



Dr. Christof Schneider  
PARTNER BEI ARQIS RECHTSANWÄLTE, Düsseldorf

DR. CHRISTOF SCHNEIDER | ARQIS RECHTSANWÄLTE

## Der Aufsichtsrat als Vertreter von Investoreninteressen im Start-up Bereich

Nicht nur GmbHs, sondern auch Aktiengesellschaften im Start-up Bereich sind häufig Gegenstand von Wagniskapitalfinanzierungen. In diesem Zusammenhang wird das konkrete Investment für gewöhnlich in einer Beteiligungsvereinbarung (Investment Agreement) geregelt, während die Beziehungen der Aktionäre untereinander in einer Gesellschaftervereinbarung (Shareholders' Agreement) festgehalten werden. Vertragsparteien sind jeweils die Gesellschaft, die bestehenden Aktionäre und die hinzukommenden Investoren. Regelmäßig werden auch weitere Garantiegeber, insbesondere die Unternehmensgründer, in die Verträge einbezogen. Hier gilt es auf potentielle, versteckte Interessenskonflikte zu achten.

### Situation bei der GmbH

In diesem Zusammenhang entspricht es bei der GmbH gängiger Praxis, dass die Investoren über ein weiteres Gesellschaftsorgan, den Beirat, auf Geschäftsentscheidungen der Geschäftsführung Einfluss nehmen können. Zu diesem Zweck wird ein Beirat implementiert, der in der Regel durch Verankerung im Gesellschaftsvertrag als echtes Gesellschaftsorgan ausgestaltet wird. Gewisse Kompetenzen zur Kontrolle der Geschäftsführung werden durch Satzungsregelung oder eine Geschäftsordnung auf den Beirat verlagert, wodurch diese der eigentlich zuständigen Gesellschafterversammlung (vgl. §§ 37, 46 Nr. 6 GmbHG) entzogen sind. In den Beirat werden sowohl von den Alt-Aktionären als auch von den Investoren zu bestimmende Personen berufen. Dies geschieht in der Praxis entweder durch die Festlegung echter Entsenderechte in der Satzung oder durch Vereinbarung schuldrechtlicher Ernennungsrechte in der Gesellschaftervereinbarung. Weitere Bestimmungen im Hinblick auf den Beirat, etwa



Anselm Graf  
ASSOCIATE BEI ARQIS RECHTSANWÄLTE, München

ANSELM GRAF | ARQIS RECHTSANWÄLTE

zur Mitgliederzahl, zum Verfahren der Beschlussfassung sowie die Einräumung weiterer Rechte, finden sich ebenfalls entweder in der Satzung oder der Gesellschaftervereinbarung.

### Situation bei der AG

Das Bedürfnis der Investoren, auf Geschäftsentscheidungen der Geschäftsführung, bei der AG des Vorstandes, Einfluss zu nehmen, besteht bei der AG in gleichem Maße. Die unmittelbare Einflussnahme auf die Geschäftsführung wird freilich durch den Grundsatz der Weisungsfreiheit des Vorstands (§ 76 Abs. 1 AktG) deutlich erschwert. Als effektives Instrument der Kontrolle können lediglich Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrates (§ 111 Abs. 4 S 2-5 AktG) dienen, von denen in der Praxis reger Gebrauch gemacht wird. Aufgrund der mangelnden Flexibilität einer Satzungsregelung werden die Zustimmungsvorbehalte meist in die Geschäftsordnung für den Vorstand aufgenommen (vgl. § 77 Abs. 2 AktG). Der Vorbehaltskatalog muss jedoch hinreichend konkret und, anders als in der GmbH, auf grundlegende Maßnahmen beschränkt sein.

