daß die Aktionäre der Gesellschaft diese Mittel durch Gewinnverwendungsbeschluß entziehen?

Das Aktiengesetz verfolgt insoweit, was die Zuständigkeit für die Begründung gewinnabhängiger Rechte zugunsten von Arbeitnehmern oder Dritten betrifft, keine einheitliche Linie. § 221 Abs. 1 AktG schreibt für die Ausgabe von Gewinnschuldverschreibungen, „bei denen die Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden“, zwingend die Mitwirkung der Hauptversammlung vor. Dasselbe gilt für die Emission von Genußrechten, die eine gewinnorientierte Leistung versprechen (§ 221 Abs. 3 AktG). Die Rechte von Gläubigern werden im Sinne des § 221 Abs. 1 AktG „mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht“, wenn sie eine partizipierende Dividende gewähren¹³³; ferner nach herrschender Meinung auch dann, wenn sie bloß gewinnabhängig¹³⁴ ausgestaltet sind¹³⁵. Die „Residualberechtigung“ der Eigenkapitalgeber stellt die Vergütung für den mit dem Eigenkapitaleinsatz verbundenen Aufwand und das hiermit verbundene höhere Risiko dar. Die Verwaltung soll daher nicht ohne Mitwirkung der Eigenkapitalgeber Rechte Dritter begründen können, die diesen ebenfalls eine der Höhe nach offene, nicht begrenzte Verzinsung versprechen, ohne daß dem ein Kontrollaufwand und ein Risiko gegenüberständen, die dem der Eigenkapitalgeber entsprechen. Diese Regel, daß die Hauptversammlung bei der Begründung gewinnorientierter Rechte zugunsten Dritter

¹³⁰ Eingehender zu den Anspruchsgrundlagen hierfür oben unter III. 2. (c) (cc).

¹³¹ Zur Haftung des Abschlußprüfers Dritten gegenüber Zimmer, in: Ulmer (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 107), § 323 Rdz. 52 ff.

¹³² Drukarczyk, a.a.O. (Fn. 1), S. 10 f.

¹³³ Z. B. wird den Obligationären ein Zusatzzins in Höhe der Jahresdividende für die Aktien zugesagt; vgl. BGHZ 28, 259, 260.

¹³⁴ Vgl. die Ausstattung des Genußrechts in BGHZ 120, 141, 148: Zusage eines Jahreszinses von 7, 5% auf den Nennbetrag, der aber nur beansprucht werden kann, sofern und soweit die Auszahlung nicht zu einem Bilanzverlust führen würde.

¹³⁵ S. nur Habersack, in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Auflage, Band 6, 2005, § 221 Rdz. 54 (für Gewinnschuldverschreibungen); Rdz. 94 ff, 99 f (für Genußrechte); streitig aber für bloß „gewinnabhängige“ Rechte; dazu Nachweise a.a.O. Rdz. 100.

mitwirken muß, gilt aber nicht, wenn solche gewinnorientierten Rechte Vorstandsmitgliedern oder Arbeitnehmern der Gesellschaft eingeräumt werden sollen¹³⁶. Die Zusage von Gewinnbeteiligungen an Vorstandsmitglieder ist Sache des Aufsichtsrats (§ 112 in Verbindung mit § 87 Abs. 1 AktG, der Gewinnbeteiligungen ausdrücklich anführt). Die Zusage von Gewinnbeteiligungen an Arbeitnehmer unterhalb der Vorstandsebene gehört zum Kompetenzbereich des Vorstands (§§ 76 Abs. 1, 78 Abs. 1 AktG). § 292 Abs. 2 AktG stellt klar, daß es sich bei Gewinnzusagen an Mitglieder des Vorstands, des Aufsichtsrats oder an Arbeitnehmer der Gesellschaft nicht um „Teilgewinnabführungsverträge“ und damit um Verträge handelt, die nur mit Zustimmung der Hauptversammlung (§ 293 Abs. 1 S. 1 AktG) wirksam werden könnten. Den Schutz der Aktionäre, den bei der Begründung von Gewinnschuldverschreibungen, gewinnorientierten Genußrechten und Teilgewinnabführungsverträgen die Mitwirkung der Hauptversammlung gewährleisten soll, sollen bei der Begründung von Gewinnbeteiligungen zugunsten von Arbeitnehmern und Vorstandsmitgliedern die Verpflichtung von Vorstand bzw. Aufsichtsrat zur sorgfältigen Geschäftsleitung und die dem entsprechende Verantwortlichkeit (§§ 93, 116 AktG) sicherstellen.