Jedoch werden in der Praxis dem Aufsichtsrat durch die Beteiligungs- oder Gesellschaftervereinbarung auch Aufgaben übertragen, die nicht mit der Geschäftsführung im Zusammenhang stehen, sondern für das Verhältnis der Aktionäre untereinander von Bedeutung sind. Solche Aufgaben sind etwa die Verpflichtung des Aufsichtsrates, einer Übertragung der – wie regelmäßig bei Start-up-Unternehmen – vinkulierten Namensaktien nicht zuzustimmen oder die Entscheidung über die Erreichung von Meilensteinen für die Freigabe weiterer Mittel aus einer bereits beschlossenen Finanzierungsrunde, die in diesem Beitrag noch näher betrachtet werden soll.

Nachfolgend soll ein Überblick über die sich daraus ergebenden Interessenskonflikte, deren Entstehung und deren mögliche Auflösung bzw. Vermeidung gegeben werden.

### I. Entsende- bzw. Benennungsrechte

Von zentraler Bedeutung für die Ausübung von Einfluss, insbesondere für die Investoren, ist zunächst die Mitsprache bei der Besetzung des Aufsichtsrats, um dann über die betreffenden Mitglieder ein Mitspracherecht im Aufsichts- und Kontrollorgan der Gesellschaft zu erhalten. Daher werden Investoren regelmäßig ein Recht auf Benennung bzw. Entsendung von Aufsichtsratsmitgliedern verlangen.

Die Mitglieder des Aufsichtsrates werden von der Hauptversammlung mit einfacher Stimmenmehrheit gewählt (§§ 101 Abs. 1, 133 Abs. 1 AktG), sodass Minderheitsinvestoren ihre Kandidaten nicht ohne Zustimmung der anderen Aktionäre durchsetzen können. Die Investoren werden daher Zusicherungen verlangen, effektiv ein Mitglied bestimmen zu können. Das Gesetz sieht in § 101 Abs. 2 AktG ausdrücklich die Möglichkeit der Festlegung von Entsenderechten für bestimmte Aktionäre in der Satzung vor. Aufgrund der hierfür geltenden gesetzlichen Bestimmungen stellt sich diese Option aber als nicht praxistauglich dar:

- Zum einen darf höchstens ein Drittel der Aufsichtsratsmitglieder aufgrund eines Entsenderechts bestellt werden. Bereits diese Zahl dürfte in vielen Fällen zu niedrig sein, um Entsenderechte für alle betreffenden Investoren festzuschreiben, da die Beteiligung der Investoren in den meisten Fällen über einem Drittel liegt (gerade wenn die Gesellschaft schon mehrere Finanzierungsunden hinter sich hat). Selbst bei einer Minderheitsbeteiligung der Investoren drängen diese zudem meist auf einen beherrschenden Einfluss im Aufsichtsrat, um ihre Investition abzusichern. Dem steht die Drittelgrenze für die Erteilung von Entsenderechten entgegen; eine Erhöhung ist wegen § 23 Abs. 5 AktG nicht möglich.

- Zum anderen ist eine solche Satzungsregelung für die Praxis zu unflexibel. Oftmals verschieben sich nach einer weiteren Finanzierungsrunde die Anteilsverhältnisse erheblich, sodass Investoren ihr Recht auf ein Aufsichtsratsmitglied wieder verlieren. In diesem Falle müsste für die Satzungsänderung eigens eine Hauptversammlung abgehalten werden, was im Regelfall nicht erforderlich wäre, da die Kapitalerhöhung meist aus genehmigtem Kapital erfolgt.

In der Praxis werden daher die Regelungen zur Wahl von Aufsichtsräten vollständig in die Gesellschaftervereinbarung ausgelagert, wobei den Investoren Benennungsrechte eingeräumt werden, die häufig an Beteiligungsschwellen geknüpft sind. Die anderen Aktionäre verpflichten sich, die vorgeschlagenen Kandidaten in der Hauptversammlung zu wählen. Rechtlich handelt es sich dabei um Stimmbindungsverträge, deren Zulässigkeit allgemein anerkannt ist. Wegen der nur schuldrechtlichen Bindung der Beteiligten, bleibt jedoch eine vereinbarungswidrige Stimmabgabe in der Hauptversammlung wirksam.