VI. Zusammenfassung

1. Mit „Innenfinanzierung“ von Unternehmen bezeichnet man folgenden Vorgang: Finanzielle Mittel, die dem Unternehmen aus seiner Geschäftstätigkeit, genauer, als positiver Saldo zwischen Einzahlungen aus Nichtfinanzierungsmärkten (zum Beispiel Erträge aus dem Absatz von Produkten und Dienstleistungen) und Auszahlungen an diese Märkte (zum Beispiel Aufwand für Rohstoffe, Lohnaufwand usw.) in einer Periode zugeflossen sind, werden nicht an die Kapitalgeber ausgezahlt, sondern einbehalten und zum Beispiel für Investitionen eingesetzt. Vier Instrumente oder Wege der Innenfinanzierung sind insoweit zu unterscheiden:

- Die Innenfinanzierung durch Gewinnrücklagen;
- die Innenfinanzierung durch stille Reserven;
- die Innenfinanzierung durch anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns, und
- die Innenfinanzierung durch Vermögensumschichtung.

Die Innenfinanzierung durch Bildung von Gewinnrücklagen wird auch als „offene Selbstfinanzierung“ bezeichnet. Vor allem ist damit der Fall gemeint, daß das zuständige Gesellschaftsorgan beschließt, den erzielten Jahresüberschuß ganz oder zum Teil nicht an die Anteilseigner auszuschütten, sondern in der Gesellschaft zu belassen. Daneben tritt als zweites wesentliches Instrument der Innenfinanzierung die „stille Selbstfinanzierung“ durch Bildung stiller Rücklagen oder Reserven. Hier werden üblicherweise folgende Typen unterschieden: Stille Reserven, die sich aus der Befolgung zwingender Ansatz- und Bewertungsvorschriften ergeben; die Schätzungsreserven, die sich aus unvermeidbaren Fehlprognosen ergeben können; die bei der Ausübung von Bilanzierungswahlrechten entstehenden Ermessensreserven und sonstige, unzulässige Willkürreserven. Die beiden verbleibenden Wege der Innenfinanzierung spielen (im Fall der Innenfinanzierung durch

¹³⁶ S. nur Lutter, Kölner Komm. z. AktG, 2. Auflage, 1995, Bd. 5/1, § 221 Rdz. 235; Habersack, a.a.O. (Fn. 135), § 221 Rdz. 67.

anderweitige Verwendung des Bilanzgewinns) praktisch keine bedeutsame Rolle oder werfen (im Fall der Innenfinanzierung durch Vermögensumschichtung) keine besonderen Rechtsfragen auf.

2. Die Innenfinanzierung eines von einer Aktiengesellschaft betriebenen Unternehmens bewegt sich im Spannungsfeld zwischen Gläubigerschutz und „Residualberechtigung“ der Aktionäre. Soweit die Anwendung zwingender gesetzlicher Ansatz- oder Bewertungsvorschriften im Einzelabschluß zur Bildung stiller Reserven führt, ist dies eine Folge des in diesen Normen verankerten Gläubigerschutzprinzips. Die übrigen Formen der Innenfinanzierung greifen dagegen, teils gezielt, in die Residualberechtigung der Anteilseigner ein und bedürfen im Hinblick darauf der Rechtfertigung und Kontrolle. Die „Residualberechtigung“ oder das „Vermögensstammrecht“ der Anteilseigner bezeichnet die vermögensmäßige Zuweisung, die durch die Eigenkapitalbeteiligung an der Aktiengesellschaft vermittelt wird, und aus der sich dann einzelne Ansprüche (auf den Bilanzgewinn; auf den Liquidationsgewinnanteil) ergeben können. Die Annahme einer diesen Einzelansprüchen vorgelagerten „Residualberechtigung“ der Aktionäre verdeutlicht, weshalb Maßnahmen der Mehrheit und der Verwaltung, die sich auf das Entstehen oder die Höhe einzelner Ansprüche des Aktionärs nachteilig auswirken, einer rechtlichen Überprüfung unterworfen werden können. Dies bezieht sich auch auf die korrekte bilanzielle Ermittlung des Überschusses, aus dem sich dann Ansprüche des Aktionärs auf Dividende und Liquidationserlös ergeben können.

3. Was die Rücklagenbildung seitens der Verwaltung gemäß § 58 Abs. 2 AktG betrifft, ist Folgendes festzuhalten:

- Das in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur entwickelte „Residualprinzip“ (die Verwaltung soll auf eine Rücklagenbildung verzichten und der Hauptversammlung die Ausschüttung des Bilanzgewinns vorschlagen, wenn die Gesellschaft diese Mittel nicht profitabler als die Aktionäre anlegen kann) begründet keine Pflicht des Vorstands im Rechtssinne.
- Bei der Entscheidung, ob und in welchem Umfang der Jahresüberschuß (im Rahmen von Gesetz und Satzung) thesauriert werden soll, handelt es sich um eine „unternehmerische“ und deshalb in ihrem Kern gerichtlicher Kontrolle entzogene Maßnahme im Sinne des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG. Daran ändert nichts, daß die Verwaltung tendenziell eine Rücklagenbildung einer Ausschüttung mit Außenfinanzierung vorziehen mag.
- Die Verwaltung kann ausnahmsweise zu einer Thesaurierung verpflichtet sein, wenn anders der Bestand der Gesellschaft konkret gefährdet würde, insbesondere weil eine Ausschüttung einen sonst nicht behebbaren Liquiditätsengpaß auslösen würde.
- Einschränkungen des Handlungsermessens der Verwaltung, die aus der Behauptung einer bestimmten Relation der Gewinnrücklagen zur Grundkapitalziffer, aus § 254 AktG oder aus dem Gesichtspunkt der „Residualberechtigung“ der Aktionäre abgeleitet werden könnten, sind abzulehnen.
- Was den Umgang mit unterschiedlichen Ausschüttungspräferenzen der Aktionäre betrifft, ist Folgendes festzuhalten. Die Verwaltung ist nicht berechtigt, ohne Rücksicht auf gegenläufige Ausschüttungspräferenzen anderer Anleger den Jahresüberschuß ganz oder zum Teil im Hinblick darauf zur Ausschüttung freizugeben, daß einzelne individuelle Anleger, etwa der Mehrheitsaktionär, über profitablere Anlagemöglichkeiten verfügen, oder daß für sie die Ausschüttungsentscheidung zu günstigeren steuerlichen Konsequenzen als eine Thesaurierung führt, oder daß sie besondere Liquiditätsbedürfnisse haben. Dabei

handelt es sich um individuelle, nicht in der Mitgliedschaft angelegte Gegebenheiten, an denen die Verwaltung ihre Ausschüttungsentscheidung nicht ausrichten darf, wenn nicht ausgeschlossen werden kann, daß dadurch andere Anleger mit anderen Präferenzen nachteilig betroffen würden. Wohl aber darf die Verwaltung eine typisierende Betrachtung vornehmen, auch wenn dies für einzelne Anlegergruppen wegen deren Interessen an einer Thesaurierung bzw. Ausschüttung im Vergleich mit der gegenläufigen Entscheidung der Verwaltung zu Nachteilen führt. So kann die Gesellschaft zum Beispiel das Ziel der Ausschüttung einer stetigen Dividende verfolgen; dies ermöglicht den Anlegern vor der (Wieder-) Anlageentscheidung eine Einschätzung, ob dies mit ihren Präferenzen übereinstimmt. Das Dilemma unterschiedlicher Ausschüttungspräferenzen kann die Verwaltung auch durch alternative Verfahren lösen, etwa indem sie ein Aktienrückkaufprogramm auflegt oder in Gesellschaften mit nicht börsengehandelten Anteilen dazu beiträgt, daß Anteile verkauft werden können.