### II. Qualifizierte Mehrheiten im Aufsichtsrat („Investorenmehrheit“)

Die Investoren sind meist daran interessiert – wenn sie nicht ohnehin den Aufsichtsrat kontrollieren –, bestimmte Geschäfte der Zustimmung durch eine qualifizierte Aufsichtsratsmehrheit oder durch die von ihnen benannten Mitglieder zu unterwerfen. Auch solche Regelungen können zweckmäßigerweise nur in der Gesellschaftervereinbarung festgelegt werden. Zwar kann die vom Gesetz vorgesehene einfache Mehrheit für Aufsichtsratsbeschlüsse (entspr. § 32 Abs. 1 S. 3 BGB) auch durch die Satzung erhöht werden. Jedenfalls müssten dann aber auch die Zustimmungsvorbehalte, auf die sich die erhöhte Mehrheit bezieht, in der Satzung geregelt sein, was aus den genannten Gründen nicht praktikabel ist. Im Übrigen ist umstritten, ob eine solche Verschärfung im Hinblick auf satzungsmäßige Zustimmungsvorbehalte überhaupt zulässig ist.

Derartige qualifizierte Mehrheitserfordernisse können daher rechtssicher allenfalls schuldrechtlich vereinbart werden. Auch in diesem Fall kann auf die Entscheidungsfreiheit des Aufsichtsrats aber nur indirekt Einfluss genommen werden. Eine schuldrechtliche Vereinbarung, durch die sich der Aufsichtsrat oder einzelne Aufsichtsratsmitglieder zur Stimmabgabe nach dem Willen bestimmter Aktionäre verpflichten, wäre gemäß § 134 BGB iVm § 111 Abs. 5 AktG nichtig.

Die Beratungspraxis weicht daher auf andere Vertragsgestaltungen aus, die eine Einflussnahme zumindest indirekt sicherstellen sollen. So findet sich zum Beispiel häufig ein Mechanismus, nach dem die von den Investoren benannten Mitglieder den anderen Mitgliedern oder den Aktionären vor einer Beschlussfassung ihre Abstimmungsabsicht mitteilen. Die Aktionäre werden verpflichtet, die

Aufsichtsratsmitglieder, die entgegen den von den Investoren benannten Mitgliedern des Aufsichtsrats abstimmen, in einer Hauptversammlung abzurufen. Solche Regelungen sind als Stimmbindungsvereinbarung grundsätzlich wirksam, sofern die Rechtswahrnehmung nicht gegen die Treubindung verstößt, also gesellschaftsschädigend ist.

Das gleiche Verfahren bietet sich im Übrigen an, um sicherzustellen, dass eine unter den Aktionären vereinbarte oder bestehende Geschäftsordnung für den Vorstand (die die relevanten Zustimmungsvorbehalte enthält) dauerhaft Bestand hat. Denn gesellschaftsrechtlich bleibt es dem Aufsichtsrat unbenommen, den Zustimmungskatalog jederzeit in eigener Entscheidungsgewalt zu ändern. Auch die „Verpflichtung“ der Aufsichtsratsmitglieder, einer Verfügung über Aktien nicht zuzustimmen, wenn schuldrechtlich vereinbarte Vorkaufsrechte nicht eingehalten wurden, kann nur indirekt über solche Gestaltungen abgesichert werden.

### III. Schuldrechtliche Aufgabenübertragung auf den Aufsichtsrat

Neben den bisher betrachteten Vertragsgestaltungen, die der Einflussnahme auf den Aufsichtsrat durch bestimmte Aktionärsgruppen dienen, werden dem Aufsichtsrat häufig zusätzlich auch Aufgaben übertragen, die dem Verhältnis der Aktionäre untereinander zuzuordnen sind und meist wenig mit der originären Funktion der Überwachung des Vorstands zu tun haben. Zugrunde liegt dieser Aufgabenübertragung der – aus praktischer Sicht durchaus zutreffende – Gedanke, dass der Aufsichtsrat aufgrund seiner Zusammensetzung und seines engen Kontaktes mit dem Vorstand der Gesellschaft dazu geeignet ist, eine Vermittlerposition zwischen den Aktionären und der Geschäftsführung einzunehmen. Vor diesem Hintergrund liegt es nahe, dem Aufsichtsrat Aufgaben einzuräumen, die außerhalb der eigentlichen Beratungs- und Überwachungstätigkeit liegen, etwa die Entscheidung über das Erreichen von Meilensteinen für die Freigabe weiterer Mittel im Rahmen einer Finanzierungsrunde (bzw. den Verzicht auf diese), die Entgegennahme von Erklärungen von Aktionären im Rahmen eines Vorkaufsrechts oder einer Vertragsstrafe oder die Bestimmung von bestimmten Personengruppen, z.B. Wettbewerbern im Rahmen eines Wettbewerbsverbots.

In diesem Zusammenhang ist allerdings problematisch, dass die Mitglieder des Aufsichtsrats, die von den Investoren bestimmt sind, faktisch eine Doppelrolle einnehmen. Einerseits sind sie von den Investoren (nach dem oben beschriebenen Vorgehen) in den Aufsichtsrat berufen, um die Interessen des jeweiligen Investors zu vertreten. Andererseits jedoch sind sie in ihrer Organstellung als Mitglieder des Aufsichtsrats eben dem wohlverstandenen Unternehmensinteresse verpflichtet.

Zur Veranschaulichung der aus der Doppelrolle resultierenden Interessenkonflikte soll hier exemplarisch eine Bestimmung aus einer Beteiligungsvereinbarung, betrachtet werden, wonach der Aufsichtsrat die Entscheidung über das Erreichen bzw. den Verzicht auf einen Meilenstein („milestone“) für die Freigabe weiterer Mittel aus einer Finanzierungsrunde trifft. Solche Meilensteine sind in der Regel an bestimmte Zielindikatoren geknüpft, oftmals besteht aber ein Beurteilungsspielraum für das entscheidende Gremium. Es ist davon auszugehen, dass die weitere Ausstattung der Gesellschaft mit Eigenkapital durch die Investoren im Interesse der Gesellschaft liegt – und zwar auch dann, wenn die Meilensteine, die zuvor im Investment Agreement vereinbart wurden, tatsächlich nicht erreicht wurden und aus Sicht der Investoren auch kein sachlicher Grund für einen Verzicht auf den Meilenstein vorliegt.

Wenn man daher nun auf die Beschlussfassung über den Meilenstein die allgemeinen aktienrechtlichen Maßstäbe zur Anwendung bringt, dürften die Aufsichtsratsmitglieder bei der Abstimmung nicht mitwirken, da sie – jedenfalls dann, wenn die Voraussetzungen für das Erreichen des Meilensteins oder für einen Verzicht nicht vorliegen – einem Interessenkonflikt unterliegen. Die Folge wäre, dass regelmäßig das Quorum für eine Beschlussfassung nicht erreicht wäre oder – falls dies doch der Fall wäre – entgegen dem Willen der Investoren das Erreichen des Meilensteins oder der Verzicht hierauf beschlossen würde. Würde das Aufsichtsratsmitglied trotz des bestehenden Interessenkonflikts im Interesse der Investoren mitstimmen, würde es eine persönliche Inanspruchnahme wegen eines Verstoßes gegen seine Organpflichten riskieren. Bei der Verweigerung der Feststellung des Meilensteins oder eines Verzichts hierauf würde das Aufsichtsratsmitglied damit letztlich der Gesellschaft zum Ersatz des Schadens verpflichtet sein – und dieser kann bei der Verhinderung der weiteren Finanzierung aufgrund einer drohenden Insolvenz der Gesellschaft erheblich sein.

Allerdings wird in der vorgenannten Beschlusskonstellation auf Grundlage der Beteiligungsvereinbarung der Aufsichtsrat gerade nicht im Rahmen seiner aktienrechtlichen Kompetenzen tätig. Er nimmt nicht seine gesetzlichen oder satzungsmäßigen Aufgaben als Organ der Gesellschaft wahr, sondern übernimmt Funktionen zur Umsetzung einer schuldrechtlichen Vereinbarung zwischen den Aktionären. Demzufolge sind die Aufsichtsratsmitglieder auch nicht verpflichtet, diese Aufgaben auszuüben, da sie nicht Vertragsparteien der Vereinbarung sind. Die aktienrechtlichen Grundsätze über die Behandlung von Interessengegensätzen dürften daher bei dieser Beschlussfassung nicht zur Anwendung gelangen.

Die schuldrechtliche Übertragung von Befugnissen an den Aufsichtsrat zur Konkretisierung und Ausfüllung der Rechtsverhältnisse zwischen den Aktionären ist mithin zulässig. Angesichts der weitreichenden Haftungsrisiken für die Aufsichtsratsmitglieder ist freilich in deren Interesse für diese Fälle zu überlegen, ob in die Satzung nicht ein entsprechender Passus vorgesehen werden sollte, um ausdrücklich klarzustellen, dass jedenfalls das Regime zur Auflösung von Interessenkonflikten in den Fällen, in denen die Investoren außerhalb des aktienrechtlichen Kompetenzgefüges dem Aufsichtsrat schuldrechtlich weitere Aufgaben zuerkennen, die ausschließlich der Wahrung ihrer Interessen dienen, keine Anwendung finden soll. Alternativ könnten ein Interessenkonflikt und Abgrenzungsfragen dadurch vermieden werden, dass im Beteiligungsvertrag klargestellt wird, dass der Aufsichtsrat in diesen Fällen nicht in seiner Eigenschaft als aktienrechtlicher Aufsichtsrat, sondern ausschließlich im Interesse der Investoren tätig wird (gewissermaßen als personenidentisches „Investment Committee“).

#### IV. Weitergabe von Informationen

Weitere rechtliche Schwierigkeiten ergeben sich für die Frage, ob und unter welchen Umständen die Aufsichtsratsmitglieder Informationen an die von ihnen repräsentierten Investoren weitergeben dürfen.

Zunächst dürfen Aufsichtsratsmitglieder im Grundsatz keine Informationen offenlegen oder weitergeben, die ihnen im Rahmen ihrer Organtätigkeit bekannt werden, es sei denn die Offenlegung läge im Unternehmensinteresse. Im Fall eines Verstoßes gegen diese Verschwiegenheitspflicht sind die Aufsichtsratsmit-

glieder nicht nur zum Ersatz des Schadens verpflichtet, der durch die Offenlegung verursacht wurde (vgl. § 116 iVm § 93 Abs. 1 S. 3 AktG). Darüber hinaus droht den Aufsichtsratsmitgliedern im Fall einer unbefugten Informationsweitergabe sogar eine strafrechtliche Verurteilung (vgl. § 404 AktG).

Grundsätzlich gilt die Verschwiegenheitsverpflichtung auch für Aufsichtsratsmitglieder, die von einem Aktionär entsandt wurden oder die auf Verlangen eines Aktionärs aufgrund einer schuldrechtlichen Vereinbarung bestellt wurden. Damit sind die Aufsichtsratsmitglieder, die ihre Mitgliedschaft im Aufsichtsrat der Benennung durch einen der Investoren verdanken, im Grundsatz gleichwohl nicht berechtigt, Informationen, die sie im Rahmen ihrer Aufsichtsrats Tätigkeit erlangt haben, an „ihren“ Aktionär weiterzugeben.

Bleibe es bei diesem Regime, würde dies jedoch an den Bedürfnissen der Praxis vorbeigehen und zudem die betreffenden Aufsichtsratsmitglieder in einen schwerwiegenden Interessenkonflikt stürzen. In der Praxis wird die Gremientätigkeit im Aufsichtsrat von den Investoren aber als wesentliche Plattform genutzt, um auf operativer Ebene mit dem Vorstand im Austausch zu bleiben, Reportings einzuholen und die Portfoliogesellschaft zu kontrollieren. Hierfür ist es erforderlich, dass das betreffende Aufsichtsratsmitglied die erlangten Informationen auch weitergeben darf.

Teilweise wird daher im juristischen Schrifttum vertreten, dass in solchen Fällen ein konkludentes Einverständnis mit der Informationsweitergabe anzunehmen sei, zumal die Weitergabe der Informationen an die Investoren aus vorgenannten Gründen ja sogar im Unternehmensinteresse liegen oder diesem zumindest nicht zuwiderlaufen dürfte. Angesichts der weitreichenden Konsequenzen im Fall eines Verstoßes sollte in der Praxis aber vorsorglich ein ausdrückliches Einverständnis mit der Informationsweitergabe formuliert werden. Allerdings ist zweifelhaft, ob eine allgemeine Befreiung von der Verschwiegenheitspflicht – etwa in der Satzung der Gesellschaft – als zulässig anzusehen wäre. Die Entscheidung über die Weitergabe unternehmensinterner Daten an Dritte kann nämlich grundsätzlich nur der Vorstand treffen. Daher sollte der Vorstand als zuständiges Organ im Einzelfall sein Einverständnis damit erklären, dass die Aufsichtsratsmitglieder Informationen, die sie vom Vorstand – insbesondere im Rahmen der

Berichtspflichten an den Aufsichtsrat – erhalten, an „ihre“ Aktionäre weitergeben dürfen. Dieses Einverständnis sollte in geeigneter Weise dokumentiert werden.

### Fazit

Die Mitglieder des Aufsichtsrats einer Aktiengesellschaft sollen im Fall von Start-up-Unternehmen weitgehend dieselbe Funktion einnehmen wie die Mitglieder eines Beirats in einer GmbH. Aufgrund der deutlich höheren Regelungsdichte im Aktienrecht unterliegt ihre Tätigkeit jedoch weitergehenden Beschränkungen. Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats verhindert eine direkte Beeinflussung durch die Aktionäre und das Erfordernis der Satzungsänderung durch die Hauptversammlung macht Satzungsregelungen unattraktiv. Dies muss aber keinen Nachteil im Wettbewerb der Rechtsformen für Start-up-Unternehmen bedeuten. Wie in diesem Beitrag aufgezeigt wurde, lassen sich in Kenntnis der gesetzlichen Beschränkungen mit der erforderlichen Umsicht aber auf schuldrechtlicher Ebene praxistaugliche Lösungen verankern, die den Interessen der Geldgeber zur Durchsetzung verhelfen. Daneben bleibt der Vorteil der Aktiengesellschaft erhalten, dass die Gesellschaftsorgane auf das Unternehmenswohl verpflichtet sind und Partikularinteressen bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben außer Acht zu lassen haben.

christof.schneider@arqis.com | anselm.graf@arqis.com

---

### Über die Autoren:

*DR. CHRISTOF ALEXANDER SCHNEIDER ist Partner im Transactions-Team von ARQIS in Düsseldorf. Er berät zu sämtlichen Fragen des Gesellschafts- und Aktienrechts, insbesondere im Rahmen der Organtätigkeit von Vorständen, Aufsichtsräten und Beiratsmitgliedern.*

*ANSELM GRAF ist Associate im Transactions-Team von ARQIS in München. Er berät zu sämtlichen Fragen des Gesellschafts- und Aktienrechts, in Bezug auf Aktiengesellschaften mit Schwerpunkt Finanzierungsrunden und laufender Corporate Governance.*