4. Hinsichtlich der Rücklagenbildung durch die Hauptversammlung gemäß § 58 Abs. 3 AktG sind folgende Ergebnisse der Untersuchung festzuhalten:

- Die Hauptversammlung ist bei ihrer Entscheidung über Rücklagenbildung oder Ausschüttung an den Gesellschaftszweck gebunden. Bei der Frage, ob eine Thesaurierungsentscheidung den Gesellschaftszweck fördert, steht den abstimmenden Aktionären ein breiter Beurteilungsspielraum zu. Eine Anfechtung des Gewinnverwendungsbeschlusses wegen Unvereinbarkeit mit dem Gesellschaftszweck dürfte daher praktisch nicht in Betracht kommen.
- Auch eine allgemeine Inhaltskontrolle des Gewinnverwendungsbeschlusses im Sinne der Kali & Salz - Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes scheidet aus. Auf Anfechtungsklage der hierzu berechtigten Minderheit gemäß § 254 AktG hin findet nur eine eingeschränkte Inhaltskontrolle unter den dort angegebenen Voraussetzungen statt. Davon werden aber übermäßige, nicht im engeren Sinn notwendige Rücklagenbildungen nicht erfaßt, solange nur die Minimaldividende des § 254 Abs. 1 AktG ausgezahlt wird.
- Rechtspolitische Kritik ist daran zu üben, daß Berechnungsgrundlage für die Minimaldividende des § 254 Abs. 1 AktG nur die Summe der eingezahlten Einlagen ist, während die inzwischen gebildeten Rücklagen nicht einbezogen werden.
- Die eingeschränkte Inhaltskontrolle gemäß § 254 Abs. 1 AktG schließt die Kontrolle des Gewinnverwendungsbeschlusses unter dem Gesichtspunkt der Treuepflichtverletzung nicht aus. Eine solche Treuepflichtverletzung liegt aber nicht bereits bei einer übermäßigen, sachlich nicht notwendigen Rücklagenbildung vor. Vielmehr müssen weitere Umstände hinzutreten, die die Entscheidung der Mehrheit darüber hinausgehend als pflichtwidrige Durchsetzung der Interessen der Mehrheit gegenüber der Gesellschaft oder der überstimmten Minderheit erscheinen lassen.

5. Die Ansatz- und Bewertungsvorschriften des Handelsbilanzrechts enthalten vielfach unbestimmte Rechtsbegriffe, deren Anwendung zur Bildung stiller Reserven führen kann. Die Auslegung „einfacher“ unbestimmter Rechtsbegriffe, die dem Anwender keine Einschätzungsprärogative einräumen, ist durch den Abschlußprüfer und in den weiteren für die Bilanzprüfung vorgesehenen Verfahren (Prüfstelle für Rechnungslegung; BAFin, Gerichte) in vollem Umfang nachprüfbar. Ein im Kern kontrollfreier, rechtlich gesicherter Beurteilungsspielraum steht dem Bilanzersteller dagegen dort zu, wo es um die Abschätzung künftiger Entwicklungen oder Risiken geht. Dies kann zur Bildung unvermeidbarer „Schätzungsreserven“ führen.

6. „Ermessensreserven“ gehen auf die Ausübung von Ansatz- und Bewertungswahlrechten zurück. Die Reichweite der Kontrolle der Ausübung solcher Bilanzierungswahlrechte richtet sich nach der jeweiligen Norm, die ein solches Wahlrecht einräumt. Im Ansatz sind insoweit Wahlrechte, die das Bilanzrecht aus bilanzfremden (vor allem steuerlichen) Gründen einräumt, und die es aus Bilanzierungsgründen im engeren Sinne vorsieht, zu unterscheiden. Unabhängig davon unterliegt die Auslegung von Normen, die Bilanzierungswahlrechte einräumen, der vollen Überprüfung durch den Abschlußprüfer, die Prüfstelle für Rechnungslegung und in den in Betracht kommenden staatlichen Verfahren durch die Gerichte und die BAFin. Denn das Ermessen des Bilanzerstellers bezieht sich nicht auf das Ob und die rechtlichen Voraussetzungen, unter denen der Gesetzgeber ein Ermessen einräumen will. Ferner ist auch bei Ermessensnormen oder Bilanzierungswahlrechten in vollem Umfang und nicht nur eingeschränkt überprüfbar, ob der Bilanzersteller den relevanten Sachverhalt zutreffend und vollständig ermittelt und festgestellt hat.

7. Der Begriff der „Willkürreserven“ hat heute keine rechtliche Bedeutung mehr. Mit ihm können zusammenfassend alle unzulässigen, unter Verstoß gegen gesetzliche oder sonstige Rechnungslegungsnormen gebildeten stillen Reserven bezeichnet werden.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nöbner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- | | | |
|----|----------------------------------|---|
| 12 | Kai-Uwe Steck | Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.) |
| 13 | Jörg Vollbrecht | Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien |
| 14 | Jens Conert | Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik |
| 15 | Bob Wessels | Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe |
| 16 | Theodor Baums / Kenneth E. Scott | Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany |
| 17 | Bob Wessels | International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies |
| 18 | Michael Gruson | Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.) |
| 19 | Michael Gruson | Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.) |
| 20 | Andreas Cahn | Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.) |
| 21 | David C. Donald | The Nomination of Directors under U.S. and German Law |
| 22 | Melvin Aron Eisenberg | The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.) |
| 23 | Jürgen Than | Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.) |

- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der
Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der
Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung
der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach
schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem
geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German
Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations
for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)
- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)

- | | | |
|----|--|---|
| 34 | Andreas Cahn | Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.) |
| 35 | Helmut Siekmann | Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa |
| 36 | Michael Senger | Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz |
| 37 | Andreas Cahn | Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.) |
| 38 | Helmut Siekmann | Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank |
| 39 | Guido Ferrarini | Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19) |
| 40 | David C. Donald | Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5, Issue 2, 2005) |
| 41 | John Armour | Who should make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.) |
| 42 | David C. Donald | The Laws Governing Corporations formed under the Delaware and the German Corporate Statutes |
| 43 | Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira | The Lender of the Last Resort in the European Single Financial Market
(publ. in: Corss Border Banking: Regulatory Challenges, Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman eds., 2006) |
| 44 | Ashley Kovas | UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity |
| 45 | Rick Verhagen | A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe
(publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quaterly 2006, p. 270) |

- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der
Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die
Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der
allgemeinen Feststellungsklage
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?
(publ. in: European Company and Financial Law Review
2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch
das Publikum
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der
ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?
(publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen
- 51 Hannes Klühs/
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-
Gesellschaften
(publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im
Aktien- und Kapitalmarktrecht
- 53 Stefan Simon/
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende
Versmelzungen ins deutsche Recht
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende
Umstrukturierungen
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)
- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE
und Verschmelzungsrichtlinie
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan

- | | | |
|----|---|---|
| 59 | Andreas Cahn/
Jürgen Götz | Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.) |
| 60 | Roland Schmidtbleicher/
Anh-Duc Cordalis | „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine
Marktmanipulation?
(publ. in: ZBB 2007, 124-129) |
| 61 | Andreas Cahn | Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den
Erwerb eigener Aktien |

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT