Regulierung durch Corporate Governance Kodizes

DISSERTATION

zur Erlangung des akademischen Grades Dr. iur.

Eingereicht am: 1. April 2004

Bei der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin

von:

Dipl. iur. Sebastian Henner Schwarz,

geboren am 4. Oktober 1976 in Siegen

Präsident der Humboldt-Universität zu Berlin:

Prof. Dr. Jürgen Mlynek

Dekan der Juristischen Fakultät:

Prof. Dr. Rainer Schröder

Gutachter/ Gutachterin

1. Prof. Dr. Dr. Christian Kirchner, LL.M.

2. Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski

Tag der mündlichen Prüfung:7. Juli 2005

Zusammenfassung

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) entfaltet trotz seiner rechtlichen Unverbindlichkeit als sog. „Weiches Recht“ oder „Soft Law“ erhebliche tatsächliche Wirkungen. Für Vorstände und Aufsichtsräte bestehen starke Anreize zur Befolgung, vor allem, um damit einen positiven Signaling-Effekt zu erzielen. Umgekehrt kann die Nichtbefolgung insbesondere des Empfehlungsteils negative Konsequenzen haben, die restriktiv wirken. Die vom DCGK ausgehenden Anreize und Restriktionen fallen je stärker aus, desto mehr ein Unternehmen für die Kapitalbeschaffung auf die Kapitalmärkte angewiesen ist. Die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nach § 161 AktG führt zu einer allgemeinen Bekanntheit des DCGK und verhilft zu dessen breiter Durchsetzung. Ferner kommt es durch sie zu einer Verstärkung der Regulierungswirkungen des Empfehlungsteils.

Die Funktion von Corporate Governance Kodizes ist es, Standards zu setzen, an denen sich die Akteure des Kapitalmarkts orientieren können. Zur Regulierung durch Corporate Governance Kodizes sind drei Regelungsalternativen erkennbar: Regulierung durch Parlamentsgesetz, Listings Rules oder eine völlige Freigabe der entsprechenden Regelungsbereiche. Bei der schrittweisen Analyse von Soft Law, Corporate Governance Kodizes im Allgemeinen und dem DCGK als konkretem Anwendungsfall werden im Lichte der Regelungsalternativen einige Argumente herausgearbeitet, die für diese Regulierungstechnik sprechen. Dies sind mögliche Einsparungen von Transaktionskosten, Flexibilität und eine hohe Qualität des Normsetzungsprozesses. Regulierung durch Corporate Governance Kodizes erweist sich insofern den übrigen Regelungsvarianten als überlegen. Dies gilt insbesondere, wenn die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nicht auf einen einzelnen Kodex beschränkt wird, so dass die Regelungsadressaten zwischen verschiedenen Kodizes wählen können („Wettbewerb der Institutionen“).

Ein Verstoß gegen den verfassungsrechtlichen Gesetzes- oder Parlamentsvorbehalt durch § 161 AktG ist nicht feststellbar. Bei der Anwendung des Instrumentariums der Konstitutionenökonomik zeigt sich jedoch, dass eine Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nur dann legitimiert ist, wenn diese hinsichtlich des in Bezug genommenen Kodex offen und nicht auf einen einzelnen Kodex beschränkt ist.

Abstract

Despite its unbinding legal character as “Soft Law”, the German Corporate Governance Code has significant actual effects. There are strong incentives for members of the board of management and members of the supervisory board to comply with the code, mainly based on the opportunity to utilize a positive Signaling-effect. Incentives and restrictions based on the code become the more significant, the more a company relies on capital markets for raising capital. Empiric studies confirm this hypothesis. The obligation to “comply-or-explain” in § 161 AktG generates a broad publicity and facilitates the general acceptance of the code. The regulatory effects of the code are being aggravated.

Codes of Corporate Governance contribute to improving corporate governance structures by setting standards that capital market players can use for guidance and orientation. There are three alternatives to regulation by codes of corporate governance: regulation by law, regulation by listing rules and non-regulation. A step-by-step analysis of soft law, codes of corporate governance in general and the German Corporate Governance Code in particular brings upon a number of arguments in favour of this regulatory technique. These arguments are: savings in transaction costs, increased flexibility and a high quality of the standard-setting process. In this respect, regulation by Codes of Corporate Governance is superior to its regulatory alternatives. This is even more valid for an institutional setup where the obligation to “comply-or-explain” is not limited to a single Code of Corporate Governance, but leaves the addressees the choice among various competing codes. In such an institutional setup of “regulatory competition”, companies are free to choose the regulatory regime that best fits their specific needs.

Regarding German constitutional law, a breach of the rules of provision of legality (“Gesetzesvorbehalt”) and provision of parliament (“Parlamentsvorbehalt”) by § 161 AktG can not be proven. Applying constitutional economics, a legitimating consensus can be shown in respect to the actual compliance with a Code of Corporate Governance. However, the obligation to “comply-or-explain” can only be legitimated, if the obligation does not refer to a specific Code of Corporate Governance.

Schlagwörter: Deutscher Corporate Governance Kodex, Corporate Governance Kodizes, Regulierung, Ökonomische Analyse des Rechts, Neue Institutionenökonomik, § 161 AktG, Entsprechenserklärung

Key Words: German Corporate Governance Code, Codes of Corporate Governance, regulation, Economic Analysis of Law, New Institutional Economics, § 161 AktG, comply-or-explain

Inhaltsverzeichnis

1 PROBLEMSTELLUNG 1

1.1 UNTERSUCHUNGSGEGENSTAND 1

1.2 FRAGESTELLUNG 2

1.3 ZIEL 2

1.4 INTERDISZIPLINÄRE HERANGEHENSWEISE 3

1.5 VORGEHEN 4

1.5.1 Rechtliches Umfeld 4

1.5.2 Positive ökonomische Untersuchung 4

1.5.3 Normative ökonomische Untersuchung 5

1.5.4 Verfassungsrechtliche Prüfung und Legitimation 5

2 RECHTLICHES UMFELD 6

2.1 WEICHES RECHT („SOFT LAW“) 6

2.1.1 Definition 6

2.1.2 Historische Entwicklung 7

2.1.3 Ist „Soft Law“ Recht? 8

2.1.3.1 Was ist Recht? 8

2.1.3.2 Rechtsbegriff des staatsrechtlichen Positivismus 9

2.1.3.3 Legal Realism und New Haven Approach 10

2.1.3.4 Ökonomische Perspektive 10

2.1.4 Rechtliche Wirkungen von Soft Law 11

2.1.4.1 Als Gewohnheitsrecht 11

2.1.4.2 Als „allgemein anerkannte Regel“, „Standesregel“ oder „Handelsbrauch“ 11

2.1.4.3 Als Auslegungshilfe für unbestimmte Rechtsbegriffe vor Gericht 12

2.1.4.4 Qua „Vertrag“ 12

2.1.4.5 Nach Treu und Glauben 13

2.1.5 Justitiabilität 15

2.1.6 Tendenz zur späteren Verrechtlichung? 15

2.1.7 Beispiele für „weiches Recht“ in anderen Rechtsgebieten 16

2.1.7.1 Völkerrecht 16

2.1.7.2 Arbeitsrecht 17

2.1.7.3 Technikrecht (DIN-Normung) 18

2.1.7.4 Baurecht 18

2.1.7.5 Selbstverpflichtungsnormen in der Wirtschaft 19

2.1.8 Kritik am Instrument Soft Law 20

2.1.8.1 Rechtsunsicherheit 20

2.1.8.2 Verfassungsrechtliche und Legitimationsprobleme 20

2.1.9 Einordnung in die Rechtsquellenlehre 21

2.2 ERFAHRUNGEN MIT FREIWILLIGEN KODIZES IN DEUTSCHLAND 22
2.2.1 Insiderhandels-Kodex 22
2.2.2 Übernahmekodex 22
2.2.3 Zwischenergebnis 23
2.3 DER DEUTSCHE CORPORATE GOVERNANCE KODEX 23
2.3.1 Vorläufer des DCGK 23
2.3.2 Entstehung des DCGK 25
2.3.3 Ziele des DCGK 27
2.3.4 Rechtsnatur des DCGK 27
2.3.5 Regelungstypen des DCGK 29
2.3.5.1 Darstellung geltenden Rechts 29
2.3.5.2 Empfehlungen („soll“) 30
2.3.5.3 Anregungen („sollte“, „kann“) 30
2.3.6 Adressatenkreis 30
2.3.7 Inhalt des DCGK 31
2.3.7.1 Aktionäre und Hauptversammlung 31
2.3.7.2 Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat 31
2.3.7.3 Vorstand 32
2.3.7.4 Aufsichtsrat 33
2.3.7.5 Transparenz 34
2.3.7.6 Rechnungslegung und Abschlussprüfung 34
2.4 GESETZLICHE FLANKIERUNG DES DCGK 35
2.4.1 § 161 AktG 35
2.4.1.1 Erklärungsumfang und Begründung von Abweichungen 35
2.4.1.2 Erklärungsverpflichtete 36
2.4.1.3 Erklärungszeitpunkt 37
2.4.1.4 Berichtszeitraum 38
2.4.1.5 Pflicht zur unterjährigen Korrektur? 38
2.4.1.6 Varianten der Entsprechenserklärung 39
2.4.1.7 Form 40
2.4.1.8 Zugänglichmachen der Entsprechenserklärung 40
2.4.2 §§ 285 Nr. 16, 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB (Anhangangaben) 41
2.4.3 Kontrolle der Entsprechenserklärung durch den Abschlussprüfer 42
2.4.4 Gemeinsames Ziel der gesetzlichen Flankierung 42
2.5 RECHTSFOLGEN DER NICHTBEFOLGUNG VON REGELUNGEN DES DCGK 43
2.5.1 Haftung gegenüber der Gesellschaft wegen Verstoß gegen die Sorgfaltspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat gem. §§ 93 Abs. 1 Satz 1, ggf. iVm 116 AktG (Binnenhaftung) 43
2.5.1.1 Verstoß gegen vom Kodex wiedergegebene gesetzliche Vorschriften 44
2.5.1.2 Verstoß gegen transformierte Kodex-Regelungen 44
2.5.1.3 Abweichung von Empfehlungen und Anregungen des Kodex 44
2.5.2 Safe Harbour bei Befolgung des DCGK? 47

2.5.3 Haftung gegenüber Dritten (Außenhaftung) ... 47
2.6 HAFTUNGSFRAGEN IM ZUSAMMENHANG MIT DER ENTSPRECHENSERKLÄRUNG ... 48
2.6.1 Ersatzansprüche der Gesellschaft gegen die Mitglieder der Organe (Binnenhaftung) ... 48
2.6.1.1 Grundsätzliches ... 48
2.6.1.2 Pflichtverletzung ... 48
2.6.1.3 Weitere Haftungsvoraussetzungen ... 49
2.6.2 Ersatzansprüche geschädigter Aktionäre oder Anleger gegen das verantwortliche Organmitglied (Außenhaftung) ... 49
2.6.2.1 § 280 Abs. 1 Satz 1 BGB (iVm § 311 Abs. 2, 3 BGB) ... 49
2.6.2.2 Prospekthaftung ... 50
2.6.2.3 §§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG ... 51
2.6.2.4 Deliktische Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB ... 51
2.6.2.5 Deliktische Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB iVm einem Schutzgesetz ... 52
2.6.2.6 Deliktische Haftung nach § 826 BGB ... 56
2.6.3 Ersatzansprüche geschädigter Anleger und Aktionäre gegen die Gesellschaft ... 57
2.6.3.1 § 280 Abs. 1 BGB ... 57
2.6.3.2 § 37 b Abs. 1 WpHG ... 57
2.6.3.3 § 37c Abs. 1 WpHG ... 58
2.6.3.4 §§ 826 iVm 31 BGB ... 59
2.7 ZWISCHENERGEBNIS ... 59

3 POSITIVE ÖKONOMISCHE UNTERSUCHUNG ... 61

3.1 ÜBERBLICK UND EINFÜHRUNG IN DIE ÖKONOMISCHE THEORIE DES RECHTS ... 61
3.1.1 Historische Entwicklung ... 61
3.1.2 Gegenstandsbereich ... 62
3.1.3 Positive und normative Untersuchung ... 64
3.2 DAS INSTRUMENTARIUM DER NEUEN INSTITUTIONENÖKONOMIK (NIÖ) ... 65
3.2.1 Forschungsansatz ... 65
3.2.2 Abgrenzung zur Neoklassik ... 65
3.2.3 Annahmen der NIÖ ... 66
3.2.3.1 Ökonomisches Paradigma ... 66
3.2.3.2 Ressourcenknappheit ... 66
3.2.3.3 Eigennutztheorem ... 67
3.2.3.4 Annahme eingeschränkter Rationalität ... 67
3.2.4 Zusammenfassung des analytischen Grundmodells ... 68
3.3 REGULIERUNG IM GEGENSTANDSBEREICH VON CORPORATE GOVERNANCE ... 69
3.3.1 Ökonomische Implikationen von Regulierung ... 69

3.3.2 Die regulatorische Funktion von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht ... 69
3.3.3 Sog. „Good Corporate Governance“ als regulatorisches Ziel ... 71
3.3.3.1 Definition ... 71
3.3.3.2 Prinzipal-Agent-Problematik ... 72
3.3.3.3 Inhalt sog. „guter Corporate Governance“ ... 73
3.3.4 Gesetzliche Adaption in Deutschland ... 74
3.3.5 Die Bedeutung internationaler Regelungen ... 75
3.3.6 Die Rolle des DCGK ... 75
3.4 ÖKONOMISCHE WIRKUNGSWEISE DER REGULIERUNG DURCH SOFT LAW ... 76
3.4.1 Effekt der Standardsetzung ... 76
3.4.2 Effizienz und Qualität des Normsetzungsprozesses ... 77
3.4.3 Akzeptanz ... 77
3.4.4 Flexibilität ... 78
3.4.5 Unsicherheit ... 79
3.4.6 Sanktionen bei Nichtbefolgung ... 80
3.5 ÖKONOMISCHE WIRKUNGSWEISE DER REGULIERUNG DURCH CORPORATE GOVERNANCE KODIZES ... 81
3.5.1 Kommunikationsfunktion ... 81
3.5.2 Unternehmensinterne Wirkung: Standardsetzung ... 81
3.5.3 Unternehmensexterne Wirkung ... 82
3.5.3.1 Wirkungen im Verhältnis zu den Anteilseignern und gegenüber dem Kapitalmarkt ... 83
3.5.3.2 Signaling-Effekt ... 83
3.5.3.3 Folgen eines positiven Signaling ... 84
3.5.3.4 Wirkungen im Verhältnis zu Gläubigern, Lieferanten und Kunden ... 86
3.5.3.5 Wirkungen im Verhältnis zu den Arbeitnehmern ... 87
3.5.4 Sanktionen bei Nichtbefolgung ... 87
3.6 REGULIERUNGSWIRKUNGEN DES DEUTSCHEN CORPORATE GOVERNANCE KODEX ... 89
3.6.1 Unterschiedliche Wirkungsweise der drei Regelungstypen ... 89
3.6.2 Wiedergabe gesetzlicher Regelungen ... 90
3.6.3 Empfehlungen und Anregungen ... 91
3.6.3.1 Anreize zur Befolgung ... 91
3.6.3.2 Sanktionen bei Nichtbefolgung ... 93
3.6.4 Kosten/Nutzen-Analyse ... 94
3.6.5 Anreize und Sanktionen bei Falscherklärungen ... 94
3.6.6 Prinzipal-Agent-Problematik ... 95
3.7 ÖKONOMISCHE IMPLIKATIONEN DER VERPFLICHTUNG ZUR ABGABE EINER ENTSPRECHENSERKLÄRUNG NACH § 161 AKTG ... 96
3.7.1 Allgemeine Bekanntheit und Awareness bei Investoren ... 96

3.7.2 Verstärkung der Regulierungswirkungen des Empfehlungsteils des DCGK ... 96
3.7.3 Etablierung einer Haftungsgrundlage ... 97
3.8 ZWISCHENERGEBNIS/DEKLARATIONSPROGNOSE ... 97
3.9 EMPIRISCHE BEFUNDE ZUR EINHALTUNG DER EMPFEHLUNGEN DES DCGK ... 98
3.9.1 Generelle Akzeptanz des DCGK ... 98
3.9.2 Die Studie von Oser/Orth/Wader ... 99
3.9.3 Die Studie des BCCG ... 100
3.9.4 Unterschiede in der Methodik und Eignung für den Vergleich mit den Ergebnissen der ökonomischen Untersuchung ... 100
3.9.5 Abgabe der Entsprechenserklärung ... 101
3.9.6 Qualitative Erkenntnisse ... 103
3.9.6.1 DAX 30 ... 103
3.9.6.2 MDAX ... 105
3.9.6.3 AGM 42-Unternehmen ... 107
3.9.7 Zusammenfassung/Ergebnis ... 109

4 NORMATIVE ÖKONOMISCHE UNTERSUCHUNG: HYPOTHETISCHER RECHTSVERGLEICH ... 111

4.1 VERGLEICHSMAßSTAB UND KRITERIEN ... 111
4.2 HYPOTHETISCHER RECHTSVERGLEICH MIT EINER DIREKTEN REGULIERUNG DURCH PARLAMENTSGESETZ ... 111
4.2.1 Situationsanalyse ... 111
4.2.2 Keine Durchsetzungsschwierigkeiten ... 113
4.2.3 Qualität des Normsetzungsprozesses ... 114
4.2.4 Kein Legitimationsproblem ... 116
4.2.5 Zwischenergebnis ... 116
4.3 RECHTSVERGLEICH MIT EINER REGULIERUNG DURCH LISTING RULES ... 117
4.3.1 Situationsanalyse ... 117
4.3.2 Das Sanktionspotential von Zulassungsvoraussetzungen ... 117
4.3.3 Die Einhaltung originärer Corporate Governance Standards als Zulassungsvoraussetzung für Wertpapierbörsen ... 118
4.3.4 Die Ausgestaltung einer „befolge-oder-erkläre"-Regelung als Zulassungsvoraussetzung für Wertpapierbörsen ... 119
4.4 RECHTSVERGLEICH MIT VÖLLIGER FREIGABE (NICHTREGULIERUNG) ... 120
4.4.1 Situationsanalyse ... 120

4.4.2 Unternehmensindividuelle Corporate Governance Standards ... *120*
4.4.3 Befolgung anerkannter Corporate Governance Grundsätze ... *122*
4.4.3.1 Vergleichsweise maximales Einsparpotential ... 122
4.4.3.2 Corporate Governance Kodizes als Clubgüter ... 123
4.4.3.3 Ökonomische Bedeutung der Glaubwürdigkeit der Selbstbindung ... 123
4.4.4 Wettbewerb zwischen verschiedenen Standards („regulatory competition") ... *124*
4.4.4.1 Vorteile eines Wettbewerbs zwischen verschiedenen Standards ... 125
4.4.4.2 Nachteile eines Wettbewerbs zwischen verschiedenen Standards ... 127
4.4.5 Regulierung vs. Nichtregulierung: Bedeutung der „befolge-oder-erkläre"-Regelung ... *128*
4.4.5.1 Regulatorische Ziele von Offenlegungsverpflichtungen ... 128
4.4.5.2 Marktliche Anreize zur freiwilligen Veröffentlichung von Unternehmensinformationen ... 129
4.4.5.3 Empirische Beweise ... 130
4.4.5.4 Zwischenergebnis ... 131
4.4.5.5 Bewertung von § 161 AktG im Licht der Regelungsalternative Nichtregulierung ... 132

5 VERFASSUNGSRECHTLICHE PRÜFUNG UND LEGITIMATION DES DCGK ... 134

5.1 VERFASSUNGSRECHTLICHE PRÜFUNG ... 134
5.1.1 Verstoß gegen den Gesetzesvorbehalt ... *134*
5.1.2 Verstoß gegen den Parlamentsvorbehalt ... *135*
5.1.2.1 Wesentlichkeitstheorie ... 136
5.1.2.2 Betroffene Grundrechte ... 137
5.1.2.3 Rechtsetzungsmonopol des Staates? ... 137
5.1.2.4 Beteiligung Privater an Normsetzungsprozessen ... 137
5.1.2.5 Stellungnahme ... 140
5.2 NORMATIVE ANALYSE: DIE LEGITIMATION VON „WEICHEM RECHT" ... 141
5.2.1 Die drei grundlegenden Legitimationsansätze ... *141*
5.2.1.1 Verfahren/Rechtspositivismus ... 142
5.2.1.2 Naturrecht ... 142
5.2.1.3 Demokratie ... 143
5.2.2 Einführung in die Konstitutionenökonomik ... *143*
5.2.3 Demokratieprinzip und Konsensgedanke als zentrales Legitimationskriterium ... *144*

5.2.4 Subsumtion für § 161 AktG und den DCGK unter das Legitimationskriterium Konsens 145

5.2.4.1 Einigung der Gesellschafter über die Einhaltung der Empfehlungen des DCGK 146

5.2.4.2 Hypothetische Einigung der Gesellschafter über die Abgabe einer Entsprechenserklärung zum DCGK 146

5.2.4.3 Hypothetische Einigung der Gesellschafter über die Abgabe einer Entsprechenserklärung zu einem beliebigen Corporate Governance Kodex 147

6 ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE 149

LITERATURVERZEICHNIS 151

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht, anderer Auffassung
ABl.	Amtsblatt
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft (Zeitschrift)
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
APB	Accounting Principles Board
AR	Aufsichtsrat
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BAFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BBK	Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung (Zeitschrift/ Loseblatt)
Bd.	Band
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
Begr., begr.	Begründung, begründet
Beil.	Beilage
Bem.	Bemerkung
bes.	besonders
Beschl.	Beschluss
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Amtliche Sammlung von Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (Zeitschrift)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BMF	Bundesministerium der Finanzen (auch BdF)
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BR	Deutscher Bundesrat
BRD	Bundesrepublik Deutschland
BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT	Deutscher Bundestag
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CPA	Certified Public Accountant

DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
ders.	derselbe
desgl., dgl.	desgleichen, dergleichen
d.h.	das heißt
diesbzgl.	diesbezüglich
Dr.	Doktor
Drs.	Drucksache
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DVBl.	Deutsches Verwaltungsblatt (Zeitschrift)
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
ED	Exposure Draft
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EG	Einführungsgesetz; Europäische Gemeinschaft
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
EGHGB	Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch
EG-Richtl.	Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
einschl.	einschließlich
et al.	et alii
etc.	et cetera (und so weiter)
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
e.V.	eingetragener Verein
evtl.	eventuell
f.	folgend(e)
FASB	Financial Accounting Standards Board
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung (Zeitung)
FB	Finanz-Betrieb (Zeitschrift)
FD	Fair Disclosure
FEE	Fédération des Experts Comptables Européens
ff.	fortfolgend(e)
FG	Finanzgericht; Fachgutachten des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
FM	Finanzministerium
Fn.	Fußnote
Forts.	Fortsetzung
FRS	Financial Reporting Standard
gem.	gemäß
Ges.	Gesellschaft
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
GO	Gemeindeordnung
GoA	Grundsätze ordnungsmäßiger Abschlussprüfung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung

GrS	Großer Senat
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
h.A.	herrschende Auffassung
h.c.	honoris causa
HFA	Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
HGB	Handelsgesetzbuch
HGrG	Haushaltsgrundsätzegesetz
h.L.	herrschende Lehre
h.M.	herrschende Meinung
HR	Handelsregister
Hrsg., hrsg.	Herausgeber, herausgegeben
HS	Halbsatz
HV	Hauptversammlung; Handelsvertreter
i.A.	im Allgemeinen
IAS	International Accounting Standard(s)
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.d.S.	in diesem Sinne
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW PS	Prüfungsstandard des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW EPS	Entwurf eines Prüfungsstandards des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
i.e.S.	im engeren Sinne; im engen Sinne
IFAC	International Federation of Accountants
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.d.	in Höhe des, der
i.H.v.	in Höhe von
IKS	Internes Kontrollsystem
insb.	insbesondere
i.S.d.	im Sinne der, des
i.S.e.	im Sinne einer, eines
i.S.v.	im Sinne von
IÜS	Internes Überwachungssystem
i.V.m.	in Verbindung mit
i.W.	im Wesentlichen
i.w.S.	im weiteren Sinne; im weiten Sinne
i.Zw.	im Zweifel
JA	Jahresabschluss
Jg.	Jahrgang
KA	Konzernabschluss
Kap.	Kapitel
KapAEG	Gesetz zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Konzerne an Kapitalmärkten und zur Erleichterung der Aufnahme von Gesellschafterdarlehen (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz)
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
Kom., Komm.	Kommentar
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich

KoR	Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (Zeitschrift)
krit.	kritisch
lfd.	laufend(e)
LG	Landgericht
LHO	Landeshaushaltsordnung
lt.	laut
m.a.W.	mit anderen Worten
max.	maximal
mbH	mit beschränkter Haftung
m.E.	meines Erachtens
Mio.	Million(en)
MitBestG	Mitbestimmungsgesetz
Mrd.	Milliarde(n)
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
Nr., Nrn.	Nummer, Nummern
NVwZ	Neue Zeitschrift fürVerwaltungsrecht (Zeitschrift)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
o.	oben; oder
o.a.	oben angeführt, angegeben
o.Ä.	oder Ähnliches
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OFD	Oberfinanzdirektion
o.g.	oben genannt
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
o.O.	ohne Ort
o.V.	ohne Verfasserangabe
OVG	Oberverwaltungsgericht
p.a.	per anno
PCG	Public Corporate Governance
pers.	persönlich
Pos.	Posten
Prof.	Professor
PVS	Politische Vierteljahresschrift (Zeitschrift)
PublG	Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz)
RA	Rechtsanwalt
rd.	rund
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Richtl.	Richtlinien
Rspr.	Rechtsprechung
Rz.	Randziffer
S.	Seite, Satz
s.	siehe
s.a.	siehe auch
SE	Societas Europaea (Europäische Gesellschaft)
SEC	Securities Exchange Commission

Sec.	Section
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
SIC	Standing Interpretations Committee
s.o.	siehe oben
sog.	so genannt(e)
sonst.	sonstige
SOP	Statement of Principles
Sp.	Spalte
St.	Stellungnahme
StB	Steuerberater
stellv.	stellvertretend
str.	strittig
StuB	Steuern und Bilanzen (Zeitschrift)
s.u.	siehe unten
T €	Tausend Euro
Trans PuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
Tz.	Textziffer
U.	Urteil
u.	und
u.a.	unter anderem; und andere
u.Ä.	und Ähnliche(s)
u.E.	unseres Erachtens
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil
US	United States
USA	United States of America
usw.	und so weiter
u.U.	unter Umständen
u.W.	unseres Wissens
v.	vom (von)
v.a.	vor allem
Vbp	vereidigte(r) Buchprüfer
Verf.	Verfasser
Vfg.	Verfügung
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	vergleiche
vglw.	vergleichsweise
v.H.	vom Hundert
VO	Verordnung
Vol	Volumen
VOP	Verwaltung, Organisation, Personal (Zeitschrift)
VW	Versicherungswirtschaft (Zeitschrift)
Vwd	Vereinigte Wirtschaftsdienste GmbH (Zeitschrift)
WM	Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift)
WP	Wirtschaftsprüfer
WPG	Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WPHB	Wirtschaftsprüfer-Handbuch
WpHG	Wertpapier-Handelsgesetz
WPK	Wirtschaftsprüferkammer
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel

ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Zeitschrift)
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zeitschrift)
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (Zeitschrift)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis (Zeitschrift)
z.T.	zum Teil
Zust.	zustimmend
zutr.	zutreffend
z.Z.	zurzeit
zzgl.	Zuzüglich

Meinen Eltern

1 Problemstellung

1.1 Untersuchungsgegenstand

Die weltweite Diskussion um die richtigen Leitungs- und Überwachungsstrukturen großer Unternehmen (Corporate Governance[1] Strukturen) hat auch in Deutschland eine erhebliche Bedeutung erlangt. Im Mittelpunkt der Diskussion stehen hierzulande Änderungen des Unternehmens- und Kapitalmarktrechts sowie Corporate Governance Kodizes (Unternehmensführungskodizes). Wirkungsweise und Legitimation letzterer sollen in dieser Arbeit am Beispiel des Deutschen Corporate Governance Kodex[2] (DCGK) untersucht werden. Der DCGK wurde von der gleichnamigen Regierungskommission ausgearbeitet, deren Einsetzung auf eine Empfehlung der Regierungskommission „Corporate Governance" (sog. Baums-Kommission) zurückgeht.[3] Er stellt den von den wichtigsten Wirtschaftsgesetzen vorgegebenen rechtlichen Rahmen zur Leitung und Überwachung börsennotierter Gesellschaften dar. Darüber hinaus enthält er in „best practice"-Regeln formulierte nationale und internationale Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung.[4] Damit soll das deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar gemacht werden, um die Attraktivität der deutschen Unternehmen für ausländische Investoren zu steigern.[5]

Der DCGK ist am 26. Februar 2002 von der Regierungskommission an die Bundesministerin der Justiz übergeben worden. Die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung gem. § 161 AktG nF ist mit dem „Gesetz zur weiteren Reform

---

[1] Der Begriff „*Corporate Governance*" und das ursprüngliche Konzept gehen zurück auf Williamson, vgl. Williamson (1985/1990), S. 265-294. Nach der hier favorisierten Definition von Peltzer/von Werder (2001), S. 1 ist *Corporate Governance* die Lehre von der optimalen Unternehmensführung und der Überwachung derselben. Vgl. ausführlich unten 3.3.3; vgl. auch Claussen/Bröcker (2000), S. 481; sowie Schneider (2000), S. 2413 f.

[2] Der deutsche Corporate Governance Kodex ist abrufbar unter http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex, der Text ist auch veröffentlicht in AG 2002, S. 236 ff. = ZIP 2002, 452 ff.

[3] Bericht der Regierungskommission Corporate Governance (Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts), Bericht v. 10.7.2001, BT-Drucks. 14/7515 v. 14.8.2001, Rn. 16,17; als Buch erschienen unter Baums (2001).

[4] Vgl. Präambel zum DCGK, abrufbar unter http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex.

[5] Vgl. Begründung zum BReg-Entwurf, BT-Drucksache 14/8769, S. 1.

des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität“ (TransPuG) am 1.8.2002 in Kraft getreten.

1.2 Fragestellung

Der DCGK ist „Soft Law“[6]: von einer privaten, nicht demokratisch legitimierten Institution gesetztes ‚weiches’ Recht, das keinerlei Rechtsverbindlichkeit besitzt.[7] Allerdings enthält § 161 AktG nF eine Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung (sog. „Comply-or-explain“-Konzept) für Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Unternehmen. Dies alles wirft eine Reihe von Fragen auf:

- Welche rechtlichen und tatsächlichen Wirkungen entfaltet der DCGK?
- Welche rechtlichen und tatsächlichen Wirkungen erzeugt die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nach § 161 AktG?
- Wie ist die Regulierung durch „weiches Recht“ im Vergleich zur Regulierung mittels Parlamentsgesetz, zur Regulierung mittels Börsenzulassungsregeln und im Vergleich zur Nichtregulierung zu bewerten?
- Ist diese Form nicht demokratisch legitimierter Rechtsetzung verfassungsrechtlich zulässig? Welche legitimationstheoretischen Grundlagen und Grenzen gibt es für Regulierung durch „weiches Recht“?

1.3 Ziel

Ziel der Arbeit ist es, mittels des interdisziplinären Ansatzes der ökonomischen Theorie des Rechts[8] die rechtliche und tatsächliche Wirkungsweise von Unternehmensführungskodizes zu untersuchen und im Lichte der Regelungsalternativen Argumente für eine Bewertung zu entwickeln. Die Arbeit zielt nicht auf eine inhaltliche Diskus-

---

[6] Der Begriff „Soft Law“ kommt aus dem Völkerrecht und meint die rechtliche Anbindung eines Rechtssubjektes an eine von ihm mitgeschaffene Norm, die jedoch tatsächlich keine rechtlich verbindliche Wirkung besitzt, vgl. ausführlich unten 2.1 sowie Ehricke (1989), S. 1907.

[7] Vgl. zur Normsetzung durch private Institutionen: Homann/Kirchner (1995), S. 202-204; umfassend aus juristischer Sicht: Kirchhof (1987), insbesondere S. 486-530.

[8] Vgl. grundlegend zum Forschungsansatz der „Economic Analysis of Law“ das gleichnamige Werk von Posner (1992); Überblick bei Kirchner (1997a); Assmann/Kirchner/Schanze (1993), Einleitung; vgl. auch Schäfer/Ott (2000). Zur Terminologie („ökonomische Theorie des Rechts“) im Deutschen vgl. Kirchner (1997a), S. 5f.

sion von Corporate Governance Grundsätzen und –Kodizes. Kern der Überlegungen ist vielmehr eine Untersuchung der spezifischen Regulierungstechnik, nämlich der Regelsetzung durch private Gremien, die grundsätzlich einer demokratischen Legitimation entbehren. Der DCGK dient dabei als exemplarisches Beispiel für „weiches Recht“ (Soft Law) im Aktien- und Kapitalmarktrecht. Ein weiterer Schwerpunkt wird bei der verfassungsrechtlichen und legitimationstheoretischen Untersuchung des DCGK gesetzt, um Grundlagen und Grenzen der Regulierung durch „weiches Recht“ zu verdeutlichen.

1.4 Interdisziplinäre Herangehensweise

Den aufgeworfenen Fragen ist eines gemeinsam: Sie lassen sich nicht zufrieden stellend beantworten, wenn man den Untersuchungsansatz allein auf die juristische Methodik beschränkt. Um die komplexen Wirkungen der in Rede stehenden Rechtsnormen zeigen und bewerten zu können, sollen sie (auch) mit einem ökonomischen Instrumentarium untersucht werden.

Die juristischen und ökonomischen Fragestellungen überschneiden sich und bedingen sich teilweise gegenseitig. So kann beispielsweise eine sinnvolle verfassungsrechtliche Prüfung von § 161 AktG nF erst erfolgen, nachdem die tatsächliche Wirkung der Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung mit Hilfe des ökonomischen Instrumentariums geklärt ist.

Gerade auf dem Gebiet des Wirtschaftsrechts erscheint die Trennung und Isolierung der ehemals unter dem gemeinsamen Dach der Staatswissenschaften vereinten Rechts- und Wirtschaftswissenschaften besonders nachteilhaft. Die tatsächliche Wirkungsweise rechtlicher Regelungen kann oft nur durch die Anwendung ökonomischer Theorien präzise beschrieben werden; andererseits müssen Rechtssätze als die die Entscheidungen der Akteure determinierenden und eingrenzenden Restriktionen in ökonomische Untersuchungen mit einbezogen werden. Diese Arbeit will durch den Einsatz des Instrumentariums der ökonomischen Theorie des Rechts einen kleinen Beitrag dazu leisten, die auseinander gedrifteten Disziplinen wieder miteinander zu verbinden.

Die Anwendung ökonomischer Forschungsansätze auf rechtliche Fragestellungen sagt noch nichts darüber aus, *welche* ökonomischen Theorien nutzbar gemacht werden sollen. Um die Wirkungsweise institutioneller Ordnungen mit Hilfe eines weiter-

entwickelten Instrumentariums der neoklassischen Wirtschaftstheorie zu erklären, wird der Ansatz der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ)[9] gewählt.

1.5 Vorgehen

Die Arbeit gliedert sich - abgesehen von Problemstellung und Ergebnis - in vier Teile: rechtliches Umfeld, positive ökonomische Untersuchung, normative ökonomische Untersuchung sowie verfassungsrechtliche Prüfung und Legitimation.

1.5.1 Rechtliches Umfeld

Die Darstellung des rechtlichen Umfelds hat sechs Abschnitte. Zu Beginn wird die Entwicklung, Entstehung, und Funktionsweise von weichem Recht untersucht. Eine umfassende Erörterung von privater Rechtsetzung wird indes nicht angestrebt. Zur Vorbereitung der eigentlichen ökonomischen Analyse ist zunächst jedoch eine grundsätzliche Klärung der Begriffe und des Zusammenhangs unumgänglich. Ziel ist es, die verschiedenen rechtlichen Wirkungen, die weiches Recht trotz seiner Unverbindlichkeit haben kann, herauszuarbeiten und in den Kontext anderer Rechtsquellen einzuordnen. Im Anschluss daran werden bisherige Erfahrungen mit freiwilligen Kodizes in Deutschland dargestellt. Im dritten Abschnitt werden schließlich die Entstehungsgeschichte, Ziele, Inhalt und Rechtsnatur des DCGK erläutert. Der vierte Abschnitt behandelt die rechtliche Flankierung des DCGK. Der fünfte untersucht die Rechtsfolgen der Nichtbefolgung von Regelungen des DCGK, während der sechste Abschnitt Haftungsfragen im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG behandelt.

1.5.2 Positive ökonomische Untersuchung

Die ökonomische Untersuchung bildet den Schwerpunkt der Arbeit. Mittels einer positiven Analyse wird zunächst die ökonomische Wirkungsweise von Unternehmensführungskodizes herausgearbeitet. Als exemplarisches Beispiel dient hier der DCGK, wobei die Wirkungen der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG nF ge-

---

[9] Der Begriff geht zurück auf Williamson (1975/1985). Zu Ansatz und Methoden vgl. statt vieler Richter/Furubotn (2003); Überblick bei Klein (2000); vgl. ausführlich unten 3.2.

sondert zu beurteilen sind. Die positive ökonomische Untersuchung schließt mit einer Darstellung von empirischen Befunden zu den Regulierungswirkungen des DCGK ab.

1.5.3 Normative ökonomische Untersuchung

Im Anschluss an die positive ökonomische Untersuchung wird anhand eines Rechtsvergleichs mit einer hypothetischen staatlichen Regulierung qua Parlamentsgesetz, einer Regulierung mittels Börsenzulassungsvoraussetzungen und der völligen Freigabe (Nichtregulierung) eine normative Untersuchung vorgenommen. Hierbei werden einige Argumente zur Bewertung der Vor- und Nachteile der Regulierung durch Unternehmensführungskodizes entwickelt. Zu unterscheiden ist dabei zwischen einer auf *einen* Unternehmensführungskodex zugeschnittenen Regulierung und einer Regelung, die den Unternehmen die Wahl zwischen *mehreren* Kodizes überlässt. Als ökonomisches Instrumentarium werden die Theorien der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ) angewandt.

1.5.4 Verfassungsrechtliche Prüfung und Legitimation

Der dritte Teil der Arbeit hat zwei Abschnitte. Zunächst wird die Bezugnahme auf den DCGK durch § 161 AktG nF einer verfassungsrechtlichen Prüfung unterzogen. Eine Regierungskommission ist eine private Institution, die jeglicher demokratisch legitimierter Legislativgewalt entbehrt. Da der DCGK aber durch den Verweis in § 161 AktG eine gewisse rechtliche Verbindlichkeit erlangt, entstehen verfassungsrechtliche Probleme. Schließlich soll vor dem Hintergrund der mit Hilfe der ökonomischen Untersuchung erzielten Ergebnisse die rechtstheoretische Legitimation von Soft Law untersucht werden.

2 Rechtliches Umfeld

Die Untersuchung des rechtlichen Umfelds erfolgt in sechs Abschnitten. Zunächst wird grundsätzlich auf die Entwicklung, Entstehung und Funktionsweise von weichem Recht („Soft Law“) eingegangen. Eine umfassende Erörterung von privater Rechtsetzung kann und soll jedoch nicht erreicht werden (zumal auch von Staaten gesetztes, nicht-verbindliches Recht denkbar ist). Ziel ist es, die verschiedenen Rechtsfolgen, die weiches Recht trotz seiner Unverbindlichkeit haben kann, herauszuarbeiten und in den Kontext anderer Rechtsquellen einzuordnen. Im zweiten Abschnitt werden Erfahrungen mit anderen freiwilligen Kodizes in Deutschland erläutert. Im dritten Abschnitt erfolgt eine Untersuchung der Rechtsfragen im Zusammenhang mit dem DCGK, bevor im vierten Abschnitt die gesetzliche Flankierung des DCGK – insbesondere durch § 161 AktG – herausgearbeitet wird. Abschnitt fünf behandelt die Rechtsfolgen einer Nichtbefolgung des DCGK, Abschnitt sechs gibt einen Überblick über die Haftungsfragen im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG.

2.1 Weiches Recht („Soft Law“)

2.1.1 Definition

Der Begriff des „weichen Rechts“ wird in unterschiedlichen Rechtsgebieten mit jeweils anderen Bedeutungen verwendet, so dass eine allgemein gültige Definition schwierig erscheint. Dennoch lässt sich in Rechtstheorie und Rechtspraxis ein gemeinsames Grundmuster erkennen: Unter „Soft Law“ versteht man grundsätzlich die Anbindung eines Rechtssubjektes an eine Norm, die von ihm mitgeschaffen oder unterstützt wurde, die aber tatsächlich keine rechtlich verbindliche Wirkung besitzt.[10] Im Unterschied zu einseitigen, individuellen Rechtsakten oder Normen zur Regelung einer Sonderbeziehung ist die abstrakt-generelle Formulierung einer objektiven Verhaltenserwartung kennzeichnend. Von Nicht-Recht unterscheidet sich weiches Recht dadurch, dass es trotz der fehlenden Rechtsverbindlichkeit unter bestimmten Voraus-

[10] Ehricke (1989), S. 1907.

setzungen Rechtswirkungen zu erzeugen vermag oder zumindest eine gewisse Rechtsnähe aufweist. Derartige Effekte können kraft Vertrauensprinzip, durch die Heranziehung als Auslegungshilfe oder auch dadurch entstehen, dass weiches Recht die erste Etappe in einem Prozess der Verrechtlichung darstellt.[11]

2.1.2 Historische Entwicklung

Erstmals aufgetreten ist der Begriff „Soft Law“ im Zusammenhang mit den US-amerikanischen Restatements und Modellgesetzen (Uniform Codes).[12] Diese mit dem Ziel der Rechtsvereinheitlichung auf bundesstaatlicher Ebene ausgearbeiteten Normen wurden von den einzelnen Gliedstaaten (mit unterschiedlich weitgehenden Änderungen oder Ergänzungen) später in geltendes Recht umgesetzt. Wegen der positiven Erfahrungen wurde dieses Prinzip auf völkerrechtlicher Ebene von UNIDROIT und UNCITRAL mit Modellgesetzen, „Principles“ und „Best Practice Guides“ übernommen.[13] Abgesehen von Modellgesetzen kann auf internationaler Ebene das sog. „Gentlemen’s Agreement“ als Vorläufer von Soft Law angesehen werden.[14] Es handelt sich dabei allerdings nicht um eine frühe Form von Soft Law selbst. Denn ein Gentlemen’s Agreement bewirkt eine rein personale Bindung, die den hinter den handelnden Personen stehenden Staat nicht erfasst.

Da es weder eine übergeordnete Gesetzgebung, noch eine zentrale, obligatorische Gerichtsbarkeit gibt, weist Soft Law gewisse Strukturähnlichkeiten zu den Spezifika des Völkerrechts auf. Trotz der Nähe zu „hartem Recht“ besteht bei Soft Law keine strikte rechtliche Bindung, was zu einer Reduzierung der Risiken führt. In der Folge kommt es - verglichen mit bindenden Völkerrechtsakten - zu einer deutlichen Beschleunigung des Entstehungsprozesses, einfacher Änderbarkeit und flexibler Handhabung. Die Parteien, die am Entstehen eines solchen Rechtssatzes interessiert sind, einigen sich auf einen bestimmten Text, der trotz seiner Unverbindlichkeit Ausdruck ihrer besonderen Interessen und politischen Absichten ist. Die rechtliche Unverbindlichkeit eliminiert dabei die für einen Vertrag wesentliche Erfüllungspflicht. Im Völ-

---

[11] Vgl. zum Ganzen Thürer (1985), S. 429-453 mwN; Baudenbacher (1986), S. 941-956.
[12] Vgl. Zweigert/Kötz (1996), S. 246f.; Hay (1995), S. 10, 14, 80f.
[13] Vgl. Kirchner (1989), S. 409-411.

kerrecht gibt es zahlreiche Beispiele für Rechtssätze, die (noch) keine bindende Wirkung entfalten. Neben (noch) nicht bindenden Verträgen und (Gentlemen's) Agreements sind Resolutionen internationaler Organisationen, Codes of Conduct, Recommendations und Reports[15] zu nennen. Als Soft Law im engeren Sinne sind allerdings nur diejenigen Rechtssätze zu klassifizieren, die von ihren Adressaten mit geschaffen wurden und die von vorneherein nicht auf eine imperativ-rechtliche Bindung zielen. Aufgrund der weiten Verbreitung auf internationaler Ebene verstand man unter Soft Law zunächst in erster Linie ein Instrument des Völkerrechts[16] („informal international instruments").

2.1.3 Ist „Soft Law" Recht?

2.1.3.1 Was ist Recht?

Um die Frage nach der rechtlichen Qualität von Soft Law beantworten zu können, muss zunächst geklärt werden, was „Recht" ist. Der Rechtswissenschaft ist es allerdings in den überschaubaren 2500 Jahren ihres Bestehens nicht gelungen, einen eindeutigen und allgemein akzeptierten Rechtsbegriff zu entwickeln. Eine der ältesten Definitionen stammt von Celsus (1./2. Jh., Rom): „Jus est ars boni et aequi", Recht sei die Kunst, ein gutes und gerechtes Ergebnis zu finden. Diese Definition ist auch in die Digesten des Kaisers Justinian (482-565) eingegangen.[17] 1700 Jahre später stellt Kant in seiner Kritik der reinen Vernunft fest: „Noch suchen die Juristen eine Definition zu ihrem Begriff von Recht". Gleichwohl schlägt er einen eigenen Begriff von Recht vor: „Das Recht ist also der Inbegriff der Bedingungen, unter denen die Willkür des einen mit der Willkür des anderen nach einem allgemeinen Gesetze der Freiheit zusammen vereinigt werden kann".[18] Nicht mehr das gerechte Ergebnis, sondern die generelle Abgrenzung von Freiheitssphären steht jetzt im Vordergrund.

---

[14] Vgl. Ballreich (1989), S. 383f.
[15] Vgl. Bernhardt (2000), Band IV, S. 452.
[16] Vgl. Ehricke (1989), S. 1907.
[17] D. 1.1.1. pr. (=Digesten, 1.Buch, 1. Titel, 1. Abschnit, vor § 1).
[18] Kant (1797/1990), Einleitung in die Rechtslehre, § B, S. XXXIII.<

Als berühmtes Beispiel sei der Streit zwischen den Naturrechtslehren und dem Rechtspositivismus erwähnt. Erstere verstehen Recht (zumindest den Kernbereich der „obersten Grundsätze“) als unmittelbar aus der Natur, dem Wesen des Menschen oder der „Schöpfungsordnung“ folgend. Dies führt zu der Annahme, dass Recht dem staatlichen Gesetzgeber entzogen ist und unabhängig von ihm gilt. Im Gegensatz dazu steht der rechtspositivistische Begriff, nach dem Recht nur das ist, was die nach der Verfassung zuständigen Organe als Recht setzen. Die moralische Legitimation wird in den parlamentarischen Demokratien auf einen Mehrheitsentscheid zurückgeführt.[19] Auch das deutsche Grundgesetz scheint widersprüchlich zu sein: In Art. 20 Abs. 3 GG wir die Bindung aller staatlichen Gewalt an „Recht *und* Gesetz“ postuliert, was auf eine Unterscheidung hindeutet. Andererseits sind die Richter nach Art. 97 Abs. 1 GG *nur dem Gesetz unterworfen.*[20]

2.1.3.2 Rechtsbegriff des staatsrechtlichen Positivismus

Die grundsätzliche Frage „Was ist Recht?“ kann an dieser Stelle nicht vertieft werden. Als Arbeitshypothese wird daher der Begriff von „Recht als Summe der in einem Staate geltenden und angewendeten Rechtsnormen, die zueinander in einer gestuften Ordnung stehen und menschliches Verhalten anleiten oder beeinflussen“[21], gewählt. Daneben steht der Begriff des subjektiven Rechts (Anspruch), der für einen Berechtigten aus dem objektiven Recht erwächst. Auf die Schwächen dieses Rechtsbegriffs des staatsrechtlichen Positivismus im Zusammenhang mit der Frage nach dem Zusammenhang des „Rechts“ mit der „Gerechtigkeit“ und der Legitimation von Recht wird später zurückzukommen sein. Zentrales Kriterium ist die *Geltung* von Recht. Zu unterscheiden sind dabei juristische („soll“-), faktische („ist“-) und moralische Geltung (Akzeptanz).[22] Entgegen der infolge der Lehre Montesquieus lange Zeit herrschenden Meinung ist diese keineswegs auf staatliche Gesetze beschränkt. Auch Akte privater Rechtsetzung können Geltung beanspruchen, wenn sie im Zusammen-

---

[19] Wichtigste Vertreter des Rechtspositivismus im 20. Jh. sind u.a. Hans Kelsen (1881-1973) und H.L.A. Hart (1907-1992).

[20] Vgl. Rüthers (1999), S. 35 Rn. 50f.

[21] Rüthers, S. 36, Rn. 51; Weinberger (1988), S. 13.

[22] Vgl. Rüthers (1999), S. 190, Rn. 334f.

spiel mit staatlichen Normen tatsächlich durchsetzbar sind.[23] Solange eine solche Verzahnung mit „hartem“ Recht nicht besteht, ist Soft Law nach der Rechtsdefinition des staatsrechtlichen Positivismus als Nicht-Recht zu qualifizieren: es fehlt an der auf der Androhung und Anwendung eines staatlich organisierten Zwangsverfahrens basierenden imperativ-rechtlichen Geltung.

2.1.3.3 Legal Realism und New Haven Approach

Dagegen lässt sich einwenden, dass die Differenzierung von Recht und Nicht-Recht durch den Begriff der Geltung bloß ein juristischer Formalismus ist. Entscheidende Bedeutung wäre dann vielmehr der Frage beizumessen, ob die in Rede stehenden Rechtssätze geeignet sind, das Handeln ihrer Adressaten tatsächlich zu beeinflussen. Denn tatsächlich gibt es gerade im Völkerrecht „Soft Law“, das in der Realität viel gravierendere Auswirkungen zeitigt als ein ähnliche Inhalte kodifizierender „harter“ völkerrechtlicher Vertrag.[24] Die Belanglosigkeit von juristischen Qualifizierungen hat insbesondere der aus dem amerikanischen „Legal Realism“ hervorgegangene „New Haven Approach“[25] hervorgehoben. Tatsächlich wird in der Praxis meistens zunächst nach dem Inhalt und erst dann nach der rechtlichen Qualifizierung gefragt. Der New Haven Approach untersucht daher primär den tatsächlichen Einfluss von Normen auf die handelnden Akteure anstelle einer dogmatischen, juristischen Qualifizierung. Damit sieht er sich insbesondere in Kontinentaleuropa starker Kritik ausgesetzt,[26] die vor allem eine Verwässerung des Rechtsbegriffs befürchtet.

2.1.3.4 Ökonomische Perspektive

Die rechtliche Qualifizierung von Soft Law ist schwierig. Ob Soft Law Recht oder Nicht-Recht ist, ist für die ökonomische Untersuchung allerdings vollkommen gleichgültig. Ökonomisch ausgedrückt ist Recht „die Summe der Regelungen, die an bestimmte Betätigungen eine reale Folge knüpfen, welche von den Akteuren als Be-

---

[23] Vgl. Rüthers (1999), S. 40, Rn. 59
[24] Vgl. Thürer (1985), S. 440.
[25] Einführung und Überblick bei Schreuer (1979), S. 63-85.
[26] Vgl. Schreuer (1979), S. 84f.

lohnung oder Abschreckung gesehen werden".[27] Die gleiche ökonomische Funktion kann auch eine Regel erfüllen, deren Durchsetzung nicht auf staatlichem Zwang, sondern auf (befürchteten) Sanktionen anderer Akteure beruht (etwa Erhöhung der Kapitalkosten durch Kapitalgeber, Verlust von Kunden oder wichtigen Mitarbeitern). Jede Regel, ob sie Recht ist oder nicht, kann eine das Handlungsfeld beeinflussende Restriktion darstellen. Entscheidend ist dabei letztlich die jeweilige institutionelle Ausgestaltung des Instrumentariums zur Durchsetzung dieser Regel.

2.1.4 Rechtliche Wirkungen von Soft Law

Es ist zu klären, welche rechtlichen Wirkungen Soft Law jenseits einer imperativrechtlichen Geltung erzeugen kann.

2.1.4.1 Als Gewohnheitsrecht

Möglicherweise kann Soft Law als Gewohnheitsrecht rechtliche Geltung erlangen. Es ist unstrittig, dass Gewohnheitsrecht eine Rechtsquelle ist und ebenso imperative Geltung beanspruchen kann wie reguläres Gesetzesrecht. Man denke nur an die sog. Culpa in Contrahendo oder die positive Vertragsverletzung vor Inkrafttreten des Schuldrechtsreformgesetzes. Als Voraussetzungen von Gewohnheitsrecht gelten aber eine lange Übung (longa consuetudo) und die allgemein verbreitete Überzeugung von ihrer Gültigkeit (opinio necessitatis).[28] Zwar ist es grundsätzlich möglich, dass Soft Law im Laufe der Zeit diese Voraussetzungen erfüllt und dann als Gewohnheitsrecht unmittelbare Geltung entfaltet. A priori besteht eine solche Wirkung jedoch nicht.

2.1.4.2 Als „allgemein anerkannte Regel", „Standesregel" oder „Handelsbrauch"

Bei einigen freien Berufen wie Ärzten, Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern oder Architekten existieren Standesregeln. Ärzte berechneten etwa nach dem Grundsatz „doctor doctorem non decimat" einem anderen Arzt kein Honorar, und für Anwälte galt (früher) das Verbot von Werbung. Über eine originäre Satzungsautonomie ver-

---

[27] Kirchner/Schwartze (1993), S. 878.
[28] Vgl. Röhl (2001), S. 525.

fügen die Berufsstände indes nicht. Der Gesetzgeber hat zur Regelung der jeweiligen eigenen Angelegenheiten, zum Beispiel in § 59 b BRAO, lediglich Rechtsetzungsgewalt delegiert.[29] Sofern jedoch in Grundrechte oder Interessen Dritter eingegriffen wird, muss der Gesetzgeber selber entscheiden oder eine klar und eng begrenzte Ermächtigung aussprechen.[30] Im Übrigen sind Standesregeln selbst keine Rechtsquelle, sondern, ähnlich wie Handelsbräuche, mittelbar rechtlich relevant, wenn sie zur Ausfüllung unbestimmter Rechtsbegriffe herangezogen werden – auch das aber nur in Grenzen.[31]

2.1.4.3 Als Auslegungshilfe für unbestimmte Rechtsbegriffe vor Gericht

Sofern Soft Law Gerichten bei der Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe als Orientierungshilfe dient, kann ihm eine gewisse rechtliche Relevanz zukommen. Dies kommt etwa bei der Auslegung von Tatbestandsmerkmalen wie „(Handels-)Üblichkeit“ oder „gute fachliche Praxis“ in Betracht. Nicht selten sind „Best Practice Guides“ als Soft Law kodifiziert worden. Ziel der Regelung war es dann gerade, bestehende Handelsbräuche (s.o.) oder andere übliche Verhaltensweisen zusammenzufassen und allgemein zugänglich zu machen. Auch bei den Generalklauseln über „Sittenwidrigkeit“ (§§ 138, 826 BGB, § 1 UWG) kann Soft Law zur Konkretisierung herangezogen werden. Bei der Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe ist allerdings immer auch die negative (Abgeschlossenheits-)Aussage von Gesetzen zu bedenken. Durch die Einstrahlung von Soft Law darf keineswegs eine verbindliche Regelung entstehen, die der Gesetzgeber durch den Verzicht auf eine positiv-rechtliche Normierung gerade vermeiden wollte.

2.1.4.4 Qua „Vertrag“

Da ein grundlegendes Merkmal von Soft Law die wie auch immer geartete Beteiligung des Regeladressaten an der Erstellung des Regelwerkes ist, liegt der Vergleich mit einem klassischen Vertrag nahe. Hier wie dort ist die Rechtswirksamkeit Folge der Anerkennung durch den Adressaten selber. Unstrittig kann Soft Law durch ver-

---

[29] Vgl. Röhl (2001), S. 531.
[30] Vgl. BVerfGE 33,125; 101, 312.

tragliche Unterwerfung Geltung erlangen. Als Beispiel hierfür kann der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission[32] vor Inkrafttreten des WpÜG angeführt werden, der nur nach freiwilliger Anerkennung verbindlich war.[33] Grundsätzlich zielt Soft Law zwar immer auf eine Absprache, im Unterschied zum auf Bindung *und Erfüllung* gerichteten Vertrag ist aber eben keine rechtliche Durchsetzbarkeit gewollt.[34] Man könnte argumentieren, dass in der Mitwirkung an der Entstehung einer Norm konkludent die Äußerung eines Rechtsbindungswillens zu sehen ist. Dagegen spricht aber, dass die rechtliche Unverbindlichkeit ja gerade das entscheidende Wesensmerkmal von Soft Law ist. Um zu einer imperativ-rechtlichen Geltung infolge einer Unterwerfung zu gelangen, muss deshalb ein entsprechender Rechtsbindungswille in einem positiven Akt eindeutig zum Ausdruck kommen. Die bloße Mitwirkung an der Entstehung einer Norm erfüllt diese Anforderung nicht. Dies gilt insbesondere für die – in der Praxis häufigen – Fälle, in denen Soft Law von Verbänden formuliert wurde, in denen die Regeladressaten nur indirekt vertreten sind.

2.1.4.5 Nach Treu und Glauben

Eine Bindungswirkung von Soft Law kann sich schließlich aus dem Grundsatz von Treu und Glauben ergeben. Der Grundsatz von Treu und Glauben hat in der Regelung des § 242 BGB Ausdruck gefunden. Danach ist der Schuldner verpflichtet, die Leistung so zu erbringen, wie es Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte erfordern. Obwohl § 242 BGB seinem Wortlaut nach nur die Art und Weise der Erbringung der geschuldeten Leistung regelt, kommt dem Grundsatz von Treu und Glauben nach heutigem Verständnis eine sehr viel umfassendere Bedeutung für das gesamte Rechtsleben zu.[35] Unter „Treu und Glauben“ ist inhaltlich das Gebot des anständigen und rücksichtsvollen Verhaltens zu verstehen.[36] Der Vorschrift kommen dabei im Wesentlichen vier Funktionen zu: Ermächtigungs-, Ergänzungs-, Schran-

---

[31] Vgl. BVerfGE 76, 171.
[32] Abrufbar unter www.kodex.de, vgl unten 2.2.2 sowie Kirchner/Ehricke (1998), S. 105-116.
[33] Zur Gesetzeslage nach Inkrafttreten des WpÜG vgl. Krause (2002), S. 705-716.
[34] Vgl. Ballreich (1989), S. 383.
[35] Vgl. grundlegend Canaris (1971), insb. S. 491-525; Jaekel (2002), S. 22 mwN.
[36] Vgl. Soergel-*Teichmann*, § 242, Rn.4; Jauernig-*Vollkommer*, § 242 Rn. 3.

ken- und Korrekturfunktion.[37] Wenngleich § 242 BGB generalklauselartig formuliert ist, enthält er keine Ermächtigung für eine „Billigkeitsjustiz“. Vielmehr hat sich die Anwendung und Weiterentwicklung des § 242 BGB an den von Rechtswissenschaft und -praxis entwickelten Rechtsgrundsätzen und Rechtsinstituten zu orientieren.[38] Voraussetzung für eine aus dem Grundsatz von Treu und Glauben erwachsende Rechtsverbindlichkeit ist in jedem Fall eine Sonderverbindung. Ob eine solche im Falle von Soft Law besteht, ist im Einzelfall zu prüfen; grundsätzlich ist dies nicht der Fall.

Mit Blick auf den Akt der Mitwirkung an der Entstehung der (Soft-) Norm ist an das Verbot widersprüchlichen Verhaltens zu denken (venire contra faktum proprium). Ein Widerspruch könnte in der späteren Nichtbeachtung einer Norm liegen, an deren Entstehung der Adressat beteiligt war. Ob aber allein aus der Beteiligung an der Entstehung die Aussage abgeleitet werden kann, den in Frage stehenden Rechtssatz später für und gegen sich gelten lassen zu wollen,[39] erscheint sehr fraglich. Denn eine auf dem Grundsatz von Treu und Glauben beruhende „Transformation“ von Soft Law in bindendes Recht ist grundsätzlich abzulehnen.[40] In Betracht kommt lediglich, dass es dem Normadressaten als Ausfluss des Vertrauensprinzips verwehrt ist, sich auf die Unverbindlichkeit oder die Rechtswidrigkeit einer Norm zu berufen, der er selber zugestimmt hat.[41] Dafür muss ein schutzwürdiges Vertrauen darauf bestehen, dass sich der Regelersteller nicht im Widerspruch zu der in Frage stehenden Norm verhält. Weil bei dem Prozess der Normsetzung die rechtliche Unverbindlichkeit aber in jedem Zeitpunkt feststeht, kann davon nicht ausgegangen werden. Die Akteure wirken an der Erstellung einer Norm mit, deren entscheidendes Merkmal ja gerade das Fehlen einer imperativ-rechtlichen Wirkung ist. Deswegen kann kein schutzwürdiges Vertrauen auf eine verbindliche Anerkennung der Regeln entstehen. Eine auf dem Grundsatz von Treu und Glauben beruhende rechtliche Geltung von Soft Law

---

[37] Vgl. Jaekel (2002), S. 23; Palandt-*Heinrichs*, § 242, Rn.13.

[38] Vgl. Palandt-*Heinrichs*, § 242, Rn. 2.

[39] Vgl. Ehricke (1989), S. 1907.

[40] Vgl. Thürer (1985), S. 445f.

[41] Vgl. Thürer (1985), S. 445f.; Ehricke (1989), S. 1907, Encyclopedia-*Thürer* (2000), S. 457 für Soft Law auf völkerrechtlicher Ebene.

ist damit nur im Einzelfall möglich, wenn weitere Vertrauen begründende Umstände hinzutreten.

2.1.5 Justitiabilität

Soft Law ist wegen der mangelnden Rechtsverbindlichkeit in der Regel einer richterlichen Kontrolle entzogen. Für seine Auslegung gelten deshalb zunächst die gleichen Regeln wie für Verträge. Meistens ist es aber einfacher, Streitigkeiten über die Auslegung angesichts der leichten Abänderbarkeit direkt durch eine Textänderung der jeweiligen Norm selbst zu beheben, um auch für die Zukunft Unklarheiten zu vermeiden.[42] Die Funktion der Fortentwicklung und Anpassung der Norm wird daher direkt von den normsetzenden Gremien erfüllt.

2.1.6 Tendenz zur späteren Verrechtlichung?

Die Nicht-Einhaltung von Soft Law kann möglicherweise in der Zukunft rechtliche Sanktionen nach sich ziehen. Eine offensichtliche und publik werdende Nichtbeachtung von Soft Law kann den Gesetzgeber unter Zugzwang setzen und zur Verabschiedung eines entsprechenden Parlamentsgesetzes führen.[43] Je breiter die Fälle in der Öffentlichkeit diskutiert werden, desto stärker kann die Tendenz zu einer späteren Verrechtlichung von Soft Law werden. Auf völkerrechtlicher Ebene lässt sich beobachten, dass Soft Law oftmals die erste Etappe in einem Prozess der Völkerrechtsentstehung darstellt.[44] Wenn zunächst kein Konsens über die Vereinbarung einer verbindlichen Regel erzielt werden kann, kann Soft Law die Regelungslücke schließen. Wenn die Regel im Laufe der Zeit durch die tatsächliche Beachtung in der Praxis Geltung erlangt, rückt eine entsprechende rechtsverbindliche Regelung in greifbare Nähe. Denkbar ist dann eine Umsetzung in völkerrechtliche Verträge oder auch in nationales Gesetzesrecht. Ein prominentes Beispiel ist die Allgemeine Menschenrechtserklärung von 1948, die die beiden Menschenrechtspakte vorbereitete, die 1966 von den Vereinten Nationen angenommen wurden und heute in Kraft sind. Auch bei der Entstehung (und Entkräftung) von Völkergewohnheitsrecht kann Soft

---

[42] Vgl. Ballreich (1989), S. 386.
[43] Vgl. Kirchner (1989), S. 426.

Law eine wichtige Rolle spielen. Mit Blick auf innerstaatliche Umsetzungsprozesse ist an die Helsinki-Schlussakte von 1975 zu denken, die offenbar für Artikel 29 der neuen Sowjetverfassung von 1977 Pate gestanden hat. Entsprechend passten die Vereinigten Staaten ihr Visums- und Passrecht den Forderungen der Schlussakte an.[45]

2.1.7 Beispiele für „weiches Recht" in anderen Rechtsgebieten

Um mögliche Parallelen bei der Wirkungsweise von Unternehmensführungskodizes aufzuzeigen, ist die Untersuchung von Soft Law in anderen Rechtsgebieten geboten.

2.1.7.1 Völkerrecht

Auf völkerrechtlicher Ebene gibt es zahlreiche Beispiele für weiches Recht. Die prominentesten sind wohl die bereits erwähnte Allgemeine Menschenrechtserklärung der Vereinten Nationen von 1948 und die Helsinki-Schlussakte von 1975. Doch auch im internationalen Wirtschaftrecht finden sich zahlreiche Verhaltenskodizes, die als weiches Recht charakterisiert werden können: Beispiele sind etwa die „OECD Principles of Corporate Governance"[46] oder der „RBP-Code"[47]. Die in Frage stehenden Regelwerke wurden von internationalen Organisationen ausgearbeitet, deren Legitimation selbst auf völkerrechtliche Verträge zurückzuführen ist. Eine Übertragung von legislativer Gewalt, welche die Bindung privater Rechtssubjekte – meist multinationaler Unternehmen – rechtfertigen könnte, hat aber nicht stattgefunden. Damit stellen die genannten Kodizes klassisches „weiches Recht" dar: sie besitzen keine direkte Bindungswirkung für ihren Adressaten. Aufgrund der spezifischen Struktur des Völkerrechts kommt Soft Law auf internationaler Ebene eine große – und weiter wachsende – Bedeutung zu. Bei der Untersuchung der Wirkungsweise von Unter-

---

[44] Vgl. Encyclopedia-*Thürer* (2000), S. 457f.; Thürer (1985), S. 449f.

[45] Vgl. Thürer (1985), S. 450 mwN.

[46] OECD Principles of Corporate Governance, abrufbar unter http://www.oecd.org/pdf/M00008000/M00008299.pdf

[47] „The Set of Multilaterally Agreed Equitable Principles and Rules for the Control of Restrictive Business Practices" oder „Restrictive Business Practices Code" (RBP-Code), UN GA Res. 35/63, abrufbar unter http://www.unitednations.org.

nehmensführungskodizes sind mögliche Parallelen zu berücksichtigen und entsprechende Untersuchungen einzubeziehen.[48]

2.1.7.2 Arbeitsrecht

Beispiele für weiches Recht finden sich auch auf nationaler Ebene.[49] Tarifverträge werden im deutschen Arbeitsrecht von Arbeitgeber- und Arbeitnehmerverbänden ohne Beteiligung des Gesetzgebers ausgehandelt. Die legitimationstheoretische Grundlage der Tarifautonomie ist dabei ebenso umstritten wie der Rechtscharakter der Tarifnormen. Nach wohl h.M. beruht die Tarifautonomie auf staatlicher Delegation, wobei insbesondere die Rechtsprechung von einer Anerkennung der Rechtsetzungsbefugnis durch die staatliche Gewalt ausgeht.[50] Die Literatur leitet diese Befugnis zum Teil unmittelbar aus Art. 9 Abs. 3 GG her, zum Teil ist von originärer Autonomie die Rede.[51] Hinsichtlich der Rechtsnatur stellt sich die Frage, ob der Tarifvertrag dem öffentlichen oder dem privaten Recht zuzuordnen ist, ob er Rechtssatz oder (auch in dieser Hinsicht) Vertrag ist.[52] Auch wenn ein Tarifvertrag nicht vom Bundeswirtschaftsminister nach § 5 Abs. 4 TVG für allgemeinverbindlich erklärt wird, entfaltet er für die Verbandsmitglieder rechtliche Verbindlichkeit. Im Unterscheid zu Soft Law nach der o.g. Definition sind Tarifverträge demnach justitiabel; ihre Bestimmungen können vor den Arbeitsgerichten eingeklagt werden. Eine Parallele zu Soft Law besteht jedoch darin, dass sich die betroffenen Einzelpersonen und Unternehmen durch Austritt aus den jeweiligen Verbänden von der verbindlichen Wirkung eines Tarifvertrages lösen können. Denn Voraussetzung für die Bindungswirkung des normativen Teils eines Tarifvertrags ist die freiwillige und rein privatrechtlich ausgestaltete Mitgliedschaft beim tarifschließenden Verband, § 3 Abs. 1 TVG.[53] In der Praxis spielt diese Option trotz einiger prominenter Beispiele (u.a.

---

[48] Vgl. auch Kirchner (1989); Baade (1980), S. 577; Hailbronner (1981), S. 329-331.

[48] Vgl. Ehricke (1989), S. 1907.

[49] Vgl. allgemein zu den Möglichkeiten und Grenzen privater Rechtssetzung Kirchhof (1987), insbesondere S. 486-530; Röhl (2001), § 66.

[50] BVerfGE 4, 96 (106 ff.); E 18, 18 (28); E 34, 307 (317); E 44, 322 (340f.).

[51] Vgl. Zöllner/Loritz (2001), S. 374 mwN.

[52] Überblick über den Meinungsstand bei Wiedemann-*Stumpf* (1999), § 1Rn. 21f.

[53] Zu den Voraussetzungen der normativen Wirkung im Einzelnen vgl. statt vieler Zöllner/Loritz (2001), § 37, S. 411f.

Volkswagen AG) jedoch aufgrund der vielfältigen anderen als nachteilig empfundenen Wirkungen eines Verbandsaustritts eine untergeordnete Rolle.

2.1.7.3 Technikrecht (DIN-Normung)

Im Bereich des Technikrechts finden sich zahlreiche Verweise auf DIN-Normen, die von dem 1917 gegründeten Deutschen Institut für Normung e.V. und damit ebenfalls von einer nichtstaatlichen Institution erstellt wurden.[54] Sobald aber eine gesetzliche Verweisungsnorm einer DIN-Vorschrift Rechtsverbindlichkeit verleiht (Delegation), handelt es sich nicht mehr um Soft Law im eigentlichen Sinne.

2.1.7.4 Baurecht

Im Bereich des privaten Baurechts besteht schon seit über 75 Jahren ein als Soft Law zu qualifizierender Regelsatz: die Verdingungsordnung für Bauleistungen (VOB). Die erste Fassung der VOB wurde zwischen 1921 und 1926 vom „Reichsverdingungsausschuss“ erstellt, um „für die Vergebung von Leistungen und Lieferungen einheitliche Grundsätze für Reich und Länder zu schaffen“. Dieser Ausschuss wurde auf Ersuchen des Reichstages von Vertretern der Reichsverwaltungen, der Länderregierungen, der Stände, der Bauwirtschaft und der am Bau organisierten Gewerkschaften gebildet. Heute hat der „Deutsche Verdingungsausschuss für Bauleistungen (DVA)“ die Aufgabe der Anpassung und Fortentwicklung der VOB übernommen. Die VOB ist nie von einer gesetzgebenden Körperschaft beschlossen oder durch Verordnung erlassen worden, sondern wurde von den am Baugeschehen beteiligten Kreisen ausgehandelt. Sie gliedert sich in drei Teile: Die VOB/A betrifft die Vergabe von Bauleistungen und bezieht sich damit nur auf den Zeitraum vor Vertragsschluss. Die Teile B und C regeln dagegen die gegenseitigen Rechte und Pflichten der Vertragsparteien bei der Durchführung. Für die öffentliche Hand ist die Beachtung der VOB/A durch Gesetz oder verwaltungsinterne Dienstanweisung fast ausnahmslos verpflichtend. Aus der VOB/A folgt wiederum die Verpflichtung, die Allgemeinen Vertragsbedingungen für die Ausführung von Bauleistungen (VOB/B) und die Allgemeinen Technischen Vertragsbedingungen für Bauleistungen (VOB/C) zur Grund-

---

[54] Vgl. Mertens/Kirchner/Schanze (1982), S. 133-142.

lage des Bauvertrages werden zu lassen. Dieser rechtlichen Konstruktion liegt zugrunde, dass VOB/B und C nach überwiegender Auffassung keine Rechtsnormqualität zukommt. Folglich müssen die Vorschriften als Allgemeine Vertragsbedingungen in den Vertrag eingeführt werden. Die rechtliche Qualität der VOB/A ist schwieriger zu beurteilen. Bisher kam ihr aufgrund der rein innerdienstlichen Verbindlichkeit als Verwaltungsanweisung oder Verwaltungsvorschrift keine direkte Außenwirkung zu.[55] Der vor kurzem vom BGH vorgenommene Wandel[56] in der rechtlichen Einschätzung hin zu einer Bejahung der Rechtsnormqualität ist in der Literatur auf viel Kritik gestoßen.[57] In der Tat erscheint es wenig einleuchtend, wenn § 16 VOB/A allein deshalb Rechtssatzqualität beigemessen wird, weil die VOB/A einer Ausschreibung als Rahmen zugrunde gelegt wurde. Dass eine Verwaltungsvorschrift bei ihrer bestimmungsgemäßen Anwendung eine gewisse Außenwirkung erzeugt, ändert noch nichts an ihrer rechtlichen Natur. Eine Delegation von legislativen Befugnissen an den DAV als Regelsetzer der VOB kann nur dann angenommen werden, wenn der VOB/A auch für andere als öffentliche Auftraggeber unabhängig von einer vertraglichen Einbeziehung rechtliche Verbindlichkeit zukommen würde. Infolge europarechtlicher Vorgaben kam es schließlich zur Verabschiedung einer Ermächtigungsgrundlage für den Erlass der Vergabeverordnung (VgV) in § 57a Abs. 2 HGrG (jetzt: § 97 Abs. 6 GWB). Infolge der Verweisungen in §§ 3 und 4 VgV auf die VOB/A wird nunmehr überwiegend davon ausgegangen, dass der VOB/A materiellrechtlicher Gesetzescharakter zukommt.[58]

2.1.7.5 Selbstverpflichtungsnormen in der Wirtschaft

Eine Parallele zur Regulierung durch Unternehmensführungskodizes stellen auch in verschiedenen Branchen abgeschlossene Selbstverpflichtungsabkommen dar.[59] So verpflichteten sich beispielsweise im sog. „Berliner Gelöbnis“ zahlreiche Vertreter namhafter Unternehmen des Einzelhandels dazu, auf den systematischen Verkauf

---

[55] BGHZ 116, 149; vgl auch BGHZ 124, 64 (69).
[56] BGH NJW 1998, 3636 (3638).
[57] Vgl. Motzke (2001), S. 213.
[58] Vgl. zur Entwicklung Motzke (2001), S. 214.
[59] Vgl. zu „staatlich anerkanntem privaten Recht“ Mertens/Kirchner/Schanze (1982), S. 133-142.

unter Einstandspreis zu verzichten.[60] Als weitere Beispiele können die Freiwillige Selbstkontrolle in der Filmwirtschaft (FSK), Dosenpfandvereinbarungen oder Tariftreueerklärungen genannt werden. Mitunter sind diese Selbstverpflichtungsabkommen unter kartellrechtlichen Aspekten problematisch, da sie eine Wettbewerbsbeschränkung im Sinne von § 1 GWB beinhalten können. An dieser Stelle kann darauf jedoch nicht näher eingegangen werden. Hinsichtlich der Motivation der beteiligten Akteure bleibt festzuhalten, dass oftmals einer verbindlichen gesetzlichen Regelung zuvorgekommen werden sollte.

2.1.8 Kritik am Instrument Soft Law

2.1.8.1 Rechtsunsicherheit

Grundsätzliche Kritik am Instrument Soft Law ist vor allem im Bereich des Völkerrechts geäußert worden. Soft Law sei eine Quelle steter Unsicherheit,[61] da weder ein verlässliches Maß an Rechtssicherheit noch Mechanismen zu dessen Erzielung vorhanden seien. Dies führe zu einer Beschädigung mühsam erreichter Strukturen in internationalen Beziehungen und letztlich zu einem Verfall des internationalen Rechts.[62] Folglich sei jedwede Anerkennung des Phänomens „Soft Law“ prinzipiell abzulehnen.

2.1.8.2 Verfassungsrechtliche und Legitimationsprobleme

Verfassungsrechtliche Probleme können im Zusammenhang mit Soft Law entstehen, wenn nicht oder nicht ausreichend legitimierte Organe an der Entstehung von Regeln mitwirken, die später im Zusammenspiel mit „hartem“ Recht auf einem der aufgezeigten Wege imperativ-rechtliche Wirkungen erzeugen. Bei der Entstehung von Völkerrechtsakten steht eine Umgehung der Mitwirkungsrechte der Legislative im Bereich der Außenpolitik zu befürchten.[63] Weiterhin können Legitimationsprobleme auftreten, wenn Soft Law durch die Androhung nicht-staatlicher Sanktionen auch für

---

[60] Vgl. dazu Baudenbacher (1986), S. 941-956.
[61] Marek (1982), S. 38.
[62] Roessler (1978), S. 40; Marek (1982), S. 38.
[63] Vgl. Thürer (1985), S. 449, Thürer (2001).

solche Rezipienten tatsächliche Wirkung entfaltet, die nicht an der Entstehung der Norm mitgewirkt haben. Auf die gesamte Problematik wir noch ausführlich einzugehen sein.[64]

2.1.9 Einordnung in die Rechtsquellenlehre

Die Einordnung von Soft Law in die Rechtsquellenlehre fällt schwer. Durch Soft Law wird die klassische Unterscheidung sozialer Normen in Recht und Nicht-Recht in Frage gestellt. Führt dies letztlich zur Verneinung des Rechts als Regelsatz und Prinzip von höherer Relevanz?[65] Wird durch die Anerkennung von Soft Law die Geltung von „hartem" Recht verwässert? Zunächst kann auch ein auf die tatsächliche Anwendung der Norm gerichteter Blick nichts an ihrer rechtlichen Geltung ändern. Eine Norm gilt, oder sie gilt nicht. Eine Graduierung im Sinne eines Mehr oder Weniger an rechtlicher Geltung ist logisch nicht möglich. So entfaltet Soft Law seine „harten" Wirkungen immer nur im Zusammenspiel mit verbindlichem Recht. Ferner ist gerade die rechtliche Unverbindlichkeit das entscheidende Wesensmerkmal von Soft Law, den Normurhebern kommt es ja gerade darauf an, sich *nicht* zu binden. Hinsichtlich der im Bereich des Völkerrechts aufgeworfenen Kritik kann damit festgestellt werden, dass eine Beeinträchtigung der Rechtssicherheit durch Soft Law nicht zu befürchten ist. Soft Law kommt per Definition immer nur dort zum Einsatz, wo – aus welchen Gründen auch immer – „hartes Recht" nicht eingesetzt werden soll oder kann. In der Praxis besteht offenbar ein Bedürfnis für dieses Instrument. Dass es in der rechtlichen Dogmatik verhältnismäßig neu und schwer einzuordnen ist, darf nicht zu einer generellen Ablehnung führen. Denn Recht ist nicht statisch, sondern einer stetigen Entwicklung unterworfen; es muss neuen Bedürfnissen, etwa an Flexibilität,[66] gerecht werden.

---

[64] Vgl. unten 5.
[65] Vgl. Encylopedia-*Thürer* (2001), S. 456.
[66] Vgl. Ballreich (1989), S. 387.

2.2 Erfahrungen mit freiwilligen Kodizes in Deutschland

2.2.1 Insiderhandels-Kodex

Eine Regelung der Insiderproblematik war in Deutschland lange Zeit nicht vorhanden. Der so entstandene „rechtsfreie Raum“ wurde im November 1970 durch entsprechende Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission aufgehoben.[67] Um einer drohenden gesetzlichen Intervention zuvorzukommen, legten die betroffenen Wirtschaftskreise eigene Insiderhandelsrichtlinien vor. 1976 trat eine zweite Version in Kraft, die 1988 nach starker Kritik erneut überarbeitet wurde. Abgesehen von dem Ausnutzen von eigenen Insiderinformationen war nun auch die Weitergabe untersagt. Ferner wurden die Namen all jener Unternehmen veröffentlicht, die sich den freiwilligen Selbstverpflichtungsnormen nicht unterwarfen. In der Praxis stellten sich die Insiderhandelsrichtlinien als wenig effektiv heraus. Infolge der EG-Insiderrichtlinie wurden sie 1994 durch das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) ersetzt. [68]

2.2.2 Übernahmekodex

Das Konzept der Selbstregulierung fand auch bei den Leitsätzen der Börsensachverständigenkommission für Übernahmeangebote Anwendung, die 1995 durch die Verhaltensempfehlungen bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten – den so genannten Übernahmekodex – ersetzt wurden. Durch verschiedene Vorschriften des Übernahmekodex sollte die Effizienz von Unternehmensübernahmen gesteigert werden. Der Anreiz, sich dem allein auf Selbstverpflichtung beruhenden Kodex zu unterwerfen, bestand in der zu erwartenden höheren Börsenbewertung infolge der Anerkennung.[69] Zur Überwachung der Einhaltung des Kodex wurde eigens eine Übernahmekommission eingesetzt; diese hatte allerdings kein Sanktionspotential. Wie bei den Insiderhandelsrichtlinien gründete sich die Autorität der Kommission lediglich auf die negativen Konsequenzen der Veröffentlichung einer Liste der Unternehmen, die sich dem Kodex nicht angeschlossen hatten. Die Anerkennungsquote hat sich seit Verabschiedung des Kodex im Jahr 1997 von 40% auf 64% im Jahr 2000 kontinuier-

---

[67] Vgl. Ehrhardt/Nowak (2002), S. 343.

[68] Vgl. zum Ganzen Ehrhardt/Nowak (2002), S. 343.

lich gesteigert. Bei den DAX-100 Unternehmen lag die Quote im Jahr 2000 bei 79%, bei den DAX-30 Unternehmen gar bei 93%.[70] Ab 1998 verhalf die Deutsche Börse dem Übernahmekodex zu einer weiteren Durchsetzung, indem sie die Anerkennung zur Voraussetzung für die Notierung am Neuen Markt machte. Ab 1998 bestand dieselbe Verpflichtung für Unternehmen, die neu in den DAX oder MDAX aufgenommen werden wollten.[71] In der Praxis blieb – womöglich als Folge der fehlenden Sanktionsmechanismen – das Pflichtangebot bei Überschreiten der Kontrollschwelle allerdings in vielen Fällen aus.[72] Eine überarbeitete Fassung des Kodex aus dem Jahr 1997 wurde 2002 schließlich durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) abgelöst.[73]

2.2.3 Zwischenergebnis

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass freiwillige Kodizes in Deutschland bislang wenig erfolgreich waren.[74] Der DCGK ist allerdings mit den Insiderhandelsrichtlinien und dem Übernahmekodex nicht vergleichbar, da diese erst durch zivilrechtliche Anerkennung der Unternehmen Wirksamkeit erlangten.[75]

2.3 Der Deutsche Corporate Governance Kodex

2.3.1 Vorläufer des DCGK

Vorbilder für das Konzept der Selbstregulierung im Bereich Corporate Governance finden sich im angloamerikanischen Rechtskreis. Angesichts spärlicher gesetzlicher Vorgaben für die Satzungen von Kapitalgesellschaften besteht dort schon lange ein Bedarf für gesetzesergänzende Richtlinien oder „Codes of Best Practice".[76] Initiatoren solcher Regelwerke waren meist Börsen[77] oder die großen Pensions- und Index-

---

[69] Vgl. Kodex (1997), Art. 20 f. (abrufbar unter www.kodex.de) und Ehrhardt/Nowak (2002), S. 343 f.
[70] Vgl. Loehr (2000), S. 2.
[71] Vgl. Übernahmekommission (1999), S. 15 f.
[72] Vgl. Loehr (2000), S. 1.
[73] Vgl. Übernahmekommission (1999), S. 9 und Ehrhardt/Nowak (2002), S. 343.
[74] Vgl. Hopt (2002), S. 48.
[75] Vgl. Ulmer (2002), S. 159 f.
[76] Vgl. Davies (2001), S. 268, 270; Berg/Stöcker (2002), S. 1569.
[77] Vgl. Schneider/Strenger (2000), S. 107.

fonds wie CalPERS[78] oder TIAA-CREF[79], die von ihren Portfolio-Unternehmen die Beachtung eigener Kodizes[80] verlangten. Eine Vorreiterrolle für staatlich initiierte Corporate Governance Kodizes kommt Großbritannien zu.[81] Dort sind die Vorschläge mehrerer privater Expertenkommissionen zur Verbesserung der Corporate Governance Strukturen im *Combined Code*[82] zusammengeführt worden. Dieser ist seit 2000 von den an der Londoner Börse gelisteten Unternehmen zu beachten. Da der Combined Code nicht Bestandteil der *Listing Rules* der *Financial Services Authority* (bzw. deren Unterorganisation United Kingdom Listing Authority (UKLA)) ist, ist weder die Einhaltung des Kodex noch die Abgabe einer diesbezüglichen Erklärung verpflichtend. Sie ist auch nicht Voraussetzung für die Zulassung zum Wertpapierhandel. Infolge der Comply-or-Explain-Regelung gem. § 12.43A der Listing Rules müssen einmal gelistete Unternehmen jedoch in ihrem Jahresabschluss erklären, ob und inwieweit sie den entsprechenden *Code Provisions* des *Combined Code* gefolgt sind. Anderenfalls laufen sie Gefahr eines Delistings.[83]

Mit mannigfachen inhaltlichen Abweichungen sind andere europäische Staaten wie Österreich,[84] Frankreich, Italien, Spanien, Belgien und die Niederlande dem angelsächsischen Vorbild gefolgt.[85] Die OECD hat 1999 einen Corporate Governance Bericht vorgelegt, der Standards guter Unternehmensleitung und -kontrolle formuliert. Vor dem Hintergrund des Zusammenbruchs des US-amerikanischen Enron-Konzerns sowie dem daraufhin von der US-Regierung verabschiedeten Sarbanes-Oxley-Act of 2002 sollen diese Grundsätze nun erneut überarbeitet werden. Zahlreiche internationale Organisationen wie das ICGN (International Corporate Governance Network) oder die EASD (European Association of Securities Dealers) haben ähnliche Regelwerke vorgelegt.

---

[78] California Public Employees Retirement System.

[79] Teachers Insurance and Annuity Association College Retirement Equities Fund.

[80] http://www.calpers-governance.org/principles; http://www.tiaacref.org/libra/governance/index.html

[81] Vgl. Baums (2001), Rz. 10 und 12.

[82] http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode.pdf; vgl. dazu Berrar (2001), S. 119, 132 f.

[83] Vgl. Berg/Stöcker (2002), S. 1570, Baums (2001), Rn. 5, 9.

[84] Vgl. Hausmaninger/Kletter/Burger (2003), insb. S.31-44.

[85] Vgl. die Übersicht bei Gregory/Simmelkjaer (2002), S. 14-15.

Vor der Ausarbeitung des DCGK durch die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex gab es bereits einige – teils private – Initiativen zur Erstellung eines Corporate Governance Kodex. Auf der Basis der OECD-Grundsätze entwickelte die „Grundsatzkommission Corporate Governance“ (auch „Frankfurter“ Initiativkreis genannt) einen „Code of Best Practice“ für Deutschland, der erstmals im Januar 2000 und in überarbeiteter Form im Juli 2000 vorgelegt wurde. Der juristisch geprägte Code stellt vorwiegend auf generelle Corporate Governance Fragen sowie Anforderungen an Vorstände und Aufsichtsräte börsennotierter Aktiengesellschaften ab. Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) hat auf dieser Grundlage eine sog. Balanced Scorecard entwickelt, welche die im „Code of Best Practice“ enthaltenen Kriterien guter Corporate Governance operationalisiert.[86] Nach Bekanntgabe des Deutschen Corporate Governance Kodex wurde die Scorecard auf diesen angepasst.

Parallel dazu veröffentlichte der sog. „Berliner“ Initiativkreis im August 2000 den „German Code of Corporate Governance“, der vor allem an das Verhalten des Vorstands und des Aufsichtsrats besondere Anforderungen stellt.[87] Dabei sollen Governance Grundsätze in einem Regelwerk unterhalb der gesetzlichen Ebene formuliert werden, ohne dabei den Unternehmen den Spielraum für eigene Governance Regeln zu nehmen.[88] Eine individuelle Weiterentwicklung des GCCG ist im Gegenteil ausdrücklich erwünscht.[89]

2.3.2 Entstehung des DCGK

Der Deutsche Corporate Governance Kodex muss im Zusammenhang mit dem schon länger andauernden Reformprozess im Aktien- und Kapitalmarkrecht[90] gesehen werden. Seit dem „Gesetz zur Deregulierung des Aktienrechts und für kleine Aktiengesellschaften“ aus dem Jahre 1994 kann von einer „Aktienrechtsreform in Permanenz“

---

[86] Vgl. Dörner/Müller/Orth (2003), S. 4.
[87] Vgl. www.corgov.de; vgl. auch Peltzer/von Werder (2001), S. 6-7; Seibert (2002a), S. 581.
[88] Vgl. Peltzer/v.Werder (2001), S. 7.
[89] Vgl. Kirchner (2002), S. 107; Peltzer/von Werder (2001), S. 7.
[90] Vgl. Ulmer (2002a), S. 143-178; Seibert (2002b), S. 417-420.

gesprochen werden.[91] In kurzen Abständen folgten das KonTraG[92] von 1998, das NaStraG,[93] das WpÜG und das TransPuG aufeinander. Der Reformprozess wurde vor allem durch die Schieflage verschiedener deutscher Großkonzerne in Gang gehalten, die ihren Höhepunkt in dem Fall der Philipp Holzmann AG fand.

Im Mai 2001 hat der Bundeskanzler die „Regierungskommission Corporate Governance" (sog. Baums-Kommission) ins Leben gerufen, um das deutsche System der Unternehmensführung und -überwachung zu untersuchen und mögliche Verbesserungsvorschläge zu erarbeiten. In ihrem Abschlussbericht vom Juli 2001[94] empfahl die Kommission neben verschiedenen Änderungen des AktG und HGB die Formulierung eines Corporate Governance Kodex. Die daraufhin eingesetzte „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex" unter der Leitung von Dr. Gerhard Cromme[95] (Aufsichtsratsvorsitzender Thyssen Krupp AG) übergab den von ihr erarbeiteten Kodex am 26.2.2002 der Bundesjustizministerin. Die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung gem. § 161 AktG nF ist mit dem „Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität" (TransPuG) am 1.8.2002 in Kraft getreten.

Nachdem lange Zeit in Deutschland angesichts des hoch regulierten Wirtschaftsrechts kein Bedarf für einen Kodex gesehen wurde, hat nun offenbar ein Umdenken stattgefunden. Auffallend ist, dass das Gesetzgebungsverfahren binnen kurzer Zeit und ohne große Kontroversen abgelaufen ist. Dies mag unter anderem daran liegen,

---

[91] Schüppen, (2002), S. 1270.

[92] „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich" vom 27.4.1998, BGBl. I 786, vgl. dazu Hommelhoff/Matthäus (1998).

[93] „Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Namensaktiengesetz)" vom 18.1.2001; dazu Noack (2001), S. 27-31; Seibert (2001), S. 53-56; Grumann/Soehlke (2001), S. 576-580.

[94] Baums (2001); BT-Drucksache 14/7515 vom 14.8.2001.

[95] Neben Dr. Cromme hatte die Kommission folgende Mitglieder: Dr. Paul Achleitner, Finanzvorstand der Allianz AG, Dr. Rolf E. Breuer, Sprecher des Vorstands Deutsche Bank AG, Dr. Hans-Friedrich Gelhausen, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwalt PWC Deutsche Revision, Ulrich Hocker, Hauptgeschäftsführer Deutsche Schutzgemeinschaft für Wertpapierbesitz, Max Dietrich Kley, Stellvertretender Vorstandsvorsitzender BASF AG, Prof. em. Dr. Dr. h.c. Marcus Lutter, ZEW, Volker Potthof, Vorstand Deutsche Börse AG, Heinz Putzhammer, Mitglied des Geschäftsführenden Vorstands des DGB, Peer Michael Schatz, Finanzvorstand QUIAGEN, Christian Strenger, Mitglied des Aufsichtsrats der DWS Investment GmbH, Prof. Dr. Axel von Werder, TU Berlin, Dr. Wendelin Wiedeking, Vorstandsvorsitzender Porsche AG.

dass es sich beim neuen DCGK nicht um verbindliches Recht handelt. So ist der langwierige und kompromissbeladene Prozess, den politisch schwer durchsetzbare Regelungen für gewöhnlich durchlaufen, dem TransPuG erspart geblieben.[96]

2.3.3 Ziele des DCGK

Der Kodex dient nach seiner eigenen Präambel[97] dem Zweck, „das deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar" zu machen. Er will das „Vertrauen der internationalen und nationalen Anleger, der Kunden, der Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften fördern". Zunächst ist demnach die Kommunikationsfunktion des DCGK zu betonen;[98] das deutsche Aktienrecht, das gerade ausländischen Investoren fremd und hoch reguliert vorkommt, soll in kompakter und verständlicher Form dargestellt werden. Damit soll ausländischen institutionellen Anlegern die standardisierte Bewertung der Unternehmensleitung und -kontrolle deutscher börsennotierter Gesellschaften erleichtert werden.[99]

Außerdem werden Empfehlungen an Unternehmen gegeben, wo der Gesetzgeber (noch) Spielräume oder Lücken gelassen hat. Durch die rechtliche Unverbindlichkeit soll eine detaillierte und rigide positiv-rechtliche Kodifizierung vermieden werden, die den Unternehmen keine Flexibilität mehr erlauben würde. Dem Kodex kommt somit auch eine Ordnungsfunktion zu; mit der Formulierung von Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung zielt er auf eine Verbesserung der Corporate Governance deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften.

2.3.4 Rechtsnatur des DCGK

Der DCGK ist kein verbindliches Recht; er ist weder Gesetz noch Verordnung. Im Vorfeld der Kodexerstellung wurden in der Literatur Erwartungen geäußert, dass die Kodex-Empfehlungen eine „mittlere Regulierungsebene" zwischen zwingendem

---

[96] Vgl. Schüppen (2002), S. 1269; Berg/Stöcker (2002), S. 1570.

[97] Vgl. Präambel zum DCGK, abrufbar unter http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex.

[98] Vgl. statt vieler von Wartenberg (2001), S. 2239; Seibert (2002a), S. 581.

[99] Vgl. Begründung zum BReg-Entwurf, S. 1, BT-Drucksache 14/8769; Berg/Stöcker (2002), S. 1570; Claussen/Bröcker (2000), S. 486.

Gesetzesrecht und privatautonomen Satzungsregelungen darstellen würden.[100] Dazu müsste der Kodex jedoch den Status dispositiven Gesetzesrechts besitzen, der ihm eindeutig nicht zukommt. Für die Annahme einer derartigen Rechtsqualität finden sich weder inhaltliche Anhaltspunkte, noch deutet die Entstehung durch Beschluss einer ohne gesetzlichen Auftrag eingesetzten Kommission darauf hin.[101]

Es ist zwar nicht prinzipiell ausgeschlossen, dass dem DCGK als Handelsbrauch iSv § 346 HGB Rechtsqualität zukommt. Da es aber am Erfordernis langjähriger tatsächlicher Übung fehlt,[102] kann von einer solchen Einstufung jedenfalls im Moment nicht ausgegangen werden.

Von anderen bisher bekannt gewordenen Kodizes wie den Insiderhandels-Richtlinien oder dem Übernahmekodex unterscheidet sich der DCGK dadurch, dass eine vertragliche Übernahme der vorformulierten Regelwerke, die erst durch zivilrechtliche Unterwerfung Geltung erlangen, nicht vorgesehen ist.[103] Auch mit einer Anerkennung von AGB oder einer entsprechenden Inkorporierung der Regelungen in Satzungsrecht ist der Ansatz des DCGK nicht vergleichbar.

Der DCGK weist eine gewisse Parallelität zu außerrechtlichen Fachnormen wie etwa den DIN-Normen[104] auf. Die gleiche Diskussion ist auch bei der Einordnung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung (GoB) geführt worden.[105] Die Regelungen des DCGK sollen wie die DIN-Normen die sachlich angemessene Ausübung einer bestimmten Tätigkeit regeln. Weiterhin haben die Normen in beiden Fällen zunächst keine rechtliche Verbindlichkeit aufgrund einer formalen Normsetzungsbefugnis der regelerstellenden Organisation.[106] Ein entscheidender Unterschied besteht allerdings, wenn eine DIN-Norm durch einen gesetzlichen Verweis rechtliche Verbindlichkeit erlangt. Mit Blick auf die Erklärungspflicht aus § 161 AktG lässt sich

---

[100] So Hommelhoff (2001), S. 238, 244 f.; zust. Lutter (2001), S. 237.
[101] Vgl. Ulmer (2002b), S. 158 f.
[102] Zu diesem Erfordernis vgl. statt vieler Baumbach-*Hopt*, § 346, Rn.12; vgl. auch Peltzer (2002), S. 11.
[103] Vgl. oben 2.2.
[104] Vgl. oben 2.1.7.3.
[105] Vgl. Borges (2003), S. 516 f.
[106] Vgl. Borges (2003), S. 518.

feststellen, dass der Gesetzgeber von börsennotierten Gesellschaften die Befolgung der Kodex-Empfehlungen gewissermaßen erwartet, ohne ihnen dies jedoch zwingend vorzuschreiben.[107] Da eine „mittelbare Rechtsquelle“ dem deutschen Rechtssystem nicht bekannt ist (vgl. oben 2.3), ist der DCGK auf der Grundlage der unter 2.1 genannten Definition damit als klassisches „Soft Law“ zu qualifizieren.[108] Abgesehen von der positiv-rechtlichen Flankierung unterscheidet sich der DCGK von einer bloßen Information auch durch die Veröffentlichung durch das BMJ im Bundesanzeiger und der durch Kanzleramt und BMJ vorgenommenen Auswahl der Kommissionsmitglieder.

2.3.5 Regelungstypen des DCGK

Der Deutsche Corporate Governance Kodex lässt sich in drei verschiedene Regelungstypen unterteilen. Zunächst wird der von den wichtigsten Wirtschaftsgesetzen vorgegebene rechtliche Rahmen zur Leitung und Überwachung börsennotierter Gesellschaften dargestellt. Darüber hinaus enthält der Kodex in „best practice“-Regeln formulierte nationale und internationale Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung.[109] Diese sind unterteilt in „Empfehlungen“ und „Anregungen“, die jeweils durch die Worte „soll“ oder bzw. „sollte“ oder „kann“ gekennzeichnet sind. (Ob diese durchaus wesentlichen Feinheiten in der Formulierung vor dem Hintergrund der Kommunikationsfunktion des Kodex gerade gegenüber internationalen Investoren als besonders geschickt anzusehen ist, sei dahingestellt.)

2.3.5.1 Darstellung geltenden Rechts

Hinsichtlich der Wiedergabe geltenden Rechts entfaltet der Kodex grundsätzlich keine eigene Wirkung. Die rechtliche Verbindlichkeit ergibt sich bereits direkt aus dem

---

[107] Vgl. Ulmer (2002), S. 160 f., der in diesem Zusammenhang von einer „Opt out“-Lösung spricht. Vgl. auch Hucke/Ammann (2003), S. 139-145.

[108] So auch Kronke (2002), S. 1458; Lutter (2000), S. 18; Hommelhoff (2001), S. 246; a.A. Borges (2003), S. 517.

[109] Vgl. Präambel zum DCGK, abrufbar unter http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex.

jeweiligen Gesetz. An manchen Stellen geht der DCGK jedoch über die bloße Wiedergabe von Vorschriften hinaus und lässt Ansätze einer Interpretation erkennen.[110]

2.3.5.2 Empfehlungen („soll“)

Die im Text durch die Verwendung des Wortes „soll“ gekennzeichneten Empfehlungen erlauben den Unternehmen eine Abweichung. Diese ist dann allerdings gem. § 161 AktG jährlich offen zu legen. Damit soll den Gesellschaften die Berücksichtigung branchen- oder unternehmensspezifischer Besonderheiten ermöglicht werden.[111]

2.3.5.3 Anregungen („sollte“, „kann“)

Der dritte Regelungstyp sind die durch die Verwendung der Wörter „sollte“ oder „kann“ gekennzeichneten Anregungen. Von ihnen kann abgewichen werden, ohne dass eine Offenlegungs- oder Begründungspflicht besteht.

2.3.6 Adressatenkreis

Adressaten des Deutschen Corporate Governance Kodex sind börsennotierte Aktiengesellschaften sowie deren Vorstände und Aufsichtsräte. Zum Teil beziehen sich die Regelungen auch auf Konzernunternehmen. Nicht börsennotierten Gesellschaften wird die Beachtung des Kodex empfohlen.[112] Dies kann als Anregung verstanden werden, die gesetzesergänzenden Bestimmungen des Kodex durch Satzung, Geschäftsordnung oder Anstellungsverträge zu übernehmen.[113] Besondere Bedeutung wird der Kodex insbesondere auch für solche Unternehmen erlangen, die vor einem Börsengang stehen und sich daher mittelfristig zu einer Erklärung nach § 161 AktG gezwungen sehen. Mit Blick auf Banken und Ratingagenturen (vor allem vor dem Hintergrund von „Basel II“) sehen sich möglicherweise auch andere Unternehmen Forderungen nach der Beachtung der Bestimmungen des DCGK ausgesetzt.

---

[110] Vgl. den Überblick bei Schüppen (2002), S. 1118.
[111] Präambel zum DCGK, abrufbar unter http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex, S.1.
[112] Präambel zum DCGK, abrufbar unter http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex, S.2.
[113] Vgl. Baums (2001), S. 31, Fn. 13; Berg/Stöcker (2002), S. 1571.

2.3.7 Inhalt des DCGK

Thematisch gliedert sich der DCGK in sechs Bereiche, nämlich in die Abschnitte (i) Aktionäre und Hauptversammlung, (ii) Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat, (iii) Vorstand, (iv) Aufsichtsrat, (v) Transparenz und (vi) Rechnungslegung und Abschlussprüfung. Die inhaltliche Auseinandersetzung mit Corporate Governance und den in den verschiedenen Kodizes niedergelegten Regelungen ist nicht Ziel dieser Arbeit; vielmehr steht die Regelungstechnik der Regulierung durch solche Kodizes als Form von Soft Law im Wirtschaftsrecht im Vordergrund. Die Ausführungen zum Inhalt des DCGK[114] werden deshalb auf einen kurzen, schematischen Überblick beschränkt (Quelle: Kodex (2002); Schüppen (2002), S. 1118).

2.3.7.1 Aktionäre und Hauptversammlung

	Gesetzesinterpretierende Feststellung	Empfehlung	Anregung
1. HV entscheidet über wesentliche unternehmerische Maßnahmen	X		
2. Versammlungsleiter sorgt für zügige Abwicklung der HV	X		
3. Berichte und Unterlagen für die HV auf der Internet-Seite veröffentlichen		X	
4. Finanzdienstleistern, Aktionären und Aktionärsvereinigungen die Einberufung der HV mitteilen, ggf. auch elektronisch		X	
5. Aktionären die persönliche Wahrnehmung ihrer Rechte erleichtern		X	
6. Unterstützung der Stimmrechtsvertretung			
7. Bestellung eines Vertreters für weisungsgebundene Ausübung des Stimmrechts des Aktionärs		X	
8. Erreichbarkeit des Vertreters während der HV			X
9. Verfolgbarkeit der HV über moderne Kommunikationsmedien (Internet)			X

2.3.7.2 Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat

	Gesetzesinterpretierende Feststellung	Empfehlung	Anregung
1. Vorstand und Aufsichtsrat arbeiten eng zusammen	X		
2. Vorstand darf nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebo-	X		

[114] Vgl. zur Auslegung von Kodexbestimmungen Seibt (2003), S. 471-474.

tes ohne Zustimmung der HV oder des AR keine Handlungen außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs vornehmen			
3. Konkretisierung der Informations- und Berichtspflichten des Aufsichtsrats		X	
4. Isolierte Sitzungsvorbereitung der Aktionärs- und Arbeitnehmerseite			X
5. Sitzungen bei Bedarf ohne den Vorstand			X
6. Nach Übernahmeangebot Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung zur Beratung und Entscheidung „in geeigneten Fällen“			X
5. Angemessener Selbstbehalt bei D&O-Versicherung		X	
6. Jährlicher Bericht zur Corporate Governance, insbesondere zu Abweichungen von Empfehlungen des Kodex		X	

2.3.7.3 Vorstand

	Gesetzesinterpretierende Feststellung	Empfehlung	Anregung
1. Bindung des Vorstands an das Unternehmensinteresse und die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts, keine persönliche Ausnutzung von Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen	X		
2. Festlegung der Vergütung des Vorstands durch den Aufsichtsrat auf der Grundlage einer Leistungsbeurteilung	X		
3. Mehrköpfigkeit des Vorstands, Bestimmung eines Vorsitzenden oder Sprechers		X	
4. Geschäftsordnung zur Regelung der Geschäftsverteilung und Zusammenarbeit		X	
5. Zusammensetzung der Vergütung aus fixen und variablen Bestandteilen		X	
6. Zusammensetzung der variablen Bestandteile aus einmaligen sowie jährlich wiederkehrenden Komponenten, Orientierung am Erfolg des Geschäftsjahres und an langfristiger Anreizwirkung			X
7. Bindung langfristiger Bestandteile (Aktienoptionen) an feste Bezugsgrößen wie Wertentwicklung von Aktienindices oder konkrete Kursziele		X	
8. Keine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele („Repricing“)		X	
9. Bekanntgabe der konkreten Ausgestaltung des Systems langfristiger Anreize		X	
10. Aufgeschlüsselte Darstellung der Vergütung im Anhang des Konzernabschlusses		X	
11. Individualisierte Angaben			X
12. Unverzügliche Offenlegung von Interessenkonflikten gegenüber dem Aufsichtsrat		X	
13. Zustimmungsbedürftigkeit wesentlicher Geschäfte zwischen Gesellschaft und Vorstandsmitgliedern oder nahe stehenden Dritten		X	
14. Übernahme von Nebentätigkeiten, etwa von AR-Mandaten, nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats		X	

2.3.7.4 Aufsichtsrat

	Gesetzesinterpretierende Feststellung	Empfehlung	Anregung
1. Verpflichtung aller AR-Mitglieder auf das Unternehmensinteresse	X		
2. Langfristige Planung der Geschäftsführungsnachfolge		X	
3. Übertragung der Vorbereitung der Vorstandsbestellung und dessen Anstellungsverträge an Ausschuss			X
4. Erstbestellung eines Vorstandsmitglieds in der Regel nicht für die maximal mögliche Zeit von 5 Jahren			X
5. Wiederbestellung früher als ein Jahr vor Ende der Bestelldauer nur in besonderen Fällen		X	
6. Festlegung einer Altersgrenze für Vorstandsmitglieder		X	
7. Geschäftsordnung		X	
8. AR-Vorsitzender führt Vorsitz des sitzungsvorbereitenden und die Vorstandsverträge ausarbeitenden Ausschusses		X	
9. AR-Vorsitzender nicht Vorsitzender im Prüfungsausschuss (Audit Committee)			X
10. Regelmäßiger Kontakt und Beratung zwischen Vorsitzendem und dem Vorstand über den Geschäftsverlauf		X	
11. Unverzügliche Unterrichtung des AR durch Vorsitzenden über vom Vorstand berichtete wichtige Geschäftsereignisse, Einberufung einer außerordentlichen AR-Sitzung		X	
12. Bildung geeigneter fachlich qualifizierter Ausschüsse		X	
13. Einrichtung eines Prüfungsausschusses (Audit-Committee) für Rechnungslegung, Risikomanagement, Auswahl, Bestellung, Vertrag des Abschlussprüfers		X	
14. Kein ehemaliges Vorstandsmitglied der Gesellschaft vorsitzführend im Prüfungsausschuss			X
15. Weitere Ausschüsse, etwa für Unternehmensstrategie, Vorstandsvergütung und Finanzfragen			X
16. Übertragung der Vorbereitung der Sitzungen oder von Entscheidungskompetenz auf weitere Ausschüsse			X
17. Berücksichtigung von Fachkenntnissen zur Amtsführung, Erfahrung und Unabhängigkeit bei der AR-Wahl		X	
18. Berücksichtigung der internationalen Unternehmenstätigkeit, von Interessenkonflikten und einer Altersgrenze bei der Wahl zum AR		X	
19. Besetzung mit nicht mehr als zwei ehemaligen Vorstandsmitgliedern		X	
20. Weder Organfunktion noch Beratungsfunktion bei wesentlichen Wettbewerbern		X	
21. Vorstandsmitglieder einer AG nicht mehr als 5 AR-Mandate in konzernexternen börsennotierten Gesellschaften		X	
22. Wahl von AR-Mitgliedern zu unterschiedlichen Terminen und Amtsperioden			X
23. Berücksichtigung von Vorsitzposten und Ausschussmitgliedschaft bei der Vergütung			X
24. Feste und erfolgsorientierte Vergütungskomponenten		X	
25. Auch langfristig orientierte erfolgsbezogene Bestandteile			X
26. Individualisierung und Aufschlüsselung der Vergütung im Anhang des Konzernabschlusses			X
27. Individualisierte Angabe sonstiger gewährter Vergütungen für persönliche Leistungen (Beratung oder Vermittlung) im Anhang zum Konzernabschluss		X	
28. Vermerk im Bericht bei Abwesenheit in mehr als der Hälfte der AR-Sitzungen		X	
29. Offenlegung von Interessenkonflikten gegenüber dem		X	

Gesamtgremium			
30. Information der HV über Interessenkonflikte und deren Behandlung		X	
31. Beendigung des Mandats bei wesentlichen persönlichen, nicht nur vorübergehenden Interessenkonflikten		X	
32. Regelmäßige Prüfung der eigenen Effizienz		X	

2.3.7.5 Transparenz

	Gesetzesinterpretierende Feststellung	Empfehlung	Anregung
1. Unverzügliche Information der Aktionäre über neue Tatsachen, die Finanzanalysten u.ä. mitgeteilt wurden		X	
2. Zeitnahe Information der Aktionäre und Anleger durch geeignete Kommunikationsmedien wie Internet		X	
3. Unverzügliche Bekanntgabe von im Ausland nach Kapitalmarktrecht veröffentlichten Informationen		X	
4. Unverzügliche Bekanntgabe von Käufen oder Verkäufen von Aktien der Gesellschaft und ihrer Konzernunternehmen, von Optionen und Derivaten durch Vorstands- oder AR-Mitglieder (Directors' Dealings)		X	
5. Unverzügliche Veröffentlichung der Mitteilung, elektronisch oder in Börsenpflichtblatt		X	
6. Angabe von Director's Dealings im Anhang zum Konzernabschluss		X	
7. Nach Vorstand und AR getrennte Angabe des Aktienbesitzes/Optionsbesitzes, wenn Gesamtbesitz der Organe 1% der ausgegebenen Aktien übersteigt		X	
8. Termine der wesentlichen periodischen Veröffentlichungen in „Finanzkalender" publizieren		X	
9. Veröffentlichte Informationen auch über die Internetseite zugänglich machen		X	
10. Übersichtliche Internetseite		X	
11. Veröffentlichungen auch in englischer Sprache			X

2.3.7.6 Rechnungslegung und Abschlussprüfung

	Gesetzesinterpretierende Feststellung	Empfehlung	Anregung
1. Aufstellung von Zwischenberichten		X	
2. Konzernabschluss und die Zwischenberichte nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen		X	
3. Konzernabschluss binnen 90 Tagen, Zwischenberichte binnen 45 Tagen nach Berichtszeitraum öffentlich zugänglich		X	
4. Angaben über wertpapierorientierte Anreizsysteme im Konzernabschluss		X	
5. Veröffentlichungen von nicht nur untergeordneten Beteiligungen an Drittunternehmen		X	

6. Angabe von Name und Sitz der Gesellschaft, Höhe des Anteils, des Eigenkapitals und Ergebnis des letzten Geschäftsjahres		X	
7. Erläuterung von Beziehungen zu als nahe stehende Personen zu qualifizierenden Aktionären im Konzernabschluss		X	
8. Erklärung des vorgeschriebenen Prüfers über Beziehungen zu Gesellschaft und Organen, die Zweifel an seiner Unabhängigkeit begründen können		X	
9. Erklärung auch über vergangene und zukünftig vereinbarte Leistungen für das Unternehmen		X	
10. Vertragliche Vereinbarung: Prüfer unterrichtet unverzüglich den AR über auftretende mögliche Ausschluss- und Befangenheitsgründe		X	
11. Vertragliche Vereinbarung: Prüfer berichtet dem AR unverzüglich über wesentliche Feststellungen und Vorkommnisse der Prüfung		X	
Vertragliche Vereinbarung: Information des AR über festgestellte Unrichtigkeit der Entsprechenserklärung bzw. Vermerk im Prüfungsbericht		X	

2.4 Gesetzliche Flankierung des DCGK

Der DCGK wird durch verschiedene gesetzliche Regelungen flankiert. Besondere Bedeutung kommt der Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung gem. § 161 AktG zu. Verschiedene weitere Regelungen betreffen die Pflicht zur Veröffentlichung und die Zugänglichkeit der Erklärung für die Aktionäre.

2.4.1 § 161 AktG

§ 161 AktG (Erklärung zum Corporate Governance Kodex)

Vorstand und Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft erklären jährlich, dass den vom Bundesministerium der Justiz im amtlichen Teil des elektronischen Bundesanzeigers bekannt gemachten Empfehlungen der „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden. Die Erklärung ist den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen.

2.4.1.1 Erklärungsumfang und Begründung von Abweichungen

Die Entsprechenserklärung ist nur zu den Empfehlungen des DCGK abzugeben („soll“-Vorschriften). Weder zu den vom Kodex wiedergegebenen gesetzlichen Vorschriften, die ohnehin zu beachten sind, noch zu den rein fakultativen Anregungen („sollte“- oder „kann“-Vorschriften) müssen Angaben gemacht werden. Zwar regt

der Kodex selbst in Ziffer 3.10 an, auch zu den Anregungen Stellung zu nehmen. Eine gesetzliche Verpflichtung hierzu besteht aber nicht.

Nach dem Wortlaut von § 161 AktG ist jede Abweichung von Kodex-Empfehlungen offen zu legen. Vor dem Hintergrund des in einer Information der Kapitalmarktteilnehmer liegenden Sinn und Zweck des Kodex ist allerdings eine gewisse *Wesentlichkeitsschwelle* anzunehmen.[115] Informationen über marginale Abweichungen würden nur zu Verwirrungen führen. Dennoch sollte der Auslegungsspielraum nicht zu weit gefasst werden.

Grundsätzlich sind nur *negative* Abweichungen von den Empfehlungen des Kodex – also Untererfüllungen – berichtspflichtig.[116] Im Falle der „Übererfüllung" besteht keine Erklärungspflicht.

Eine über die Nennung nicht befolgter Kodex-Empfehlungen hinausgehende Begründungspflicht besteht grundsätzlich nicht. [117] In der Praxis haben die Unternehmen aber ein starkes Interesse, den Kapitalmarktteilnehmern ihre Beweggründe für die Ablehnung von Kodex-Empfehlungen offen zu legen.

2.4.1.2 Erklärungsverpflichtete

Erklärungsverpflichtete sind Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Aktiengesellschaften. Es handelt sich also um eine Pflicht der Organe (§ 3 Abs. 2 AktG), nicht um eine Pflicht der Gesellschaft selbst. Vergleichbare Erklärungspflichten bestehen für den Vorstand hinsichtlich des Lageberichts (§§ 264 Abs. 1 Satz 1, 289 HGB) und für den Aufsichtsrat beim jährlichen Aufsichtsratsbericht (§ 171 Abs. 2 AktG). Beide Organe haben zunächst Einzelerklärungen abzugeben, die dann im Außenverhältnis gegenüber den Aktionären auch gemeinsam als eine Erklärung zugänglich gemacht werden können. Die Verpflichtung zur Abgabe einer aus zwei Einzelerklärungen zusammengesetzten gemeinsamen Erklärung ist kein Novum, eine Parallele besteht zum Beispiel bei der Abgabe von Beschlussvorschlägen nach § 124 Abs. 3 Satz 1

---

[115] Dies ist auch der Regierungsbegründung zu § 161 AktG zu entnehmen, vgl. BT-Drs. 14/8769.
[116] Vgl. BT-Drs. 14/8769, S. 21.
[117] Vgl. BT-Drs. 14/8769, S. 21.

AktG, die den Aktionären mit der Einladung zur Hauptversammlung von Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam zu unterbreiten sind.[118] Es ist fraglich, ob daraus ein Einigungszwang entsteht. Dafür spricht zunächst der Wortlaut von § 161 AktG, der auf die Veröffentlichung nur einer Erklärung hindeutet. § 161 AktG kann aber an der grundsätzlichen aktienrechtlichen Kompetenzordnung nichts ändern. Ein Einigungszwang besteht daher nicht; wenngleich es in der Praxis kaum zu erwarten ist, so sind divergierende Erklärungen von Vorstand und Aufsichtsrat durchaus möglich.[119] Innerhalb der Organe läuft die Beschlussfassung nach den allgemeinen Regeln der jeweiligen Geschäftsordnung ab. Einzelne Organmitglieder können, etwa um dem Vorwurf pflichtwidrigen Verhaltens entgegentreten zu können, abweichende Einzelerklärungen abgeben und protokollieren lassen. Ein Anspruch auf Veröffentlichung der abweichenden Einzelerklärung besteht hingegen nicht.

2.4.1.3 Erklärungszeitpunkt

Der Zeitpunkt der erstmaligen Abgabe der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG steht im Belieben der Gesellschaft. Von da an ist die Erklärung jährlich zu wiederholen. Dies kann sowohl *kalenderjährlich* als auch *einmal in 12 Monaten* bedeuten. Da die Unternehmen im Konzernabschluss eine Anhangabgabe über die Abgabe und das Zugänglichmachen der Entsprechenserklärung machen müssen, werden sie die Erklärung in der Regel in zeitlicher Nähe zum Abschlussstichtag vornehmen, um im Anhang auf eine aktuelle Entsprechenserklärung verweisen zu können.[120]

Hinsichtlich der erstmaligen Anwendung der Regelung sah § 15 EGAktG vor, dass die erste Erklärung innerhalb des Jahres 2002 abzugeben war, wobei auf den normalerweise vorgesehenen Vergangenheitsbezug verzichtet werden konnte. Gleiches gilt bei erstmaliger Notierung einer Aktiengesellschaft.

---

[118] Str., vgl. Hüffer (2002), § 124 Rn. 12 mwN.
[119] Vgl. Ihrig/Wagner (2002b), S. 2512; Orth/Wader (2003), S. 270 f.
[120] Orth/Wader (2003), S. 273.

2.4.1.4 Berichtszeitraum

Aus der Formulierung „entsprochen wurde *und wird*“ ergibt sich, dass die Erklärung nach § 161 AktG sowohl eine vergangenheits- als auch eine zukunftsbezogene Komponente hat.[121] Die Konstatierung eines Zukunftsbezugs war auch der erklärte Wille des Gesetzgebers.[122] Die Auffassung, dass § 161 AktG lediglich eine vergangenheitsbezogene Erklärungspflicht begründe, ist weder mit der Entstehungsgeschichte der Norm, noch mit dem Wortlaut und Sinn und Zweck der Vorschrift zu vereinbaren.[123] Der vergangenheitsbezogene Teil der Entsprechenserklärung ist eine Wissens- bzw. Tatsachenerklärung. Im Gegensatz dazu handelt es sich bei dem zukunftsbezogenen Teil um eine reine Absichtserklärung,[124] die Vorstand und Aufsichtsrat jederzeit, also auch unterjährig widerrufen können.[125]

2.4.1.5 Pflicht zur unterjährigen Korrektur?

Es ist fraglich, wie im Falle von unterjährig auftretenden Abweichungen zu verfahren ist. Grundsätzlich sind zwei Konstellationen zu unterscheiden.

Hat ein Unternehmen in einer Entsprechenserklärung die bisherige und künftige Beachtung von Kodexempfehlungen manifestiert und weicht von der Befolgung ab, so ist dies im Rahmen einer geänderten Entsprechenserklärung bekannt zu geben. Am geeignetsten erscheint hierzu ein ergänzender Hinweis auf der Website des Unternehmens.[126] Sinn und Zweck des § 161 AktG ist es, durch den Zukunftsbezug der Entsprechenserklärung sicherzustellen, dass unterjährig auftretende Abweichungen von Kodexempfehlungen den Aktionären zeitnah bekannt gemacht werden. Eine Verneinung der Pflicht zur unterjährigen Korrektur ist wegen der zukunftsgerichteten

---

[121] Im Grunde hätte der Gesetzgeber den Zukunftsbezug durch Gebrauch des Futur anstelle des Präsens kenntlich machen müssen. Die Regierungsbegründung ist diesbezüglich jedoch eindeutig. Lutter spricht sich daher für die Lesart „und werden wird“ anstelle von „und wird“ aus, vgl. Lutter (2002), S. 530. A.A. Seibt (2002), S. 251; Seibt (2003), S. 467-468.

[122] Vgl. Begründung zum RegE TransPuG, BR-Drucks. 109/02, S. 52: „Die Entsprechenserklärung ist vergangenheits- und zukunftsbezogen.“

[123] Vgl. Seibert (2002), S. 171; Lutter (2002), S. 529 f. Ulmer (2002), S. 171; Vetter (2003), S. 755. A.A. Schüppen (2002), S. 1273; Seibt (2002), S. 251; Seibt (2003), S. 467-468.

[124] Ihrig/Wagner (2002b), S. 2509, sprechen von „Selbstbindung bis auf Widerruf“. A.A. Seibt (2002), S. 251;

[125] Vgl. Pfitzer/Oser/Wader (2002), S. 1121 sowie ausführlich Ihrig/Wagner (2002b).

Dauerwirkung der Entsprechenserklärung nicht vertretbar.[127] Eine Parallele besteht beim Börsenzulassungs- und Verkaufsprospekt, bei dem es sich wie bei der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG um eine an den Kapitalmarkt gerichtete Dauererklärung handelt. Nach § 52 Abs. 2 BörsZulV bzw. § 11 VerkProspG besteht hier eine unverzügliche Aktualisierungspflicht.[128] Wenn der die Entsprechenserklärung betreffenden Verhaltensänderung Kursrelevanz zukommt, bedarf es zusätzlich einer Ad-hoc-Mitteilung, um Haftungsrisiken zu vermeiden.[129]

Anders liegen die Dinge im Falle einer unterjährigen Anpassung des Kodex selbst, wie sie zuletzt am 4. Juli 2003 erfolgt ist.[130] Hier besteht keine Verpflichtung zur Abgabe einer neuen Entsprechenserklärung außerhalb des 12-Monats-Turnus, da die Erklärung nach § 161 AktG eine Stichtagserklärung ist.[131] Auf den geänderten Kodex ist erst bei der nächsten turnusmäßig abzugebenden Entsprechenserklärung einzugehen. Gleichwohl erscheint es aus Wettbewerbsgesichtspunkten unter Umständen vorteilhaft, zeitnah mit einer neuen Entsprechenserklärung auf eine Kodexänderung zu reagieren. Dies ist als „Übererfüllung“ der Kodexempfehlungen selbstverständlich zulässig. Zur Vermeidung von Irritationen bei den Kapitalmarktteilnehmern empfiehlt sich ein klarstellender Hinweis, auf welchen Stand des Kodex sich die Entsprechenserklärung bezieht. [132]

2.4.1.6 Varianten der Entsprechenserklärung

Wenn im abgelaufenen Geschäftsjahr allen Kodexempfehlungen entsprochen wurde und dies auch für die Zukunft beabsichtigt wird, kann eine uneingeschränkte, positive Entsprechenserklärung abgegeben werden (Übernahmemodell).

---

[126] Zutreffend Orth/Wader (2003), S. 258; Berg/Stöcker (2002), S. 1572f.

[127] Entgegen Seibt (2002), S. 251; Schüppen (2002), S. 1273.

[128] Vgl. Ihrig/Wagner (2002b), S. 2510; Stephan (2002), S. 6-9.

[129] Haftungsgrundlage ist § 15 WpHG. Dies wird aber wohl nur in Ausnahmefällen relevant sein, vgl. Ihrig/Wagner (2002b), S. 2514.

[130] Vgl. dazu Gelhausen/Hönsch (2003), S. 367-371.

[131] So auch das IDW im Rahmen des IDW PS 345.10 ff.; Seibt (2003), S. 477.

[132] Vgl. BMJ, Pressenotiz Nr. 49/03 v. 10. Juni 2003, abrufbar unter http://www.bmj.bund.de.

Ebenso ist es zulässig, die Umsetzung der Kodexempfehlungen grundsätzlich abzulehnen (Ablehnungsmodell). Dann ist die generelle Nichteinhaltung zu erklären. Wenngleich die en-bloc Ablehnung des Kodex zunächst als eher seltener Fall angesehen wurde,[133] so lässt sich mittlerweile beobachten, dass insbesondere kleine Aktiengesellschaften wegen der Kosten der Umsetzung die Variante der Komplettablehnung gewählt haben.[134] Die zufällige Umsetzung einzelner Kodex-Empfehlungen bleibt den Unternehmen ungenommen.[135]

Sofern lediglich einzelne Kodexempfehlungen nicht befolgt werden, ist zu erklären, dass der Kodex mit einigen Abweichungen eingehalten worden ist. Die einzelnen Abweichungen sind in der Entsprechenserklärung zu benennen (Selektionslösung).

Denkbar und in praxi durchaus zu beobachten ist die generelle Ablehnung der Empfehlungen des DCGK, gekoppelt mit dem Hinweis auf die Befolgung eigener Corporate Governance Grundsätze (Alternativlösung).

2.4.1.7 Form

Die Form der Erklärung ist in § 161 AktG nicht ausdrücklich geregelt. Ein faktischer Schriftformzwang ergibt sich jedoch aus § 325 Abs. 1 Satz 1 HGB, weil die Erfüllung der Handelsregisterpublizität derzeit nur in schriftlicher Form möglich ist.[136]

2.4.1.8 Zugänglichmachen der Entsprechenserklärung

„Dauerhaft zugänglich machen“ meint offensichtlich mehr als eine mögliche Einsichtnahme in die Registerakten.[137] Dafür sprechen sowohl Wortlaut als auch Telos von § 161 AktG. Auch eine Veröffentlichung als Presseerklärung dürfte in der Regel nicht ausreichend sein. Das Zugänglichmachen gegenüber den Aktionären soll möglichst einfach und unkompliziert sein. In der Praxis wird es in der Regel wohl über die Website der Gesellschaft in elektronischer Form erfolgen, was ohne weiteres

---

[133] Vgl. Ringleb (2003), Rn. 1010; Pfitzer/Oser/Wader (2002), S. 1120.
[134] Vgl. ausführlich die empirischen Ergebnisse unter 3.9.
[135] Vgl. Orth/Wader (2003), S. 274.
[136] Vgl. Schüppen (2002), S. 1272.
[137] A.A. Seibt (2002), S. 257.

zulässig ist.[138] Das Kriterium der Dauerhaftigkeit ist nicht so eng auszulegen, dass die Gesellschaft eine hundertprozentige Erreichbarkeit ihrer Website zu garantieren hat. Es genügt, wenn die Erklärung unter normalen Umständen einfach auffind- und abrufbar ist.[139] Über die dauerhafte Zugänglichmachung im Internet hinaus empfiehlt der Kodex in Ziffer 3.10 die Veröffentlichung der Entsprechenserklärung im Geschäftsbericht des Unternehmens. Außerdem ist die Entsprechenserklärung gem. § 325 HGB offen zu legen, was in Abhängigkeit von der Größe der Gesellschaft zu einer Handelsregister- und Bundesanzeigerpublizität führen kann. Abgabe und Veröffentlichung der Entsprechenserklärung sollten zeitnah aufeinander folgen.[140]

2.4.2 §§ 285 Nr. 16, 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB (Anhangangaben)

Nach § 285 Nr. 16 HGB haben börsennotierte Aktiengesellschaften im Anhang zum Konzernabschluss die Angabe zu machen, „dass die nach § 161 des Aktiengesetzes vorgeschriebene Erklärung abgegeben und den Aktionären zugänglich gemacht worden ist.“ Für den Konzernanhang gilt entsprechendes gemäß § 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB, wobei sich die Angabe auf jedes in den Konzernabschluss einbezogene börsennotierte Unternehmen und auch auf nach § 310 HGB anteilsmäßig in den Konzernabschluss einbezogene Gemeinschaftsunternehmen beziehen muss.[141] Eine Wiedergabe der Entsprechenserklärung im (Konzern-) Anhang selbst sieht keine der beiden Vorschriften vor, d.h., dass diese *außerhalb* des Jahres- oder Konzernabschlusses abzugeben ist. Im Anhang ist lediglich anzugeben, *dass* die Entsprechenserklärung abgegeben wurde.

Die nach § 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB erforderliche Angabe ist auch im Rahmen eines Konzernabschlusses nach § 292a HGB verpflichtend. Sie gilt für jedes Mutterunternehmen – nicht nur für börsennotierte –, sofern börsennotierte Töchter, Enkel usw. zum Stichtag in den Konzernabschluss einbezogen werden.

---

[138] Vgl. BT-Drucksache 14/8679, S. 52, 3. Absatz; Schüppen (2002), S. 1272.
[139] Vgl. Lutter (2002), S. 528.
[140] Vgl. Orth/Wader (2003), S. 276 f.
[141] Vgl. Orth/Wader (2003), S. 276 f.

2.4.3 Kontrolle der Entsprechenserklärung durch den Abschlussprüfer

Alle in den (Konzern-) Anhang aufgenommenen Informationen unterliegen der Prüfungspflicht des gesetzlichen Abschlussprüfers. Die Entsprechenserklärung selbst ist allerdings nicht Teil des Anhangs. Vielmehr sind nach §§ 285 Nr. 16, 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB Angaben darüber zu machen, ob die Entsprechenserklärung abgegeben und dauerhaft zugänglich gemacht wurde. Der Abschlussprüfer hat daher lediglich festzustellen, ob die *Anhangangabe(n) vorhanden*, *vollständig* und *zutreffend* sind. Seine Prüfung ist somit im Wesentlichen eine formale.[142] Da die Entsprechenserklärung selbst nicht Bestandteil des Jahres- bzw. Konzernabschlusses ist, unterliegt sie auch nicht der Prüfungspflicht durch den Abschlussprüfer.[143]

2.4.4 Gemeinsames Ziel der gesetzlichen Flankierung

Zusammenfassend ist festzustellen, dass es das gemeinsame Ziel der mit dem TransPuG eingeführten gesetzlichen Flankierung des DCGK war, eine Erklärungspflicht zu den Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex zu etablieren. Durch verschiedene Regelungen soll in der Folge gewährleistet werden, dass die Erklärung den Kapitalmarktteilnehmern bekannt wird. Die größte Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang der dauerhaften Zugänglichmachung der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG zu, die durch die Vorschriften zu den Anhangangaben ergänzt wird. Der Gesetzgeber erhofft sich durch die Erklärungspflicht einen auf der Sorge um negative Kapitalmarktreaktionen basierenden Druck für börsennotierte Aktiengesellschaften, den Empfehlungen des DCGK zu folgen.[144] Ob dieses Kalkül aufgehen kann, wird im Rahmen der ökonomischen Untersuchung analysiert.

---

[142] Vgl. Stürz/Harms (2003), S. 262; Gelhausen/Hönsch (2002), S. 533.

[143] Vgl. Regierungsbegründung zum TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 25; ausführlich Orth/Wader (2003), S. 278-284; Ruhnke (2003), S. 371-377.

[144] Vgl. Regierungsbegründung zum TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 49 f.

2.5 Rechtsfolgen der Nichtbefolgung von Regelungen des DCGK

2.5.1 Haftung gegenüber der Gesellschaft wegen Verstoß gegen die Sorgfaltspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat gem. §§ 93 Abs. 1 Satz 1, ggf. iVm 116 AktG (Binnenhaftung)

Es ist zu untersuchen, welche rechtlichen Konsequenzen die Nichtbefolgung von Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex hat. Dabei ist zwischen den drei verschiedenen Regelungstypen des DCGK (Wiedergabe gesetzlicher Bestimmungen, Empfehlungen und Anregungen) zu unterscheiden. Die im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG stehenden Haftungs- und sonstigen Rechtsfragen (bei Nichtabgabe, Abgabe einer falschen Erklärung oder Unterlassen einer erforderlichen Korrektur der Erklärung) werden im Anschluss daran gesondert untersucht.[145]

Im Binnenverhältnis zwischen der Gesellschaft und den Organmitgliedern ergeben sich die Pflichten für Vorstand und Aufsichtsrat aus den einschlägigen gesetzlichen Vorschriften, der Satzung, den rechtmäßigen Beschlüssen anderer Gesellschaftsorgane, dem jeweiligen Anstellungsvertrag sowie aus den organschaftlichen Treuebindungen.[146] Darüber hinaus besteht gem. § 93 Abs. 1 Satz 1 AktG eine allgemeine Sorgfaltspflicht.[147] Der Vorstand hat danach bei seiner Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden. Maßgeblich ist insofern, wie ein pflichtbewusster, selbständig tätiger Leiter eines Unternehmens der konkreten Art, der nicht mit eigenen Mitteln arbeitet, sondern ähnlich einem Treuhänder fremden Vermögensinteressen verpflichtet ist, zu handeln hat.[148] Die Pflichten des Aufsichtsrats (insbesondere nach § 111 AktG) beziehen sich vor allem auf seine Beratungs- und Überwachungsfunktion. Daneben besteht wie für den Vorstand gem. §§ 116, 93 AktG eine allgemeine Sorgfaltspflicht, die sich nach der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes richtet, dem ein Aufsichtsratsmandat anvertraut

---

[145] Vgl. unten 2.6.
[146] Vgl. Berg/Stöcker (2002), S. 1575.
[147] Vgl. dazu etwa Hopt, in: Großkommentar zum Aktienrecht (1999), § 93 Rn. 225 ff.
[148] Hüffer (2002), § 93 Rn.4.

ist.[149] Ein Pflichtenverstoß zieht gem. § 93 Abs. 2 bzw. gem. §§ 116, 93 Abs. 2 AktG eine Schadensersatzpflicht der Organmitglieder als Gesamtschuldner gegenüber der Gesellschaft nach sich. Sofern mit der Durchsetzung der Ersatzansprüche durch die zuständigen Gesellschaftsorgane nicht zu rechnen ist, kann diese nach § 147 AktG mittels eines einfachen Beschlusses der Hauptversammlung erzwungen werden. Nach § 93 Abs. 2 Satz 2 AktG – ggf. iVm § 116 AktG – liegt die Beweislast im Streitfall auf Seiten der Organmitglieder, die somit nachweisen müssen, dass sie pflichtgemäß gehandelt haben. Im Hinblick auf den Deutschen Corporate Governance Kodex stellt sich die Frage, ob seine Empfehlungen und Anregungen geeignet sind, den allgemeinen Sorgfaltsmaßstab näher zu konkretisieren.

2.5.1.1 Verstoß gegen vom Kodex wiedergegebene gesetzliche Vorschriften

Sofern der Deutsche Corporate Governance Kodex positives Recht wiedergibt, sind die jeweiligen Vorschriften ohnehin zu beachten; eine Nichtbefolgung stellt in jedem Fall eine Pflichtverletzung eines Gesellschaftsorgans dar.

2.5.1.2 Verstoß gegen transformierte Kodex-Regelungen

Auch wenn Empfehlungen und Anregungen des DCGK durch eine Integration in den Arbeitsverträgen von Vorstand und Aufsichtsrat oder durch Aufnahme in die Geschäftsordnung oder Satzung transformiert wurden, ist eine Abweichung gleichzeitig ein haftungsbegründender Pflichtenverstoß iSv § 93 Abs. 2 AktG (ggf. iVm § 116 AktG).[150] Fraglich ist, welche rechtlichen Konsequenzen die Nichtbefolgung von Empfehlungen und Anregungen des Kodex hat, wenn diese nicht unmittelbar umgesetzt wurden.

2.5.1.3 Abweichung von Empfehlungen und Anregungen des Kodex

Möglicherweise kommt den Empfehlungen und Anregungen des Kodex normkonkretisierende Wirkung zu. Hierfür ist entscheidend, ob sie ein Verhalten beschreiben, das der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsleiters iSv § 93 Abs. 1 Satz 1 AktG

---

[149] Vgl. Berg/Stöcker (2002), S. 1575 mwN.
[150] Vgl. Ettinger/Grützediek (2003), S. 355-356.

bzw. eines ordentlichen und gewissenhaften Aufsichtsrats iSv §§ 116, 93 Abs. 1 Satz 1 AktG entspricht. Inhalt und Umfang der Sorgfaltspflichten hängen von Art und Größe des betroffenen Unternehmens sowie von der konkreten Situation ab.[151] Bei der Auslegung kommt es auf die konkreten Umstände im Einzelfall an. Die Gerichte stellen hier auf die jeweils betroffenen Verkehrskreise, die einzelnen Handlungstypen und die besondere Lage der Betroffenen ab.[152] Wichtige Kriterien sind der Erwartungshorizont und ein unter Umständen berechtigtes Vertrauen der Verkehrsteilnehmer. Dieser Maßstab ist normativ in dem Sinne, dass es nicht *nur* auf das jeweils „Übliche" ankommt.[153] Die Verkehrsübung der jeweils betroffenen Kreise ist dennoch ein wichtiges Kriterium.

Die Empfehlungen des DCGK geben derzeit sicherlich noch keine weit verbreite Übung wieder.[154] Was gut und „best practice" ist, muss nicht gleichzeitig verbreitete Übung sein. Eine der Zielsetzungen des Deutschen Corporate Governance Kodex war es ja gerade, die in Deutschland praktizierte Corporate Governance zu verbessern. Auch die Gesetzesbegründung geht ausdrücklich von „unverbindlichen Verhaltensempfehlungen" aus.[155] Dennoch ist es nicht ausgeschlossen, dass sich ein den Empfehlungen des Kodex entsprechendes Verhaltensmuster im Laufe der Zeit allgemein als Handelsbrauch iSv § 346 HGB durchsetzt.[156] Der im konkreten Fall zur Entscheidung berufene Richter wird allerdings selbst dann nicht von einer genauen Prüfung absehen können, in der den jeweils besonderen Umständen des Einzelfalls das gebührende Gewicht eingeräumt wird.[157]

Das für die Empfehlungen des Kodex Gesagte gilt umso mehr für die Anregungen des Kodex; diese haben noch mehr als die Empfehlungen einen auf Weiterentwicklung und Verbesserung abzielenden Charakter, der entsprechend weniger mit der derzeitigen tatsächlichen unternehmerischen Praxis übereinstimmt.

---

[151] Thümmel (1998), Rn. 136.
[152] Vgl. Großkommentar zum AktG-*Hopt* (1998), § 93, Rn. 78.
[153] Vgl. Hüffer (2002), § 93, Rn. 2, 4.
[154] Vgl. Ettinger/Grützediek (2003), S. 355; Bachmann (2002), S. 2139.
[155] Vgl. Begründung zum BReg-Entwurf, S. 21, BT-Drucksache 14/8769.
[156] Dies erwartend wohl Schüppen (2002), S. 1271; vgl. auch Ulmer (2002), S. 164, 166.
[157] Vgl. Berg/Stöcker (2002), S. 1576.

Unabhängig davon, ob der Kodex eine allgemein verbreitete Übung wiedergibt, könnten seine Empfehlungen und Anregungen dennoch für die Auslegung der Sorgfaltspflicht von Gesellschaftsorganen bedeutsam sein, nämlich als Regelwerk eines Sachverständigengremiums. Die Heranziehung derartiger Regelwerke ist in der Rechtsprechung nicht ungewöhnlich, man denke beispielsweise an die DIN-Normen des Deutschen Instituts für Normung e.V., denen große Bedeutung bei der Bestimmung von Verkehrssicherheitspflichten zukommt.[158] Ähnliches gilt für Sportregeln, wie etwa die Regattaregeln des Deutschen Seglerverbandes oder die FIS-Regeln des Skiverbandes.[159] Der Deutsche Corporate Governance Kodex trägt als „Regelung von der Wirtschaft für die Wirtschaft"[160] ebenfalls gewisse Charakterzüge der Selbstorganisation. Er wird jedoch von zwei Merkmalen geprägt, die ihn von den vorgenannten Beispielen grundsätzlich unterscheiden. Zunächst zielen die Empfehlungen, vor allem aber die Anregungen des Kodex nach dem Willen ihrer Verfasser eindeutig auf eine Verbesserung der derzeitigen Corporate Governance Praxis, sie sind demnach progressiv auf die Veränderung bestehender Zustände angelegt. Außerdem ist es nach der Regelungssystematik und der Intention der Autoren grundsätzlich möglich, den Kodex ganz oder zum Teil nicht zu befolgen. Damit soll den Adressaten des Kodex im Unterschied zu einer starren positiv-rechtlichen Regelung die nötige Flexibilität belassen werden, um auf branchentypische Besonderheiten angemessen zu reagieren. Eine Heranziehung des DCGK als Regelwerk eines Sachverständigengremiums zur unmittelbaren Konkretisierung von Sorgfaltspflichten für Verwaltungsmitglieder scheidet damit aus. Ebenso kann eine generelle Ablehnung des Kodex durchaus im Interesse der Gesellschaft liegen und begründet deshalb für sich genommen noch keinen Pflichtenverstoß.[161] Es ist dennoch nicht unwahrscheinlich, dass sich die Rechtsprechung im Einzelfall bei der Konturierung der Sorgfaltspflichten eines ordentlichen Geschäftsleiters bzw. eines ordentlichen und gewissenhaften Aufsichtsratsmitglieds in zunehmendem Maße an der einen oder anderen Empfehlung oder gar Anregung des Deutschen Corporate Governance Kodex orien-

---

[158] Vgl. z.B. BGHZ 103, 337, 341; Ulmer (2002), S. 166.

[159] Vgl. BGHZ 58, 40, 43 ff.

[160] Ausführungen von Dr. Gerhard Cromme anlässlich der Übergabe des DCGK, abrufbar unter www.corporate-governance-code.de.

[161] Vgl. Lutter (2002), S. 542 f.

tieren wird. Im angloamerikanischen Rechtskreis ist die Heranziehung von best-practice-Kodizes (codes of conduct) bei der richterlichen Auslegung ohne weiteres möglich.[162]

Eine Haftung von Vorstand oder Aufsichtsrat nach § 823 Abs. 2 BGB wegen Nichtbeachtung von Empfehlungen oder Anregungen des Kodex scheidet aus, da der Kodex nicht die für § 823 Abs. 2 BGB erforderliche Schutznormqualität besitzt.[163]

2.5.2 Safe Harbour bei Befolgung des DCGK?

Im umgekehrten Falle ist es fraglich, ob eine strikte Befolgung aller Empfehlungen und Anregungen Vorstände und Aufsichtsräte börsennotierter Aktiengesellschaften im Sinne eines „Safe Harbour" von jeglichem Haftungsrisiko befreit. Ebenso wie es im Interesse einer Gesellschaft sein kann, die Empfehlungen und Anregungen des Kodex grundsätzlich zu befolgen, kann im Einzelfall auch eine Abweichung oder gar eine generelle Ablehnung dringend angezeigt sein, um der nach § 93 Abs. 1 AktG bzw. §§ 116, 93 Abs. 1 AktG erforderlichen Sorgfalt zu genügen. Dies ist zum Beispiel denkbar, wenn ein optimal auf die Erfordernisse der Gesellschaft zugeschnittener unternehmensindividueller Corporate Governance Kodex vorliegt. Ein haftungsbefreiender Automatismus bei Befolgung aller Empfehlungen und Anregungen des DCGK besteht demnach nicht.

Möglicherweise ergibt sich in praxi bei § 93 Abs. 2 Satz 2 AktG jedoch zumindest eine Beweislastumkehr zugunsten der Organmitglieder, wenn die Kodex-Empfehlungen eingehalten wurden und werden. Dann müssten nicht die Organmitglieder ihr pflichtgemäßes Handeln, sondern vielmehr die Gesellschaft den Pflichtverstoß iSv § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG beweisen.

2.5.3 Haftung gegenüber Dritten (Außenhaftung)

Im Verhältnis zu den Anteilseignern scheidet eine Haftung der Organmitglieder wegen Nichtbefolgung des Deutschen Corporate Governance Kodex erst recht aus. Das

---

[162] Vgl. z.B. „Smith vs. Van Gorkom", 488 A.2d 858 (Del. 1985); „In Re Caremark International Inc. Derivative Litigation", 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996); vgl. auch Cuervo (2002), S. 85.

Ob und das Maß der Abweichung von den Empfehlungen und Anregungen des Kodex unterliegt grundsätzlich dem Ermessen des Vorstands (§ 76 Abs. 1 AktG). Nur in ganz seltenen Fällen und bei Hinzutreten weiterer Umstände ist eine Ermessensreduzierung auf Null vorstellbar, die zu einer entsprechenden Rechtspflicht des Vorstands zur Einhaltung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex führen würde.[164]

2.6 Haftungsfragen im Zusammenhang mit der Entsprechenserklärung

2.6.1 Ersatzansprüche der Gesellschaft gegen die Mitglieder der Organe (Binnenhaftung)

2.6.1.1 Grundsätzliches

Gem. § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG sind Vorstandsmitglieder, die ihre Pflichten verletzen, der Gesellschaft zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Nach §§ 93, 116 AktG trifft Aufsichtsräte die gleiche Verantwortlichkeit.

2.6.1.2 Pflichtverletzung

Die Abgabe einer Entsprechenserklärung nach § 161 AktG ist eine Rechtspflicht für Vorstände und Aufsichtsräte börsennotierter Aktiengesellschaften. Eine Pflichtverletzung kann vorliegen, wenn die Entsprechenserklärung gar nicht, verspätet oder inhaltlich unrichtig abgegeben wird. In letzterem Fall ist weiter zwischen einer anfänglich unrichtigen und einer durch abweichende Praxis später unrichtig werdenden Entsprechenserklärung zu unterscheiden.

Im einfach gelagerten Grundfall, wenn überhaupt keine Entsprechenserklärung abgegeben wird, liegt eine Pflichtverletzung ohne weiteres vor.[165] Sofern der Gesellschaft daraus ein adäquat kausal verursachter Schaden entstanden ist, sind die Organmitglieder im Falle ihres (vermuteten) Verschuldens zum Ersatz verpflichtet. Gleiches gilt bei einer verspäteten Abgabe der Entsprechenserklärung.

---

163 Vgl. Abram (2003), S. 45.

[164] Vgl. Seibt (2002), S. 253 f., Abram (2003), S. 56.

[165] Vgl. Ettinger/Grützediek (2003), S. 353-354; Kiethe (2003), S. 562-565.

Schwieriger liegen die Dinge, wenn zwar rechtzeitig eine Entsprechenserklärung abgegeben wurde, diese aber inhaltlich unrichtig ist. Wenngleich es dem Wortlaut nicht direkt zu entnehmen ist, so fordert § 161 AktG dennoch eine inhaltlich korrekte Entsprechenserklärung. Alles andere würde dem Sinn und Zweck der Norm fundamental widersprechen.[166] Am problematischsten ist der Fall, dass eine Entsprechenserklärung abgegeben wird, die den tatsächlichen Umständen im Zeitpunkt ihrer Abgabe entspricht, später aber wegen einer vom Kodex abweichenden Praxis inhaltlich unrichtig wird. Hier ist zu unterscheiden, ob sich die unternehmerische Praxis selbst geändert hat, oder ob der Kodex von der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex angepasst worden ist (vgl. oben 2.4.1.5). Da nur im ersten Fall eine Pflicht zur erneuten Abgabe einer Entsprechenserklärung besteht, liegt nur in diesem Fall ein Verstoß gegen eine Rechtspflicht mit den daraus resultierenden Haftungsrisiken vor.

2.6.1.3 Weitere Haftungsvoraussetzungen

Weitere Voraussetzungen für einen Ersatzanspruch der Gesellschaft gegenüber ihren Organmitgliedern sind ein adäquat kausal entstandener Schaden sowie Verschulden (Vorsatz oder Fahrlässigkeit) des jeweiligen Organmitglieds.

2.6.2 Ersatzansprüche geschädigter Aktionäre oder Anleger gegen das verantwortliche Organmitglied (Außenhaftung)

2.6.2.1 § 280 Abs. 1 Satz 1 BGB (iVm § 311 Abs. 2, 3 BGB)

Ein Ersatzanspruch von Aktionären oder auch potentiellen Anlegern gegenüber einem verantwortlichen Organmitglied kommt unter mehreren Gesichtspunkten in Betracht. Eine rechtsgeschäftliche Haftung nach § 280 Abs. 1 Satz 1 BGB scheidet mangels eines Schuldverhältnisses zwischen Anteilseignern und Organmitgliedern aus. Zu denken ist aber an eine der rechtsgeschäftlichen Haftung gleichgestellte Verantwortlichkeit nach den Grundsätzen der Culpa in contrahendo, die mit der Schuldrechtsreform in § 311 Abs. 2 BGB Eingang in das Gesetz gefunden haben, oder aufgrund der Inanspruchnahme besonderen persönlichen Vertrauens nach § 311 Abs. 3

---

[166] Vgl. Lutter (2002), S. 531.

BGB. Diese Sachlage liegt jedoch allein aufgrund der Ausübung der Funktion eines Mitglieds der Geschäftsleitung nicht vor, da hier nur das „normale“ Verhandlungsvertrauen in Anspruch genommen wird.[167] Hinsichtlich des Schadens ist zu beachten, dass Aktionäre einen Schaden nicht geltend machen können, wenn dieser mit einem Schaden der Gesellschaft einhergeht. Sie können dann lediglich auf Leistung an die Gesellschaft klagen.

2.6.2.2 Prospekthaftung

Die Haftung der Prospektverantwortlichen auf Schadensersatz für falsche oder unvollständige Prospekte ist in zahlreichen Spezialgesetzen geregelt (§ 44 Abs. 1, 2 BörsG, § 20 KAGG, § 12 AuslInvestmG, § 13 VerkProspG). Allen diesen Regelungen ist gemein, dass sie sich auf einen mit der Ausgabe neuer Aktien in Verbindung stehenden Emissionsprospekt beziehen. Nur wenn in einem solchen Prospekt gegen § 161 AktG verstoßen wird, ist eine Schadensersatzpflicht aus den genannten Vorschriften denkbar. Jahresabschlüsse, Zwischen- oder Quartalsberichte erfüllen für sich genommen nicht die gesetzlichen Anforderungen an einen Emissionsprospekt iSv § 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG und unterfallen somit nicht dem Prospektbegriff des § 44 BörsG.[168]

Zu denken ist ferner an die gegenüber den spezialgesetzlichen Regelungen subsidiäre bürgerlichrechtliche Prospekthaftung, die von der Rechtsprechung auf der Grundlage der allgemeinen Vertrauenshaftung entwickelt worden ist.[169] Sie basiert auf dem typisierten Vertrauen des Anlegers auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der in dem Prospekt enthaltenen Angaben. Voraussetzung ist demnach zunächst das Vorliegen eines Prospekts, das heißt eine an eine Vielzahl von Personen gerichtete schriftliche Erklärung, die für die Beurteilung einer Anlage erhebliche Informationen erhält oder diesen Eindruck erwecken soll.[170] Wie bei § 44 BörsG ist ein innerer Zusammenhang zwischen den in dem Prospekt enthaltenen Informationen und dem Erwerb der Akti-

---

[167] Vgl. Berg/Stöcker (2002), S. 1577; ausführlich Abram (2003), S. 43.

[168] Vgl. Abram (2003), S. 43.

[169] Vgl. nur Palandt-*Heinrichs*, § 276 Rn. 23 ff.; Berg/Stöcker (2002). S.1580 mwN.

[170] Assmann/Schütze (1997), § 7 Rn. 57 in Anlehnung an den zu § 264a StGB entwickelten Prospektbegriff.

en erforderlich.[171] Eine Haftung scheidet hier in Ermangelung eines solchen unmittelbaren Zusammenhangs aus, wenn die Pflichtverletzung lediglich den Kurs der auf dem Sekundärmarkt gehandelten Aktie negativ beeinflusst hat.[172] Die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG weist noch weitere Unterschiede zu den spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbeständen auf. Im Gegensatz zu Prospekten zielt die Entsprechenserklärung nicht primär auf die Förderung des Verkaufs (neuer) Aktien. Im Vergleich mit einem klassischen Emissionsprospekt fehlen in der Entsprechenserklärung wesentliche Angaben, die der Anleger zur Entscheidung über die Investition benötigt. Schließlich wird gegen einen Rückgriff auf die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung zum DCGK noch ins Feld geführt, dass sie die Wertungen aus § 44 Abs. 1 BörsG, §§ 37b, 37c WpHG unterlaufe, weil die Haftung dort auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit beschränkt ist.[173] Eine entsprechende Sanktionsnorm für § 161 AktG sei vom Gesetzgeber absichtlich nicht eingeführt worden.[174]

2.6.2.3 §§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG

Anspruchsgegner der mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz geschaffenen Haftungsgrundlagen ist ausschließlich die Gesellschaft als „der Emittent“, so dass eine Haftung der Organmitglieder aufgrund dieser Normen ausscheidet.

2.6.2.4 Deliktische Haftung nach § 823 Abs. 1 BGB

Das aus der Aktie erwachsene Mitgliedschaftsrecht des Aktionärs in der Gesellschaft ist weithin als sonstiges Recht iSd § 823 Abs. 1 BGB anerkannt.[175] Einen Anspruch wegen Verletzung dieses Rechts können somit nur solche Anleger geltend machen, die schon zum Zeitpunkt der Pflichtverletzung des Organmitglieds Inhaber einer Aktie der Gesellschaft waren.

---

[171] Vgl. Groß (2002), S. 480.

[172] Vgl. Abram (2003), S. 43; Berg/Stöcker (2002), S. 1580; Groß (2002), S. 479 f.

[173] Vgl. Ettinger/Grützediek (2003), S. 358.

[174] Berg/Stöcker (2002), S. 1581 (im Hinblick auf §§ 37b, 37c WpHG); Seibt (2002), S. 257; Groß (2002), S. 480.

[175] Vgl. nur Großkommentar zum Aktienrecht-*Hopt* (1999), § 93, Rn. 470; Palandt-*Thomas,* § 823 Rn. 27.

Bei der Frage nach einer möglichen Haftung aus § 823 Abs. 1 BGB ist problematisch, ob ein durch die Pflichtverletzung eines Organmitglieds herbeigeführter Kursverlust als Schaden liquidiert werden kann. Nach überwiegender Auffassung bietet das Deliktsrecht keinen Schutz gegen wirtschaftliche Entwertung des Mitgliedschaftsrechts.[176] Eine andere Ansicht will jedenfalls den Kernbereich (das „Substrat") des Mitgliedschafsrechts geschützt sehen.[177] Beide Auffassungen führen hier zum selben Ergebnis. Zunächst sind die im Kodex enthaltenen Anregungen und Empfehlungen – wie dargelegt – unverbindlich, so dass ein Verstoß dagegen keine Pflichtverletzung darstellt (s.o.). Die davon zu trennende Erklärungsverpflichtung zur Einhaltung des Kodex nach § 161 AktG betrifft ebenfalls nicht den Kernbereich des Mitgliedschaftsrechts.[178] Somit ist auch nach jener Meinung, die den Kenbestand des Mitgliedschafsrechts über § 823 Abs. 1 BGB geschützt sieht, eine Haftung auf dieser Grundlage ausgeschlossen.[179]

2.6.2.5 Deliktische Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB iVm einem Schutzgesetz

2.6.2.5.1 <u>§ 823 Abs. 2 BGB iVm § 161 AktG</u>

Sowohl hinsichtlich des verletzten Rechtsgutes als auch in Bezug auf die Art des eingetretenen Schadens gewährt § 823 Abs. BGB iVm mit einem Schutzgesetz einen weitergehenden Rechtsschutz als § 823 Abs. 1 BGB. Ein Schutzgesetz iSv § 823 Abs. 2 BGB ist eine Rechtsnorm, die – zumindest auch – den Schutz eines einzelnen oder einzelner Personengruppen vor bestimmten Rechtsgutsverletzungen bezweckt.[180]

Es ist fraglich, ob § 161 AktG ein solches Schutzgesetz ist. Die Vorschrift hat zweifelsohne Rechtsnormqualität. Durch Rückgriff auf die Präambel des DCGK lässt sich auch der zu schützende Personenkreis eindeutig bestimmen. Problematisch ist jedoch, ob der Zweck von § 161 AktG auch den Schutz des Vermögens Einzelner um-

---

[176] Vgl. Großkommentar zum Aktienrecht-*Hopt* (1999), § 93, Rn. 470; Berg/Stöcker (2002), S. 1578 mwN; Seibt (2002), S. 255.

[177] Vgl. Palandt-*Thomas* § 823, Rn. 140 ff.

[178] A.A. Berg/Stöcker (2002), S. 1578.

[179] Vgl. Ettinger/Grützediek (2003), S. 358.

[180] Vgl. nur BGH NJW 1992, S. 242; Palandt-*Thomas* § 823, Rn. 141 mwN.

fasst. Aus dem Wortlaut lässt sich ein solcher Zweck nicht entnehmen. Die Suche nach historischen Argumenten bleibt erfolglos, da die Gesetzesbegründung zu Haftungsfragen an dieser Stelle schweigt.[181] Aus systematischen Aspekten spricht die Divergenz zu anderen und spezielleren Haftungsgrundlagen gegen einen entsprechenden Schutzzweck. Insbesondere in Bezug auf §§ 37b, 37c WpHG ist auffällig, dass diese Normen einen Haftungsanspruch erst ab der Schwelle grober Fahrlässigkeit vorsehen. Der – im Übrigen in § 37b Abs. 2 bzw. 37c Abs. 2 WpHG begrenzte – Anspruch richtet sich jedoch nur gegen die Gesellschaft selbst, weshalb diese Norm nicht aus Gründen der Spezialität vorgehen kann. Im Übrigen hat sich die Rechtsprechung in der Vergangenheit nicht davon abhalten lassen, eine Haftung von Verwaltungsmitgliedern über § 823 Abs. BGB iVm Einzelbestimmungen anzunehmen, wenngleich das Aktiengesetz in diesem Punkt schweigt.[182]

Aus teleologischer Sicht ist einzuwenden, dass ein unkontrollierbares Haftungsrisiko für Organmitglieder börsennotierter Aktiengesellschaften einen lähmenden Effekt haben könnte. Wenn die Arbeitsbedingungen für Vorstände und Aufsichtsräte durch hohe Haftungsrisiken verteuert werden, könnte es für die Anteilseigner der Unternehmen schwierig werden, internationale Top-Manager zu verpflichten. Dieses Argument wird jedoch dadurch entkräftet, dass Haftungsrisiken mit entsprechenden Versicherungen begegnet werden kann. Für Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte besteht eine ähnliche Haftung, die durch die einschlägigen Pflicht-Berufshaftpflichtversicherungen abgedeckt wird.[183]

Schwierigkeiten bei der Durchsetzung des Anspruchs aus § 823 Abs. 2 BGB iVm § 161 AktG dürften in der Praxis jedoch beim Nachweis der Kausalität und bei der Schadensberechnung bestehen, da der Aktienkurs als schadensbestimmende Größe von vielen anderen Faktoren beeinflusst wird, die mit der Abgabe der Entsprechenserklärung in keinem Zusammenhang stehen.

---

[181] So auch Seibt (2002), S. 256; Berg/Stöcker, S. 1579; Abram (2003), S. 45.
[182] Vgl. Abram (2003), S. 46 mwN.
[183] Vgl. Abram (2003), S. 46.

2.6.2.5.2 § 823 Abs. 2 BGB iVm § 20a Abs. 1 WpHG

Ein Haftungsanspruch auf der Grundlage von § 823 Abs. 2 BGB iVm § 20 a Abs. 1 WpHG ist wieder nur dann möglich, wenn § 20a Abs. 1 WpHG die erforderliche Schutznormqualität zukommt. Dagegen spricht, dass § 20a Abs. 1 WpHG der Nachfolger des nahezu bedeutungslosen § 88 BörsG ist,[184] dem diese Qualität nicht zukam.[185] Ferner würde es den Wertungen aus §§ 37b Abs. 5, 37c Abs. 5 WpHG widersprechen, wenn über § 823 Abs. 2, 276 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 BGB die lediglich leicht fahrlässige Verletzung des § 20a Abs. 1 WpHG zu einer Haftung von Vorstand oder Aufsichtsrat führen würde (vgl. oben 3.9.2.4). Für die Ahndung eines Verstoßes gegen § 20a Abs. 1 WpHG als Ordnungswidrigkeit gem. § 39 Abs. 1 Nr. 1 WpHG muss zumindest bedingter Vorsatz vorliegen. Dieses gesteigerte Verschuldenserfordernis muss demnach auch für eine Deliktshaftung aus § 823 Abs. 2 BGB gelten.[186]

2.6.2.5.3 § 823 Abs. 2 BGB iVm § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG

Bis zum Inkrafttreten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes kam § 15 Abs. 1 WpHG keine Schutznormqualität. Dies beruhte zum einen auf dem expliziten Haftungsausschluss in § 15 Abs. 6 WpHG, zum anderen auf dem Schutzbereich der Vorschrift, der sich auf die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beschränkt.[187] Trotz des Wegfalls des Haftungsausschlusses mit dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz hat sich der Schutzbereich der Norm nicht geändert. Für den Fall der Verletzung des § 15 Abs. 1 WpHG stehen nunmehr die §§ 37b Abs. 5, 37c Abs. 5 WpHG zur Verfügung (vgl. oben). Damit besteht nach wie vor kein Anlass, § 15 Abs. 1 WpHG als Schutzgesetz iSv § 823 Abs. 2 BGB anzusehen.[188]

2.6.2.5.4 § 823 Abs. 2 BGB iVm § 331 Nr. 1, 2 HGB

Nach § 331 Nr. 1, 2 HGB ist die vorsätzliche unrichtige oder verschleiernde Darstellung der Verhältnisse der Gesellschaft u.a. in deren Jahres- und Konzernabschluss

---

[184] RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 89.
[185] Vgl. OLG München ZIP 2002, S. 1989 (1991) mwN; Groß (2002), S. 484.
[186] Vgl. Abram (2003), S. 46.
[187] Vgl. OLG München ZIP 2002, 1989 (1994); Rieckers (2002), S. 1214-1215 mwN.
[188] Vgl. Abram (2003), S. 46.

mit Strafe bedroht. Die Norm ist ein Schutzgesetz iSv § 823 Abs. 2 BGB. Die Erklärung nach § 161 AktG muss jedoch nicht im Jahresabschluss wiederholt werden, nach §§ 285 Nr. 16, 314 Abs. 1 Nr. 8 HGB ist der Hinweis ausreichend, dass die Entsprechenserklärung abgegeben und den Aktionären zugänglich gemacht worden ist. Somit ist die Abgabe einer inhaltlich falschen Entsprechenserklärung von § 331 Nr. 1, 2 HGB nicht erfasst. Da sich die Schutznorm im Übrigen nur auf die „wirtschaftlichen", nicht aber auf die tatsächlichen Verhältnisse der Gesellschaft bezieht, kommt eine Schadensersatzpflicht aus § 823 Abs. 2 BGB iVm § 331 Nr. 1, 2 HGB auch dann nicht in Betracht, wenn die Entsprechenserklärung entgegen anders lautenden Angaben im Jahresabschluss nicht abgegeben oder den Aktionären nicht zugänglich gemacht worden ist.[189]

2.6.2.5.5 § 823 Abs. 2 BGB iVm § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG

Die Strafbestimmung des § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG ist gegenüber § 331 Nr. 1, 2 HGB subsidiär. Als Schutzgesetz iSv § 823 Abs. 2 BGB stellt sie die vorsätzliche falsche oder verschleierte Präsentation der Verhältnisse der Aktiengesellschaft in Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand sowie in Vorträgen oder Auskünften in der Hauptversammlung unter Strafe. Zu den „Verhältnissen" gehören alle Tatsachen, Daten, Vorgänge und Schlussfolgerungen, die für die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft von Bedeutung sein können.[190] Dazu gehört auch, inwieweit die Gesellschaft den DCGK einhält.

Es ist zu beachten, dass der Verstoß gegen § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG für die Auslösung der Haftungsfolge gem. § 823 Abs. 2 BGB, § 15 STGB (zumindest bedingt) vorsätzlich erfolgen muss; der geschädigte Anleger trägt hierfür ebenso die Beweislast wie für die Ursächlichkeit des Verstoßes für einen bei ihm eingetretenen Schaden. Aufgrund dieser für den Anleger ungünstigen Beweissituation dürfte die Vorschrift in der Praxis wenig Bedeutung erlangen.[191]

---

[189] Vgl. Ihrig/Wagner (2002), S. 792; Berg/Stöcker (2002), S. 1579 f.
[190] Großkommentar zum Aktienrecht-*Otto*, § 400, Rn. 29; Berg/Stöcker (2002), S. 1579.
[191] Vgl. Abram (2003), S. 47.

2.6.2.5.6 § 823 Abs. 2 BGB iVm § 264a Abs. 1 StGB

Der Tatbestand des Kapitalanlagebetrugs nach § 264 Abs. 1 StGB hat gewisse Ähnlichkeit mit dem des § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG. Er verlangt jedoch zusätzlich einen Zusammenhang mit dem Vertrieb von Wertpapieren oder einem Angebot zur Aufstockung bereits gehaltener Papiere. Die Strafnorm kann also nur ausnahmsweise dann eingreifen, wenn die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG im Zusammenhang mit der Neuemission von Aktien erfolgt. Ferner müssen die in „Prospekten", „Darstellungen" oder „Übersichten" bereitgestellten Informationen den Eindruck erwecken, für die Anlageentscheidung vollständige Informationen zu liefern; dies ist bei den in der Regel als Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichten Erklärungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex in der Regel nicht der Fall.[192]

2.6.2.5.7 § 823 Abs. 2 BGB iVm § 263 Abs. 1 StGB

Ein Eingreifen von § 263 Abs. 1 StGB scheidet aus, da es am Erfordernis eines unmittelbar verursachten Vermögensschadens fehlt. Wenn ein Anleger aufgrund einer falschen Entsprechenserklärung Aktien eines Unternehmens kauft, so manifestiert sich der Kursverlust – wenn überhaupt – erst später, wenn die Unrichtigkeit der Entsprechenserklärung allgemein bekannt wird. Das Vermögen des Geschädigten ist im Moment des Aktienkaufs nicht – wie von § 263 Abs. 1 StGB gefordert – unmittelbar geringer geworden, weil der Wert der Aktien dem Vermögen mit der Verfügung gleichzeitig zuwächst.[193]

2.6.2.6 Deliktische Haftung nach § 826 BGB

Nach § 826 BGB ist zum Schadensersatz verpflichtet, wer in einer gegen die guten Sitten verstoßenden Weise einem anderen vorsätzlich Schaden zufügt. Die Voraussetzungen für ein Eingreifen von § 826 BGB als Grundlage für Schadensersatzansprüche geschädigter Aktionäre infolge verspäteter oder unrichtiger Ad-hoc-Mitteilungen nach § 15 Abs. 1 WpHG waren vor In-Kraft-Treten der §§ 37b, 37c WpHG

---

[192] Vgl. Abram (2003), S. 47.

[193] Vgl. Berg/Stöcker (2002), S. 1578; Abram (2003), S. 47.

strittig.[194] Mit den neuen Spezialregelungen dürfte § 826 BGB bei Verletzung der Ad-hoc-Pflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG nun weitgehend verdrängt sein.

Bei ungenügenden Kapitalmarktinformationen für die Fälle verspäteter oder unrichtiger Entsprechenserklärungen gemäß § 161 AktG muss dies nicht unbedingt gelten. Es ist aber zu beachten, dass Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG eine geringere Kurswirkung als Ad-hoc-Mitteilungen haben. Ein geschädigter Anleger wird es – auch wegen der Vielzahl der anderen kursbeeinflussenden Variablen – demnach schwer haben, den verantwortlichen Organmitgliedern einen bedingten Schädigungsvorsatz nachzuweisen.[195]

2.6.3 Ersatzansprüche geschädigter Anleger und Aktionäre gegen die Gesellschaft

2.6.3.1 § 280 Abs. 1 BGB

Ersatzansprüche geschädigter Anleger und Aktionäre gegen die Gesellschaft können zunächst wiederum aus § 280 Abs. 1 BGB bestehen. Als zugrunde liegendes Schuldverhältnis kommt ein Kaufvertrag über Aktien in Betracht (§§ 453 Abs. 1, 433 BGB), wenn der Anleger die Aktien direkt von der Gesellschaft gekauft hat. Dies dürfte vor allem bei Neuemissionen oder Kapitalbeschaffungsmaßnahmen relevant werden. Die Gesellschaft würde jedoch gem. §§ 453 Abs. 1, 433 Abs. 1 Satz 2, 434 Abs. 1, 437 Nr. 3 BGB immer nur für den Bestand des Rechts haften, niemals für einen bestimmten Kurs.[196]

2.6.3.2 § 37 b Abs. 1 WpHG

Im Falle einer nicht oder verspätet abgegebenen Erklärung zum Deutschen Corporate Governance mit zutreffendem Inhalt kommt eine Haftung der Gesellschaft nach § 37b Abs. 1 WpHG in Betracht (im Unterschied zu § 37c Abs. 1 WpHG, der bei einer falschen Erklärung eingreifen kann).

---

[194] Vgl. Hozborn/Foelsch (2003), S. 938 f.
[195] A.A. Abram (2003), S. 48.
[196] Vgl. Palandt-*Putzo*, § 453, Rn. 21, 24.

Dazu müsste die Erklärung nach § 161 AktG eine Tatsache sein, die nicht bekannt ist, im Tätigkeitsbereich der Gesellschaft eingetreten ist und die Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allg. Geschäftsverlauf der Gesellschaft hat. Ob und Ausmaß der Befolgung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance sind solche Tatsachen. (Neu eintretende) Negative Abweichungen sind ebenso wie positive Veränderungen in der Compliance des DCGK grundsätzlich auch geeignet, den Aktienkurs erheblich zu beeinflussen. Sofern die weiteren Voraussetzungen von § 37b Abs. 1 Nr. 1 oder 2 WpHG gegeben sind (der Anspruchssteller muss die Wertpapiere nach der Unterlassung erworben haben und bei Bekanntwerden der Tatsache noch Inhaber gewesen sein (Nr. 1) oder die Wertpapiere vor dem Eintritt der Tatsache erworben und nach der Unterlassung veräußert haben (Nr.2)), scheint der Tatbestand von § 37 b Abs. 1 WpHG erfüllt.

Dennoch bestehen erhebliche Probleme bei der Durchsetzung des Anspruchs. Die Gesellschaft hat dem Anleger den „durch die Unterlassung entstandenen Schaden" zu ersetzen. Unter welchen Voraussetzungen die damit angesprochene haftungsbegründende Kausalität gegeben ist, wird daraus aber noch nicht deutlich. Das Gesetz macht keinerlei Angaben über den Zusammenhang zwischen Pflichtverletzung und Schaden. Auch in der Gesetzesbegründung finden sich lediglich Ausführungen zur Schadensberechnung.[197] Wie bei den übrigen Schadensersatzansprüchen im Zusammenhang mit der Erklärung nach § 161 AktG stellt sich das Problem, das für eine korrekte Berechnung des Schadens klar sein müsste, wie sich der Aktienkurs bei pflichtgemäßem Verhalten der (Organe der) Gesellschaft entwickelt hätte. Dies lässt sich weder logisch ergründen, noch bestehen gesicherte empirische Erkenntnisse über den Zusammenhang zwischen veröffentlichten oder nicht bzw. falsch veröffentlichten Tatsachen aus seiner Sphäre und dem Börsenkurs seiner Aktien.

2.6.3.3 § 37c Abs. 1 WpHG

Eine Schadensersatzpflicht der Gesellschaft aus § 37c Abs. 1 WpHG kommt in Betracht, wenn eine inhaltlich inkorrekte Entsprechenserklärung abgegeben wurde. Die

---

[197] Danach ist der Anspruchssteller „so zu stellen, als ob die Gesellschaft ihre Pflichten ordnungsgemäß erfüllt hätte", Begründung RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 93, 1. und 2. Absatz.

übrigen Tatbestandsvoraussetzungen entsprechen § 37b Abs. 1 WpHG. Ein Unterschied besteht allerdings bei der haftungsbegründenden Kausalität: § 37c Abs. 1 WpHG erfordert, dass über die Eignung hinaus eine Beeinflussung des Aktienkurses auch tatsächlich stattgefunden hat. Diese gesteigerte Anforderung wird der Anspruchssteller in der Praxis angesichts der Vielzahl anderer den Aktienkurs beeinflussender Faktoren kaum beweisen können (vgl. die Ausführungen oben zu § 37b Abs. 1 WpHG).

2.6.3.4 §§ 826 iVm 31 BGB

Nach § 31 BGB besteht ein Anspruch aus § 826 BGB gegen ein im Rahmen seines Verantwortungsbereichs handelndes Verwaltungsmitglied gegebenenfalls auch gegenüber der Gesellschaft.

2.7 Zwischenergebnis

Für die ökonomische Untersuchung ist entscheidend, wie sich das Haftungsrisiko für die handelnden Personen, also für Vorstände und Aufsichtsräte börsennotierter Aktiengesellschaften, darstellt; denn nur Personen, nicht theoretische organisatorische Einheiten wie Unternehmen, können Entscheidungen treffen und Handlungen vornehmen, bei denen etwaige Haftungsrisiken als Restriktionen, d.h. als Einengung des Handlungsspielraums der Akteure, wirken können.

Die bloße Nichtbefolgung von Empfehlungen und Anregungen des DCGK zieht keine unmittelbaren Haftungsrisiken für Vorstände und Aufsichtsräte nach sich. Haftungsrisiken bestehen aber im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG. Ein haftungsbegründender Pflichtenverstoß liegt vor, wenn keine oder eine anfänglich falsche Entsprechenserklärung abgegeben wird. Gleiches gilt, wenn die Entsprechenserklärung im Laufe der Zeit wegen abweichenden Verhaltens unrichtig wird und keine Korrektur der Erklärung oder des Verhaltens vorgenommen wird.[198] Haftungsgrundlagen bestehen sowohl für die Gesellschaft (§ 93 Abs. 2 AktG, ggf. iVm § 116 AktG) als auch für die Anteilseigner (vor

[198] Dies gilt nicht, wenn sich die Abweichung aus einer Änderung der Bestimmungen des Kodex durch die Regierungskommission DCGK ergibt, vgl. oben unter 2.4.1.5 und 2.6.1.

allem aus § 823 Abs. 2 BGB iVm § 161 AktG). Sofern die Anteilseigner den Schaden gegenüber der Gesellschaft (oder im Zusammenhang mit Neuemissionen gegen Banken) geltend machen, sind die Akteure einem entsprechenden Rückgriffsrisiko ausgesetzt.

3 Positive ökonomische Untersuchung

Zu Beginn der positiven Analyse steht eine Erläuterung des verwendeten ökonomischen Instrumentariums, gefolgt von einigen Überlegungen zu der ökonomischen Bedeutung von Regulierung im Gegenstandsbereich von Corporate Governance.

Im Anschluss daran wird schrittweise die Regulierung durch Corporate Governance Kodizes untersucht: Auf die Analyse der ökonomischen Wirkungsweise von Soft Law im Allgemeinen und Corporate Governance Kodizes als speziellem Anwendungsfall folgt die Untersuchung der Regulierungswirkungen des konkreten Beispiels DCGK. Als Nächstes werden die ökonomischen Implikationen der Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nach § 161 AktG analysiert.

Den Abschluss der positiven Analyse bildet eine Darstellung der empirischen Befunde zu den Regulierungswirkungen des DCGK.

3.1 Überblick und Einführung in die ökonomische Theorie des Rechts

3.1.1 Historische Entwicklung

Bevor auf Gegenstandsbereich und Methodik der ökonomischen Theorie des Rechts[199] eingegangen wird, wird in einem kurzen Überblick die Entwicklung dieses Forschungsgebiets nachgezeichnet. Wenngleich in verschiedenen Rechtsgebieten Ökonomen und Juristen schon lange zusammenarbeiten, so ist der Forschungsansatz der Ökonomischen Theorie des Rechts als solcher noch ein relativ junger. Er hat allerdings seit dem Erscheinen von Ronald Coases bahnbrechendem Artikel „The Problem of Social Cost“[200] im Jahre 1960 ein rasantes Wachstum erlebt. Als ein Durchbruch kann das Erscheinen von Richard Posners Buch „Economic Analysis of Law“[201] angesehen werden. Die darauf folgende, so genannte „Chicago-Epoche“ war

[199] Vgl. zu der gebräuchlichen, aber missverständlichen Übersetzung des englischen Begriffs „Economic Analysis of Law“ in „Ökonomische Analyse des Rechts“ Kirchner (1997a), S. 5 f.

[200] Coase (1960); vgl. auch Rowley (1998), S. 479-480.

[201] Posner (1992) (mittlerweile in der vierten Auflage).

von einer starken Betonung des Effizienzziels gekennzeichnet.[202] Die „Post-Chicago-Ära“ lässt sich in zwei Forschungsrichtungen unterteilen: Eine Richtung sucht die direkte Auseinandersetzung mit den Ideen der Chicago-School und kritisert vor allem die normative Bedeutung des Effizienzziels. Außerdem werden die rigiden Annahmen der Chicago-School als unrealistisch in Frage gestellt,[203] besonders im Zusammenhang mit ökonomischen Untersuchungen in Rechtsgebieten, in denen Moral und soziale Normen großen Einfluss auf das Verhalten der Regeladressaten haben. Die zweite Richtung ist weniger kritisch und versucht die ökonomische Theorie in ein weites Spektrum interdisziplinärer Theorien über Recht einzuordnen.[204] Während die ökonomische Theorie des Rechts in den USA spätestens in den 80er Jahren überall weite Verbreitung und auch an obersten Bundesgerichten Anwendung fand[205], verlief die Entwicklung in Europa deutlich langsamer.[206]

3.1.2 Gegenstandsbereich

Gegenstandsbereich der Ökonomischen Theorie des Rechts ist die Untersuchung rechtlicher Fragestellungen mit einem ökonomischen Instrumentarium. Die Perspektive der Wirtschaftswissenschaft ist eine sozialwissenschaftliche: Es geht um die Erklärung und Gestaltung der Bedingungen und Folgen von sozialen Interaktionen auf der Basis von individuellen Vorteils-/Nachteilskalkulationen.[207] Ziel ist die Gewinnung von Aussagen über die Wahlentscheidungen von „Akteur“ genannten Subjekten im sozialen Kontext, die diese nach der Abwägung der zu erwartenden Kosten und Nutzen treffen.[208] Diese Wahlentscheidungen werden bei konstanten Präferenzen der Akteure von den jeweiligen Anreizen und Restriktionen geprägt. Das so entstehende Handlungsfeld wird „Situation“ genannt.

---

[202] Vgl. Ogus (1998), S. 486 f.; Harrison (1995), S. 1 f.

[203] Vgl. dazu unten 3.2.2.

[204] Vgl. Harrison (1995), S. 1 f.; Ogus (1998), S. 486 f. mwN.

[205] So sind z.B. führende Vertreter der ökonomischen Theorie des Rechts zu Richtern an hohen Bundesgerichten berufen worden, unter ihnen auch Richard Posner.

[206] Vgl. Van den Bergh (1992).

[207] Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 395, 409.

[208] Vgl. Kirchner (1997a), S. 7; Frey (1990), S. 2-8.

Der Forschungsbereich der Ökonomik bestimmt sich damit nicht vom Gegenstandsbereich her (etwa „die Wirtschaft"), sondern von der Problemstellung.[209] Erkenntnisse anderer Wissenschaften dürfen nur im Rahmen des ökonomischen Forschungsprogramms eingeführt werden: als Präferenzen oder Restriktionen. Relevant sind dabei allein letztere (da die Präferenzen des Analysemodells homo oeconomicus ceteris paribus konstant bleiben).[210]

Rechtliche Regelungen sind durch staatliche oder private Sanktionsmechanismen durchsetzbare Verpflichtungen.[211] Sie stellen für die Akteure Restriktionen dar, die das Feld der möglichen Handlungen eingrenzen, indem sie für bestimmte Verhaltensalternativen Sanktionen vorsehen. Umgekehrt können von rechtlichen Regelungen Anreize ausgehen, die eine bestimmte Verhaltensvariante für die Regeladressaten attraktiver machen. In welcher Art und Weise ein Gesetz das Verhalten seiner Adressaten beeinflusst, ist eine Frage, die sich Gesetzgeber auch schon lange vor Aufkommen der ökonomischen Theorie des Rechts gefragt haben. Die Ökonomik stellt jedoch über Intuition und Common Sense hinausgehende, präzise mathematische Theorien (wie z.B. die Preis- oder die Spieltheorie[212]) und profunde empirische Methoden (wie Statistik oder Ökonometrie) zur Verfügung, die es erlauben, wissenschaftlich fundierte Aussagen darüber zu treffen, wie Menschen auf Änderungen von Gesetzen reagieren.[213]

Die Anwendung von ökonomischer Theorie des Rechts[214] sagt als solche noch nichts darüber aus, *welche* ökonomische Theorie oder welches Set korrespondierender Theorien im Einzelnen zur Bearbeitung einer rechtlichen Fragestellung nutzbar gemacht werden. Für die Untersuchung der Regulierung durch Corporate Governance Kodizes wird in dieser Arbeit das Instrumentarium der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ) gewählt.

---

[209] Vgl. Becker (1976), S. 5.
[210] Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 3-5; Kirchner (1997a), S. 7.
[211] Cooter/Ulen (2004), S. 3.
[212] Vgl. als Beispiel einer spieltheoretischen Untersuchung von Institutionen Aoki (2001).
[213] Vgl. Cooter/Ulen (2004), S. 3.
[214] Für eine Übersicht über Anwendungsbereiche der Ökonomischen Theorie des Rechts vgl. Herzel/Braendel (1998).

3.1.3 Positive und normative Untersuchung

Der skizzierte Forschungsansatz ist zunächst rein deskriptiv-analytisch. Er zielt auf die Verbesserung des Wissens über die soziale Welt und ist damit in erster Linie ein *positiver* Ansatz. Fraglich ist, inwiefern eine positive Wissenschaft normativ über Werte urteilen kann.[215] Nicht selten ist das so genannte „Werturteilsfreiheitspostulat" von Max Weber[216] als Verbot wissenschaftlicher Gestaltungsvorschläge verstanden worden.

Im Unterschied dazu versucht die normative Sozialwissenschaft Aussagen darüber zu gewinnen, welche Entscheidungsalternative unter mehreren zur Verfügung stehenden zu präferieren ist. In der Wirtschaftswissenschaft werden verschiedene Handlungsoptionen oftmals am Maßstab normativer Ziele wie Verringerung der Ressourcenknappheit[217] oder – noch weitergehend –Erreichung von Allokationseffizienz[218] gemessen. Ob die normative Variante der Ökonomik auf die ökonomische Theorie des Rechts übertragen werden kann, ist seit ihrem Bestehen umstritten.[219] In dieser Arbeit wird darauf verzichtet. Ziel ist es vielmehr, Regulierung durch Unternehmensführungskodizes zunächst rein positiv-deskriptiv zu untersuchen (Abschnitt 3.1). Eine Bewertung erfolgt dann erst durch einen hypothetischen Rechtsvergleich mit den Regelungsalternativen (Abschnitt 3.2). In diesem Zusammenhang ist Effizienz nur eines unter mehreren normativen Kriterien. Normative Aussagen über institutionelle Arrangements werden letztlich also nur relativ zu den (historischen oder hypothetischen) Regelungsalternativen getroffen.[220]

---

[215] Vgl. Kerkmeester (2000), S. 390.

[216] Vgl. Weber (1922/1988).

[217] Vgl. Streit (1991), S. 3 f.

[218] Vgl. zum Effizienzziel in der Wirtschaftswissenschaft kritisch Richter/Furubotn (2003), S. 553-556 sowie Shapiro/McClennen (1998), S. 460-465.

[219] Vgl. Kirchner (1997a), S. 25-28.

[220] Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 411-413.

3.2 Das Instrumentarium der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ)

3.2.1 Forschungsansatz

Der Begriff „Neue Institutionenökonomik“[221] geht auf *Williamson* zurück.[222] Die Ursprünge lassen sich zurückverfolgen bis zu *Coases* Aufsatz[223] zur „Analysis of the firm“. Wichtige Ausgangspunkte waren die Prinzipal-Agent-Theorie,[224] die Theorie der Verfügungsrechte (property rights-Ansatz),[225] die Neue Politische Ökonomie (public choice-Ansatz),[226] die Transaktionskostentheorie[227] sowie die Vertragstheorie.[228]

Der Forschungsansatz der NIÖ ist zunächst derjenige der klassischen Volkswirtschaftslehre: Es wird der Einfluss der Änderung einer unabhängigen Variablen (Restriktion) auf eine abhängige Variable (Verhalten der Akteure) untersucht. Alle anderen Variablen, insbesondere die Präferenzen der Akteure, müssen im Untersuchungszeitraum konstant bleiben, da immer nur die Veränderung einer Variablen untersucht werden kann (ceteris-paribus-Annahme).[229]

3.2.2 Abgrenzung zur Neoklassik

Verglichen mit der Neoklassik erweitert die NIÖ den Kreis der untersuchten Variablen, indem sie die Funktionsweise, Entstehung und Veränderung von Institutionen mit einbezieht.[230] Institutionen werden dabei als System formgebundener (formaler) und formungebundener (informeller) Regeln einschließlich der Vorkehrungen zu

---

[221] Vgl. grundlegend zum Forschungsansatz der NIÖ statt vieler Richter/Furubotn (2003); Überblick über die Literatur bei Klein (2000), S. 456-489.

[222] Vgl. Williamson (1975/1985); Überblick bei Williamson (1998) und Klein (2000).

[223] Coase (1937/1988).

[224] Grundlegend Ross (1973), Jensen/Meckling (1976); vgl. auch Richter/Furubotn (2003), S. 173 - 182.

[225] Alchian/Demsetz (1973); Coase 1960/1993; Demsetz (1967); vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 87-144; Williamson (1993), S. 6-7.

[226] Vgl. Überblick bei Van den Hauwe (2000), S. 604-659 mwN.

[227] Williamson (1985/1990), S. 15-48; Williamson (1993), S. 9-28.

[228] Vgl. statt vieler Richter/Furubotn (2003), S. 145-312; Überblick bei Klein (2000), S. 470-478.

[229] Vgl. Kirchner (1997a), S. 8.

[230] Vgl. Kirchner (1997b) S. 267-270.

deren Durchsetzung verstanden.[231] Werden Institutionen bei gleich bleibenden Präferenzen der Akteure verändert, so lässt sich analysieren, welche Verhaltensänderungen die Modifizierungen der Variablen „Institution“ nach sich ziehen.[232] Der Ansatz der NIÖ ist demnach ein mikroökonomischer: es wird auf das Verhalten und die Entscheidungen der einzelnen Akteure – nicht von Organisationen wie Unternehmen oder Staaten – abgestellt („methodologischer Individualismus“)[233]. Makrowirkungen sind folglich das Ergebnis einer Aggregierung von Mikrowirkungen.[234] Im Unterschied zur Neoklassik wird der ökonomische Forschungsansatz somit auch auf nichtmarktliche Phänomene angewendet. Die Annahmen des neoklassischen Ansatzes werden teils aufgegeben, teils modifiziert. Insbesondere wird auf die Annahme vollständiger Information verzichtet.[235] Ferner wird bei der Abgrenzung von Firmen und Märkten sowie hybriden Formen von einem unterschiedlichen Konzept ausgegangen.[236]

3.2.3 Annahmen der NIÖ

3.2.3.1 Ökonomisches Paradigma

Wie die neoklassische Wirtschaftstheorie geht auch die Neue Institutionenökonomik vom *ökonomischen Paradigma* aus. Dieses besteht neben der Entscheidung für den methodologischen Individualismus (vgl. oben) aus einer Reihe von Annahmen: Ressourcenknappheit, Eigennutztheorem und Rationalitätsannahme.[237]

3.2.3.2 Ressourcenknappheit

Die Annahme der Ressourcenknappheit bezieht sich auf das Verhältnis der Gesamtheit der Bedürfnisse aller Menschen mit denen zu ihrer Befriedigung zur Verfügung stehenden Ressourcen. Der Begriff gilt in diesem Zusammenhang nicht etwa nur für

---

[231] Schmoller (1900), S.61; vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 7.
[232] Vgl. Kirchner (1997b), S.269.
[233] Vgl. Kerkmeester (2000), S. 385.
[234] Vgl. Pies, S. 90 f.
[235] Vgl. unten 3.2.3.4.
[236] Vgl. Williamson (1993), S. 5, 16-22; ausführlich Williamson (1985/1990).
[237] Vgl. Richter/ Furubotn (1999), S. 3-5.

materielle Güter, sondern umfassend. Bedürfnisse sind auf in der Zukunft liegende Situationen gerichtete Vorstellungen der Akteure. Aufgrund der Begrenzung der zur Verfügung stehenden Ressourcen sind die Akteure gezwungen, Wahlentscheidungen zu treffen.[238]

3.2.3.3 Eigennutztheorem

Das Eigennutztheorem beinhaltet die Annahme, dass die Akteure bei ihren individuellen Wahlhandlungen unter mehreren Entscheidungsalternativen diejenige wählen, die aus der Sicht der Mehrung des eigenen Nutzens die vorzugswürdigste ist.[239] Die Annahme trifft keine Aussagen über den Inhalt dieses „eigenen Nutzens". Sie bedeutet nicht, dass Menschen nur nach der Maximierung ihres materiellen Vorteils streben. *Welche* Ziele Menschen verfolgen, ob sie generell egoistisch oder altruistisch handeln, ob sie nach Geld, nach Anerkennung oder nach Aufopferung für andere streben, ist für das Eigennutztheorem nicht von Bedeutung. „De gustibus non est disputandum".[240] Das Theorem besagt lediglich, dass die Akteure ihren Präferenzen entsprechend handeln. Die Annahme ist eine heuristische, d.h., dass sie nicht empirisch überprüft werden muss, sondern danach zu beurteilen ist, ob die aus ihr resultierenden Prognosen zutreffend sind.[241]

3.2.3.4 Annahme eingeschränkter Rationalität

Einer der umstrittensten Punkte des ökonomischen Paradigmas ist die Annahme des Rationalverhaltens.[242] Auch sie ist eine heuristische Annahme. Es wird die These aufgestellt, dass die Anwendung der Annahme des Rationalverhaltens zu prognosefähigen Aussagen über den Zusammenhang von Änderungen bestimmter Variablen auf das Verhalten von Gruppen von Akteuren führt. „Ein völlig rationales Individuum hat die Fähigkeit, alles vorherzusehen, was geschehen könnte, und die möglichen Vorgehensweisen gegeneinander abzuwägen und sich zwischen ihnen optimal

---

[238] Vgl. Kirchner (1997a), S. 12-13.
[239] Vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 3; zur Position der Neoklassik vgl. Feldmann (1995).
[240] Vgl. Becker (1996), S. 24-49.
[241] Vgl. Kirchner (1997a), S. 13.
[242] Vgl. ausführlich Ulen (2000); Kirchner (1997a), S. 13-18.

zu entscheiden, und zwar augenblicklich und kostenlos".[243] Dieser in der Neoklassik verwendete Idealfall vollkommener Rationalität wird in der NIÖ modifiziert. Die Annahme vollständiger Information wird aufgegeben. Da Informationsbeschaffung mit Kosten verbunden ist, kann es am rationalsten sein, auf weitere Information zu verzichten und auf Grundlage einer suboptimalen Informationslage zu entscheiden. Rationale Entscheidungen sind also beschränkt durch das gegebene Umfeld (sog. eingeschränkte oder unvollkommene Rationalität (bounded rationality)).[244]

Die Aufgabe der Annahme vollkommener Information und uneingeschränkter Rationalität führt dazu, dass sich jeder Versuch, einen bestimmten – etwa den effizientesten – Zustand mittels wirtschaftspolitischer Instrumente zu bewirken, als eine Unterstellung nicht vorhandenen Wissens darstellt.[245]

3.2.4 Zusammenfassung des analytischen Grundmodells

Das analytische Grundmodell der Neuen Institutionenökonomik lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: Bei gegebener Ressourcenknappheit sind die Akteure gezwungen, Wahlentscheidungen zu treffen, was sie eigennutzorientiert innerhalb des vorhandenen institutionellen Rahmens auf der Grundlage eingeschränkter Rationalität tun.[246] Veränderungen von Institutionen wirken dabei wie eine Veränderung des Handlungsraums; sie ziehen Verhaltensänderungen der Akteure nach sich. Die strenge Unterscheidung der Neoklassik zwischen Wirtschaft und Politik entfällt dabei ebenso wie die Unterscheidung zwischen Wirtschaftsgütern und Nichtwirtschaftsgütern, weil das ökonomische Paradigma auf sämtliche – also auch auf nichtmarktliche – Ressourcenallokationsentscheidungen angewandt wird.[247]

---

[243] Kreps (1990), S. 745.
[244] Vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 4-5; Kirchner (1997b), S. 270.
[245] Sog. „Anmaßung von Wissen"", vgl. v. Hayek (1945); Streit (1992), S. 82 f.
[246] Kirchner (1997b), S. 271.
[247] Vgl. Kirchner (1997b), S. 271.

3.3 Regulierung im Gegenstandsbereich von Corporate Governance

3.3.1 Ökonomische Implikationen von Regulierung

Regulierung ist die zielgerichtete Verhaltensbeeinflussung von (normalerweise) privatrechtlich organisierten Unternehmen durch staatliche Einrichtungen.[248] Typische Mittel sind ordnungspolitische, meist marktspezifische Maßnahmen mit dem Ziel der Korrektur bzw. der Vermeidung von Marktversagen, die sich im Wesentlichen auf Marktzugang, Preise, Qualität und Konditionen oder auf Kontrahierungszwang beziehen.[249] Durch das Setzen von Anreizen und Sanktionen soll die Akzeptanz der gewollten Regel durch die Adressaten erreicht werden.

Übliches Mittel der Regelsetzung durch staatliche Einrichtungen ist der Erlass von positivem Recht. Dabei wird die Befolgung der Regel durch die Verhängung von Sanktionen nach einem festgelegten Verfahren im Falle der Nichtbefolgung sichergestellt. Dem Staat steht zur Normdurchsetzung ein umfangreicher Zwangsapparat zur Verfügung. Im Falle der Weigerung, die Regel zu befolgen, werden gegenüber dem Regeladressaten in einem abgestuften Verfahren progressiv Sanktionen verhängt. Diese können finanzieller oder tatsächlicher Natur sein – bis hin zu Freiheitsentzug. Die Regelungsadressaten antizipieren bei ihren Überlegungen die angedrohte Sanktion und stellen sie als Preis für diese Handlungsalternative in ihre Kalkulation ein. Wie die unternehmerische Entscheidung letzten Endes getroffen wird – und ob die Adressaten dem regulatorischen Ziel folgen –, hängt dann von den jeweiligen Nutzenerwartungen für die Handlungsalternative Normübertritt sowie von den relativen Preisen der anderen Handlungsalternativen ab.[250]

3.3.2 Die regulatorische Funktion von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Die Unternehmensführung ist eingebettet in ein System formaler und informeller Regelungen auf verschiedenen Ebenen.[251] Alle diese Regelungen können im Rahmen

---

[248] Keeler/Foreman (1998), S. 213.

[249] Vgl. Gabler (1997), Eintrag „Regulierung“.

[250] Vgl. grundsätzlich zu den verschiedenen Regulierungstheorien Keeler/Foreman (1998), S. 213-215 sowie McChesney (1998), S. 312-315.

[251] Kirchner (2002), S. 96.

der NIÖ als Institutionen angesehen werden. Die Kapitalgeber des Unternehmens schließen mit dem Management einen *unvollständigen Vertrag*, in dem die grundlegenden Regeln der Unternehmensführung und der Überwachung des Managements einerseits sowie die Bereitstellung von Kapital andererseits festgelegt werden.[252] Dieser Vertrag muss aus Sicht der Kapitalgeber so ausgestaltet sein, dass diskretionäre Handlungsspielräume des Managements bei der Verteilung zukünftig erwirtschafteter Mittel ausgeschlossen werden.

Neben dem unvollständigen Vertrag bestehen eine Reihe informeller Regelungen, die im Laufe der Zeit in der unternehmerischen Praxis entstehen. Auf der anderen Seite wird der unvollständige Vertrag von den gesetzlichen Regelungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts überlagert. Je detaillierter und weitreichender diese gesetzlichen Regelungen sind, desto kleiner wird der von dem privatrechtlichen Vertrag geregelte Teil der Interaktion; Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht ersetzt hier privatrechtliche Regelungen. Dies hat Vor- und Nachteile. Einerseits kann der Rückgriff auf Standards durch Verringerung von Transaktionskosten zu Einsparungen führen. Andererseits können zwingende rechtliche Regelungen die Flexibilität der Akteure einschränken und zu suboptimalen Lösungen führen, wodurch Kosten verursacht werden.

Regulierung im Bereich des Aktien- und Kapitalmarktrechts stellt sich somit als Einflussnahme auf den unvollständigen Vertrag zwischen Management und Anteilseignern dar. Dabei ist zwischen zwingendem und dispositivem Recht zu unterscheiden. Ersteres wirkt aus ökonomischer Perspektive für die handelnden Akteure restriktiv. Die Nichtbefolgung einer zwingenden Norm löst nach einem festgelegten Verfahren ablaufende Sanktionen aus.[253] Dispositives Recht wird den handelnden Akteuren lediglich fakultativ zur Verfügung gestellt. Sie können von der Musterregelung Gebrauch machen oder eine individuelle Absprache treffen. Der Rückgriff auf die

---

[252] Vgl. Bratton/McCahery (2001), S. 755-760; zur ökonomischen Vertragstheorie vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 145-213 sowie Goldberg (1998).

[253] Vgl. Kirchner (2002), S. 97.

Musterlösung erspart den Unternehmen die bei Erstellung einer eigenen Lösung anfallenden (Transaktions-)Kosten.[254]

3.3.3 Sog. „Good Corporate Governance“ als regulatorisches Ziel

3.3.3.1 Definition

Nach den zahlreichen Unternehmenskrisen der letzten Jahre ist der Begriff „Corporate Governance“ in aller Munde.[255] Nichtsdestotrotz ist das Verständnis über die mit „Corporate Governance“ adressierten Inhalte sehr unterschiedlich. Auch in der angloamerikanischen Welt existieren verschiedene Definitionen des Begriffs. Das britische Cadbury Committee, das 1992 den heute im *Combined Code* aufgegangenen *Cadbury Code* erstellt hat, hat Corporate Governance als „the systems by which companies are directed and controlled“ bezeichnet.[256] Diese im Deutschen oftmals als “Unternehmensführung und -überwachung”[257] zitierte Definition ist insofern missverständlich, als sie auf eine Regelung der Überwachung des Unternehmens hindeutet. Es geht aber vielmehr um die Überwachung der Unternehmensführung, die ihrerseits die Geschicke des Unternehmens lenkt und kontrolliert. Folgerichtig hat sich im deutschen Sprachraum die Definition von Corporate Governance als die „Lehre von einer optimalen Unternehmensführung und Überwachung eben dieser Unternehmensführung“ am weitesten durchgesetzt.[258]

Neben diesen Kurzübersetzungen existieren umfassendere Definitionen, die Corporate Governance als die „Wechselbeziehungen zwischen allen unmittelbar und mittelbar an der unternehmerischen Entscheidungsfindung beteiligten Akteuren ... [die] durch die institutionellen Rahmenbedingungen sowie durch das Regulierungsumfeld geprägt [werden]“[259] bzw. als „Struktur von Beziehungen und entsprechenden Ver-

---

[254] Vgl. Bratton/McCahery (2001).

[255] Der Begriff „Corporate Governance“ und das ursprüngliche Konzept gehen zurück auf Williamson (1985/1990), S. 265-294.

[256] Committee on the Financial Aspects of Coporate Governance (1992), S. 14, Rn. 2.5.

[257] Vgl. Langenbucher/Blaum (1994), S. 2197-2298; Schneider (2000), S. 2413; Strenger (2001), S. 2225 sowie von Wartenberg (2001), S. 2239.

[258] Vgl. Peltzer/von Werder (2001), S. 1; Kirchner (2002), S. 95; Dörner/Orth (2003), S. 6; Peltzer (2003), S. 30-31; von Werder (2003), S. 4-5.

[259] OECD (1995), S. 152.

antwortlichkeiten in einer aus Aktionären, Board-Mitgliedern und Managern bestehenden Kerngruppe zur bestmöglichen Förderung der nötigen Wettbewerbsleistungen, um das Hauptziel der Erwirtschaftung langfristiger Erträge eines jeden Unternehmens verwirklichen zu können"[260], beschreiben.

Corporate Governance ist seit Beginn der 80er Jahre Gegenstand wissenschaftlicher Untersuchungen in Deutschland.[261] Dabei sind mehr und mehr große, börsennotierte (Publikums-)Aktiengesellschaften, an denen vor allem institutionelle Anleger beteiligt sind, in den Mittelpunkt des Interesses getreten.[262]

3.3.3.2 Prinzipal-Agent-Problematik

Das zentrale Problem hinter der Diskussion um sog. „gute Corporate Governance" ist der grundsätzliche Konflikt zwischen Unternehmensführung und Anteilseignern, der auf der Trennung von Eigentum und Verfügung beruht.[263] Der Vorstand wird geschäftsführend für die Aktionäre tätig, was iSd Prinzipal-Agent-Ansatzes[264] als sog. Agency-Verhältnis bezeichnet werden kann. Ein solches ist durch unterschiedliche Interessen und Informationsasymmetrie gekennzeichnet. Die Information wird nach Abschluss des Vertrages als asymmetrisch angenommen, weil der Aktionär (Prinzipal) die Handlungen (und neues Wissen) des Vorstands (Agent) nicht unmittelbar beobachten kann. Diese bei großen wirtschaftlichen Organisationen denknotwendige und in der Wirtschaft ungemein erfolgreiche Konstruktion erfordert eine Reihe von Maßnahmen, um die sorgfaltsgemäße Verwaltung des Vermögens der Aktionäre durch das Management sicherzustellen.[265] Da alle handelnden Akteure eigennutzorientierte Individuen sind, muss das institutionelle Arrangement aus Anreizen und Restriktionen – das in praxi vor allem aus Vergütung und Haftung besteht – derart gestaltet werden, dass Interessenkollisionen weitgehend ausgeschlossen werden können.

---

[260] OECD-Beratergruppe (1998), S. 13.

[261] Vgl. z.B. die Studie von Blecher/Leber/Paul (1989).

[262] Vgl. zum Ganzen Dörner/Orth (2003), S. 5-13.

[263] Dieses Problem, wenngleich schon hunderte von Jahren alt und bereits von Adam Smith behandelt, wurde von Berle/Means (1932) zu einem zentralen Thema gemacht. Vgl. dazu auch Pinto (1998), S. 317f.; Marks (2000).

[264] Grundlegend Ross (1973), Jensen/Meckling (1976); vgl. ausführlich auch Richter/Furubotn (2003), S. 173 -182.

Es soll sichergestellt werden, dass die handelnden Unternehmensorgane im besten Interesse des Unternehmens bzw. seiner Aktionäre handeln. Wenn es gelingt, die Interessen des Managements mit den Interessen der Anteilseigner zur Übereinstimmung zu bringen, ist eine Erhöhung der Profitabilität des Unternehmens wahrscheinlich.[266] Inhalt solcher institutioneller Arrangements zur Verbesserung der Corporate Governance von Unternehmen ist unter anderem die genaue Definition der Rechte der Anteilseigner und der Pflichten des Managements.[267]

3.3.3.3 Inhalt sog. „guter Corporate Governance"

Ziel dieser Arbeit ist nicht die inhaltliche Analyse optimaler Corporate Governance, sondern die Analyse der Regulierungstechnik „Soft Law" zur Erreichung dieses Ziels. Die Darstellung von „guter Corporate Governance" wird deshalb auf einen Überblick beschränkt. Die Maßnahmen zur Erreichung dieses Ziels können nach internen und externen Mechanismen unterschieden werden: Auf Unternehmensseite kann die „Interessenangleichung" von Prinzipal und Agent durch die Beteiligung des Top Managements am Eigenkapital,[268] die erfolgsabhängige Vergütung des Vorstands,[269] die sorgfältige Auswahl qualifizierten Personals[270] und die starke Stellung und effektive Arbeit eines Kontrollgremiums[271] (in Deutschland des Aufsichtsrates) erreicht werden. Externe Faktoren sind gebündelter Aktienbesitz (meist in Händen großer, institutioneller Investoren),[272] (drohende) Unternehmensübernahmen[273] und Schulden[274].

Weiteres zentrales Ziel sog. guter Corporate Governance ist es, den verschiedenen Interessen- und Anspruchsgruppen des Unternehmens die für ihre Entscheidungen

---

[265] Vgl. dazu grundsätzlich Homann/Suchanek (2000), S. 351-375; Marks (2000), S. 698-710.
[266] Vgl. Burke (2002), S. 341; vgl. auch die Studie von Patterson (2000).
[267] Vgl. Marks (2000), S. 698-710.
[268] Vgl. Hubbard/Palia (1998), S. 611 f. mwN.
[269] Vgl. Jensen/Murphy (1990); Palia (1996).
[270] Vgl. Rosen (1992); Murphy/Shleifer/Vishny (1991).
[271] Überblick über verschiedene entsprechende Studien bei Palia (1996).
[272] Vgl. Shleifer/Vishny (1986); Coffee (1991).
[273] Vgl. Hubbard/Palia (1998), S. 613 f. mwN.
[274] Vgl. Shleifer/Vishny (1997), S. 762 f.

relevanten Informationen zu vermitteln, ohne dass diese Anlass zu Zweifeln an der Richtigkeit der zur Verfügung gestellten Daten hegen müssen.[275] Die Beobachtung und Überwachung der Handlungen des Unternehmens durch den Aktionär soll vereinfacht werden. Große Bedeutung kommt daher auch effektiven Transparenzvorschriften zu.[276]

3.3.4 Gesetzliche Adaption in Deutschland

Die Debatte über die „richtige" organisatorische Verfassung der Aktiengesellschaft ist ebenso alt wie diese Gesellschaftsform selbst. Mit Beginn der Corporate Governance Diskussion Ende der 80er Jahre in Deutschland[277] ist auch in das deutsche Aktien- und Kapitalmarktrecht entsprechende Bewegung gekommen.[278] Nachdem das Aktienrecht seit der großen Reform von 1965 – abgesehen von der Einführung der unternehmerischen Mitbestimmung im Jahr 1976 – lange Zeit nur wenigen Änderungen unterworfen war, folgten in den 90er Jahren wie bereits erwähnt in kurzen Abständen das „Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts", KonTraG, NaStraG, WpÜG und TransPuG.[279] Damit wurden einige wichtige Eckpfeiler einer verbesserten Corporate Governance Struktur implementiert. Insbesondere wurde die Rolle des Aufsichtsrats aufgewertet. Neben die traditionelle Verantwortlichkeit für Kontrolle der Legalität, Ordnungsmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit der Unternehmensführung (§ 111 Abs. 1 AktG) sowie die Zuständigkeit zur Bestellung und Abberufung des Vorstands (§ 84 AktG) sind durch die neuen Gesetze und einige höchstrichterliche Urteile neue wichtige Aufgaben getreten.[280] Zu nennen sind im Einzelnen: die Einbindung des Aufsichtsrats in die strategische Unternehmensplanung (§ 90 Abs. 1 Nr.1 AktG) durch das KonTraG, die Verpflichtung zur gemeinsamen Beratung der Unternehmensstrategie mit dem Vorstand durch ein Ur-

---

[275] Vgl. Dörner/Orth (2003), S. 8.

[276] Vgl. Burke (2002), S. 341.

[277] Vgl. aus dem umfangreichen Schrifttum die Beiträge in Baums/Buxbaum/Hopt (1994); Feddersen/Hommelhoff/Schneider/Baums (1996); Hopt (1997).

[278] Vgl. oben unter 2.3.1 und 2.3.2; Überblick bei Ulmer (2002a), S. 147-152.

[279] Vgl. oben unter 2.3.2.

[280] Vgl. dazu im Einzelnen Lutter (2003), S. 738.

teil des BGH,[281] die hauptverantwortliche Zusammenarbeit mit dem Abschlussprüfer (§ 111 Abs. 2 Satz 3 AktG idF des KonTraG), die Verpflichtung zur Festlegung zustimmungspflichtiger Geschäfte (§ 111 Abs. 4 AktG) durch das TransPuG sowie die mit dem KonTraG eingeführte Pflicht zur Prüfung des Konzernabschlusses (§ 171 Abs. 1 mit § 337 AktG).[282] Gemeinsames Ziel aller dieser gesetzgeberischen Bemühungen war es, „die Rahmenbedingungen für die Leitung und Kontrolle deutscher Großunternehmen so zu gestalten, dass sie langfristige Erträge erwirtschaften und im Wettbewerb bestehen können".[283]

3.3.5 Die Bedeutung internationaler Regelungen

Nationale Gesetze können von supranationalen Regelungen überlagert werden.[284] In der Bundesrepublik Deutschland gilt dies vor allem im Hinblick auf die Europäische Union, die im Bereich des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts verschiedene Richtlinien verabschiedet hat, die vom deutschen Gesetzgeber in nationales Recht umzusetzen waren.[285] Nationale und supranationale Regelungen können ihrerseits von internationalen Regelungen überlagert werden (z.B. die WTO-Regelungen, der OECD-Kodex oder die internationalen Rechnungslegungsstandards (International Accounting Standards – IAS)). Dabei ist allerdings zu beachten, dass internationale Regelungen weder für Individuen noch für Staaten oder andere Völkerrechtssubjekte unbedingt bindenden Charakter haben müssen. Oftmals sind sie vielmehr – wie der Deutsche Corporate Governance Kodex – in den Bereich des Soft Law einzuordnen.

3.3.6 Die Rolle des DCGK

Unverbindliche, von privaten Organisationen aufgestellte Corporate Governance Kodizes treten neben die dargestellten Regelungen. Dadurch verändert sich mögli-

---

[281] Vgl. BGHZ 114, 127 (130); vgl. dazu Semler (1991), S. 525-526.

[282] Zu parallelen Entwicklungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht anderer kontinentaleuropäischer Länder vgl. Kronke (2000), S. 1449-1450; Hopt (1998).

[283] Seibert (2002b), S. 419.

[284] Vgl. zur Systematik der Mehrebenenregulierung in Bezug auf nationales und supranationales Recht Kirchner (1999b), S. 378 f.; Kirchner (1999c), S. 394-397.

[285] Vgl. dazu Wymeersch (2000).

cherweise das institutionelle Umfeld des unvollständigen Vertrages zwischen Management und Anteilseignern, der Vertrag wird *reguliert*.

Wie der Gesetzgeber als Akteur staatlicher Regulierung verfolgen auch die Autoren des Deutschen Corporate Governance Kodex ein regulatorisches Ziel.[286] Dieses liegt zum einen in der Informations- und Kommunikationsfunktion des Kodex.[287] Zum anderen geht es um eine aktive Verbesserung der Corporate Governance Strukturen deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften als Adressaten des Kodex. Beide Funktionen sollen die Stellung der Adressaten gegenüber (internationalen) Investoren verbessern.[288] Es ist zu untersuchen, welche Anreize und Restriktionen für die handelnden Akteure aus unverbindlichen Corporate Governance Kodizes entstehen können.

3.4 Ökonomische Wirkungsweise der Regulierung durch Soft Law

Die Untersuchung der Wirkungsweise von Regulierung durch Corporate Governance Kodizes erfolgt in drei Abschnitten. Bevor die spezifischen Problemstellungen im Zusammenhang mit Corporate Governance Kodizes analysiert werden, wird zunächst auf die allgemeinen ökonomischen Hintergründe von „weichem Recht“ (Soft Law) eingegangen. Zuletzt wird schließlich das konkrete Beispiel des DCGK untersucht.

3.4.1 Effekt der Standardsetzung

Regulierung durch Soft Law wirkt zunächst als ein Mechanismus der Standardsetzung.[289] Anstelle individueller Praktiken kann eine neue, dem neu gesetzten Soft Law entsprechende, entstehen. Inwieweit sich dieser neue Standard durchsetzt, hängt von der Wertschätzung seiner Qualität durch die Regeladressaten, den Anreizen zu seiner Befolgung und den Sanktionen im Falle der Nichtbefolgung ab.[290]

---

[286] Vgl. oben 2.3.3.

[287] Vgl. Präambel zum DCGK, abrufbar unter http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex.

[288] Vgl. Begründung zum BReg-Entwurf, S. 1, BT-Drucksache 14/8769; Berg/Stöcker (2002), S. 1570; Claussen/Bröcker (2000), S. 486.

[289] Zur Theorie der Standards vgl. Blankart/Knieps (1993), insb. S. 1-7; Farrell/Saloner (1988), S. 235-252; Knieps (1995), S. 283-294 sowie Farrell (1996), S. 1-24.

[290] Vgl. Kirchner (2002), S. 108; Knieps (1995), S. 290-294.

3.4.2 Effizienz und Qualität des Normsetzungsprozesses

Ein entscheidendes Wesensmerkmal von Soft Law ist die in der Natur der Sache begründete Unabhängigkeit des privaten Regelsetzers von den staatlichen Organisationen der Gesetzgebung. Daraus folgt, dass die eigentlichen Autoren, die über keinerlei demokratische Legitimation verfügen (müssen), allein nach ihren Kenntnissen und Fähigkeiten ausgesucht werden können.[291] Bei der Auswahl des Personals besteht keinerlei Zwang zu politischen Kompromissen, jegliche Proporz-Überlegungen und Zugeständnisse an Interessengruppen können unterbleiben. Der private Regelsetzer verfügt damit über sehr gute Möglichkeiten, das beste Personal zu rekrutieren, um das Regelwerk auf einer optimalen spezifischen Sachkenntnis beruhen zu lassen.

Ferner ist der Normsetzungsprozess schnell und effizient, da er von den aufwendigen Mechanismen staatlicher Gesetzgebung frei ist. Die Strukturen staatlicher Gesetzgebung dienen primär dem Ziel, ein möglichst optimales Legitimationsniveau zu garantieren. Dazu gehören die Beteiligung der verschiedenen Gesellschaftskreise am Normsetzungsprozess als Ausfluss des Pluralismus und die Macht der unterschiedlichen Selbstverwaltungskörperschaften in einem föderalistischen System (Einfluss des Bundesrates über Zustimmungsvorbehalte oder zumindest umfangreiche Vermittlungsverfahren, je nachdem ob ein Zustimmungsvorbehalt oder lediglich eine Einspruchsmöglichkeit besteht). Ein privater Regelsetzer ist in der Gestaltung der Abläufe des Normsetzungsverfahrens völlig frei. Effizienz und Erzielung der sachlich besten Regelung sind die primären Ziele.

3.4.3 Akzeptanz

Wenn die Regelungsadressaten selbst an dem privaten Normsetzungsverfahren beteiligt werden, ist grundsätzlich eine hohe Akzeptanz der Regel zu erwarten. Der Anreiz, eine Regel zu befolgen, an deren Erstellung man selber beteiligt war, ist größer als der Anreiz zur Befolgung einer von einer anonymen Instanz geschaffenen und durch staatlichen Zwang oktroyierten Regel. Dies liegt zum einen daran, dass durch die Einflussmöglichkeit im Laufe des Normerstellungsprozesses eine gewisse Wahrscheinlichkeit dafür spricht, dass die Regel den eigenen Vorstellungen entspricht.

Zum anderen kann schon die bloße Möglichkeit der Einflussnahme – auch wenn sie nicht genutzt wird – zu einer größeren Akzeptanz führen. Ein Erklärungsmuster dafür ist die dem Menschen eigene grundsätzliche Wertschätzung der Selbstorganisation und die Ablehnung von Fremdbestimmung.

Die Akzeptanz einer Regel wird unter anderem auch dadurch bestimmt, wie der Regeladressat die fachliche Qualität des Regelsetzers einschätzt. Da dem staatlichen Gesetzgeber hier möglicherweise weniger zugetraut wird, das private Regelsetzer-Gremium aber mit respektablen und fachlich akzeptierten Persönlichkeiten aus dem Kreise der Regeladressaten selbst besetzt werden kann, besteht auch unter diesem Aspekt eine gewisse Wahrscheinlichkeit für eine erhöhte Akzeptanz. Im Falle des Deutschen Corporate Governance Kodex ist die zu seiner Erstellung berufene Regierungskommission mit ausgewiesenen Spezialisten und angesehenen Praktikern besetzt.

Ein weiterer Anreiz zur Befolgung von Soft Law kann sich aus der Angst vor einer Ersetzung durch möglicherweise (noch) ungünstigeres staatliches Recht ergeben. Wo private Regelsetzung ein Substitut für staatliche Regelsetzung ist, besteht für die Adressaten ein Anreiz, keinen Anlass für die Implementierung eines imperativ wirkenden Gesetzes zu geben. Dieses könnte zum einen – aufgrund der erläuterten minderen fachlichen Qualität des Normsetzungsprozesses – zu einer sachlich schlechteren oder zumindest für die Normadressaten ungünstigeren Regelung führen. Andererseits wird eine positiv-rechtliche Regel durch den staatlichen Zwangsapparat durchgesetzt. Die Sanktionen für die Handlungsalternative Nichtbefolgung der Regel werden damit möglicherweise drastisch verschärft.

3.4.4 Flexibilität

Aufgrund einfachen Verfahrens sind privat gesetzte Normen einfach und schnell zu ändern.[292] So kann binnen kurzer Zeit auf aktuelle Entwicklungen reagiert werden. Als Beispiel sei die zweite Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex

---

[291] Vgl. Ogus (2000), S. 591.
[292] Vgl. nur Snyder (2003), S. 422-423.

am 21. Mai 2003 genannt, bei der wichtige Empfehlungen zur Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat (Ziffern 4.2.2-4; 5.4.5) in den Kodex aufgenommen wurden. Die Regierungskommission hat damit binnen kurzer Zeit auf die vorangegangene öffentliche Diskussion um die Gehälter von Vorstandsmitgliedern reagiert; außerdem ist sie damit einer immer wieder geforderten gesetzlichen Verpflichtung zur Implementierung von Begrenzungsmöglichkeiten (Caps) für die Gehälter von Mitgliedern der Unternehmensführung zuvorgekommen.

Flexibilität bietet Soft Law nicht nur im Hinblick auf die einfache Änderungsmöglichkeit. Aufgrund der rechtlichen Unverbindlichkeit kann ein Adressat auch ohne weiteres von der Regelung abweichen. Natürlich kann auch die Durchsetzung von Soft Law durch bestimmte Sanktionen für den Fall der Nichtbefolgung abgesichert sein.[293] Das Verfahren der Sanktionierung läuft aber mangels eines Rückgriffs auf einen staatlichen Zwangsapparat nach einem grundsätzlich anderen Muster ab. Die Sanktionen müssen dabei – im Unterschied zu positivem Recht – nicht automatisch und unaufhaltsam auf der Grundlage eines ex ante festgelegten Verfahrens ablaufen. Es sind durchaus Situationen denkbar, in denen die Nichtbefolgung von Soft Law ausnahmsweise einmal nicht sanktioniert wird, etwa weil die Nichtbefolgung des Wortlauts durchaus im Einklang mit dem Telos steht, was ein intelligenter Sanktionsmechanismus erkennen kann. Auch in dieser Hinsicht ist Soft Law grundsätzlich als ein sehr flexibles Regulierungsinstrument anzusehen.

3.4.5 Unsicherheit

Ein Nachteil von Soft Law ist die mit ihm verbundene Unsicherheit. Da die von weichem Recht ausgehenden Sanktions- und Anreizmechanismen oftmals nicht klar oder zumindest nicht eindeutig kodifiziert sind, kann für die Adressaten eine Situation der Ungewissheit entstehen. Um dieser zu begegnen, können entsprechende Informationen eingeholt werden, was jedoch mit Kosten verbunden ist.

---

[293] Vgl. unten 3.4.6.

3.4.6 Sanktionen bei Nichtbefolgung

Regulierung durch Soft Law unterscheidet sich grundlegend von Regulierung durch positives Recht, da Soft Law keinerlei rechtliche Verbindlichkeit besitzt und nicht mittels eines staatlichen Zwangsapparates durchgesetzt werden kann. Wenn es für die Adressaten dennoch von Bedeutung sein soll, so müssen die privaten Regelsetzer sich zu seiner Durchsetzung anderer Anreiz- und Sanktionsmechanismen bedienen.

Es ist ohne weiteres vorstellbar, dass ein anderer Akteur als der Staat in die Lage versetzt wird, Sanktionen für den Fall der Nichtbefolgung einer Regel zu verhängen. Dies kann in Situationen mit zwei beteiligten Akteuren der jeweils andere sein, wenn er über ein entsprechendes Sanktionspotential verfügt. Es kann zur Schaffung von Vertrauen[294] sehr sinnvoll sein, einem Interaktionspartner ein solches Sanktionspotential zu verschaffen, etwa indem ihm eine „Geisel" ausgehändigt wird.[295] Denkbar ist aber auch die Sanktionierung durch eine unabhängige dritte Instanz. Ferner kann der Verlust des „guten Rufs" eine empfindliche Sanktion darstellen, da dieser das zur Durchführung von Transaktionen erforderliche Vertrauen empfindlich beeinträchtigen kann.[296] In verschiedenen Industrien ist eine makellose Reputation Voraussetzung für die Aufnahme neuer Geschäftsbeziehungen. Verbände und Kammern dienen in diesem Zusammenhang oftmals als Informations-Intermediäre.[297]

Entscheidend ist in jedem Falle, wie die Information über die Nichtbefolgung einer Regel erlangt wird, und ob auf ihre Richtigkeit vertraut werden kann.[298]

---

[294] Vgl. grundsätzlich zur Bedeutung von Vertrauen als Voraussetzung für Transaktionen Ribstein (2001).

[295] Vgl. Williamson (1985/1990), S. 186-236.

[296] Vgl. Bernstein (1997), S. 25-43.

[297] Vgl. Bernstein (1998), S. 110.

[298] Vgl. Panther (2000), S. 999-1020, insbesondere S. 1004, 1012, 1015.

3.5 Ökonomische Wirkungsweise der Regulierung durch Corporate Governance Kodizes

3.5.1 Kommunikationsfunktion

Mit einem Corporate Governance Kodex steht den ihn anwendenden Unternehmen ein Kommunikationsmittel zur Verfügung – sowohl gegenüber Kunden, Lieferanten und Konkurrenten als auch gegenüber dem Kapitalmarkt. Durch die Formulierung von Corporate Governance Leitlinien in klaren und verständlichen Worten wird Transparenz geschaffen. Die Anwendung eines Corporate Governance Kodex gibt Unternehmen durch die Bezugnahme auf einen in den angesprochenen Kreisen bereits bekannten (oder zumindest sehr leicht zugänglichen) Regelsatz die einfache Möglichkeit, breite Auskunft über die eigenen Corporate Governance Strukturen zu geben. Dies geschieht unabhängig von den Hintergründen der Anwendung des Kodex, die sich entweder aus freiwilliger Übernahme oder aber auch daraus ergeben können, dass der Kodex positiv-rechtliche Regelungen wiedergibt, denen das Unternehmen aus anderen Gründen unterworfen ist (wie z.B. im Falle des DCGK den Regelungen des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts).

Corporate Governance Kodizes schaffen darüber hinaus als „best-practice-guides“ Regelbeispiele für gute Corporate Governance. Unabhängig von der Bewertung des eigentlichen Inhalts wird durch die Kodifizierung eine *Struktur* geschaffen, die als Bewertungsgrundlage dienen kann. Das komplizierte und vielschichtige Corporate Governance Geflecht eines Unternehmens kann über das Raster eines Kodex gelegt werden; aufgrund der Übereinstimmungen und Abweichungen wird dann eine einfache Beurteilung der Corporate Governance des jeweiligen Unternehmens möglich.

3.5.2 Unternehmensinterne Wirkung: Standardsetzung

Die Regulierung durch Corporate Governance Kodizes bringt einen Effekt der Standardsetzung mit sich. Sofern ein (neuer) Corporate Governance Kodex kein positives Recht oder einen vorhergegangenen Kodex ersetzt, tritt er an die Stelle von unternehmensindividuellen Corporate Governance Leitlinien – unabhängig davon, ob diese vorher in irgendeiner Form kodifiziert waren oder nicht. An die Stelle unterschied-

licher Praxi im Umgang mit Corporate Governance tritt ein einheitlicher Standard.[299] Standardisierte Regeln genießen im Unterschied zu unternehmensindividuellen Lösungen eine höhere Transparenz und einen größeren Bekanntheitsgrad.[300] Das führt dazu, dass die auf Unternehmensseite Beteiligten schneller lernen und die neuen Regeln schneller umsetzen können. Mit der Standardisierung von Corporate Governance Regeln erhöht sich somit die Wahrscheinlichkeit einer schnellen und kostengünstigeren Durchsetzung. In diesem Zusammenhang können sich jedoch graduelle Unterschiede in Abhängigkeit davon ergeben, ob die Regulierung wie im Falle des DCGK mittels eines einzigen oder mittels mehrerer konkurrierender Corporate Governance Kodizes erfolgt.

Ferner können Corporate Governance Kodizes Unternehmen als Vorlage für Regeln guter Corporate Governance dienen. Die Transformation selbiger in Satzungen, Arbeitsverträgen und Geschäftsordnungen kann zu Einsparungen von Transaktionskosten führen.

3.5.3 Unternehmensexterne Wirkung

Erweitert man den Blickwinkel auf andere, außerhalb des Unternehmens stehende Marktteilnehmer, so können Corporate Governance Kodizes vielschichtige Regulierungswirkungen zeigen. In einem mehrzügigen Spiel bezieht das Management eines Unternehmens die Wirkungen der eigenen Handlungen auf andere Marktteilnehmer in seine strategischen Überlegungen mit ein. Im Hinblick auf Corporate Governance Kodizes stellt sich somit die Frage, welche Auswirkungen die Anerkennung eines Kodex bei den anderen Marktteilnehmern auslöst. Um die Wirkung der Anerkennung eines Kodex, der auf die Verbesserung der Corporate Governance eines Unternehmens zielt, zu erklären, sollen zunächst die Wirkungen von „guter“ Corporate Governance erläutert werden.

---

[299] Vgl. Kirchner (2002), S. 108.

[300] Vgl. für die vergleichbare Wirkung von Listing Standards Cain (2003), S. 637.

3.5.3.1 Wirkungen im Verhältnis zu den Anteilseignern und gegenüber dem Kapitalmarkt

Die Definition des exakten Inhalts „guter“ Corporate Governance kann je nach Interessengruppe unterschiedlich sein. Hinsichtlich der Anteilseigner eines Unternehmens ist jedoch ein einfaches ökonomisches Grundmuster erkennbar: Je mehr Rechte dem Anteilseigner aus seinem in der Aktie verkörperten Unternehmensanteil erwachsen und je effektiver die Kontrolle des Managements ausgestaltet ist, desto mehr ist dieser Unternehmensanteil für ihn wert. Zentraler Ansatzpunkt guter Corporate Governance ist somit die exakte Definition der Rechte der Anteilseigner und Pflichten der Unternehmensführung. Ziel guter Corporate Governance ist die Überwindung des aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle erwachsenden Konflikts im Prinzipal-Agenten-Verhältnis zwischen Aktionär und Unternehmensführung.[301] Umfassende Kontroll-Möglichkeiten gegenüber dem Management und Transparenzvorschriften sind die eingesetzten Mittel. Im Einzelnen geht es um erweiterte Informations- und Offenlegungspflichten gegenüber den internen Überwachungsorganen und der Öffentlichkeit, um eine Intensivierung der Qualifikation, der Unabhängigkeit und der Tätigkeit der Überwachungsorgane, um festgelegte Regelungen zur Beseitigung von Interessenkonflikten und zur Behandlung von Eigengeschäften sowie um angemessene Anreiz- und Vergütungssysteme für die Mitglieder der Unternehmensführung.

3.5.3.2 Signaling-Effekt

Möglicherweise kann das Management eines Unternehmens durch die Anerkennung eines Kodex bzw. durch die Erklärung, dass die darin enthaltenen Regeln angewendet werden, gegenüber dem Kapitalmarkt einen positiven Signaling-Effekt erzielen.[302] Dazu muss zunächst ein Corporate Governance Kodex vom Kapitalmarkt als Kodifizierung von „best practice“- Regeln guter Corporate Governance anerkannt sein. Er sollte dementsprechend von namhaften Autoren ausgearbeitet werden, wissenschaftlich fundiert sein und aktuelle, allgemein akzeptierte Standards guter Cor-

---

[301] Vgl. oben unter 3.3.3.2.
[302] Vgl. Kirchner (2002), S. 110.

porate Governance enthalten. Durch eine entsprechende Öffentlichkeitsarbeit der Verfasser des Kodex muss dann ein gewisser Bekanntheitsgrad des Kodex erreicht werden. Je mehr Unternehmen in der Folge davon überzeugt werden können, die Bestimmungen des Kodex anzuwenden, desto höher wird auch das Ansehen des Kodex steigen. Hat der Kodex schließlich den Status eines allgemein anerkannten Standards guter Corporate Governance erreicht, so wird der Kapitalmarkt seine Anwendung als Zeichen guter Corporate Governance werten. Nun kann die Leitung eines Unternehmens den Kommunikationseffekt des Kodex (vgl. oben) ausnutzen und damit einen positiven Signaling-Effekt auslösen. Die Erklärung der Anwendung der Kodex-Regeln wird als Zeichen guter Corporate Governance gewertet.[303]

3.5.3.3 Folgen eines positiven Signaling

Empirische Untersuchungen legen nahe, dass Investoren bereit sind, für Anteile an Unternehmen mit guter Corporate Governance wesentlich mehr zu bezahlen als für solche von Unternehmen, die defizitäre Corporate Governance Strukturen aufweisen.[304] Eine Untersuchung aus den Jahren 1999 und 2000 hat ergeben, dass die befragten Investoren bereit waren, für britische und US-amerikanische Unternehmen mit effektiven Corporate Governance Strukturen 18 % mehr auszugeben als für Unternehmen mit gleicher Leistung, aber schwächeren Corporate Governance Strukturen.[305] Im Rahmen einer neueren Untersuchung von September 2002 hat sich gezeigt, dass 21 % der befragten Investoren die Corporate Governance Strukturen eines Unternehmens als vorrangiges Merkmal bei der Entscheidung über ein Investment ansehen. 86 % sahen Corporate Governance als zweitwichtigstes Kriterium an. Nach einer Studie aus dem Jahr 2003 führt eine gute, an den Empfehlungen des DCGK orientierte CG zu einer höheren Unternehmensbewertung bzw. zu niedrigeren Kapitalkosten als eine vergleichsweise „schlechte“ CG.[306]

---

[303] Vgl. zu einem ähnlichen Mechanismus im Zusammenhang mit der Befolgung von Listing Rules Cain (2003), S. 637.

[304] Vgl. den Überblick bei Dörner/Orth (2003), S. 11-13.

[305] Vgl. Combes/Watson (2000).

[306] Vgl. Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2003), S. 8, 10-12 und 32.

Es ist einem Unternehmen damit möglich, durch die Ausnutzung des dargelegten Signaling-Effekts Wertsteigerungen an der Börse zu erzielen. Gute Corporate Governance macht das Unternehmen für Anteilseigner und potentielle Investoren deutlich attraktiver.

In Bezug auf bereits bestehende Corporate Governance Kodizes ist es allerdings bis heute nicht gelungen, positive Effekte durch die Anerkennung eines Corporate Governance Kodizes empirisch nachzuweisen.[307] Zunächst erweist es sich als sehr schwierig, ein ökonometrisches Modell zu entwerfen, das die isolierte Betrachtung der Auswirkungen der Kodex-Anerkennung auf den Unternehmenserfolg zulässt. Wie auch immer der Unternehmenserfolg im Einzelnen definiert ist – er ist immer von einer Vielzahl von Faktoren abhängig. Selbst wenn man allein auf den Aktienkurs abstellt, so ist dieser doch immer von vielen Faktoren wie etwa der allgemeinen Marktlage oder der Qualität verschiedener Produkte abhängig, die schwer aus der im Zusammenhang mit der Erklärung der Anerkennung eines Corporate Governance Kodizes beobachteten Kursschwankung herauszurechnen sind.

Entscheidende Bedeutung kommt der *Glaubwürdigkeit* des Signaling zu. Nur wenn der Kapitalmarkt darauf vertraut, dass ein Unternehmen tatsächlich den in einem Kodex niedergelegten Standards guter Corporate Governance folgt, kann der positive Signaling-Effekt funktionieren. Durch die bloße Erklärung der Akzeptanz und Anwendung eines Kodex dürfte ein solches Vertrauen nur in seltenen Fällen zu erreichen sein. Die Erklärung muss glaubwürdig sein. Dies ist nur dann der Fall, wenn dem Unternehmen im Falle einer unwahren Erklärung Sanktionen drohen. Solche Sanktionen können zunächst durch entsprechende gesetzliche Haftungsnormen bestehen, wie etwa im Falle des DCGK durch § 823 Abs. 2 BGB iVm § 161 AktG. Gibt es solche Haftungsnormen nicht, besteht für das Unternehmen die Möglichkeit, sich *freiwillig* entsprechenden Sanktionen für den Fall der Nichtbefolgung auszusetzen, etwa durch die Unterwerfung unter Kontrollen durch unabhängige Dritte. In diesem Zusammenhang sind Aufsichtsfunktionen von verschiedenen Institutionen

---

[307] Vgl. kritisch Wymeersch (2001), S. 314; von Werder/Talaulicar (2003), S. 14; ablehnend im Zusammenhang mit dem britischen Cadbury Report Cuervo (2002), S. 89 sowie Weir/Lang (2000), S. 279; mit ähnlich skeptischen Ergebnissen für die Niederlande De Jong et. al. (2001).

denkbar. Neben Regierungsbehörden kommen halbstaatliche Finanzaufsichtsinstitutionen in Betracht, etwa nach dem Muster des Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) in den USA.[308] Wenn die Einhaltung des Kodex als Listing-Voraussetzung für Börsen implementiert wird, können möglicherweise auch Börsen die entsprechenden Aufsichtsfunktionen übernehmen.[309] Voraussetzung hierfür ist aber, dass die Börsen einerseits über entsprechende Befugnisse und personelle Ressourcen sowie andererseits über entsprechende Anreize für eine wirksame Kontrolle verfügen.[310] Nicht zuletzt sind auch privatrechtlich organisierte Organisationen als Aufsichtsinstitutionen vorstellbar, die die Einhaltung eines Kodex nach transparenten Kriterien überprüfen und hierfür ein entsprechendes Prüfsiegel erteilen.

Durch eine *glaubwürdige Selbstbindung* („credible commitment")[311] wird die Erklärung der Unternehmensführung zur Einhaltung eines Corporate Governance Kodex vertrauenswürdig und der Mechanismus eines positiven Signaling kann funktionieren. Außerdem kann die transparente Gestaltung von Informationsprozessen und die Offenlegung wichtiger Unternehmensinformationen ein vertrauensbildender Faktor sein.[312]

3.5.3.4 Wirkungen im Verhältnis zu Gläubigern, Lieferanten und Kunden

Auch gegenüber den Gläubigern, Lieferanten und Kunden hat gute Corporate Governance, die durch die Anerkennung eines Corporate Governance Kodex kommuniziert werden kann, positive Wirkungen. Ein hohes Maß an Transparenz macht ein Unternehmen zu einem soliden Geschäftspartner. Befürchtungen von Banken und Lieferanten, dass ihre Forderungen nicht beglichen werden können, werden dadurch entkräftet. Auch gegenüber Kunden wirkt gute Corporate Governance als eine vertrauensbildende Maßnahme. Die Anerkennung eines Corporate Governance Kodex und die Ausnutzung des darauf beruhenden Signaling-Effekts lohnt sich somit nicht nur

---

[308] Vgl. www.pcaobus.org.

[309] Vgl. unten 4.3; Special Study Group (2002); Cain (2003); Thompson (2003).

[310] Vgl. Cain (2003), S. 649 f.

[311] Vgl. Williamson (1985/1990), S. 186-236.

[312] Vgl. Easterbrook/Fischel (1991), S. 276-314; Grundfest (1998), S. 413; Fishman/Hagerty (1998), S. 605-608.

für börsennotierte Unternehmen in ihrem Verhältnis zum Kapitalmarkt, sondern für fast alle Unternehmen.

3.5.3.5 Wirkungen im Verhältnis zu den Arbeitnehmern

Schließlich sind ähnliche Effekte auch im Verhältnis eines Unternehmens zu seinen Mitarbeitern zu erwarten. Transparenz und „gute Corporate Governance“ wirken auch hier als vertrauensbildende Maßnahmen, die das Unternehmen letztlich für (potentielle) Mitarbeiter attraktiver machen. Damit fällt es dem Unternehmen einerseits leichter, neue qualifizierte Mitarbeiter anzuwerben; andererseits lassen sich möglicherweise Personalkosten senken, weil kein Risikoabschlag für einen unsicheren Arbeitsplatz bezahlt werden muss.

3.5.4 Sanktionen bei Nichtbefolgung

Regulierung durch Corporate Governance Kodizes beruht nicht auf einem simplen Sanktions-Anreiz-Mechanismus; vielmehr handelt es sich um ein kompliziertes Zusammenspiel verschiedener Faktoren.

Corporate Governance Kodizes sind als „Soft Law“ rechtlich unverbindlich. Im Falle der Nichtbefolgung tritt kein Sanktionsmechanismus in Kraft, der auf staatlichem Zwang beruht. Wie aber kann ein regulatorisches Ziel erreicht werden, wenn ein Kodex mit keinerlei Durchsetzungsmechanismen versehen ist? Dies ist umso fragwürdiger, wenn Regelungen wie im Falle des DCGK (zum Teil) sogar nur empfehlenden Charakter haben. Wenn Soft Law ein sinnvolles Instrument zur Regulierung sein soll, muss es auf einem Durchsetzungsmechanismus beruhen, der von dem positiven Recht grundsätzlich verschieden ist. Es ist zu untersuchen, welche Sanktionen den Adressaten eines Corporate Governance Kodex im Falle der Nichtbefolgung drohen.

Auch wenn anstelle des Staates private Akteure als Autoren eines Kodex in Erscheinung treten, so ist dennoch denkbar, dass der Kodex selbst Sanktionen für den Fall seiner Nichtbefolgung vorgibt. Deren Durchsetzung ist allerdings unwahrscheinlich, solange nicht eine unabhängige dritte Instanz, die gegenüber den Adressaten mit ausreichenden Befugnissen ausgestattet ist, die tatsächliche Anwendung der Kodexbestimmungen überwacht. Wenn nicht der Staat, sondern eine private Organisation die Rolle des unabhängigen Dritten übernimmt, so müssen sich dessen Durchsetzungsbefugnisse auf einen entsprechenden privatrechtlichen Vertrag mit den Adressaten gründen. Ein Anreiz für den Abschluss eines solchen Vertrages ist für den Adressa-

ten die darin liegende glaubhafte Selbstbindung („credible commitment"). Als unabhängige dritte Instanz kommen Börsenzulassungsstellen, aber auch Wirtschaftsprüfungsgesellschaften oder Ratingagenturen in Betracht. Wichtig ist, dass es für die Überwacher starke Anreize gibt, die Corporate Governance Praktiken der Kodexadressaten wirksam zu kontrollieren. In der derzeitigen Praxis scheint eine solche „Kontrolle durch Märkte" allerdings noch eher unwahrscheinlich.[313]

Unabhängig von Durchsetzungsmechanismen, die auf der Kontrolle durch eine unabhängige dritte – staatliche oder private – Instanz beruhen, ist eine Sanktion der Nichtanwendung eines anerkannten Corporate Governance Kodex aufgrund eines Markeffektes zu erwarten. Spiegelbildlich zu dem oben dargestellten Effekt eines positiven Signaling durch die Anwendung eines Corporate Governance Kodex[314] hat umgekehrt die Nichtanwendung den Effekt eines negativen Signaling. Wer nicht die Anwendung von gebräuchlichen „best practice"-Regeln guter Corporate Governance erklärt, muss mit negativen Konsequenzen auf dem Kapitalmarkt rechnen; der Aktienkurs wird sinken und die Kapitalkosten steigen. Die Nichtausnutzung des Reputationseffektes eines Kodex wirkt sich somit negativ aus.[315] Dieser Sanktionseffekt ist umso stärker, je mehr andere Unternehmen einen Corporate Governance Kodex akzeptiert haben.

Die Situation verändert sich, wenn der auf einem Markteffekt basierende Sanktionsmechanismus mit staatlicher Unterstützung in Form einer „befolge-oder-erkläre"-Regelung (comply-or-explain) ausgestattet wird. Ein Beispiel hierfür ist der im Zusammenhang mit dem DCGK durch das TransPuG in das Aktiengesetz eingefügte § 161 AktG, wonach Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Aktiengesellschaften jährlich erklären müssen, ob sie die Empfehlungen des DCGK einhalten. Die Sanktionswirkung einer solchen „befolge-oder-erkläre"-Regelung liegt in der *Verstärkung* des Signaling-Effekts. Da die Nichtanwendung des Kodex nun ausdrücklich erklärt werden muss, entsteht eine stärkere negative Signalwirkung als bei stillschweigender

---

[313] Zu der Frage, ob wirksame Kontrollmechanismen eher von privaten oder von staatlichen Akteuren zu erwarten sind vgl. grundsätzlich Romano (1998); Romano (2001); Ribstein (2002), S. 1-28.

[314] Vgl. oben unter 3.5.3.2 und 3.5.3.3.

[315] Vgl. Kirchner (2002), S. 110.

Nichtanwendung. Die Qualität der Signalwirkung hängt aber nach wie vor entscheidend von der Qualität und allgemeinen Akzeptanz des in Bezug genommenen Corporate Governance Kodex ab.

Wichtiger Bestandteil des Sanktionsmechanismus sind mögliche Haftungsfolgen. Für die bloße Nichtbefolgung von Bestimmungen rechtlich unverbindlicher Corporate Governance Kodizes bestehen allerdings oftmals keine Haftungsrisiken, solange nicht ein Kodex geltendes Gesetzesrecht oder ggf. einen Handelsbrauch wiedergibt.[316] Etwas anderes kann mit Blick auf Handelsbräuche in Ländern gelten, die ein Common Law-Rechtssystem haben. Unter Umständen können Richter dort Corporate Governance Kodizes unmittelbar berücksichtigen.[317]

Für Vorstände und Aufsichtsräte börsennotierter Aktiengesellschaften ergeben sich unmittelbare Haftungsrisiken nur im Zusammenhang mit Erklärungen zu Corporate Governance Kodizes. Das gilt in jedem Fall, wenn eine Entsprechenserklärung wie im Falle des § 161 AktG rechtlich vorgeschrieben ist. Doch auch wenn solche Rechtspflichten nicht bestehen und die Unternehmensleitung allein wegen des Anreizes eines positiven Signaling eine Entsprechenserklärung abgibt, können falsche Mitteilungen haftungsbegründend wirken: In vielen Rechtssystemen bestehen Schutznormen, die Anleger vor Verlusten im Zusammenhang mit unrichtigen Informationen an den Kapitalmarkt schützen. Das Vorliegen solcher Haftungsrisiken wirkt als Sanktion für unrichtige Erklärungen und schafft entsprechende Anreize für wahrheitsgetreue Erklärungen. Durch derartige Haftungsgrundlagen wird somit eine Erhöhung des Vertrauens des Kapitalmarkts in die Richtigkeit der Erklärungen zu Corporate Governance Kodizes bewirkt.

3.6 Regulierungswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex

3.6.1 Unterschiedliche Wirkungsweise der drei Regelungstypen

Im folgenden Abschnitt werden die konkreten Regulierungswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex erläutert, dessen Durchsetzung durch die „be-

[316] Vgl. oben 2.5 und 2.6.
[317] Vgl. Cuervo (2003), S. 85 f.; Ribstein (2002), S. 57.

folge-oder-erkläre"-Regelung des § 161 AktG forciert wird. Dazu werden die Anreize und Restriktionen untersucht, denen Vorstände und Aufsichtsräte als eigennutzmaximierende, eingeschränkt rationale Akteure in diesem Zusammenhang ausgesetzt sind. Es ist zwischen den drei Regelungstypen „Wiedergabe gesetzlicher Regelungen", „Empfehlungen" und „Anregungen" zu unterscheiden.

3.6.2 Wiedergabe gesetzlicher Regelungen

Sofern der DCGK geltendes Gesetzesrecht wiedergibt, entfaltet er zunächst keine eigenen Wirkungen. Anreize und Sanktionsmechanismen basieren auf der positivrechtlichen Grundlage. Unklarheit besteht allerdings bei jenen Kodexbestimmungen, die zwar auf einer gesetzlichen Regelung basieren, diese aber ungenau, interpretierend oder gar abändernd wiedergeben. Ein Beispiel dafür ist Ziffer 3.8 des Kodex, in dem auch der Aufsichtsrat auf die Beachtung der Regeln ordnungsgemäßer Unternehmensführung verpflichtet werden soll.[318] Natürlich besteht hier keine positivrechtliche Bindungswirkung; der Kodex kann zwingende rechtliche Regelungen weder abändern noch bindend interpretieren. Dennoch ist nicht ganz ausgeschlossen, dass eine Regelungswirkung entsteht. Dies ist nur dort grundsätzlich nicht zu erwarten, wo Haftungsfolgen entstehen können, die für die Akteure restriktiv wirken. Hinsichtlich einer Haftung im Zusammenhang mit der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG ist in diesem Zusammenhang jedoch zu beachten, dass diese sich nur auf den Empfehlungsteil des DCGK bezieht. Es steht den Erklärenden allerdings frei, ihre Erklärung auch auf die übrigen Teile des DCGK zu erstrecken; etwa um den dargestellten Signaling-Effekt noch weiter auszunutzen.

Eine abweichende oder interpretierende Kodexregelung kann trotz ihrer begrenzten Regulierungswirkung eine bestimmte Interpretation forcieren; der Kodex bewirkt hier den Effekt einer Standardsetzung (vgl. oben). In der Folge kann eine allgemein übliche Praxis entstehen, die dann von Gerichten bei der Auslegung berücksichtigt werden kann.[319]

---

[318] Vgl. Kirchner (2002), S. 108-109.
[319] Vgl. oben 2.1.4.3 und 2.5.

3.6.3 Empfehlungen und Anregungen

Der grundlegende Unterschied zwischen Empfehlungen und Anregungen ist, dass sich die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG nur auf die Empfehlungen bezieht. Auf diese Besonderheit wird im Anschluss an die im Übrigen gleichen ökonomischen Implikationen von Anregungen und Empfehlungen eingegangen.

Die Befolgung von Empfehlungen und Anregungen des DCGK ist nicht zwingend. Vorstand und Aufsichtsrat können eine abweichende unternehmerische Praxis bevorzugen. Bei der Entscheidung darüber werden sie Anreize zur Befolgung und mögliche negative Konsequenzen der Abweichung berücksichtigen.

3.6.3.1 Anreize zur Befolgung

Der größte Anreiz zur Befolgung des DCGK ist die damit verbundene Möglichkeit eines positiven Signaling gegenüber dem Kapitalmarkt.[320] Durch die Anwendung der „best-practice"-Regeln guter Corporate Governance des Kodex ist das Unternehmen für (potentielle) Investoren attraktiver, wodurch die Kapitalkosten sinken. Die Befolgung der Regeln hat auch im Verhältnis zu Gläubigern, Lieferanten, Kunden und Arbeitnehmern positive Wirkung.[321] Zentraler Punkt ist die Herstellung von Transparenz und Vertrauen. Verglichen mit diesen bereits dargestellten, im Allgemeinen eigenen Wirkungen von Corporate Governance Kodizes sind beim DCGK einige Besonderheiten festzustellen.

Der Kodex hat in Wissenschaft und Praxis grundsätzlich großen Zuspruch erhalten.[322] Ein Grund dafür dürfte die breite Akzeptanz der Mitglieder der Regierungskommission sein. Aufgrund der Beteiligung von Vertretern verschiedener Branchen und Organisationen konnten börsennotierte Unternehmen als Adressaten des Kodex ihre Interessen gut vertreten sehen. Möglicherweise bestand, wenngleich wohl eher über informelle Kanäle, die indirekte Möglichkeit einer Partizipation der Adressaten an der Regelerstellung. Der Charakter des DCGK als „Regeln von der Wirtschaft für

---

[320] Vgl. oben 3.5.3.2 und 3.5.3.3.
[321] Vgl. oben 3.5.3.4 und 3.5.3.5.
[322] Vgl. Seibert (2002a), S. 582; von Werder (2002b), S. 810.

die Wirtschaft“ ist immer wieder betont worden.[323] Die breite Akzeptanz und inhaltliche Übereinstimmung mit international anerkannten Regelungen guter Corporate Governance haben den Anreiz zur Befolgung des Kodex offensichtlich verstärkt.

Unabhängig von der dargestellten Möglichkeit eines positiven Signaling gegenüber dem Kapitalmarkt kann ein Unternehmen durch die ausnahmslose Befolgung der Kodexempfehlungen und ggf. auch der Anregungen weitere positive Reputationseffekte erzielen. Es besteht die Möglichkeit, das eigene Unternehmen gegenüber der Öffentlichkeit als „Musterbeispiel guter Corporate Governance“ zu präsentieren. Neben der Steigerung der Reputation des Unternehmens können Vorstände und Aufsichtsräte auf diese Art und Weise unter Umständen auch ihren persönlichen Ruf positiv beeinflussen und damit ihre Attraktivität auf dem Arbeitsmarkt für Vorstände bzw. für Aufsichtsräte steigern. In diesem Zusammenhang kann auch ein Anreiz bestehen, dem guten Beispiel anderer renommierter Unternehmen und Persönlichkeiten zu folgen (Konformitätsstreben).

Ein weiterer Anreiz zur Befolgung dürfte die drohende gesetzgeberische Intervention im Falle des „Scheiterns“ des DCGK gewesen sein.[324] Verschiedene Regierungsvertreter haben mehrfach verlauten lassen, dass sie Handlungsbedarf in Sachen Corporate Governance sehen.[325] Eine positiv-rechtliche Regelung wäre demnach in verschiedenen Bereichen zu erwarten gewesen; am deutlichsten dürfte dies im Vorfeld der Änderung des DCGK am 21. Mai 2003 geworden sein. Nach einer öffentlichen Diskussion über die gesetzliche Verankerung einer Begrenzungsmöglichkeit für die Gehälter von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern (Caps) hatte die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex durch die Implementierung entsprechender Empfehlungen eine ansonsten wohl bevorstehende gesetzliche Regelung verhindern können.[326]

---

[323] Vgl. z.B. Cromme (2002).

[324] Vgl. für die Parallelen bei den verschiedenen Corporate Governance-Kodizes in Großbritannien Davies (2001), S. 272 f.; Dahya/McConnell/Travlos (2002), S. 462.

[325] Vgl. Seibert (2002), S. 582; Talaulicar (2002), S. 12-15; Ulmer (2002b), S. 179.

[326] Vgl. dazu Zydra (2003); Büschemann (2003).

Hinsichtlich des Anreizes der Kodex-Befolgung zur Vermeidung positiv-rechtlicher Regelungen ist zu beachten, dass es hier auf eine weit verbreitete Akzeptanz der Empfehlungen des DCGK ankommt. Für einzelne Vorstände und Aufsichtsräte kann es dann aber immer noch vorteilhaft sein, den Kodex nicht zu befolgen, während sie um die Befolgung des Kodex durch andere Unternehmen wissen (Freifahrer-Problem).[327]

3.6.3.2 Sanktionen bei Nichtbefolgung

Spiegelbildlich zu dem positiven Signaling-Effekt durch die Erklärung der Anwendung der Empfehlungen des DCGK kann eine Ablehnung als negatives Signaling eine Sanktionierung der Nichtbefolgung des DCGK durch den Kapitalmarkt nach sich ziehen. Dies gilt allerdings nur insofern, als dem Kapitalmarkt keine stichhaltige Begründung für die Nichtanwendung einzelner Regelungen des DCGK verdeutlicht werden kann. Es ist ohne weiteres vorstellbar, dass aufgrund von Besonderheiten unterschiedlicher Branchen die Anwendung einzelner Regelungen nicht sinnvoll ist. So hat zum Beispiel die Allianz AG in Bezug zu Ziffer 4.3.5, welche die Übernahme von Aufsichtsratsmandaten bei anderen Unternehmen durch Mitglieder des Vorstands unter einen Zustimmungsvorbehalt stellt, erklärt, dass sie die Übernahme von Aufsichtsratsmandaten als zum grundlegenden Aufgabenbereich ihrer Vorstandsmitglieder zugehörig ansieht, damit diese die Beteiligungen des Unternehmens besser überwachen können.[328]

Mit Blick auf die Zukunft ist an eine Konkretisierung der Sorgfaltspflichten aus § 93 AktG (ggf. iVm § 116 AktG) durch den DCGK zu denken.[329] Voraussetzung hierfür ist, dass sich die Empfehlungen des DCGK allgemein durchgesetzt haben. Im Falle der Nichtbefolgung wären Vorstände und Aufsichtsräte dann Haftungsrisiken ausgesetzt, die restriktiv wirken.[330]

---

[327] Vgl. von Werder/Talaulicar (2003), S. 17-18.

[328] Vgl. Entsprechenserklärung zum DCGK nach § 161 AktG der Allianz AG, abrufbar unter http://www.allianzgroup.com/azgrp/dp/cda/0,,84180-49,00.html.

[329] Vgl. oben 2.5.

[330] Vgl. von Werder/Talaulicar (2003), S. 21.

3.6.4 Kosten/Nutzen-Analyse

Vorstand und Aufsichtsrat werden jede einzelne Empfehlung des DCGK durchgehen und deren Inhalt mit der bisherigen Unternehmenspraxis abgleichen. Bei Abweichungen werden Sie die Implementierungskosten einer Änderung bzw. die erwarteten Kosten eines negativen Signaling gegenüber dem Nutzen einer Entsprechung abwägen. Der Nutzen setzt sich zusammen aus den erwarteten Vorteilen der geänderten Unternehmenspraxis (sofern vorhanden) und einer erwarteten positiven Reaktion des Kapitalmarktes auf deren Publikmachung (positives Signaling).[331]

Die Kosten der Umsetzung der verschiedenen Regelungen des Kodex können je nach Branche und Größe des betroffenen Unternehmens sehr unterschiedlich sein. Unter Umständen können weitgreifende organisatorische Veränderungen erforderlich sein. In Einzelfällen sind die Kosten womöglich derart hoch, dass sie den erwarteten Nutzen übersteigen; Vorstand und Aufsichtsrat werden dann erklären, dass ihr Unternehmen in diesen Punkten den Empfehlungen des DCGK nicht entspricht. Dies werden sie sinnvollerweise versuchen plausibel zu begründen.

3.6.5 Anreize und Sanktionen bei Falscherklärungen

Ferner ist zu untersuchen, welche Anreize und Sanktionen für eine Falscherklärung, d.h. für eine von der tatsächlichen Praxis abweichende Erklärung für Vorstand und Aufsichtsrat bestehen. Da die positiven Effekte der Kodexentsprechung größtenteils auf ihrer Erklärung gegenüber anderen Marktteilnehmern beruhen, besteht ein Anreiz diese auszunutzen, ohne jedoch die Kosten einer tatsächlichen Implementierung in Kauf zu nehmen. Als Restriktion wirkt das im Falle des Publikwerdens einer falschen Erklärung bestehende Haftungsrisiko. Der Anreiz zur Abgabe falscher Erklärungen ist umso größer, je schwieriger die Einhaltung der jeweiligen Empfehlung bzw. Anregung von Dritten zu überprüfen ist. Die Einhaltung der in Ziffer 7.1.2 geforderten Veröffentlichungsfristen von 90 Tagen für den Konzernabschluss bzw. 45 Tagen für Zwischenberichte ist beispielsweise ohne weiteres von jedermann über-

---

[331] Vgl. dazu die empirischen Erkenntnisse unter 3.9.

prüfbar. Die „Angemessenheit“ eines Selbstbehalts bei D&O-Versicherungen (Ziffer 3.8 Abs. 2) ist jedoch einer weiten Interpretation zugänglich.[332]

3.6.6 Prinzipal-Agent-Problematik

Im Zusammenhang mit der Entscheidung über die Einhaltung der Kodexempfehlungen und der Abgabe der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG besteht eine Prinzipal-Agent-Problematik.[333] Das Agency-Verhältnis zwischen Management und Anteilseignern ist gekennzeichnet durch Informationsasymmetrie und divergierende Interessen.[334] Die Erklärung nach § 161 AktG ist von Vorstand und Aufsichtsrat abzugeben.[335] Die Entscheidung über die Einhaltung der Empfehlungen und Anregungen des DCGK durch das Unternehmen obliegt der Kompetenz des Vorstands (§ 76 Abs. 1 AktG); ggf. besteht ein Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrats (§ 111 Abs. 4 AktG), nicht aber der Hauptversammlung (§ 119 Abs. 1 und 2 AktG). Die Ausnutzung des positiven Signaling-Effekts und die daraus resultierende mögliche Senkung der Kapitalkosten ist sowohl im Interesse der Anteilseigner als auch der Unternehmensführung. Die Erzielung positiver Reputationseffekte für das Unternehmen ist ebenfalls ein übereinstimmendes Interesse. Divergenzen können allerdings im Hinblick auf die Steigerung der persönlichen Reputation einzelner Mitglieder des Vorstands oder Aufsichtsrats bestehen. Außerdem können konkrete, extern beobachtbare Kodexempfehlungen den Interessen des Managements zuwiderlaufen, wenn sie deren Handlungsspielraum einschränken. Dies gilt insbesondere dann, wenn persönliche Angelegenheiten der Verwaltungsmitglieder tangiert werden.[336] Beispiele hierfür sind die Empfehlungen bezüglich der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat (Ziffer 4.2.3, 4.2.4; 5.4.5) oder die Transparenz-Empfehlungen zur Offenlegung von Kauf, Verkauf und Besitz von Aktien durch Organmitglieder (Ziffer 6.6).

---

[332] Vgl. dazu Messmer (2002), S. 1384-1387.

[333] Vgl. oben 3.3.3.2. Grundlegend Ross (1973), Jensen/Meckling (1976); vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 173 -182.

[334] Vgl. oben 3.3.3.2; Richter/Furubotn (2003), S. 173 -181.

[335] Vgl. oben 2.4.1.2.

[336] Vgl. von Werder/Talaulicar (2003), S. 24-25.

3.7 Ökonomische Implikationen der Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nach § 161 AktG

3.7.1 Allgemeine Bekanntheit und Awareness bei Investoren

Die Initiierung des Kodex durch die Bundesregierung und die gesetzliche Flankierung des Regelwerkes durch § 161 AktG mit dem TransPuG hat zuallererst sehr zu seiner Bekanntheit beigetragen. Der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex unter der Leitung von Dr. Gerhard Cromme ist von Beginn an in den Massenmedien, in der wirtschaftswissenschaftlichen wie in der juristischen Fachliteratur sowie an den Kapitalmärkten große Aufmerksamkeit geschenkt worden. Verglichen mit anderen Corporate Governance Kodizes[337] hatte der DCGK damit einen erheblichen Startvorteil. Die allgemeine Bekanntheit – im Zusammenhang mit den dargestellten Signaling-Effekten wichtige Voraussetzung für die Akzeptanz und Durchsetzung – war somit leichter zu erreichen. Weil sich jedes Unternehmen gemäß § 161 AktG zu Befolgung der Empfehlungen des DCGK äußern muss, kann davon ausgegangen werden, dass die Investoren verstärkt auf die Corporate Governance Praxis börsennotierter Unternehmen und die Befolgung des DCGK achten.

3.7.2 Verstärkung der Regulierungswirkungen des Empfehlungsteils des DCGK

Neben der Steigerung des Bekanntheitsgrades und der Erhöhung des Bewusstseins von Investoren für die Einhaltung von Grundsätzen guter Corporate Governance ist die wichtigste Wirkung des § 161 AktG die Verstärkung des aufgezeigten Signaling-Effekts.

Dieser Markteffekt, der die wichtigsten Anreize und Sanktionen im Zusammenhang mit dem DCGK auslöst, beruht auf der Reaktion der Investoren. Auch ohne die Erklärungsverpflichtung des § 161 AktG hätte ein Anreiz für Unternehmen bestanden, dem Kapitalmarkt zur Senkung der eigenen Kapitalkosten die Einhaltung von Grundsätzen guter Corporate Governance zu signalisieren. Infolge der allgemeinen Bekanntheit des DCGK können Investoren den Wert der Entsprechenserklärung nun aber besser einschätzen; es entstehen keine zusätzlichen Informationskosten für die

---

[337] Vgl. oben unter 2.3.1.

Evaluierung. Viel wesentlicher ist aber noch die Verstärkung der Sanktionen bei Nichtbefolgung des Kodex. Wegen § 161 AktG sind Unternehmen nun gezwungen, Abweichungen vom DCGK offen zu legen. Es kommt zu einem „Prangereffekt".[338] Ein solches negatives Signaling wäre ohne die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung erst nach längerer Zeit zu erwarten gewesen; erst wenn es übliche Praxis wäre, sich zum DCGK zu erklären, würde eine entsprechende Weigerung eines Unternehmens vom Kapitalmarkt als negatives Signaling verstanden werden.

3.7.3 Etablierung einer Haftungsgrundlage

Ein weiterer wichtiger Effekt des § 161 AktG ist die Etablierung einer Haftungsgrundlage.[339] Durch die Etablierung einer Rechtspflicht zur fristgerechten Abgabe einer inhaltlich richtigen Entsprechenserklärung bestehen bei Nichterfüllung Haftungsrisiken für Vorstände und Aufsichtsräte, die restriktiv wirken. Zwar würden auch bei falschen „Erklärungen ins blaue hinein" Haftungsrisiken auf der Basis allgemeiner Haftungsgrundlagen bestehen. Durch die Formalisierung der Entsprechenserklärung werden diese jedoch verstärkt.

Da der Kapitalmarkt um die Rechtspflichten und Haftungsrisiken weiß, ist die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG relativ glaubhaft („credible commitment"[340]). Es ist allerdings zu beachten, dass die tatsächliche Einhaltung der Empfehlungen des Kodex nicht überprüft wird. Die Prüfungspflicht des Abschlussprüfers beschränkt sich rein formal auf die Prüfung des Vorliegens einer Entsprechenserklärung.[341]

3.8 Zwischenergebnis/Deklarationsprognose

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass für Vorstand und Aufsichtsrat einer börsennotierten Aktiengesellschaft starke Anreize bestehen, den Empfehlungen und Anregungen des Kodex zu folgen. Sanktionen in Form eines negativen Markteffektes bestehen hingegen wegen der Regelung des § 161 AktG vor allem bei Nichtbefol-

---

[338] Vgl. Kirchner (2002), S. 112; zum Prangereffekt beim Übernahmekodex vgl. Kirchner/Ehricker (1998), S. 108 f.
[339] Vgl. oben unter 2.6.2.5.1.
[340] Vgl. Williamson (1985/1990), S. 186-236.
[341] Vgl. oben 2.4.3.

gung der *Empfehlungen* des Kodex. Da die Anreize und Sanktionen im Zusammenhang mit dem Kodex vor allem auf Markteffekten beruhen, ist zu erwarten, dass sie je stärker ausfallen, desto mehr das Unternehmen bei der Kapitalbeschaffung auf die Kapitalmärkte angewiesen ist. Die Situation für Vorstände und Aufsichtsräte großer Publikums-Aktiengesellschaften dürfte sich dementsprechend anders darstellen als bei kleinen Aktiengesellschaften, die Kapital nur bedingt über den Kapitalmarkt, sondern vordringlich über Bank-Kredite aufnehmen. Da die Empfehlungen des DCGK in weiten Teilen ohnehin gängige Unternehmenspraxis darstellen, ist eine weite Verbreitung des Ablehnungsmodells unwahrscheinlich. Ferner ist zu erwarten, dass der Grad der Abweichungen bei solchen Empfehlungen besonders hoch ist, deren Einhaltung leicht von Außenstehenden überprüft werden kann, die nur wenig Interpretationsspielräume zulassen und deren Umsetzung nicht unbedingt auch im persönlichen Interesse von Vorständen und Aufsichtsräten liegt.

3.9 Empirische Befunde zur Einhaltung der Empfehlungen des DCGK

3.9.1 Generelle Akzeptanz des DCGK

Nachdem der DCGK im Februar 2002 der Öffentlichkeit vorgestellt wurde, ist ihm von verschiedenen Seiten großer Zuspruch zuteil geworden.[342] Mittlerweile liegen auch einige Studien vor, die die Akzeptanz des Kodex in der Praxis untersucht haben. Nachdem frühere Studien zunächst noch eine zögerliche Haltung von Unternehmen feststellen konnten,[343] zeichnet sich bei Untersuchungen jüngeren Datums grundsätzlich eine breite Akzeptanz ab.[344] Die gewonnenen theoretischen Erkenntnisse werden im folgenden Abschnitt mit den wichtigsten Ergebnissen der beiden realtiv neuen, umfassenden Studien von *Oser/Orth/Wader*[345] sowie des *BCCG*[346] verglichen.

---

[342] Vgl. Seibert (2002a), S. 582; von Werder (2002b), S. 810.

[343] Eine Umfrage der FAZ vom August 2002 ergab, dass sich erst die Hälfte der DAX 30 Unternehmen bereits dazu entschlossen hatte, im nächsten Geschäftsbericht über die Einhaltung des Kodex zu berichten; vgl. Lenz (2002). Ferner hat Haarmann Hemmelrath zusammen mit der Financial Times Deutschland im Februar 2003 ein auf dem DCGK basierendes CG-Ranking der DAX-30 Gesellschaften veröffentlicht; vgl. Ehren/Grass (2003).

[344] Vgl. Oser/Orth/Wader (2003); von Werder/Talaulicar/Kolat (2003); Towers Perrin (2003).

[345] Oser/Orth/Wader (2003).

Beiden Studien ist gemein, dass sie sich nur auf die *Empfehlungen* des DCGK beziehen, da die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nur für diese gilt. Ferner unterteilen beide die untersuchten Unternehmen nach dem Indizes der Deutschen Börse AG (bzw. nach Orderbuchumsatz und Marktkapitalisierung als Voraussetzungen für die Aufnahme in die Indizes der Deutschen Börse AG)[347]. Die Differenzierung nach der Größe ist für den Vergleich mit den theoretischen Erkenntnissen insofern wichtig, als die jeweiligen Unternehmensgruppen unterschiedlichen Markteffekten ausgesetzt sind. Schließlich ist zwischen dem zukunfts- und dem vergangenheitsbezogenen Teil der Entsprechenserklärungen zu unterschieden. Dies ist insofern von Bedeutung, als gerade große Aktiengesellschaften manche Empfehlungen wegen organisatorischer Hindernisse (etwa Erforderlichkeit eines Beschlusses der Hauptversammlung) bis zur erstmaligen Abgabe der Entsprechenserklärung nicht umsetzen konnten.

3.9.2 Die Studie von *Oser/Orth/Wader*

Die Studie vom Juni 2003[348] untersucht die Entsprechenserklärungen von insgesamt 142 börsennotierten Aktiengesellschaften. Neben den Unternehmen der Börsenindizes **DAX** und (altem) **MDAX**[349] umfasst die Untersuchung die 42 an der Frankfurter Wertpapierbörse im Amtlichen oder Geregelten Markt notierten Gesellschaften mit dem geringsten Börsenumsatz (in der Folge: AGM 42). Wegen der geringen Anzahl dieser nicht in einem Index gelisteten Unternehmen lassen sich die Ergebnisse der Studie nicht verallgemeinern, so dass keine repräsentativen Aussagen über die *generelle* Befolgung der Empfehlungen des DCGK möglich sind. Die Studie basiert weitgehend auf den veröffentlichten Entsprechenserklärungen der Unternehmen; sofern

---

[346] Berlin Center of Corporate Governance; abrufbar unter http://www.bccg.tu-berlin.de/main/publikationen/Tabellen_Kodex_Report.pdf; vgl. dazu von Werder/Talaulicar/Kolat (2003).

[347] Zu den verschiedenen Indizes der Deutschen Börse AG vgl. Deutsche Börse AG (2003).

[348] Vgl. Oser/Orth/Wader (2003).

[349] Am 24. März 2003 ist die Neusegmentierung der Aktienindizes in Kraft getreten. Im MDAX sind seitdem nur noch 50 Unternehmen gelistet und der Index ist auch für ausländische Unternehmen offen (vgl. Deutsche Börse (2003)). Für die Untersuchung wurde generell die Indexzugehörigkeit vom 30. Dezember 2002 zugrunde gelegt. Dementsprechend umfasst der MDAX 70 deutsche Unternehmen. Bezüglich der zum 1. Januar 2003 wirksam gewordenen Neusegmentierung der Frankfurter Wertpapierbörse in Prime und General Standard vgl. Schlitt (2003), S. 57-62.

diese nicht bis zum 1. Januar 2003 im Internet veröffentlicht waren, wurden Informationen per E-Mail bzw. telefonisch angefordert. Die Datenerfassung wurde am 31. März 2003 abgeschlossen.

3.9.3 Die Studie des *BCCG*

Auch die Studie des BCCG[350] vom August 2003 untersucht die Entsprechenserklärungen der in DAX und MDAX gelisteten Unternehmen. Darüber hinaus wurden aber auch alle anderen 834 an der Frankfurter Wertpapierbörse gelisteten Unternehmen kontaktiert und um Zusendung der Entsprechenserklärung gebeten. Sofern die Unternehmen im DAX, MDAX, NEMAX oder SDAX gelistet waren, sind Nacherhebungen erfolgt. Außerdem sind bei einem Sechstel der sonstigen Unternehmen, die die Anfrage nicht beantwortet haben, Nachforschungen angestellt worden. Ziel war es, die Ergebnisse der mit nur etwa einem Drittel verhältnismäßig wenigen Antworten von Unternehmen aus dieser Gruppe dennoch verallgemeinern zu können. Insgesamt wurden 408 Stellungnahmen zum DCGK ausgewertet (30 DAX-, 69 MDAX-, 40 NEMAX-, 49 SDAX- sowie 220 sonstige Unternehmen).[351] Die Datenerfassung wurde am 14. Februar 2003 abgeschlossen.

3.9.4 Unterschiede in der Methodik und Eignung für den Vergleich mit den Ergebnissen der ökonomischen Untersuchung

Zwischen den beiden Studien ergeben sich einige – mehr oder weniger marginale – Unterschiede. Während Oser/Orth/Wader von 60 Empfehlungen ausgehen, zählt das BCCG 62. In der Tat existieren in der Literatur viele unterschiedliche Zählweisen. Diese ergeben sich je nachdem, ob man die Empfehlungen des Kodex nach den Randziffern, Sinneinheiten oder jeweils einzeln zählt.[352]

---

[350] Berlin Center of Corporate Governance; abrufbar unter http://www.bccg.tu-berlin.de/main/publikationen/Tabellen_Kodex_Report.pdf; vgl. dazu von Werder/Talaulicar/Kolat (2003).

[351] Vgl. zur Methodik ausführlich von Werder/Talaulicar/Kolat (2003), S. 1857.

[352] Vgl. z. B. die Zählungen bei Claussen/Bröcker (2002), S. 1199; Peltzer, (2002), S. 595; Pfitzer/Oser/Wader (2002) S. 1120; Schüppen, (2002) S. 1118; Seibert (2002), S. 583; Seibt (2002), S. 250; Ulmer (2002b), S. 151; Theisen (2002), S. 68; von Werder (2002b) S. 810; Peltzer (2003), S. 35, 125.

In den folgenden Abschnitten wird zunächst die allgemeine Praxis der Abgabe einer Entsprechenserklärung dargestellt. Anschließend werden die Ergebnisse nach Unternehmensgruppen und Inhalt differenziert.

Für den Vergleich mit den Erkenntnissen der ökonomischen Untersuchung ist die empirische Analyse der Entsprechenspraxis von Unternehmen mit sehr geringem Börsenumsatz interessant, da diese Unternehmen gewissermaßen das ökonomische Gegenstück zu den DAX-Unternehmen darstellen und dem vergleichsweise geringsten Druck des Kapitalmarkts ausgesetzt sind. Aus diesem Grund wird mit der Zählweise der Untersuchung von Oser/Orth/Wader gearbeitet, da diese die Ergebnisse für diese Unternehmensgruppe gesondert ausweist.

3.9.5 Abgabe der Entsprechenserklärung

Schon bei der Praxis der Abgabe und Veröffentlichung der Entsprechenserklärung lassen sich erhebliche Unterschiede zwischen den drei verschiedenen Unternehmensgruppen erkennen. Nur die DAX-Unternehmen sind ausnahmslos der Verpflichtung aus § 161 AktG nachgekommen und haben die Entsprechenserklärung bis zum 31. Dezember 2002 abgegeben und den Aktionären zugänglich gemacht.

Tabelle 1: Abgabe der Entsprechenserklärungen[353]

Abgabe der Entsprechenserklärung	**Abgabe bis 31.12.2002**	**Abgabe 1.1. bis 1.4.2003**	**Noch nicht abgegeben (Stand 1.4.2003)**
DAX	30 (100 %)	0	0
MDAX	66 (94,3 %)	3 (4,3 %)	1 (1,4 %)
AGM-42	29 (69 %)	6 (14,3 %)	7 (16,7 %)
Insgesamt	125 (88 %)	9 (6,4 %)	8 (5,6 %)

[353] Nach Oser/Orth/Wader (2003), S. 1337.

Tabelle 2: Veröffentlichung der Entsprechenserklärungen im Internet[354]

Veröffentlichung der Entsprechenserklärung	Im Internet bis 31.12.2002	Ins Internet gestellt (1.1. bis 1.4.2003)	Bisher nicht im Internet (Stand 1.4.2003)
DAX	30 (100 %)	0	0
MDAX	61 (87,1 %)	8 (11,5 %)	1 (1,4 %)
AGM-42	16 (38,1 %)	12 (28,6 %)	14 (33,3 %)
Insgesamt	107 (75,4 %)	20 (14,1 %)	15 (10,5 %)

17 Unternehmen (12%) haben die Entsprechenserklärung nicht fristgemäß abgegeben. In 35 Fällen (25%) wurde die Erklärung nicht rechtzeitig auf der Website veröffentlicht.[355] Auffallend ist, dass einige Unternehmen der AGM-42-Gruppe zum Ende des Untersuchungszeitraums 3 Monate nach Ablauf der gesetzlichen Frist die Entsprechenserklärung noch immer nicht abgegeben bzw. publiziert hatten.[356]

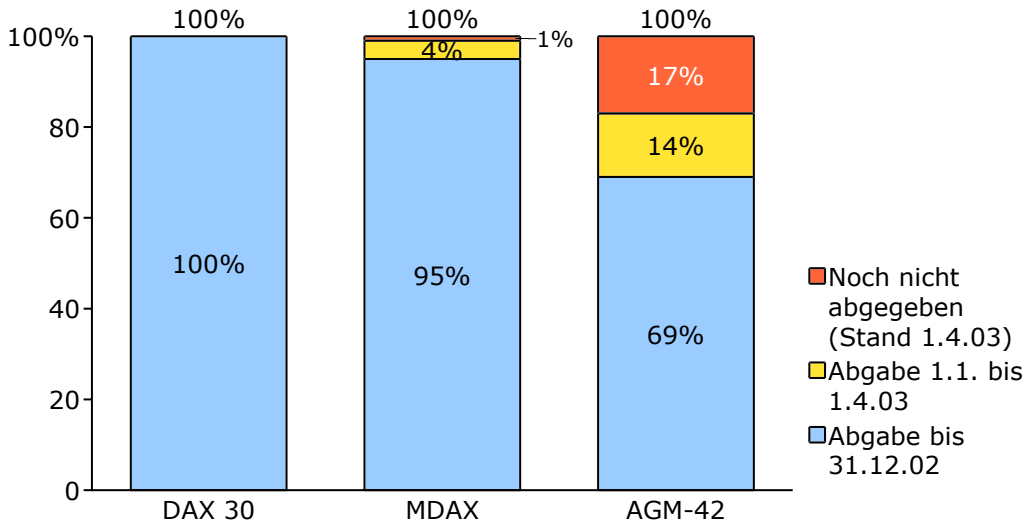

Abbildung 1: Abgabe der Entsprechenserklärungen[357]

[354] Nach Oser/Orth/Wader (2003), S. 1337.

[355] Oser/Fieber (2003), S. 288.

[356] Dies scheitert zum Teil schon an den Voraussetzungen, da einige AGM-42 Unternehmen keine eigene Website betreiben.

[357] Nach Fieber (2002).

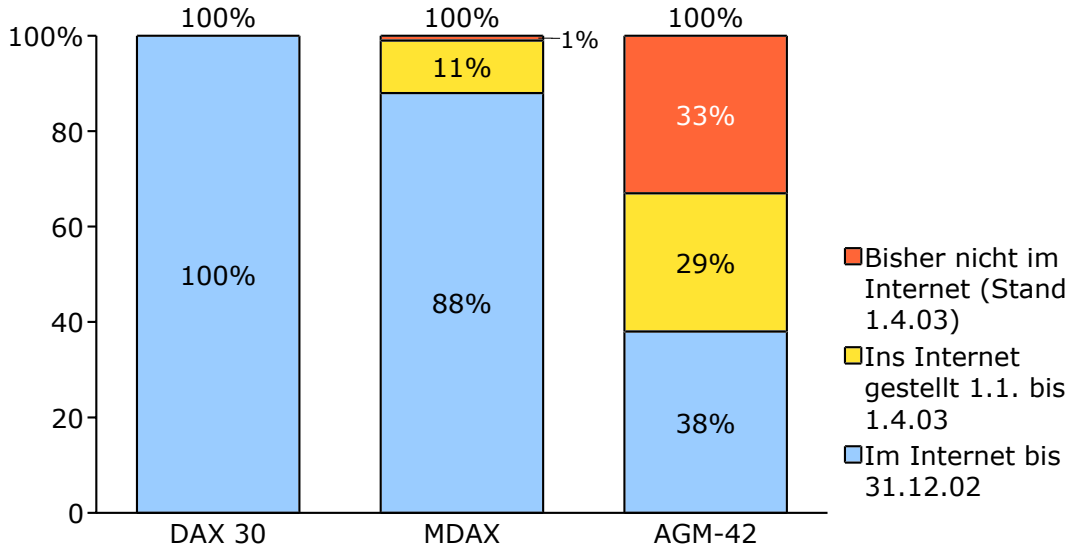

Abbildung 2: Veröffentlichung der Entsprechenserklärungen im Internet[358]

3.9.6 Qualitative Erkenntnisse

3.9.6.1 DAX 30

Vier Unternehmen des DAX (Altana, Infineon, Metro und Schering) entsprechen allen Empfehlungen des DCGK. Am anderen Ende der Skala gibt es im DAX kein Unternehmen, das mehr als 10 Empfehlungen nicht befolgt.

[358] Nach Oser/Fieber (2003), S. 288.

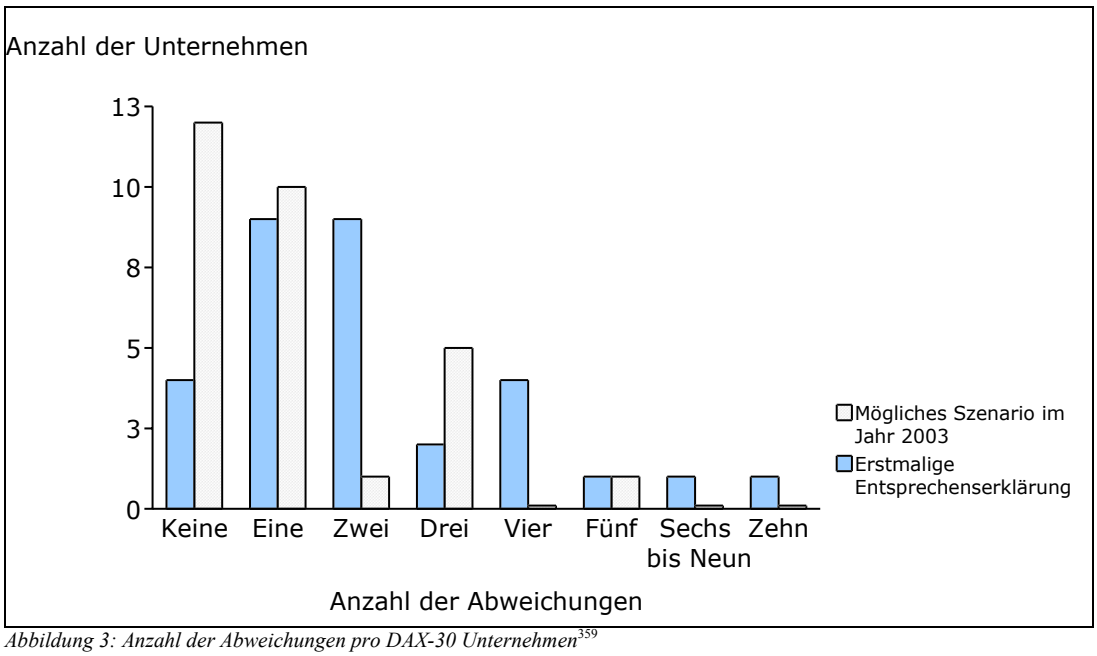

Abbildung 3: Anzahl der Abweichungen pro DAX-30 Unternehmen[359]

Tabelle 3: Empfehlungsinhalte der häufigsten Abweichungen (DAX-30[360]*)*

Ziffer	Empfehlungsinhalt	Anzahl der Abweichungen
5.4.5 Abs. 1	Berücksichtigung von Vorsitz und stellvertretendem Vorsitz sowie von Vorsitz und Mitgliedschaft in Ausschüssen bei der Vergütung des Aufsichtsrats	17 (57%)
3.8 Abs. 2	Angemessener Selbstbehalt bei D&O Versicherungen	9 (30%)
5.4.5 Abs. 2	Feste und erfolgsorientierte Aufsichtsratsvergütung	6 (20%)
7.1.2	Konzernabschluss binnen 90 Tagen, Zwischenberichte binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums veröffentlichen (Veröffentlichungsfristen/Fast Close)	4 (13%)

Die DAX-Unternehmen weichen am häufigsten von der Kodex-Empfehlung in Ziffer 5.4.5 Abs. 1 zu der Berücksichtigung von Vorsitz und stellvertretendem Vorsitz sowie von Vorsitz und Mitgliedschaft in Ausschüssen bei der Vergütung des Aufsichtsrats ab.[361] Auch bei der Aufnahme von erfolgsorientierten Vergütungsbestandteilen (Ziffer 5.4.5 Abs. 2) ergeben sich mit 20 % viele Abweichungen. Es ist allerdings zu beachten, dass Vorstand und Aufsichtsrat diese Regelungen nicht eigenmächtig umsetzen können, da Vergütungsangelegenheiten der Aufsichtsratsmitglieder gemäß

[359] Nach Oser/Fieber (2003), S. 289.
[360] Nach Fieber (2002).
[361] Vgl. dazu Cheffins (2001); Lutter (2003).

§ 113 Abs. 1 Satz 2 AktG von der Hauptversammlung beschlossen werden müssen.[362] 86,7 % der DAX-Unternehmen geben an, die Empfehlungen aus Ziffer 5.4.5 Abs. 1 und Abs. 2 in Zukunft umsetzen zu wollen.

Weitere kritische Empfehlungen sind die Vereinbarung eines angemessenen Selbstbehalts bei D&O-Versicherungen (Ziffer 3.8 Abs. 2, 30% Abweichungen) und die Einhaltung verkürzter Veröffentlichungsfristen für Konzernabschluss und Zwischenberichte (Ziffer 7.1.2, 13% Abweichungen).

Bei dem in Ziffer 3.8 Abs. 2 geforderten *„angemessenen Selbstbehalt bei D&O-Versicherungen"* lässt sich ein zweiter Abweichungs-Schwerpunkt feststellen.

3.9.6.2 MDAX

Im MDAX entsprechen nur zwei Unternehmen (Celanese und Südzucker) allen Empfehlungen des DCGK. AVA Allgemeine Handelsgesellschaft der Verbraucher, Beate Uhse und Rhön-Klinikum haben mit 16 die größte Anzahl an Abweichungen.

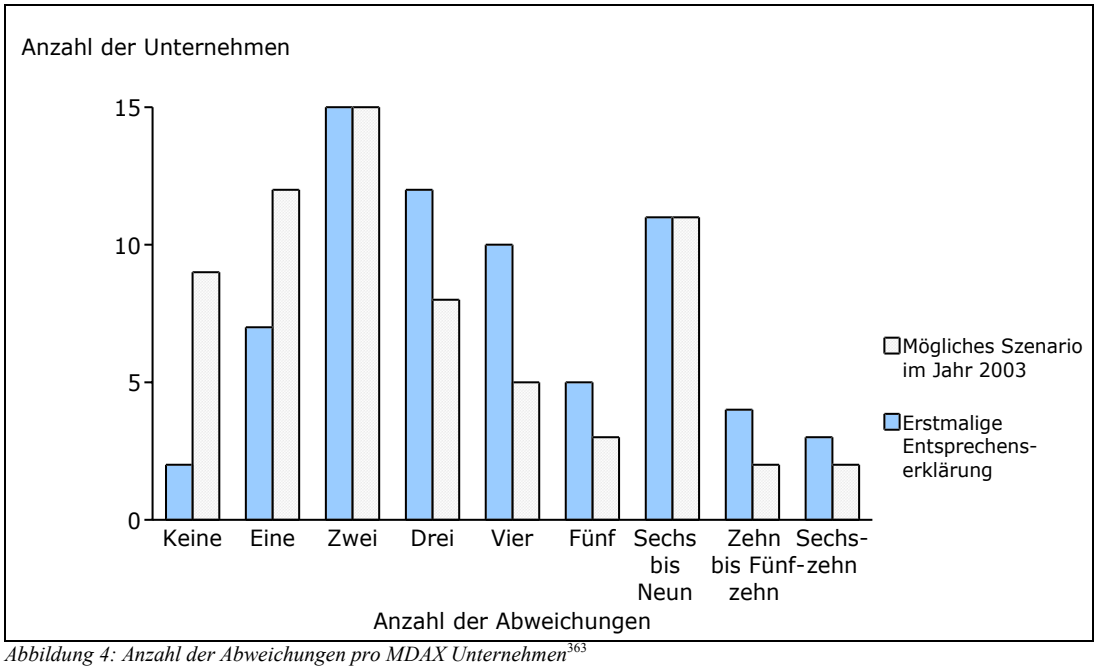

Abbildung 4: Anzahl der Abweichungen pro MDAX Unternehmen[363]

---

[362] Sind die Vergütungsregelungen in der Satzung festgeschrieben, ist ebenfalls ein Hauptversammlungsbeschluss nötig, da gemäß § 179 Abs. 1 Satz 1 Satzungsänderungen einen Beschluss der Hauptversammlung erfordern.

[363] Nach Oser/Fieber (2003), S. 290.

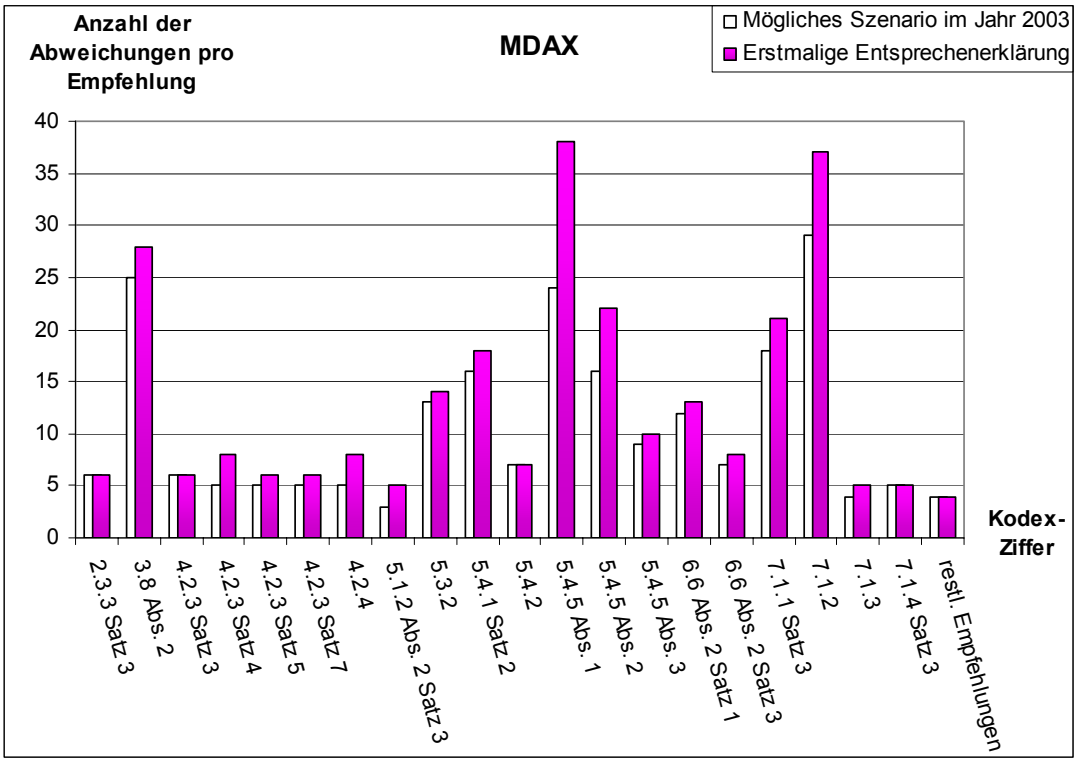

Abbildung 5: Häufigkeitsverteilung der Abweichungen pro Kodex-Empfehlung (MDAX)[364]

Tabelle 4: Empfehlungsinhalte der häufigsten Abweichungen (MDAX)

Ziffer	Empfehlungsinhalt	Anzahl der Abweichungen
5.4.5 Abs. 1	Berücksichtigung von Vorsitz und stellvertretendem Vorsitz sowie von Vorsitz und Mitgliedschaft in Ausschüssen bei der Vergütung des Aufsichtsrats	38 (55%)
7.1.2	Konzernabschluss binnen 90 Tagen, Zwischenberichte binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums veröffentlichen	37 (54%)
3.8 Abs. 2	Angemessener Selbstbehalt bei D&O Versicherungen	28 (41%)
5.4.5 Abs. 2	Feste und erfolgsorientierte Aufsichtsratsvergütung	22 (32%)
7.1.1 Satz 3	Konzernabschluss und Zwischenberichte nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen aufstellen	21 (30%)
5.4.1 Satz 2	Altersgrenze für Aufsichtsratsmitglieder	18 (26%)

Auffallend ist, dass sich die meisten Abweichungen der MDAX-Unternehmen bei denselben vier Kodex-Empfehlungen wie bei den DAX-Unternehmen ergeben. 54

[364] Fieber (2002). Um die Übersichtlichkeit zu wahren, sind alle Kodex-Ziffern, von denen weniger als fünfmal abgewichen wurde, im Punkt „restl. Empfehlungen“ zusammengefasst

%[365] der MDAX-Unternehmen weichen von den in Ziffer 7.1.2 geforderten kurzen Veröffentlichungsfristen für Konzernabschluss (90 Tage) und Zwischenberichte (45 Tage) ab. Den Erklärungen ist jedoch zu entnehmen, dass die Unternehmen die Empfehlung zu 75 % im Jahre 2005 umgesetzt haben wollen. Nach der am 14. September 2002 in Kraft getretenen EU-Verordnung über die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards sind kapitalmarktorientierte Unternehmen ab dem 1. Januar 2005 verpflichtet, ihre Konzernabschlüsse nach IAS („International Accounting Standards") zu erstellen, so dass die Empfehlung aus Ziffer 7.1.1 Satz 3 des Kodex obsolet wird (d.h. als Wiedergabe von positivem Recht keine eigene Regulierungswirkung mehr entfaltet).[366]

3.9.6.3 AGM 42-Unternehmen

Bei den AGM42-Unternehmen zeigt sich ein deutlich unterschiedliches Bild; das Umsetzungsniveau ist wesentlich niedriger als bei den DAX- und MDAX-Unternehmen (siehe Abbildung 7). Kein einziges Unternehmen entspricht allen Empfehlungen; elf Unternehmen lehnen die Anwendung des Kodex grundsätzlich ab.

---

[365] Die BCCG-Studie differenziert hier zwischen Ziffer 7.1.2 Satz 2 1. HS (44,9 %) und 2. HS (68,1 %).

[366] Vgl. dazu EU-Verordnung (2002) Art. 4 und 11. Deutschland plant allerdings, die in Art. 9 der EU-Verordnung gestattete Übergangsregelung auszunutzen, die einen Aufschub der IAS-Anwendung bis zum Jahr 2007 für in den USA gelistete Unternehmen vorsieht, die ihre Bilanzen nach US-GAAP aufstellen.

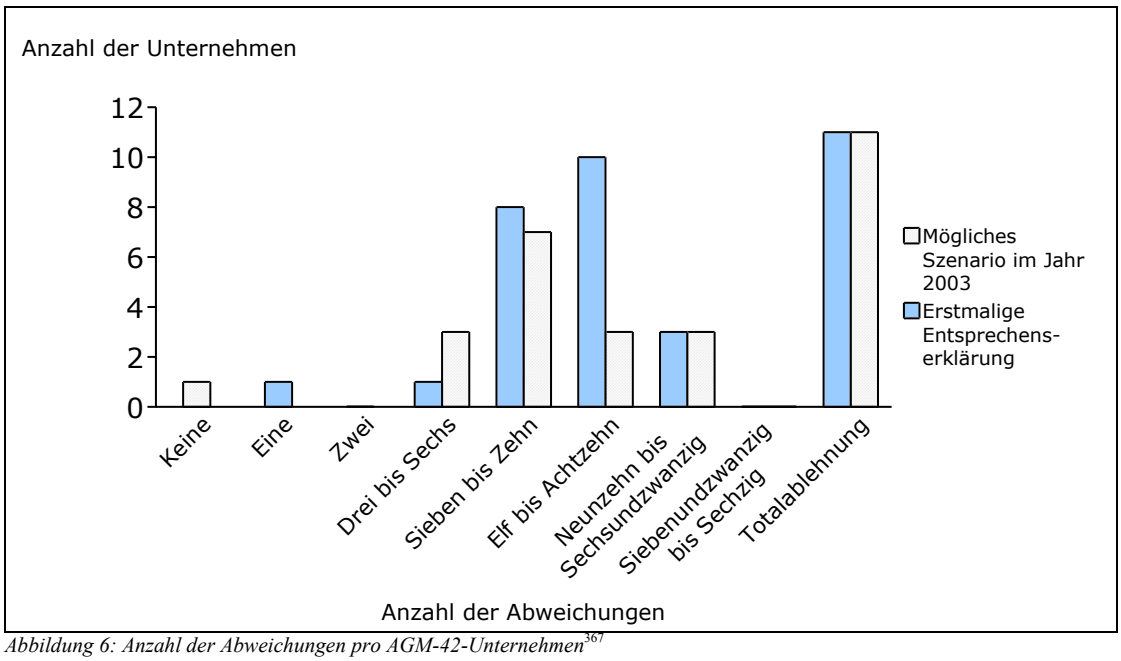

Abbildung 6: Anzahl der Abweichungen pro AGM-42-Unternehmen[367]

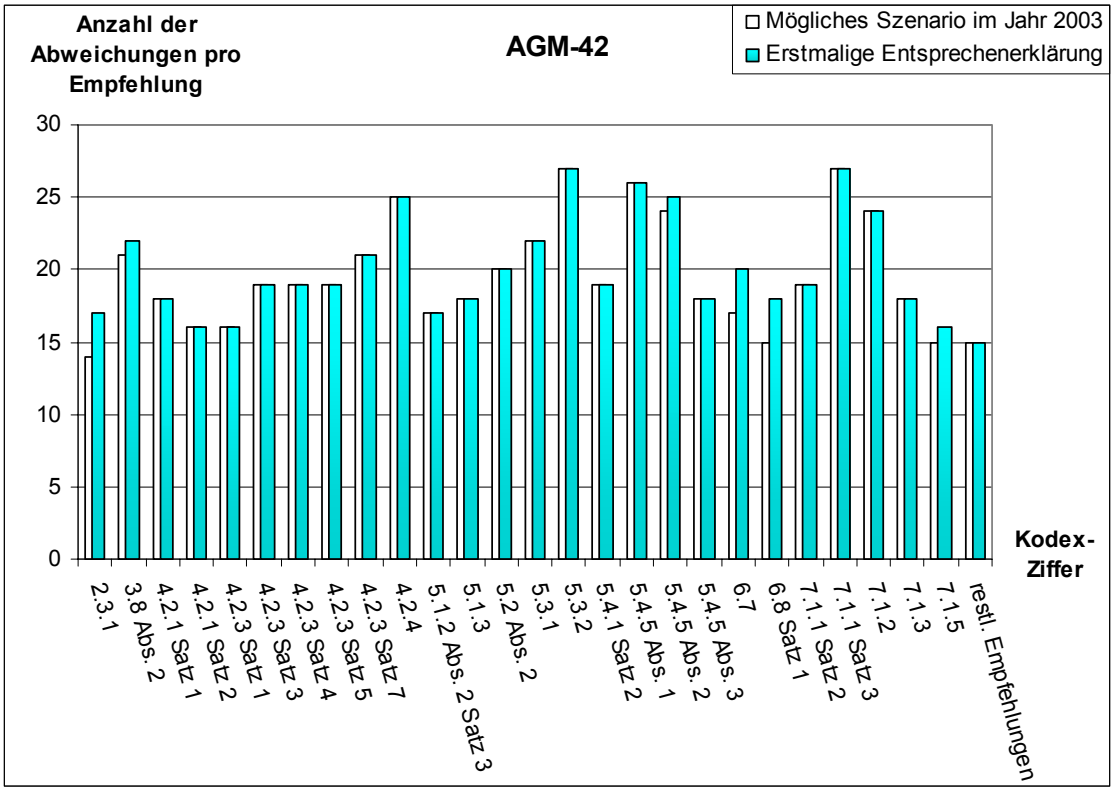

Abbildung 7: Häufigkeitsverteilung der Abweichungen pro Kodex-Empfehlung (AGM-42) [368]

---

[367] Nach Oser/Fieber (2003), S, 291.

Tabelle 5: Empfehlungsinhalte der häufigsten Abweichungen (AGM-42[369])

Ziffer	Empfehlungsinhalt	Anzahl der Abweichungen
5.3.2	Einrichtung eines Prüfungsausschusses	27 (79%)
7.1.1 Satz 3	Konzernabschluss und Zwischenberichte nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen aufstellen	27 (79%)
5.4.5 Abs. 1	Berücksichtigung von Vorsitz und stellvertretendem Vorsitz sowie von Vorsitz und Mitgliedschaft in Ausschüssen bei der Vergütung des Aufsichtsrats	26 (76%)
5.4.5 Abs. 2	Feste und erfolgsorientierte Aufsichtsratsvergütung	25 (74%)
4.2.4	Angabe der Vorstandsvergütung im Konzernanhang, aufgeteilt nach fixen und erfolgsorientierten Bestandteilen	25 (74%)
7.1.2	Konzernabschluss binnen 90 Tagen, Zwischenberichte binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums veröffentlichen	24 (71%)
3.8 Abs. 2	Angemessener Selbstbehalt bei D&O Versicherungen	22 (65%)
5.3.1	Bildung fachlich qualifizierter Ausschüsse	22 (65%)
5.2 Abs. 2	Aufsichtsratsvorsitzender ist zugleich Vorsitzender der Ausschüsse, die Vorstandsverträge behandeln und die Aufsichtsratssitzungen vorbereiten	20 (59%)

3.9.7 Zusammenfassung/Ergebnis

Die Studien lassen zunächst grundsätzlich eine weitgehende Akzeptanz der Empfehlungen des DCGK erkennen. Ferner lässt sich feststellen, dass sich die Abweichungen auf einige wenige Kodex-Empfehlungen beschränken.[370] Wie erwartet sind dies diejenigen Kodexempfehlungen, die relativ leicht von Dritten überprüfbar sind, so dass es für die Akteure kaum möglich ist, die Entsprechung bei tatsächlich abweichender Praxis zu erklären. Diese Empfehlungen betreffen im Einzelnen: die Berücksichtigung von Vorsitz und stellvertretendem Vorsitz sowie von Vorsitz und Mitgliedschaft in Ausschüssen bei der Vergütung des Aufsichtsrats, die Veröffentlichung des Konzernabschlusses binnen 90 Tagen, der Zwischenberichte binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums, die Vereinbarung eines angemessenen

[368] Fieber (2002). Aus Gründen der Übersichtlichkeit wurden alle Kodex-Ziffern, von denen weniger als 16-mal abgewichen wurde, im Punkt „restl. Empfehlungen“ zusammengefasst (elf Abweichungen je Empfehlung resultieren allein schon aufgrund der Komplettablehnungen).

[369] Nach Fieber (2002).

Selbstbehalts bei D&O Versicherungen, die feste und erfolgsorientierte Aufsichtsratsvergütung sowie die Aufstellung des Konzernabschlusses und der Zwischenberichte nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen.

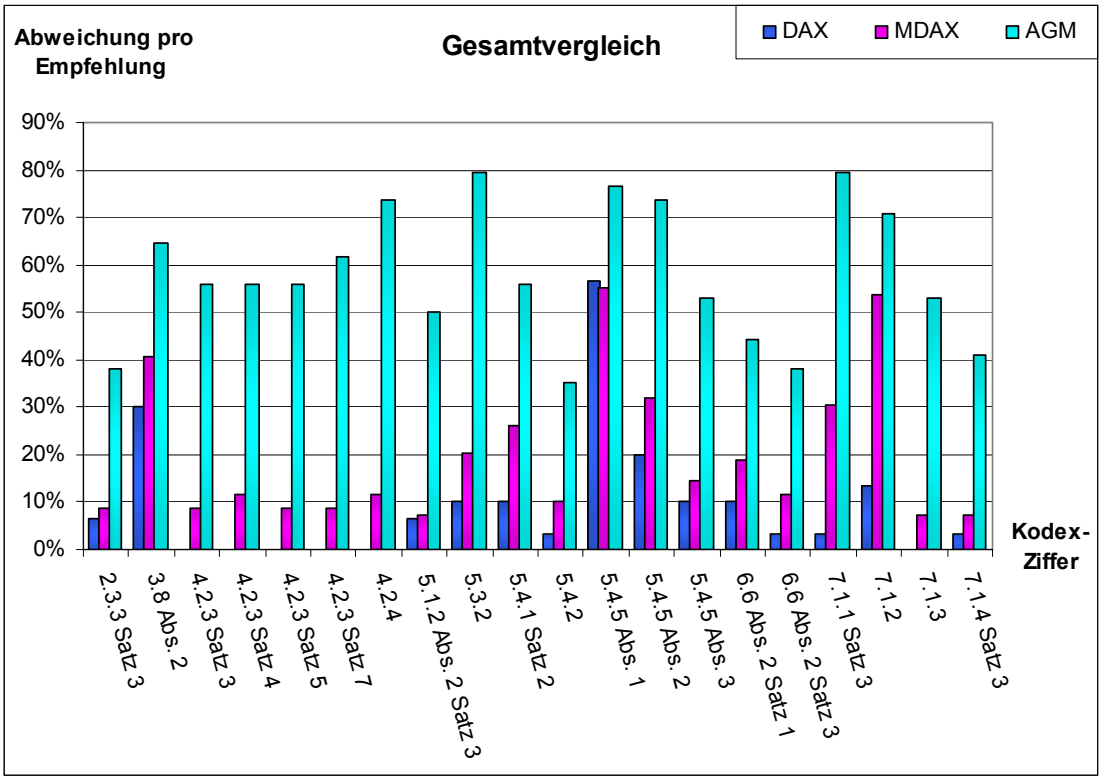

Abbildung 8: Vergleich der DAX-30, MDAX und AGM-42 Unternehmen bei den häufigsten Abweichungen[371]

Wenn sich Abweichungen ergeben, so sind diese in der Gruppe der AGM-42 jeweils am häufigsten, gefolgt von MDAX und DAX. Damit ist auch die Erwartung bestätigt, dass die Anreize zur Befolgung der Kodexempfehlungen umso größer sind, je größer das Unternehmen ist und je mehr es auf den Kapitalmarkt angewiesen ist.

---

[370] *Von Werder/Talaulicar/Kolat* bezeichnen diese Empfehlungen als „neuralgisch"; vgl. von Werder/Talaulicar/Kolat (2003), S. 1859.

[371] Fieber (2002). Die Abbildung gibt einen Überblick über die Kodex-Empfehlungen mit den meisten Abweichungen. Die Auswahl der Kodex-Ziffern basiert zur Wahrung der Übersichtlichkeit auf der Häufigkeitsverteilung der MDAX Unternehmen. Zu beachten ist, dass aufgrund der 11 Komplettablehnungen die Mindestabweichung bei den AGM-42 bei 33% liegt.

4 Normative ökonomische Untersuchung: Hypothetischer Rechtsvergleich

4.1 Vergleichsmaßstab und Kriterien

Im folgenden Abschnitt werden im Lichte der Regelungsalternativen Argumente für eine Bewertung von Regulierung durch Corporate Governance Kodizes entwickelt (normative Analyse). Dabei stellt sich die Frage nach dem Vergleichsmaßstab. In Betracht kommen drei verschiedene Regelungsalternativen: Die direkte Regulierung durch ein Parlamentsgesetz, die Regulierung durch Zulassungsvoraussetzungen für Börsen sowie die völlige Freigabe der entsprechenden Regelungsbereiche. Die Regelungsalternativen werden anhand folgender Kriterien untersucht: Durchsetzbarkeit, Sanktionspotential, Qualität und Effizienz des Normsetzungsprozesses, Flexibilität und Legitimation[372].

4.2 Hypothetischer Rechtsvergleich mit einer direkten Regulierung durch Parlamentsgesetz

4.2.1 Situationsanalyse

Bei der Bewertung der Regulierung durch Unternehmensführungskodizes durch einen hypothetischen Rechtsvergleich mit direkter Regulierung wird als Vergleichsmaßstab eine Situation angenommen, in der die Regelungen und Standards eines Parlamentsgesetzes inhaltlich denen eines Corporate Governance Kodizes entsprechen. In Bezug auf den DCGK würde dies bedeuten, dass alle in den Empfehlungen des DCGK enthaltenen Regelungen als rechtlich bindende Gesetze ausgestaltet wären.

Die positiv-rechtliche Normierung von Corporate Governance Standards stellt sich aus Unternehmenssicht zunächst als *zusätzliche* Regulierung dar. Durch die gesetzliche Implementierung wird somit die Regulierungsdichte für die Normadressaten erhöht. In den letzten Jahren sind in der – insbesondere auch von Ökonomen geführten – Deregulierungsdiskussion eine Reihe von Argumenten gegen eine solche Erhöhung

---

[372] Eine ausführliche Untersuchung der Legitimation des DCGK mittels der Konstitutionenökonomik erfolgt in Abschnitt 5.

der Regelungsdichte genannt worden.[373] Vor allem geht es um die Kosten einer Überregulierung, die zum einen aus den unmittelbaren Befolgungskosten und zum anderen daraus resultieren, dass privatautonome Entscheidungen, die zu Marktlösungen führen, unterdrückt werden.[374] Da nur die individuellen Akteure (in Teilstücken) über das notwendige Wissen verfügen, sollten ihnen die sie betreffenden marktlichen Entscheidungen überlassen werden.[375] Nur sie sind auch zu schnellen und flexiblen Anpassungen in der Lage.

Für den Fall der Nichtbefolgung von gesetzlichen Regelungen sehen sich die Akteure einem klar strukturierten Sanktionsverfahren ausgesetzt. Eine positiv-rechtliche Normierung kann mittels des staatlichen Zwangsapparates durchgesetzt werden. Für die Akteure bedeutet dies zunächst, dass die Sanktionen für den Fall der Nichtbefolgung drastisch verschärft werden. Die Handlungsalternative „Nichtbefolgung" wird wesentlich verteuert.

Damit geht jegliche Flexibilität, die Corporate Governance Regeln aus einem bestimmten Grund nicht zu befolgen, verloren. Bei der Regulierung durch Unternehmensführungskodizes war es im Einzelfall unter Umständen möglich, eine Regelung nicht zu befolgen, ohne einer Sanktion ausgesetzt zu sein.[376] Da der Gesetzgeber – im Unterschied zum Kapitalmarkt als dem Urheber der Sanktionen für die Nichtbefolgung von Corporate Governance Kodizes – nicht zwischen den verschiedenen Typen von Unternehmen unterscheiden kann, wirkt eine gesetzliche Regelung für alle börsennotierten Aktiengesellschaften gleich. Eine Skalierung des Regulierungsdrucks, wie sie aufgrund der unterschiedlichen Markteffekte für unterschiedlich große und unterschiedlich stark auf den Kapitalmarkt angewiesene Unternehmen theoretisch und empirisch aufgezeigt wurde, findet nicht statt.

Ferner ist eine Differenzierung eines Gesetzes nach „zwingenden" und „wünschenswerten" Regeln, wie sie der DCGK mit der Unterscheidung von Empfehlungen und

---

[373] Vgl. z.B. kritisch zu den Verschärfungen des US-amerikanischen Aktien- und Kapitalmarktrechts in Folge des Sarbanes-Oxley Act of 2002 Ribstein (2002) und Ribstein (2003).
[374] Kirchner (2002), S. 14; vgl. umfassend zu dieser Problemstellung Kirchner (1999a).
[375] Vgl. grundsätzlich Homann/Suchanek (2000), S. 247; Hayek (1945), S. 519-520.
[376] Vgl. oben 3.6.

Anregungen vornimmt, nicht möglich. Ein vom Gesetzgeber verabschiedeter Sanktionsmechanismus muss dem Bestimmtheitsgebot aus Art. 103 GG genügen; eine Differenzierung nach „wichtigem“ und „weniger wichtigem“ Recht ist ausgeschlossen.

4.2.2 Keine Durchsetzungsschwierigkeiten

Aus Sicht des mit der Regelung ein bestimmtes Ziel verfolgenden Gesetzgebers hat die Ausgestaltung als positives Recht einen entscheidenden Vorteil: Es gibt keinerlei Durchsetzungsschwierigkeiten.[377]

Im Zusammenhang mit dem DCGK ist diskutiert worden, ob der Kodex als „Soft Law“ über ausreichende Durchsetzungsmechanismen verfügt. Ohne ein entsprechendes „Enforcement“ sei eine zielgerichtete Regulierung nicht möglich.[378] Als problematisch wird besonders der im internationalen Vergleich relativ schwache Schutz von Minderheitsaktionären in Deutschland genannt.[379] Daraus folge eine Konzentration des Anteilsbesitzes in den Händen einiger weniger Großaktionäre, die zur Wahrnehmung ihrer Rechte nicht auf externe Durchsetzungsmechanismen angewiesen sind. Die Folge von konzentriertem Anteilsbesitz ist die Reduzierung der Liquidität der gehaltenen Wertpapiere und eine Verwässerung der Ansprüche von Minderheitsaktionären aufgrund bestehender diskretionärer Handlungsspielräume der Großaktionäre.[380] Das Vorhandensein eines Großaktionärs kann auch zu Verbesserungen der Corporate Governance führen, weil sich die Unternehmensführung einem starken und einflussreichen Akteur auf der Seite der Anteilseigner gegenübersieht. Nichtsdestotrotz sind Großaktionäre versucht, ihre privaten Ziele mit dem Unternehmen auf Kosten der Minderheitsaktionäre zu verfolgen.[381]

Ein zuverlässiger Schutz von Minderheitsaktionären kann durch die Möglichkeit einer gerichtlichen ex-post-Sanktionierung von widerrechtlichen Vermögenstransfers geschaffen werden. Eine direkte Regulierung könnte im Vergleich zu der „indirek-

---

[377] Vgl. Macey/O'Hara (1999), S. 24.
[378] Vgl. Ehrhardt/Nowak (2002), S. 336-345.
[379] Vgl. La Porta/Lopez de Silanes/Shleifer/Vishny (1998), S. 1113-1118; Shleifer/Vishny (1997).
[380] Vgl. Ehrhardt/Nowak (2002), S. 337.
[381] Vgl. Barclay/Holderness (1989); Cuervo (2002), S. 85.

ten“ Regulierung durch Corporate Governance Kodizes wirksamere Anspruchsgrundlagen für Schadensersatzklagen geschädigter Aktionäre schaffen, so dass sich Vorstände und Aufsichtsräte größeren Haftungsrisiken ausgesetzt sähen. Ferner könnte die BAFin mit umfangreichen Ermittlungsbefugnissen, Verordnungskompetenzen und wirksamen Sanktionierungsmöglichkeiten ausgestattet werden.[382] Die Einsetzung einer solchen Enforcement-Organisation ist insbesondere im Zusammenhang mit der Durchsetzung von Rechnungslegungsvorschriften diskutiert worden.[383] Als Vorbild könnten hier die umfangreichen Befugnisse der US-amerikanischen SEC[384] oder des für die Aufsicht über die Wirtschaftsprüfer zuständige Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)[385] dienen.

Widerrechtliche Vermögensvorteile können sich durch überhöhte Managementgehälter, durch Beschäftigungsverhältnisse mit Familienmitgliedern, die unter Wettbewerbsbedingungen (so) nicht zustande gekommen wären, oder durch Transaktionen mit Unternehmen, an denen das Management – oder ihm nahe stehende Personen – privaten Anteilsbesitz haben, ergeben. Um eine Behörde aber tatsächlich in die Lage zu versetzen, den Interessen der Aktionäre widersprechende Vermögenstransfers durch Unternehmensinsider aufzudecken, scheint ein erheblicher personeller und finanzieller Aufwand vonnöten. Selbst wenn man die Zahl der unter Aufsicht der Behörde stehenden Unternehmen auf solche beschränkt, die an einer Börse notiert sind, ist der Aufwand für eine wirksame und umfassende Kontrolle immens.

4.2.3 Qualität des Normsetzungsprozesses

Der staatliche Normsetzungsprozess ist gekennzeichnet durch aufwendige und zeitintensive Prozeduren. Primäres Ziel ist die Herstellung eines optimalen demokratischen Legitimationsniveaus. Der Gesetzgebungsprozess ist langsam und schwerfällig. Ist ein Gesetz einmal in Kraft, entfaltet es meistens ein großes Beharrungsver-

---

[382] Vgl. Ehrhardt/Nowak (2002), S. 345; für eine Europäische Finanzaufsichtsbehörde Böcking/Kiefer (2002).

[383] Vgl. Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach Gesellschaft (2002), S. 2173-2176; Küthing/Wohlgemuth (2002), S. 265-276; Tielmann (2001), S. 1625-1634; Hommelhoff (2001), S. 39-50; Haller/Eierle/Evans (2001), S. 1673-1680; Böckem (2000), S. 1185-1191.

[384] Vgl. Wüstemann (2002), S. 718-725.

[385] Vgl. Küthing/Wohlgemuth (2002), S. 273-274.

mögen. Als Beispiel hierfür kann das Ladenschlussgesetz dienen: Im Bundestag würde sich heute wohl keine Mehrheit mehr zur Verabschiedung des Gesetzes finden. Eine Mehrheit zu seiner Außerkraftsetzung kommt aber ebenfalls nicht zustande. Gesetzliche Normen sind verglichen mit den privaten Regeln von Corporate Governance Kodizes sehr unflexibel und schwer zu ändern.

Die Akteure staatlicher Gesetzgebung sind die Abgeordneten als Vertreter des Volkes. Sie sind Laien, die allerdings auf den Sachverstand von Experten zurückgreifen können. Als eigennutzmaximierende Individuen sind sie möglicherweise noch anderen Anreizen als dem Anreiz zur Verabschiedung der sachlich besten Regelung ausgesetzt. Zwischen dem Volk als Prinzipal und den Abgeordneten als von ihm eingesetzten Agenten besteht ein klassisches Prinzipal-Agent-Verhältnis; es bestehen divergierende Interessen und Informationsasymmetrie.[386] Die Einflussnahme von Interessengruppen, gleich welcher Couleur, ist groß. Dies ist Ausfluss des pluralistischen Prinzips und nicht unbedingt als negativ zu bewerten; Lobbyisten können dem Volk als Sprachrohr zur Artikulierung von Wünschen an den Gesetzgeber dienen. Es ist allerdings zu bedenken, dass der politische Einfluss von Interessengruppen nicht proportional zur Anzahl der durch sie vertretenen Subjekte ist. Besonders gut organisierte und/oder finanzierte Interessengruppen haben möglicherweise überdimensional viel Gewicht.

Durch die Entkoppelung des privaten Normsetzungsprozesses von zeitaufwendigen und Kompromisse produzierenden Strukturen hat ein privater Regelsetzer, der nur an der Produktion der sachlich besten materiellen Regelung interessiert ist, einen klaren Effizienzvorteil.[387] Innerhalb eines privaten Normsetzungsprozesses können ohne weiteres Vertreter der Regelungsadressaten an der Regelerstellung beteiligt werden, die über eine optimale Sachkenntnis verfügen. Keine Regierungsstelle kann besser als die Marktteilnehmer selbst wissen, welche Regelungen in deren bestem Interesse sind, vor allem wenn man die Geschwindigkeit und Kontinuität bedenkt, mit der sich

---

[386] Vgl. zur Anwendung des Prinzipal-Agent-Ansatzes auf politische Strukturen Brennan/Hamlin (1998), S. 408-409 mwN.

[387] Vgl. Pirrong (1998), S. 435.

die Bedingungen auf den Finanzmärkten ändern.[388] In dieser Hinsicht erweist sich eine Regulierung durch Corporate Governance Kodizes einer direkten Regulierung durch Parlamentsgesetz als klar überlegen.

4.2.4 Kein Legitimationsproblem

Private Rechtsetzung sieht sich dem Vorwurf mangelnder demokratischer Legitimation ausgesetzt.[389] Dies gilt insbesondere dann, wenn einem privaten Regelsetzer-Gremium wie der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex indirekte staatliche Unterstützung zuteil wird; sei es nur durch die Verleihung des Titels „Regierungskommission“ und den damit verbundenen PR-Effekten, sei es durch die Implementierung einer „befolge-oder-erkläre“-Regelung wie § 161 AktG.[390] Ein Vorteil direkter Regulierung durch positives Recht ist die volle demokratische Legitimation der Rechtsetzung.

4.2.5 Zwischenergebnis

Es bleibt trotz der genanten Effizienzvorteile privater Rechtsetzung schwierig zu entscheiden, ob diese gegenüber staatlicher Rechtsetzung tatsächlich Kostenvorteile bietet.[391] Bei dem Vergleich der Regulierung durch Corporate Governance Kodizes mit direkter Regulierung durch imperatives Recht erweist sich dennoch erstere Variante als überlegen. Unabhängig von den Kosten der Regelerstellung sind die Rechtsfolgen für die Regeladressaten bei der Regelungsalternative Corporate Governance Kodex günstiger. Dies liegt zum einen an der größeren Flexibilität und zum anderen an der zu erwartenden besseren sachlichen Qualität der Normen.

---

[388] Vgl. Romano (1998), S. 2365.
[389] Vgl. z.B. Ehricke (1989); Wolf (2002).
[390] Vgl. ausführlich zu dieser Problemstellung unten 5.
[391] Vgl. Kirchner (2002), S. 14; Kirchner (1999a), S. 130-132.

4.3 Rechtsvergleich mit einer Regulierung durch Listing Rules

4.3.1 Situationsanalyse

Neben den Regelungsalternativen Regulierung durch Corporate Governance Kodizes, wie sie mit dem DCGK und § 161 AktG in Deutschland erfolgt ist, direkter Regulierung durch positives Gesetz und Nichtregulierung kommt eine weitere Regelungsvariante im Gegenstandsbereich von Corporate Governance in Betracht: Die Regulierung durch Börsenzulassungsvoraussetzungen. Dabei sind zwei Gestaltungen denkbar: Die Ausgestaltung von originären Corporate Governance Regeln oder die Implementierung einer *„befolge-oder-erkläre"-Regelung* zu einem bestimmten Corporate Governance Kodex als Zulassungsvoraussetzungen für eine Wertpapierbörse. Während die erste Variante viele Parallelen zur Regelungsalternative „Regulierung durch positives Gesetz" aufweist, ähnelt die zweite Variante der „Regulierung durch Corporate Governance Kodizes", von der sie sich nur hinsichtlich der Ausgestaltung der Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung unterscheidet.

4.3.2 Das Sanktionspotential von Zulassungsvoraussetzungen

Zulassungsvoraussetzungen für Wertpapierbörsen können nicht wie Parlamentsgesetze mittels des staatlichen Zwangsapparates durchgesetzt werden. Im Falle der Nichtbefolgung droht den Adressaten eine einzige Sanktion: der Ausschluss vom Handel an der jeweiligen Wertpapierbörse. Für große Publikumsgesellschaften ist diese Sanktion aufgrund ihres in weiten Teilen über den Kapitalmarkt gedeckten Kapitalbedarfs eine derart scharfe Sanktion,[392] dass sich für die handelnden Akteure kaum Unterschiede zu einer Sanktionierung mittels des staatlichen Zwangsapparates ergeben. Etwas anderes kann lediglich für kleinere Aktiengesellschaften gelten, die sich auch über Kredite finanzieren können. Die Sanktion ist nicht skalierbar; ein „Teil-Listing" ist logisch nicht vorstellbar. Folglich bleibt den Börsen als für die Ausübung der Sanktion zuständige Stellen neben dem tatsächlichen Ausschluss des Unternehmens vom Handel nur die Drohung mit selbigem.

---

[392] Vgl. Burke (2002), S. 353-355

Wenn Börsen im Falle der Nichtbefolgung die für die Ausübung der Sanktionen zuständige Stelle sind, so sind einige Besonderheiten zu beachten. Es widerspricht im Grunde dem Interesse einer Börse, große Unternehmen auszuschließen. Zwar gibt es Anreize, nach außen hin mit einer prägnanten Öffentlichkeitsarbeit den Eindruck einer rigiden Durchsetzung der Listing-Voraussetzungen zu erwecken.[393] Bei Betrachtung der internen Abläufe fällt jedoch auf, dass der Umsatz einer Börse durch die Zahl der gelisteten Unternehmen und das Handelsvolumen bestimmt wird. Der Ausschluss eines großen Unternehmens kann den Umsatz unter Umständen nicht unerheblich mindern. Das Management einer Börse hat deshalb keine starken Anreize, die Einhaltung der Listing-Voraussetzungen wirksam zu überwachen.[394] Für Dritte besteht in der Regel keine Möglichkeit, gegen die Verletzung von Listing-Voraussetzungen gerichtlich vorzugehen.

4.3.3 Die Einhaltung originärer Corporate Governance Standards als Zulassungsvoraussetzung für Wertpapierbörsen

Als Zulassungsvoraussetzungen ausgestaltete, originäre Corporate Governance Regeln ähneln der unter 4.2 dargestellten direkten Regulierung. Wichtige Unterschiede ergeben sich jedoch hinsichtlich der Art der Sanktionierung der Verhaltensalternative „Nichtbefolgung“.

Das Listing an einer Börse hat im Allgemeinen eine erhebliche Steigerung des Rufs eines Unternehmens zur Folge. Im Hinblick auf kleinere Aktiengesellschaften, die erstmals ein Listing anstreben, ergeben sich somit durchaus Anreize, auch strikte Corporate Governance Regeln zu befolgen. Das Unternehmen hat so die Möglichkeit, eine glaubwürdige Selbstbindung (credible commitment) einzugehen und (potentiellen) Investoren gute Corporate Governance zu demonstrieren.[395]

Allerdings bieten Listing-Voraussetzungen keinerlei Flexibilität in der *Anwendung*, d.h. es besteht keine Möglichkeit für die gelisteten Unternehmen, in begründeten Fällen von den Vorschriften abzuweichen. Gerade im Hinblick auf große Publikums-

---

[393] Vgl. Oesterle (1998), S. 215.
[394] Vgl. Oesterle (1998), S. 215-216; Cain (2003), S. 650-651.
[395] Vgl. Cain (2003), S. 637-638; ABA Special Study Group (2002), Section V. A.

Aktiengesellschaften wirkt die Regulierung durch Listing-Voraussetzungen aufgrund der Schärfe der Sanktion eines Delisting wie ein positives Gesetz. Insofern kann auf die Analyse in Abschnitt 4.2 verwiesen werden.

Wenn die Börsen die Autoren der Zulassungsvoraussetzungen sind, so ergeben sich hinsichtlich der Flexibilität und Qualität des Normsetzungsprozesses die gleichen Effekte wie bei einer Regulierung durch Corporate Governance Kodizes (vgl. Abschnitt 3.4). Für Börsen bietet sich wie für andere private Autoren von Corporate Governance Standards, das Sachverständnis der Marktteilnehmer zu nutzen.[396] Es ist allerdings zu beachten, dass es für die Autoren in dieser Situation möglicherweise Anreize gibt, Markteintrittsbarrieren zu schaffen.[397]

Gegenüber einer Regulierung durch Unternehmensführungskodizes vermag die Regulierung durch als originäre Corporate Governance Standards ausgestaltete Listing-Voraussetzungen nicht zu überzeugen. Wenngleich sich hinsichtlich der Qualität des Normsetzungsprozesses keine wesentlichen Unterschiede ergeben, so erlaubt die verpflichtende Wirkung jedoch keine ausreichend flexible Handhabung der Standards. Es gibt für die Unternehmen keine Möglichkeit der Abweichung, wenn sie nicht der scharfen Sanktion eines Delisting ausgesetzt sein wollen.

4.3.4 Die Ausgestaltung einer „befolge-oder-erkläre“-Regelung als Zulassungsvoraussetzung für Wertpapierbörsen

Die zweite Variante gleicht der in Abschnitt 3.4 dargestellten Regulierung durch Corporate Governance Kodizes, von der sie sich nur durch die unterschiedliche Ausgestaltung der „befolge-oder-erkläre“-Regelung unterscheidet. Hinsichtlich des Effekts der Standardsetzung, der Kommunikationsfunktion, der Qualität des Normsetzungsprozesses, der Flexibilität der Regelungen sowie den unternehmensexternen Wirkungen im Allgemeinen und den Signaling-Möglichkeiten und –Gefahren im Besonderen kann auf Abschnitt 3.4 verwiesen werden.

---

[396] Vgl. Thompson (2003), S. 973.
[397] Vgl. Pirrong (1998), S. 435.

Der britische *Combined Code*[398], der aus dem Cadbury Code[399] von 1992 und seinen Nachfolgern hervorgegangen ist und als ein Vorreiter von Corporate Governance Kodizes in ganz Europa angesehen werden kann, wird von einer als Listing-Voraussetzung für die Londoner Börse LSE ausgestalteten „befolge-oder-erkläre"-Regelung begleitet.[400] Einen ähnlichen Vorschlag hat eine Special Study Group der American Bar Association der SEC für die NYSE unterbreitet.[401] Im Vergleich der Durchsetzungsmechanismen scheint eine gesetzlich ausgestaltete „befolge-oder-erkläre"-Regelung effektiver. Zum einen etabliert sie eine klare Rechtspflicht für Vorstände und Aufsichtsräte und zieht entsprechende Haftungsfolgen nach sich. Andererseits erzeugt die Kontrolle des Vorhandenseins der Entsprechenserklärung durch den Abschlussprüfer (und eine Einschränkung des Abschlussvermerks im negativen Falle) einen gewissen zusätzlichen Druck.

4.4 Rechtsvergleich mit völliger Freigabe (Nichtregulierung)

4.4.1 Situationsanalyse

Bei dem Vergleich durch Corporate Governance Kodizes mit einem Regulierungsverzicht stellt sich die Situation für die Unternehmen wie folgt dar: Die Unternehmensführung kann zwischen drei Alternativen wählen. Sie kann eigene Corporate Governance Grundsätze anwenden, einen anerkannten Corporate Governance Kodex befolgen oder gänzlich auf die Verwendung von Corporate Governance Grundsätzen verzichten. Die Entscheidung hängt davon ab, ob die erwarteten Vorteile – wie etwa verbesserte Bedingungen beim Zugang zu Kapitalmärkten – die anfallenden Kosten übersteigen.

4.4.2 Unternehmensindividuelle Corporate Governance Standards

Je weniger vorgefertigte Regeln (Corporate Governance-Kodizes oder Aktien- und Kapitalmarktrecht) es gibt, desto umfangreicher ist der Teil des unvollständigen Ver-

---

[398] Vgl. Inhaltsübersicht bei Davies (2001), S. 275.

[399] Vgl. Cadbury Committee (1992).

[400] Vgl. oben 2.3.1. Zur Befolgung des Combined Code vgl. die empirische Untersuchung von PIRC (1999) sowie Weir/Laing (2000).

[401] Vgl. ABA Special Study Group (2002).

trages zwischen Management und Anteilseignern, der bei jeder einzelnen Transaktion neu ausgehandelt werden muss. Dadurch entstehen erhebliche Transaktionskosten.[402] Es ist daher unter Umständen sinnvoll, auf Standards zurückzugreifen, die für eine Vielzahl von Transaktionen verwendet werden können. Ferner bieten sich auch im Zusammenhang mit unternehmensindividuellen Corporate Governance Leitlinien Möglichkeiten eines positiven Signaling an. Die Corporate Governance Regeln eines Unternehmens können in einem Leitwerk zusammengefasst und publiziert werden. Als Beispiel hierfür können die USA dienen, in denen viele Unternehmen über so genannte „Codes of Ethics" verfügen. Diese werden meist auf den Webseiten des Unternehmens bekannt gemacht.[403] Seit In-Kraft-Treten des Sarbanes-Oxley Act im Jahre 2002 besteht nach dessen Section 406[404] (im Zusammenhang mit den Ausführungsbestimmungen der SEC) eine Verpflichtung zur Veröffentlichung.

Es ist zu beachten, dass Corporate Governance Standards auf eine möglichst breite Publikation angelegt sind und somit leicht „raubkopiert" werden können; es kommt also zu positiven externen Effekten.[405] Die Kosten für die Erstellung, Weiterentwicklung und vor allem für die öffentliche Bekanntmachung müssten zunächst von einem einzelnen Unternehmen getragen werden. Durch das sinngemäße Kopieren (wo eine wortwörtliche Übernahme aus Gründen des Urheberrechts nicht möglich ist) können später jedoch eine Vielzahl von Trittbrettfahrern („freerider") davon profitieren. In der Folge sinkt der Anreiz zur Ausarbeitung unternehmensindividueller Corporate Governance Standards. Corporate Governance Standards können damit als typische Club-Güter im Sinne der ökonomischen Theorie des Clubs angesehen werden.[406] Es

---

[402] Vgl. Macey/O'Hara (1999), S. 23-24.

[403] Vgl. z.B. die „Standards of Business Conduct" des Unternehmens Microsoft, abrufbar unter http://www.microsoft.com/mscorp/legal/buscond/.

[404] Vgl. zum Sarbanes-Oxley-Act den Überblick bei Ernst & Young (2002), insbesondere S. 6; zu den einzelnen Regelungen kritisch aus ökonomischer Sicht Ribstein (2002); Ribstein (2003).

[405] Vgl. Macey/O'Hara (1999), S. 23-24; Katz (1996), S. 1749-1750; Kirchner (2002), S. 113-114; vgl. grundsätzlich zu den positiven externen Effekten im Bereich privat geschaffener Institutionen Kirchner (1998), insbesondere S. 117.

[406] Die von J.M. Buchanan begründete ökonomische Theorie des Clubs befasst sich mit der Bestimmung der aus der Sicht des Individuums optimalen Mitgliederzahl eines Kollektivs. Nach ihr liegt für ein rational handelndes Individuum der Zweck eines Zusammenschlusses in der möglichst kostengünstigen Versorgung mit öffentlichen Gütern. Das Individuum hat so lange ein Interesse an der Ausdehnung der Kollektivgröße, wie sich daraus eine Verbesserung der Nettonutzensituation des Indivi-

kann folglich davon ausgegangen werden, dass es zu einer Unterproduktion von Corporate Governance Standards kommen wird.[407]

4.4.3 Befolgung anerkannter Corporate Governance Grundsätze

4.4.3.1 Vergleichsweise maximales Einsparpotential

Beim Vergleich der Regelungsalternativen sind die Einsparpotentiale durch die Verwendung von Standards am größten, wenn diese nicht nur für die Transaktionen eines, sondern mehrerer Unternehmen verwendet werden können. Im Zusammenhang mit der Anwendung von Corporate Governance Standards sind folgende Kosten zu beachten: Erstellungskosten, Anpassung- und Weiterentwicklungskosten sowie die Kosten der Publikmachung. Entscheidende Bedeutung kommt insbesondere Letzteren zu. Nur wenn in einem Kodex zusammengefasste Corporate Governance Standards einer Vielzahl von (Kapital-) Marktteilnehmern bekannt sind, lassen sich durch ihre Anwendung Einsparungspotentiale realisieren. Die Einarbeitung in einen – von wem auch immer erstellten – Kodex kostet potentielle Investoren als Informationsadressaten Zeit und Ressourcen.[408] Je mehr Unternehmen sich eines Kodex bedienen, desto eher lohnt sich diese Investition – die Informationskosten sinken. Aus der Perspektive der Marktgegenseite – der an günstigem Kapital interessierten Unternehmen – bieten sich entsprechend bessere Möglichkeiten für ein positives Signaling.[409]

Bei der Betrachtung der Kostensituation ist zwischen der Betrachtung ex-ante und der Betrachtung ex-post zu unterscheiden. Die Kosteneinsparpotentiale durch die Mehrfach-Verwendung von Standards fallen insbesondere bei der Betrachtung ex-ante ins Gewicht. Sind Corporate Governance Standards erst einmal entwickelt, sind die in der Vergangenheit dafür getätigten Aufwendungen ex post als sog. versunkene Kosten (sunk costs)[410] für die Entscheidungen der Akteure irrelevant. Zu beachten

---

duums ergibt. Sowohl der individuelle Nutzen als auch die dem Individuum entstehenden Kosten variieren mit der Mitgliederzahl des Kollektivs. Vgl. Buchanan (1965).

[407] Vgl. Buchanan (1965); Kirchner (2002), S. 114.

[408] Vgl. Romano (1998), S. 2396 f.

[409] Vgl. oben 3.5.3.2, 3.5.3.3.

[410] Vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 68, 595.

sind allerdings nach wie vor die Kosten für die Weiterentwicklung und Anpassung der Corporate Governance Standards.[411]

4.4.3.2 Corporate Governance Kodizes als Clubgüter

Wie bei der Analyse der Entwicklung unternehmensindividueller Corporate Governance Kodizes festgestellt, besteht das Problem, dass Corporate Governance Kodizes Clubgüter sind, so dass wenige Anreize zur Übernahme der Kosten von Erstellung und – noch wichtiger und kostenintensiver – Bekanntmachung bestehen. Eine Möglichkeit dem entgegenzutreten besteht in der Produktion solcher Standards aus öffentlichen Mitteln; als Autoren kommen neben Regierungseinrichtungen insbesondere Hochschulen (wie im Falle des GCCG[412]) oder (Pflicht-)Verbände in Betracht. Außerdem bestehen möglicherweise für Intermediäre wie Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, große Anwaltskanzleien oder Investmentbanken Anreize zur Erstellung von Corporate Governance Kodizes, um anschließend ihre Expertise zu verkaufen[413] oder den Unternehmen entsprechende Zertifizierungsleistungen anzubieten.

4.4.3.3 Ökonomische Bedeutung der Glaubwürdigkeit der Selbstbindung

Ein entscheidendes Kriterium bei der Kommunikation der Einhaltung bestimmter Corporate Governance Grundsätze ist die Glaubwürdigkeit, mit der dies geschieht. Je glaubhafter ein (potentieller) Investor die ihm von einem Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen einschätzt, desto stärker ist der Effekt der Information auf die jeweilige Einschätzung der Situation des Unternehmens durch diesen Investor. Es besteht somit ein Anreiz zur Übermittlung möglicht glaubhafter positiver Informationen. So lässt sich vermeiden, dass der Kapitalgeber für die Unsicherheit über die Richtigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen einen Risikoaufschlag verlangt.

Wenn man davon ausgeht, dass allgemein anerkannte Corporate Governance Kodizes einen höheren Grad an Glaubwürdigkeit haben als unternehmensindividuelle

---

[411] Vgl. Kirchner (2002), S. 114.
[412] Vgl. oben unter 2.3.1.
[413] Vgl. Cain 2003, S. 645.

Corporate Governance Grundsätze – wofür eine gewisse Wahrscheinlichkeit spricht[414] –, so erweisen sich solche allgemein anerkannten Standards als unternehmensindividuellen Lösungen in dieser Hinsicht überlegen.

Eine zusätzliche Erhöhung der Glaubwürdigkeit der Einhaltung anerkannter Corporate Governance kann sich für Unternehmen durch die Einschaltung unabhängiger Dritter ergeben, die die Corporate Governance Strukturen des Unternehmens untersuchen und bewerten. Als Anbieter solcher Zertifizierungsdienstleistungen kommen Intermediäre wie Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, große Anwaltskanzleien (im Rahmen einer „legal due diligence"), Unternehmensberatungen und Ratingagenturen in Betracht. Möglicherweise wird sich in diesem Bereich ein lukrativer Markt für neue Zertifizierungsdienstleistungen entwickeln. Dieser Mechanismus kann mit der Zertifizierung nach ISO 9001-4 verglichen werden, der sich heute zahlreiche kleine und mittelständische Unternehmen zur Erhöhung ihrer Reputation und Kreditwürdigkeit unterziehen.

Die überproportional hohen Informationskosten und mangelnde Glaubwürdigkeit unternehmensindividueller Corporate Governance Grundsätze lassen erwarten, dass es zu einem Wettbewerbsprozess zwischen den verschiedenen Standards kommen wird, in dem nur wenig Standards übrig bleiben werden.[415] Möglich erscheint auch, dass sich nur ein Standard durchsetzt, der dann eine monopolistische Stellung einnimmt. Wie dieser Wettbewerb im Einzelnen abläuft, hängt von den Rahmenbedingungen für den Wettbewerb zwischen den Standards ab.

4.4.4 Wettbewerb zwischen verschiedenen Standards („regulatory competition")

Da bei einer Nichtregulierung zu erwarten ist, dass sich im Laufe der Zeit eine kleine Zahl anerkannter Corporate Governance Kodizes durchsetzen wird, verringern sich die Unterschiede zu einer Regulierung durch nur *einen* Corporate Governance Kodex wie im Falle des DCGK. Der wohl wichtigste Unterschied ist, dass die Akteure in der Variante der Nichtregulierung die Wahl zwischen mehreren Corporate Gover-

---

[414] Vgl. Kirchner (2002), S. 114-115.
[415] Vgl. Kirchner (2002), S. 114-115.

nance Kodizes haben werden. Eine solche Wettbewerbssituation verschiedener Institutionen (regulatory competition) hat möglicherweise eine Reihe von Vorteilen.[416]

4.4.4.1 Vorteile eines Wettbewerbs zwischen verschiedenen Standards

Die obligatorische Anwendung desselben regulatorischen Regimes für alle börsennotierten Unternehmen als Adressaten des Aktien- und Kapitalmarktrechts eines Landes kann zwangsläufig nicht allen Bedürfnissen der verschiedenen Unternehmen gerecht werden – „one size does not fit all". Die Anwendung eines einzigen Regelsets für ein breites Spektrum von Publikumsgesellschaften ist unrealistisch und bedroht den fairen Zugang zu Kapitalmärkten insbesondere für Unternehmen aus Wachstumsbranchen, die sich in einer kritischen Entwicklungsstufe befinden.[417] Ein Wettbewerb verschiedener Standards hat somit zunächst den Vorteil, dass er aufgrund der Möglichkeit der Diversifikation passgenauere Regelungen produziert.

Ein weiterer Vorteil ist die schnelle Korrektur von fehlerhaften Regelungen.[418] Die Annahme und Ablehnung verschiedener Kodizes durch die Unternehmen erlaubt den Regelerstellern eine schnelle Rückmeldung zur Beurteilung der Qualität ihrer Regelwerke durch diese Unternehmen und ihre Investoren. Beobachtbare Entscheidungen von Akteuren lassen Rückschlüsse auf die ansonsten nicht sichtbaren Präferenzen der Akteure zu. Wenn die Autoren eines Kodex die zurückgehende Akzeptanz ihres Regelwerks beobachten, werden sie möglichst schnell Anpassungen vornehmen, wobei sie sich vermutlich an erfolgreicheren Konkurrenzprodukten orientieren werden.

Ferner führt ein Wettbewerb der Institutionen wahrscheinlich zu sachlich besseren Regeln. Ein wesentlicher Mechanismus dazu ist die Möglichkeit des Experimentierens mit verschiedenen Regelungsvarianten. Erfolgreiche Regelungsvarianten werden sich aufgrund der Flexibilität und Geschwindigkeit des Änderungsprozesses von

---

[416] Vgl. zum Konzept des regulatorischen Wettbewerbs Bratton/McCaherty (1997); Breton (1996), Vanberg/Kerber (1995), Kerber (2000).

[417] Vgl. Cain (2003), S. 639.

[418] Vgl. Romano (2001), S. 393; Pirrong (1998), S. 435.

Corporate Governance Kodizes vermutlich schnell verbreiten und von konkurrierenden Kodizes übernommen werden.[419]

Ein regulatorisches Regime, das den Unternehmen die Wahl zwischen unterschiedlichen institutionellen Arrangements lässt, bietet die Chance zu maßgeschneiderten Lösungen, die den spezifischen Bedürfnissen von Unternehmen verschiedener Größe und aus verschiedenen Branchen besser entsprechen. Die Entscheidung darüber, welches Regelset am besten zu den Bedürfnissen des jeweiligen Unternehmens passt, sollte der Unternehmensführung selbst vorbehalten sein; nur sie verfügt über die optimalen Informationen zum Fällen dieser Entscheidung.[420] Die Unternehmensführung hat in dieser Situation die Möglichkeit, unter mehreren auf dem Markt für Corporate Governance Standards befindlichen Kodizes denjenigen auszuwählen, der den Bedürfnissen des Unternehmens am besten entspricht. Dabei kann sie schnell und flexibel auf geänderte Anforderungen von Kapitalmärkten reagieren und dasjenige regulatorische Regime wählen, das von Investoren bevorzugt wird.[421] Im Hinblick auf die zentrale Bedeutung des mit der Anerkennung eines Kodex einhergehenden positiven Signaling ist zu erwarten, dass dieses passgenauer und zielgerichteter auf die Investoren ausgerichtet werden kann, die das Unternehmen ansprechen will. Mit der Wahl desjenigen institutionellen Arrangements, das von Investoren bevorzugt wird, können die Kapitalkosten des Unternehmens gesenkt werden.

In gewisser Hinsicht kann der Wettbewerb der verschiedenen Wertpapierbörsen trotz der starken Regulierung durch das jeweilige nationale Recht als Beispiel für einen Wettbewerb der Institutionen auf dem Feld der Corporate Governance angesehen werden. Wenngleich vor allem für kleinere Unternehmen nach wie vor der nationale Kapitalmarkt die primäre Kapitalquelle ist, so kann doch kein Zweifel daran bestehen, dass NYSE, LSE und die Deutsche Börse um große Publikumsgesellschaften konkurrieren. Möglicherweise wird im Zuge der Globalisierung das regulatorische Regime einer Nation immer weniger eine verpflichtende Funktion haben, sondern

---

[419] Vgl. Romano (1998), S. 2392; Romano (2001), S. 393-395.
[420] Vgl. Romano (1998), S. 2365 sowie grundsätzlich O'Hara/Ribstein (2000).
[421] Vgl. Romano (1998), S. 2365-2366.

mehr und mehr zu einem unter mehreren verfügbaren Standards für Aktienregulierung werden.[422]

4.4.4.2 Nachteile eines Wettbewerbs zwischen verschiedenen Standards

Beim Vergleich mit der Regulierung durch nur einen Kodex ist festzustellen, dass ein Nachteil der durch mehrere konkurrierende Kodizes geprägten institutionellen Wettbewerbssituation die mangelnde Einheitlichkeit und daraus resultierende Unsicherheit der Akteure ist.[423] Wenn es nur einen einzigen (staatlich initiierten) Kodex gibt, bestehen keine Zweifel, unter welchen Regeln gearbeitet wird. Wenn ein Investor zunächst die Spezifika verschiedener Kodizes analysieren muss, erhöhen sich entsprechend – wie im Rahmen der Untersuchung unternehmensindividueller Corporate Governance Grundsätze erläutert[424] – seine Informationskosten.[425] Gerade am Anfang der Entwicklung fällt dieses Argument besonders ins Gewicht, da der Auslese-prozess im Wettbewerb der verschiedenen Kodizes einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Währenddessen ist mit einer Vielzahl von Kodizes zu rechnen. Potentielle Investoren müssen daher für die Untersuchung und Bewertung der Kodizes bzw. der von den Unternehmen erklärten Annahmen und Abweichungen davon erhebliche Ressourcen aufwenden.

Als weiteres Argument gegen einen Wettbewerb der Institutionen ist im Zusammenhang mit der Regulierung von Aktien- und Kapitalmärkten die Gefahr eines „Race to the bottom“ genannt worden.[426] So bestehe bei der Wahl zwischen mehreren regulatorischen Regimes ein starker Anreiz für die Unternehmen dasjenige zu wählen, welches über die schwächsten Einschränkungen der Handlungsfreiheit des Managements verfügt und so die breitesten diskretionären Handlungsspielräume eröffnet. Der Wettbewerb tendiere entsprechend zu Regeln mit immer niedrigeren Schutzmechanismen. Dieses Argument vermag nicht zu überzeugen. Die Investoren als Marktgegenseite bewerten das institutionelle Regime, unter dem das Unternehmen arbeitet.

---

[422] Vgl. Keeler/Foreman (1998); Romano (2001).
[423] Vgl. ABA Special Study Group (2002), Section V. B. 1.
[424] Vgl. oben unter 4.4.2.
[425] Vgl. Romano (1998), S. 2396-2397.
[426] Vgl. z.B. Prentice (2002), insbesondere S. 1434-1448.

Wie dargelegt führen diskretionäre Handlungsspielräume zu entsprechenden Aufschlägen auf die Kapitalkosten.

Als ein Beispiel kann das US-Gesellschaftsrecht herangezogen werden. In den USA liegt die Gesetzgebungskompetenz für Gesellschaftsrecht bei den 50 Bundesstaaten und dem District of Columbia. Unternehmen haben folglich die Wahl zwischen 51 verschiedenen institutionellen Arrangements. In diesem Zusammenhang wurden ähnliche Befürchtungen eines „Race to the bottom" geäußert. Es gibt jedoch viele Hinweise darauf, dass die Incorporation-Entscheidungen von Firmen effizient sind.[427] Es ist zu beobachten, dass sich die verschiedenen Staaten stark an den Regimes der „Marktführer" – insbesondere dem kleinen Staat Delaware – orientieren und es trotz des institutionellen Wettbewerbs nur relativ wenige Unterschiede gibt.

4.4.5 Regulierung vs. Nichtregulierung: Bedeutung der „befolge-oder-erkläre"-Regelung

4.4.5.1 Regulatorische Ziele von Offenlegungsverpflichtungen

Der grundlegende Unterschied zwischen einer staatlich initiierten Regulierung durch Corporate Governance Kodizes wie dem DCGK und der Regelungsalternative Nichtregulierung ist das Bestehen einer „befolge-oder-erkläre"-Regelung wie § 161 AktG. Die Frage nach der Legitimation und Erforderlichkeit von Offenlegungsverpflichtungen[428] ist vor allem in Bezug auf das US-amerikanische Aktien- und Kapitalmarktrecht viel diskutiert worden. An dieser Stelle kann nur ein kurzer Überblick über die wichtigsten Argumente gegeben werden, um im Lichte der Regelungsalternative Nichtregulierung Rückschlüsse auf die Erforderlichkeit einer „befolge-oder-erkläre"-Regel zu ziehen.

Als regulatorisches Ziel von Offenlegungsverpflichtungen wird ein transparenter, „fairer" und risikoarmer Kapitalmarkt genannt. Ein Kapitalmarkt wird in diesem Zusammenhang als „fair" bezeichnet, wenn der „wahre Wert" der Aktien im Durch-

---

[427] Vgl. statt vieler Romano (2001), Abschnitt IV; Ribstein (2002), S. 56 mwN.

[428] Vgl. aus dem umfangreichen Schrifttum zum Problem der erzwungenen Offenlegung („Mandatory Diclosure") Easterbrook/Fischel (1991), S. 276-314; Kitch (1995); Fishman/Hagerty (1998), S. 605-608; Oesterle (1998); Palmiter (1999); Ronen/Yaari (2002); Fishman/Hagerty (2003).

schnitt etwa so hoch ist wie der Preis. Der wahre Wert soll sich dabei aus auf den gegenwärtigen Tag abdiskontierten zukünftigen Ausschüttungen errechnen.[429] Allerdings ist mehr öffentliches Wissen keine notwendige Bedingung zur Erreichung dieses Preisziels. Fairness ist somit kein zwingender Grund für Offenlegungsverpflichtungen. Möglicherweise führen erweiterte Offenlegungsverpflichtungen zu einer Risikoverringerung. Das Ziel der Risikoverringerung ist unabhängig von der „Fairness" des Aktienpreises, des mangelnden Zusammenhangs von zu erwartenden Ausschüttungen, sonstigen Dividenden sowie der Wertsteigerung der Aktie mit dem aktuellen Preis. Weniger Informationen führen zu größerer Unsicherheit über die Zukunft eines Unternehmens.[430] Das Ankaufen von Aktien dieses Unternehmens ist folglich mit einem größeren Risiko behaftet. Es ist nicht nachvollziehbar, warum ein absolut risikoloser Kapitalmarkt zu bevorzugen ist. Risiken werden von den Akteuren bei der Preisbildung berücksichtigt (vgl. oben). Ferner bieten sich für risikoscheue Investoren eine Reihe von Mechanismen an, um Risiken zu begegnen, etwa die Diversifikation ihres Portfolios oder das Beschränken der Investitionen auf transparente und verhältnismäßig sichere Wertanlagen.

4.4.5.2 Marktliche Anreize zur freiwilligen Veröffentlichung von Unternehmensinformationen

Jeder regulatorische Eingriff stellt eine Veränderung des institutionellen Arrangements des Marktmechanismus dar, wodurch sich die Situation für die Akteure entsprechend verändert. Die von imperativen Offenlegungsverpflichtungen begünstigte bzw. geschützte Gruppe sind Investoren. Es ist daher zunächst zu untersuchen, ob für die Agenten in den Unternehmen nicht ausreichende marktliche Anreize zur Veröffentlichung von Unternehmensinformationen bestehen. Wenn dies der Fall ist, ist ein regulatorischer Eingriff überflüssig und die Regelungsalternative „Nichtregulierung" grundsätzlich vorzugswürdig, nicht zuletzt, um unerwünschte Nebeneffekte des Regulierungseingriffs zu vermeiden.

---

[429] Vgl. zu dem Konzept des sog. „actual value" Fox (1984), S. 1010-1014.
[430] Vgl. Fox (1997), S. 2540.

Unternehmen brauchen Kapital, Investoren brauchen Informationen. Daher bestehen starke Anreize für Unternehmen, Informationen zu veröffentlichen, um im Wettbewerb um frisches Kapital erfolgreich zu sein. Hintergrund dieser These ist, dass der Preismechanismus an Aktienmärkten sowohl auf den verfügbaren als auch auf den nicht verfügbaren Informationen beruht. Aktienpreise entstehen auf der Grundlage von Spekulationen der Marktteilnehmer. Jeder Marktteilnehmer nimmt eine ungefähre Einschätzung des Werts eines Unternehmens vor, der auf den für die Zukunft pro Aktie erwarteten Ausschüttungen und dem für die Zukunft erwarteten Wiederverkaufswert der Aktie beruht. Diese Erwartungen stützen sich zum einen – positiv – auf die von dem Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen. Zum anderen fließen aber auch Überlegungen mit ein, die auf den *nicht* veröffentlichten Informationen beruhen. Da ein klarer Anreiz zur Veröffentlichung positiver Informationen besteht, bedeutet das Schweigen eines Unternehmens zu bestimmten Themen fast zwangsläufig, dass in diesem Bereich wohl eher Negatives zu erwarten ist. Auf dieser Grundlage trifft ein Investor die Entscheidung, wie viel eine Aktie – subjektiv – für ihn wert ist, d.h. welchen Preis er bereit ist dafür zu bezahlen. Aus der Sicht der Akteure auf der Unternehmensseite verändern sich entsprechend die Kapitalkosten.

4.4.5.3 Empirische Beweise

Es gibt wenig greifbare Beweise dafür, dass bei Abwesenheit von Offenlegungsverpflichtungen eine Unterproduktion von Unternehmensinformationen stattfindet.[431] Empirische Untersuchungen vor und nach dem Inkrafttreten des US-amerikanischen Securities Act von 1933[432] zeigen, dass die Erwerber von Aktien nach der Implementierung erweiterter Veröffentlichungspflichten keine besseren Preisentscheidungen getroffen haben als vorher.

Die Studie von *Stigler*[433] vergleicht das 5-Jahreswachstum im Verhältnis zum Preisanstieg im Gesamtmarkt im gleichen Zeitraum von zwei Gruppen von Neuemissionen aus den Jahren 1923-1928 sowie 1949-1955 (nach In-Kraft-Treten des Securities

---

[431] Vgl. Romano (1998), S. 2373-2374.
[432] Vgl. für einen historischen Überblick Mahoney (1997), S. 1464-1475.
[433] Stigler (1964).

Act). Dabei zeigte sich, dass die spätere Gruppe, die erweiterten Offenlegungsverpflichtungen unterlag, ähnliche Ergebnisse hervorbrachte wie die Erste. *Stigler* folgerte daraus, dass erweiterte Offenlegungspflichten „Unfairness“ in den Neuemissions-Preisen nicht verhindern können. Die Studie ist im Laufe der Zeit oft kritisiert worden; dennoch konnten ihre Ergebnisse nie widerlegt werden.[434]

Weitere Studien haben gezeigt, dass Qualität und Quantität freiwillig veröffentlichter Unternehmensinformationen mit den Kapitalkosten eines Unternehmens negativ korrelieren. Je mehr und je „bessere“, d.h. glaubwürdigere, Informationen ein Unternehmen veröffentlicht, desto niedriger sind seine Kapitalkosten.[435]

Ferner lässt sich beobachten, dass an der Londoner Börse gelistete europäische Unternehmen typischerweise freiwillig den strikten britischen Offenlegungsverpflichtungen entsprechen, wozu sie aufgrund der EU-Offenlegungsrichtlinie nicht verpflichtet sind.[436]

4.4.5.4 Zwischenergebnis

Sofern die Beziehungen zwischen den Kapitalgebern und den Unternehmen durch privatrechtliche Verträge geregelt werden können, sind im Grunde keine Regulierungen der Finanzmärkte nötig.[437] Externe Kapitalgeber antizipieren die ihren Investitionen möglicherweise durch Vermögenstransfers zwischen Unternehmensinsidern und -outsidern drohenden Gefahren und lassen diese als Kosten in ihre Kalkulationen einfließen. Folglich steigen die Kapitalkosten des Unternehmens.[438] Aufgrund dieses Mechanismus wird der Handlungsspielraum für das Management bei der Ausnutzung diskretionärer Handlungsspielräume eingeschränkt. Es bestehen Anreize, durch die Verringerung der dem Prinzipal-Agenten-Verhältnis eigenen Informationsasymmetrie und Selbstbindungsmechanismen die Ausnutzung solcher Spielräume zu verhindern. Maßnahmen zur Verringerung der Informationsasymmetrie können regelmäßi-

---

[434] Vgl. Fox (1997), S. 2537-2540 mwN.; Mahoney (1997), S. 1465-1470.
[435] Vgl. Botosan (1997), S. 323, 344, 346.
[436] Vgl. Hawawini (1984); Edwards (1992), S. 57-58.
[437] Vgl. Stigler (1964), S. 117-133.
[438] Vgl. Grundfest (1998), S. 413.

ge Berichte über wichtige Unternehmenskennzahlen, Offenlegung der Bilanzen und Mitteilungen über unternehmerische Handlungen sein. Die freiwillige Offenlegung wird theoretisch so weit gehen, bis die marginalen Offenlegungskosten den marginalen Kapitalkosten entsprechen,[439] d.h. bis jede weitere Offenlegung teurer ist als die dadurch bezweckte weitere Senkung der Kapitalkosten.[440]

4.4.5.5 Bewertung von § 161 AktG im Licht der Regelungsalternative Nichtregulierung

Wie dargestellt bestehen auch ohne eine entsprechende Rechtspflicht Anreize zur Abgabe einer Entsprechenserklärung, um „gute Corporate Governance" (das Vorhandensein von Informations- und Schutzmechanismen für Investoren) zu kommunizieren. Die Implementierung eines Gesetzes wie § 161 AktG, welches die Erklärung der Nichtanwendung eines bestimmten, im Übrigen freiwilligen Kodex vorschreibt, stellt sich als Eingriff in den Markt für Unternehmensführungsstandards dar.[441] Die Folge für die Unternehmen ist, dass die Handlungsvariante der Nichtbefolgung des Kodex erheblich verteuert wird, da sie zur Erzeugung eines negativen Signaling-Effekts gezwungen werden.[442] Es entsteht somit ein Druck zur Befolgung eines bestimmten Kodex, um den aus einem negativen Signaling-Effekt potentiell resultierenden schlechteren Finanzierungskonditionen zu entgehen. Damit könnte sich möglicherweise eine suboptimale Lösung durchsetzen, was gegen einen regulatorischen Eingriff in Form einer „befolge-oder erkläre"-Regelung spricht.

§ 161 AktG hat jedoch einen nicht zu unterschätzenden Nebeneffekt gehabt. Die Verabschiedung der „befolge-oder-erkläre"-Regelung im Zusammenhang mit der Initiierung des DCGK durch die Bundesregierung hat zu einer großen Aufmerksamkeit in Wirtschaftskreisen für Corporate Governance geführt.[443] In vielen Unternehmen ist es zu einer „Inventur der Corporate Governance" gekommen. Ohne § 161 AktG wären Investoren und Unternehmen wohl nicht in diesem Maße auf das Regulierungsinstrument Corporate Governance Kodex und die damit zusammenhängen-

---

[439] Vgl. zum Konzept der Marginalanalyse Homann/Suchanek (2000), S. 71-75.
[440] Vgl. Grundfest (1998), S. 413; Easterbrrok/Fischel (1991), S. 280-283.
[441] Vgl. Kirchner (2002), S. 115-116.
[442] Vgl. oben 3.5.4.
[443] Vgl. oben 3.7.1.

den Signaling-Möglichkeiten aufmerksam geworden. Insofern muss festgestellt werden, dass zu Beginn der Entwicklung die Vorgabe des rechtlichen Rahmens durch den Gesetzgeber gewisse Vorteile hatte, wenngleich sie mittlerweile möglicherweise nicht mehr erforderlich wäre.

Vorzugswürdig wäre indes eine Regelungsvariante, die den Unternehmen die Wahl zwischen verschiedenen Corporate Governance Kodizes lässt. Dies ließe den Unternehmen die Möglichkeit, Branchenspezifika und die jeweiligen Unternehmensbesonderheiten zu berücksichtigen und passgenaue rechtliche Regelungen zu verwenden.

5 Verfassungsrechtliche Prüfung und Legitimation des DCGK

5.1 Verfassungsrechtliche Prüfung

Im folgenden Abschnitt wird die Einsetzung der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex und die Verweisung in § 161 AktG auf den DCGK einer verfassungsrechtlichen Prüfung unterzogen.

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex unter der Leitung von Dr. Gerhard Cromme ist eine private Organisation, die über keinerlei demokratische Legitimation verfügt. Ihre Einsetzung und die Begleitung ihrer Arbeit durch die Bundesregierung ohne eine gesetzliche Grundlage könnten gegen den Gesetzesvorbehalt verstoßen. Außerdem ist zu untersuchen, ob der Verweis auf den DCGK in § 161 AktG gegen das Demokratieprinzip oder – genauer – gegen den Parlamentsvorbehalt verstößt. In diesem Zusammenhang ist insbesondere zu prüfen, ob es durch den DCGK zu nicht legitimierten Grundrechtseingriffen gekommen ist.

5.1.1 Verstoß gegen den Gesetzesvorbehalt

Der „Vorbehalt des Gesetzes“ betrifft ein verfassungsrechtliches Kompetenzproblem. Er definiert die Abgrenzung der Kompetenzbereiche von Legislative und Exekutive.[444] Der Gegenstandsbereich, der „dem Gesetz vorbehalten“ ist, ist einer autonomen Regelung durch die Verwaltung entzogen. Obwohl der Gesetzesvorbehalt im Grundgesetz nicht ausdrücklich erwähnt ist, ist sein Verfassungsrang unbestritten.[445]

Im Hinblick auf den DCGK stellt sich die Frage, ob die Bundesregierung bei der Einsetzung der beiden Regierungskommissionen „Corporate Governance“ und „Deutscher Corporate Governance Kodex“ nicht ohne ein Gesetz hätte handeln dürfen. Problematisch ist weiterhin, dass die Bundesregierung die Beratungen der Regierungskommission durch die Entsendung von Mitarbeitern des Justizministeriums

---

[444] Vgl. nur Maunz/Düring-*Herzog*, Art. 20 Rn. I 10, II 83 ff. und VI 22 ff., 55 ff.; Isensee/Kirchhof-*Böckenförde,* Bd. I, 887-910.; Isensee-Krchhof-*Ossenbühl* Bd. III, S. 320; sowie ausführlich Kloepfer (1984), S. 685-695.

[445] In BVerfGE 40, 237 (248); 49, 89 (126) wird er aus Art. 20 Abs.3 GG abgeleitet; nach BVerfGE 45, 400 (417); 47, 46 (78); 58, 257 (278) folgt er aus dem Demokratie- und dem Rechtsstaatsprinzip.

begleitet hat und so möglicherweise einen gewissen Einfluss auf die Ergebnisse nehmen konnte.[446]

Die Einsetzung von Regierungskommissionen ist grundsätzlich ein normaler Vorgang, der zum eigentlichen Kernbereich exekutiven Handelns gehört. Problematisch ist lediglich, dass die Regierungskommission „Deutscher Corporate Governance Kodex“ ein eigenes Regelwerk erstellt hat, dem später erhebliche faktische Bedeutung zugekommen ist.[447] Diese spezifischen Wirkungen sind aber keine direkte Folge der Einsetzung der Regierungskommission, sondern der Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung, die aus § 161 AktG – also aus einem Parlamentsgesetz – folgt. Hinsichtlich der Einsetzung und Begleitung der Arbeit der Regierungskommission sind somit keine verfassungsrechtlichen Bedenken geboten.

5.1.2 Verstoß gegen den Parlamentsvorbehalt

Vom Vorbehalt des Gesetzes ist der sog. Parlamentsvorbehalt zu unterscheiden, der sich im Zusammenhang mit der so genannten „Wesentlichkeitstheorie“[448] etabliert hat. Dieser erfasst einen Gegenstandsbereich, dessen Regelung ausschließlich dem Parlament vorbehalten ist und der nur durch ein förmliches Gesetz geregelt werden darf.[449] Die Gegenstände des Parlamentsvorbehalts sind damit „delegationsfeindlich“; der Gesetzgeber kann die sie betreffenden grundlegenden Entscheidungen nicht an die Exekutive oder ein privates Regelsetzungsgremium delegieren.[450] Als Ausfluss des Parlamentsvorbehaltes ist es für den Gesetzgeber ferner geboten, eine ausreichend hohe Regelungsdichte zu schaffen. Dies bedeutet, dass er in den Bereichen, in denen der Parlamentsvorbehalt gilt, die wesentlichen Entscheidungen selbst ausreichend detailliert treffen muss. Es ist zu untersuchen, ob im Regelungsbereich des DCGK der Parlamentsvorbehalt gilt.

---

[446] Vgl. Wolf (2002), S. 59-60.
[447] Vgl. oben die ökonomische Untersuchung unter 3.6 und 3.7.
[448] Vgl. Isensee-Kirchof-*Klein,* Bd.2, S. 352-355.
[449] Vgl. etwa Ossenbühl (1996), S. 321 mwN.
[450] Krebs (1975), S. 109.

5.1.2.1 Wesentlichkeitstheorie

Ebenso wie beim Gesetzesvorbehalt wird auch beim Parlamentsvorbehalt[451] die vom BVerfG entwickelte so genannte Wesentlichkeitstheorie[452] zur Bestimmung von Abgrenzungskriterien herangezogen. Ihre Kernaussage lautet, dass alle wesentlichen Entscheidungen im Staate dem Parlament vorbehalten sind.[453] Parlamentsvorbehalt und Wesentlichkeitstheorie gehören dergestalt zusammen, dass der Parlamentsvorbehalt durch die Wesentlichkeitstheorie substantiiert wird. Aufgrund seines Entscheidungsmonopols muss der Gesetzgeber wesentliche Entscheidungen selbst treffen und darf sie nicht anderen überlassen. Neben dem Delegationsverbot besteht als Folge des Parlamentsvorbehalts das „Gebot verstärkter Regelungsdichte".[454]

Das Problem der Wesentlichkeitstheorie besteht in der konkreten Bestimmung dessen, was im Einzelfall als „wesentlich" anzusehen ist. Das BVerfG versucht sich bei der Konkretisierung vor allem am Schutz der Grundrechte zu orientieren, ohne jedoch am klassischen Eingriffsbegriff festzuhalten.[455] Danach ist „wesentlich", was wesentlich für die Grundrechtsverwirklichung ist. Wegen der Schwierigkeit bei der Konkretisierung haben sich im Laufe der Zeit verschiedene Fallgruppen herausgebildet, die „wesentliche" Gegenstandsbereiche betreffen.[456]

---

[451] Zum Verhältnis von Gesetzesvorbehalt zu Parlamentsvorbehalt vgl. Isensee-Kirchhof-*Ossenbühl*, Bd. III., S. 336-337.

[452] Vgl. BVerfGE 34, 165 (192) „Hessische Förderstufe"; 40, 237 (248 ff.) „Rechtsweg im Strafvollzug"; 41, 251 (259) „Speyer-Kolleg"; 45, 400 (417) „Hessische Oberstufe"; 47, 46 (78) „Sexualkunde"; 48, 210 (221) „Steuererlaß"; 49, 89 (126 f.) „Kalkar" (bestätigt in BVerfGE 53, 30 (56) „Mülheim-Kärlich"); 57, 295 (326) „Rundfunkurteil"; 58, 257 (268 ff.) „Schulentlassung"; 64, 261 (268) „Hafturlaub"; vgl. ferner aus dem umfangreichen Schrifttum zur Wesentlichkeitstheorie Böckenförde (1981), S. 391 ff. sowie Kloepfer (1984), S. 689 mwN.

[453] Vgl. Kloepfer (1984), S. 689-693; Isensee-Kirchhof-*Ossenbühl*, Bd. III., S. 337-342.

[454] Staupe (1986), S. 30 f., 136 f.

[455] Vgl. Ossenbühl (1996), S. 339.

[456] Vgl. wiederum BVerfGE 34, 165 (192) „Hessische Förderstufe"; 40, 237 (248 ff.) „Rechtsweg im Strafvollzug"; 41, 251 (259) „Speyer-Kolleg"; 45, 400 (417) „Hessische Oberstufe"; 47, 46 (78) „Sexualkunde"; 48, 210 (221) „Steuererlaß"; 49, 89 (126 f.) „Kalkar" (bestätigt in BVerfGE 53, 30 (56) „Mülheim-Kärlich"); 57, 295 (326) „Rundfunkurteil"; 58, 257 (268 ff.) „Schulentlassung"; 64, 261 (268) „Hafturlaub".

5.1.2.2 Betroffene Grundrechte

Im Hinblick auf den DCGK stellt sich die Frage, ob es durch die Verweisung in § 161 AktG zu nicht legitimierten Grundrechtseingriffen kommt. Zu denken ist an die Grundrechte von Vorstand und Aufsichtsrat, im Hinblick auf die Offenlegungsverpflichtungen zum Beispiel das Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung aus Art. 2 Abs. 1 GG.[457] Wenngleich der Schutzbereich der Grundrechte von Vorstand und Aufsichtsrat ohne weiteres tangiert ist, so ist eine Verletzung dennoch sehr fraglich.[458]

5.1.2.3 Rechtsetzungsmonopol des Staates?

Wenn die Aufstellung rechtlicher Regeln allein dem Staat vorbehalten wäre – wenn es also ein Rechtsetzungsmonopol des Staates geben würde –, so müsste jegliche Delegation von Rechtsetzungsgewalt an Private verfassungsrechtlich scheitern.[459] In der Tat wird ein solches Monopol von manchen behauptet.[460] Ein solches Monopol ist in der Verfassung jedoch weder ausdrücklich erwähnt, noch ergibt es sich implizit aus ihren Grundsätzen.[461] Vielmehr erkennt das Grundgesetz an verschiedenen Stellen ausdrücklich von Privaten geschaffene Rechtsnormen an, so z.B. das Gewohnheitsrecht in Art. 20 Abs. 3 GG oder Tarifverträge, Vereins- und Parteisatzungen in Art. 9 Abs. 1 und 3 GG.

5.1.2.4 Beteiligung Privater an Normsetzungsprozessen

Die Mitwirkung privater Akteure an staatlichen Rechtsetzungsprozessen kann anhand des Ausmaßes der jeweiligen staatlichen Beteiligung wie folgt differenziert werden:[462] Auf der einen Seite des Spektrums stehen rechtliche Regelungen, die vom Staat erstellt und durchgesetzt werden. Auf der anderen Seite gibt es rein private Re-

---

[457] Vgl. Wolf (2002), S. 60.

[458] Vgl. grundsätzlich skeptisch zur Anwendung überkommener Grundrechtsdogmatik im Bereich von Staatspraxis mit privaten Elementen Di Fabio (1997), S. 252-254, da die Grundrechtsdogmatik die Bereiche „Staat“ und „Bürger“ als fundamental getrennt behandele.

[459] Vgl. Kloepfer/Elsner (1996), S. 968.

[460] Vgl. Scholz (1984), S. 697; grundsätzlich auch Maunz/Dürig/Herzog/Scholz-*Herzog*, Bd IV; Art. 92, Rn. 154.

[461] Vgl. nur Kloepfer/Elsner (1996), S. 968 mwN.

[462] Vgl. dazu Schwarcz (2002), S. 324-325.

gelungen. Zwischen diesen beiden Extremen sind zwei Mischformen denkbar: von privaten Akteuren erstellte oder konkretisierte Regelungen, die staatlich durchgesetzt werden sowie von privaten Akteuren erstellte und durchgesetzte Regelungen, die auf der Delegation von Staatsgewalt beruhen.[463]

Die Diskussion über die Beteiligung privater Akteure an Rechtsetzungsprozessen ist in jüngerer Vergangenheit vor allem in zwei Bereichen geführt worden. Zum einen im Bereich der Rechnungslegungsstandards, zum anderen im Wirtschaftsverwaltungsrecht (vor allem im Umwelt- und Technikrecht), wo neben den umfangreichen Debatten zum Thema Privatisierung öffentlicher Aufgaben immer wieder auch die Beteiligung Privater an Normsetzungsprozessen diskutiert wurde.[464]

Die Frage nach den Möglichkeiten und Grenzen der Einbeziehung von Beschlüssen und Sachverstand privater Gremien hat sich in den letzten Jahren im Hinblick auf die Entwicklung von Standards für die Konzernrechnungslegung gestellt. Durch § 342 HGB wurden dem DRSC[465] als einem vom Bundesjustizministerium durch Vertrag anerkannten privaten Gremium Rechtsetzungsfunktionen übertragen.[466]

Die §§ 290ff. HGB erfordern ausnahmslos die Aufstellung eines Konzernabschlusses und einen Konzernlagebericht. Es ist jedoch erlaubt, diese entweder nach den Vorgaben des HGB, der EG-Richtlinie oder nach international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen aufzustellen. Durch die Bezugnahme auf international anerkannte Rechnungslegungsgrundsätze verweist der Gesetzgeber hinsichtlich der inhaltlichen Konkretisierung der von ihm selbst aufgestellten Verpflichtung auf ein fremdes, privates Regelwerk. Eine solche Regelungstechnik wird als dynamische Verweisung bezeichnet.[467] Sie ist nur dann zulässig, wenn der Inhalt der sich fortentwickelnden

---

[463] Vgl. grundsätzlich zu den Möglichkeiten und Grenzen privater Rechtsetzung Kirchhof (1987), insbesondere S. 486-530; Röhl (2001), §§ 64-66; Schuppert/Bumke (2000), S. 86-89, 113-123.

[464] Vgl. Trute (1996), S. 950-964; Kloepfer/Elsner (1996), S. 964-975; Weiß (2002), S. 1167-1182.

[465] Vgl. zum Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee Moxter (1998), S. 1425-1428; Baetge (1998); Scheffler (2000), S. 1619-1620.

[466] Vgl. dazu Ulmer (2002a), S. 161-163; Ulmer (2002b), S. 161-165 mwN; insb. Fn. 46; Schuppert/Bumke (2000), S. 72-80.

[467] Vgl. Kirchhof (2000), S. 685.

Regelung im Wesentlichen feststeht.[468] Im Unterschied dazu bezieht sich eine so genannte statische Verweisung auf einen bestimmten Stand eines Regelwerkes zu einem festgesetzten Zeitpunkt.

Auch im Bereich des besonderen Verwaltungsrechts, insbesondere im Bereich des Umwelt- und Technikrechts, ist die Beteiligung privater Standardsetzungsgremien häufig.[469] In diesem Zusammenhang ist häufig von „kooperativem Recht" oder genauer von „kooperativer Rechtsdurchsetzung", „kooperativer Rechtskonkretisierung" und „kooperativer Rechtserzeugung" die Rede.[470] Als Vorteile einer solchen Regelungstechnik werden Staatsentlastung[471], Praktikabilität bei verflochtenen europäischen und/oder föderalen Kompetenzen[472] und Flexibilität genannt. Dagegen können die mitunter faktische Bindungswirkung[473], grundrechtliche Schutzpflichten sowie daraus resultierende staatliche Gewährleistungsverantwortung (Beobachtung und Begleitung) sprechen. So sollen sich bei der „kooperativen Rechtserzeugung" als Folge der zurückgenommenen Beteiligung des Gesetzgebers für das private Gremium bestimmte Verfahrensanforderungen ergeben, um rechtsstaatliche Standards zu gewährleisten.[474] Damit soll sichergestellt werden, dass sich das private Normsetzungsgremium keinen kollektiven Privatinteressen ausliefert. Außerdem soll das private Normsetzungsverfahren demokratisch-rechtsstaatliche Mindeststandards wie Transparenz und Publizität (Zugänglichkeit und Begründung von Normungs-Entwürfen; ausgewogene Beteiligung beteiligter Kreise) gewährleisten.

Der Verweis in § 161 AktG auf den DCGK unterscheidet sich grundlegend von den beiden genannten Parallelen, denn § 161 AktG stellt keine Delegation originärer Rechtsetzungsgewalt dar. Durch die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung (und damit lediglich zur Schaffung von Transparenz) wird keine inhaltliche Regelungsgewalt delegiert. Trotz der durch § 161 AktG erfolgten Unterstützung

---

[468] Kirchhof (2002), S. 685.
[469] Vgl. Kloepfer/Elsner (1996), S. 964-975.
[470] Vgl. Schuppert/Bumke (2000), S. 86-87.
[471] Vgl. Schmidt-Preuß (1997), S. 203; Di Fabio (1997), S. 239-240
[472] Vgl. Di Fabio (1997), S. 238.
[473] Vgl. Schmidt-Preuß (1997), S. 203.
[474] Vgl. Trute (1996), S. 962.

des Marktmechanismus, der zur Sanktionierung der Nichtbefolgung des DCGK führen kann, bleibt die Einhaltung der Empfehlungen des DCGK freiwillig. Insofern können keine Parallelen zu § 342 HGB oder der Delegierung von Standardsetzungsbefugnissen an Private im Bereich des Umwelt- oder Technikrechts gezogen werden.

5.1.2.5 Stellungnahme

§ 161 AktG ist kein Verweis auf den DCGK, der diesem unmittelbare rechtliche Geltung verschaffen würde. Beim DCGK handelt es sich um ein rein privates Regelwerk, dessen Befolgung den Adressaten freisteht. So wie es einzelnen Individuen freisteht, ihre Interaktionen durch gegenseitige Verträge zu regeln und wie es einer Vielzahl von Personen freisteht, sich ihre Verfassung in Form einer Satzung oder eines Gesellschaftsvertrages zu geben, so ist ein Selbstorganisationsrecht auch auf der Verbandsebene anerkannt.[475] Dies gilt zumindest so lange, wie das privat gesetzte Recht nicht mit staatlichem Recht kollidiert. Es ist zu beachten, dass der DCGK durchaus über einen Sanktionsmechanismus verfügt.[476] Dieser beruht allerdings nicht auf staatlichem Zwang, sondern auf den Reaktionen anderer privater Akteure. Wie dargestellt können in den jeweiligen Entscheidungssituationen durchaus ökonomische Zwänge entstehen, die restriktiv wirken. Der Gesetzgeber bedient sich mit § 161 AktG einer neuen Regelungstechnik, indem er anstelle eigener Regulierung den Sanktionsmechanismus eines unverbindlichen, privaten Regelwerkes unterstützt. Er kalkuliert gewissermaßen mit den Marktreaktionen von privaten Akteuren, die er durch die Installation eines „Prangereffekts“ provoziert. Die verfassungsrechtliche Beurteilung ist schwierig; mit überkommener Grundrechtsdogmatik lässt sich hier keine Lösung finden, da es an einem klassischen staatlichen „Eingriff“ in Grundrechte fehlt. Solange die Zwangswirkungen lediglich auf autonomen Entscheidungen privater Akteure beruhen, wirkt der Konsens der Beteiligten als legitimierendes Prinzip. Dies ist als Ausfluss der Privatautonomie verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden.

---

[475] Kirchner (2002), S. 103.
[476] Vgl. oben unter 3.6.

Dennoch ist die staatliche Unterstützung des Sanktionsmechanismus des DCGK in Form der Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung problematisch. Es werden staatliche Organe aktiv, ohne dass den Regelungsadressaten die Möglichkeit einer Beteiligung am Rechtsetzungsprozess eingeräumt und rechtlicher Schutz gegen den Eingriff in ihre Rechte gewährt wird.[477] Aus juristischer Sicht scheint dies nicht wünschenswert.

5.2 Normative Analyse: Die Legitimation von „weichem Recht"

Um unabhängig von der genuin verfassungsrechtlichen Dogmatik weitere Argumente für oder gegen die Legitimation der Regulierungstechnik des § 161 AktG iVm dem DCGK zu entwickeln, wird die dargestellte Problematik in diesem Abschnitt mit dem Instrumentarium der ökonomischen Verfassungstheorie[478] (constitutional economics) untersucht. Dabei wird wie folgt vorgegangen: Zunächst werden kurz die drei grundlegenden Legitimationsansätze für rechtliche Regelungen dargestellt, um im Anschluss daran die normative Fundierung rechtlicher Regelungen durch den Ansatz der Konstitutionenökonomik näher zu erläutern. Nach einer Herausarbeitung der zentralen Legitimationskriterien wird die Frage nach einem Rechtsetzungsmonopol des Staates untersucht und Konzepten und Beispielen für die Beteiligung Privater an Normsetzungsprozessen nachgegangen. Schließlich wird die Regelungstechnik des § 161 AktG iVm dem DCGK unter die gewonnenen Erkenntnisse subsumiert.

5.2.1 Die drei grundlegenden Legitimationsansätze

Die Legitimation rechtlicher Regelungen kann grundsätzlich auf drei verschiedenen Wegen erfolgen: durch Zurückführung auf vorrechtliche Grundwerte (Naturrecht), durch festgelegte Verfahren (Rechtspositivismus) oder durch den Konsens der Regelungsadressaten (demokratische Ansätze).[479]

---

[477] Vgl. Kirchner (2002), S. 111; vgl. auch für die vergleichbare Problematik im Zusammenhang mit dem Übernahmekodex Kirchner/Ehricke (1998), insb. S. 114-115.

[478] Die ökonomische Theorie der Verfassung wird auch als Konstitutionenökonomik oder Verfassungsökonomik bezeichnet.

[479] Vgl. Kirchner/Schwartze (1993), Sp. 877-879.

5.2.1.1 Verfahren/Rechtspositivismus

Der Rechtspositivismus[480] trennt klar zwischen Recht und Ethik. Legitimiert ist alles, was „Recht“ ist, auch wenn es nicht unbedingt „rechtens“ ist.[481] Rechtsnormen gelten damit unabhängig von ihrer unmittelbaren ethischen Legitimation. Recht wird somit funktional unter dem Aspekt seiner Steuerungswirkung gesehen und ist nicht auf eine wie auch immer geartete moralische Beeinflussung der Normadressaten gerichtet.[482] Das Legitimationsmodell des Rechtspositivismus greift als gleichwohl formale Rechtfertigung letztlich auf die jeweilige Kompetenzordnung und das Rechtsetzungsverfahren zurück, die ihrerseits oftmals demokratisch legitimiert sind. Dennoch sieht sich der Rechtspositivismus dem Vorwurf ausgesetzt, dass eine solche formale Legitimation gleichermaßen für „gerechte“ und „ungerechte“ Normen gelten kann.[483]

5.2.1.2 Naturrecht

Allen naturrechtlichen Legitimationsansätzen ist gemeinsam, dass sie auf vorrechtliche, objektive Grundwerte rekurrieren, die gegenüber der realen Rechtsordnung vorrangig sind. Aus diesen Werten (etwa „Gerechtigkeit“ oder religiöse Zielvorstellungen) lassen sich Kriterien zur Beurteilung rechtlicher Regelungen ableiten. Individuelle Freiheit existiert folglich nur im Rahmen der vorgegebenen Werteordnung; sie ist damit der Rechtsordnung nicht vorrangig, sondern deren Produkt. Das Problem des naturrechtlichen Legitimationsansatzes ist, dass der genaue Inhalt der „objektiven Werteordnung“ von Akteuren bestimmt werden muss, die einer Kontrolle durch die Normadressaten entzogen sind („Agenten ohne Prinzipal“ im Sinne der Agency-Theorie). Recht wird zum Mittel der Gestaltung der Gesellschaft nach vorgegebenen Zielen, seien dies traditionelle Ziele wie „Gerechtigkeit“ oder moderne, utilitaristische Ziele wie Effizienz. Für das Individuum ist die eigene Freiheit nicht selbst Zweck der Rechtsordnung, sondern wird dem jeweils vorgegeben Ziel untergeordnet.

---

[480] Wichtigste Vertreter des Rechtspositivismus im 20. Jh. sind etwa Hans Kelsen (1881-1973) und H.L.A. Hart (1907-1992); vgl. Hart (1971), Kelsen (1960).

[481] Vgl. auch oben 2.1.3.2.

[482] Vgl. Kirchner/Schwartze (1993), Sp. 880.

[483] Vgl. Kirchner/Schwartze (1993), Sp. 880.

5.2.1.3 Demokratie

Demokratische Ansätze leiten die Legitimation rechtlicher Regelungen aus der Selbstbindung der Individuen ab. Durch diese Selbstbindung soll ein gedeihliches Zusammenleben ermöglicht werden. Das entscheidende Kriterium für Legitimation von Normen ist die freie Zustimmung der Normadressaten selbst. Sinnbild für diese Konzeption ist der Vertrag.[484] Eine allgemeingültige rechtliche Regelung muss daher auf dem Konsens aller Normadressaten basieren. Da dieses Einstimmigkeitserfordernis nicht in allen Bereichen durchgehalten werden kann, ist die größte Herausforderung für ein demokratisch legitimiertes Normsetzungsverfahren die Implementierung von Mehrheitsentscheiden. Dies wirft zwei Probleme auf: Zum einen müssen überstimmte Minderheiten geschützt werden, was etwa durch das Erfordernis qualifizierter Mehrheiten in besonders sensitiven Bereichen geschehen kann. Ferner muss das Normsetzungsverfahren derart offen gestaltet werden, dass es für zukünftige Generationen möglich bleibt, die Regelungen ihren Vorstellungen entsprechend anzupassen.

5.2.2 Einführung in die Konstitutionenökonomik

Die Konstitutionenökonomik[485] basiert auf dem dargestellten demokratischen Legitimationsansatz. Durch die Nutzbarmachung eines ökonomischen Instrumentariums stellt sie jedoch eine Präzisierung und Weiterentwicklung mit dem Ziel dar, normative Aussagen über konkrete verfassungspolitische Regelungsalternativen zu ermöglichen.

Gegenstand der Konstitutionenökonomik (constitutional economics) ist die Anwendung der Methoden und analytischen Techniken der modernen Ökonomik auf die grundlegenden Regeln und Prinzipien (Institutionen), unter denen Gesellschaftsordnungen (vor allem Staaten) operieren.[486] Sie beschäftigt sich insbesondere mit dem Problem der Legitimation von Regelungen. Es geht um Methoden zur Gewinnung

---

[484] Kirchner/Schwartze (1993), Sp. 882.

[485] Vgl. zur Methodik und zum Anwendungsfeld der Konstitutionenökonomik Buchanan (1990), S. 1-18; Erlei/Leschke/Sauerland (1999), S. 419-506; Homann/Kirchner (1995), S. 193-195.

[486] Vgl. Brennan/Hamlin (1998), S. 401.

von normativen Aussagen[487] mit dem Ziel, politische Handlungsanweisungen geben zu können.

Die Entwicklung der Konstitutionenökonomik ist parallel zur Entwicklung der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ)[488] verlaufen; letztlich geht es bei ihr um eine Anwendung der Methoden und Instrumentarien der NIÖ auf staatliche bzw. das Gemeinwesen angehende Probleme und Fragestellungen. Sie ist allerdings vom sog. Public Choice-Ansatz (Neue Politische Ökonomie) zu unterscheiden. Zwar gibt es zwischen den beiden Ansätzen zahlreiche Überschneidungen, der Untersuchungsgegenstand und die Zielsetzung ist aber eine andere. Die Public Choice-Theorie wendet das ökonomische Paradigma auf politische Prozesse an, während die Konstitutionenökonomik die grundlegenden Regeln eines Gemeinwesens untersucht.[489]

Die Konstitutionenökonomik geht wie die NIÖ vom methodologischen Individualismus, dem Eigennutztheorem sowie der Annahme eingeschränkter Rationalität aus. Eine weitere wichtige Grundannahme ist, dass Individuen sich mit Hilfe von Verträgen einigen. Im Mittelpunkt der Untersuchungen steht die Einigung über diese Verträge als Voraussetzung für die Legitimation dieser Regelungen. Zwischen Regeln (Institutionen) und Handlungen wird streng unterschieden. Der Untersuchungsschwerpunkt liegt zunächst auf der positiven Untersuchung von Regelstrukturen; normative Aussagen werden erst im Rahmen einer komparativen Betrachtung der Regelungsalternativen getroffen.[490]

5.2.3 Demokratieprinzip und Konsensgedanke als zentrales Legitimationskriterium

Ausgangspunkt jeglicher Legitimationsüberlegungen in der Konstitutionenökonomik ist das Individuum. Das zentrale Kriterium zu Bewertung alternativer gesellschaftlicher Institutionen ist folglich der Konsens aller beteiligten Individuen. An die Stelle der auf das Effizienzziel gerichteten wohlfahrtstheoretischen Normativierungsstrate-

---

[487] Zur Bedeutung normativer Fragen in der modernen Ökonomik vgl. Homann/Kirchner (1995), S. 193.
[488] Vgl. oben 3.2.
[489] Vgl. Brennan/Hamlin (1998), S. 402.
[490] Vgl. Buchanan (1990), S. 2-3; Brennan/Buchanan (1985), S. 2.

gie wird ein Konsensparadigma gesetzt, das Legitimation allein aus Zustimmung ableitet.[491] Im Rahmen einer normativen Untersuchung stellt sich somit die Frage nach der Ordnung, die es den mit unterschiedlichen Fähigkeiten und Bedürfnissen ausgestatteten Individuen ermöglicht, so weit wie möglich ihre persönlichen Ziele zu erreichen.[492] Unter mehreren Regelungsalternativen ist das institutionelle Arrangement vorzugswürdig, welches bei einer hypothetischen Abstimmung der beteiligten Individuen einstimmig gewählt würde.

5.2.4 Subsumtion für § 161 AktG und den DCGK unter das Legitimationskriterium Konsens

Zur Untersuchung der Legitimation von § 161 AktG und dem DCGK mittels der Konstitutionenökonomik werden die in Frage stehenden Regelungen unter das Konsenskriterium subsumiert.

Möglicherweise wird durch den Verweis auf das Regelwerk einer privaten Kommission der Bürger als Prinzipal in seiner Position gegenüber den für den Staat handelnden Akteuren geschwächt, wenn ihm weder die Partizipation, noch die Kontrolle des Normsetzungsprozesses eingeräumt wird. Infolgedessen kommt es zu einer Erhöhung der Agency-Kosten.[493]

Untersuchungsgegenstand der Konstitutionenökonomik sind Verfassungen – die grundlegenden Institutionen einer Gesellschaft. Bei einem Unternehmen erfüllt diese Funktion der Gesellschaftsvertrag. Es ist somit zu fragen, ob sich die Gesellschafter beim Aushandeln des Gesellschaftsvertrages auf eine dem § 161 AktG iVm dem DCGK entsprechende Regelung geeinigt haben bzw. sich im Sinne eines hypothetischen Konsenses geeinigt hätten. Folgende Einigungen sind zu unterscheiden: Die Einigung der Gesellschafter auf die Einhaltung der Empfehlungen des DCGK und die Einigung über die Abgabe einer Entsprechenserklärung.

---

[491] Vgl. Pies (1993), S. 122.
[492] Erlei/Leschke/Sauerland (1999), S. 419.
[493] Vgl. Kirchner (2002), S. 111; Saam (2002), S. 22 f.

5.2.4.1 Einigung der Gesellschafter über die Einhaltung der Empfehlungen des DCGK

Hinsichtlich der Einhaltung der Empfehlungen ist zu beachten, dass diese zum Teil Angelegenheiten der Gesellschaft selbst regeln (etwa die Zusammensetzung (DCGK 4.2.1) oder Informations- und Berichtspflichten des Vorstands (DCGK 3.4)), wofür die Entscheidungsbefugnis bei den Anteilseignern liegt. Wenn in der Folge das Management für die Umsetzung dieser Empfehlungen zuständig ist, müssen die dem mehrfach angesprochenen Prinzipal-Agenten-Verhältnis eigenen Besonderheiten (divergierende Interessen, Informationsasymmetrie, Überwachungsprobleme) beachtet werden.

Sofern die Empfehlungen originäre Belange des Managements betreffen – etwa die Offenlegung von Interessenkonflikten (DCGK 4.3.4/5.5.2) oder die Vergütung des Vorstands (DCGK 4.2.3) –, so muss das Management in die Einigung mit einbezogen werden; d.h. die Empfehlungen müssen in den Arbeitsverträgen oder in Zusatzvereinbarungen umgesetzt werden.

Über die (Nicht-)Einhaltung der Empfehlungen des DCGK liegt eine tatsächliche Einigung der Normadressaten vor. Da keine gesetzliche Verpflichtung zur Einhaltung der Empfehlungen besteht, sind die Akteure in ihrer Entscheidung darüber völlig frei. Es existiert ein legitimierend wirkender Konsens.

5.2.4.2 Hypothetische Einigung der Gesellschafter über die Abgabe einer Entsprechenserklärung zum DCGK

Es ist zu untersuchen, ob auch hinsichtlich der Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat zur Abgabe einer Entsprechenserklärung (ein) hypothetischer Konsens der berechtigten Gesellschafter besteht. Zwar sind die Regeladressaten des § 161 AktG Vorstand und Aufsichtsrat, die Rechte an der Gesellschaft stehen jedoch den Gesellschaftern zu. Diese können die Verpflichtung des Managements ihrerseits in den Arbeitsverträgen oder durch Beschlüsse bzw. Anweisungen umsetzen.

Durch die Abgabe einer Entsprechenserklärung kann im positiven Fall ein positiver Signaling-Effekt[494] entstehen. Im negativen Fall kommt es möglicherweise jedoch zu einem negativen Signaling, welches durch die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung verstärkt wird. Durch § 161 AktG entsteht ein „Prangereffekt".[495] Wenngleich die Gesellschafter als Nutznießer sog. guter Corporate Governance unter Umständen Nutzen aus der staatlichen Unterstützung der Sanktionierung der Nichteinhaltung des DCGK ziehen können, so gilt dies nicht für alle Unternehmen und in allen denkbaren Fällen. In Konstellationen, in denen die Einhaltung der Empfehlungen des DCGK nicht im Sinne der Anteilseigner ist, haben sie auch keinerlei Interesse an der Provozierung eines negativen Signaling-Effekts. Wenn die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung auf den DCGK beschränkt wird, besteht für diese Regelung kein legitimierend wirkender Konsens.

5.2.4.3 Hypothetische Einigung der Gesellschafter über die Abgabe einer Entsprechenserklärung zu einem beliebigen Corporate Governance Kodex

Die Situation ist eine andere, wenn die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung sich nicht nur auf einen Kodex (DCGK) bezieht, sondern hinsichtlich des in Bezug genommenen Kodex offen ist.[496] In einer solchen Situation würden verschiedene Kodizes in einem Wettbewerb der Institutionen (regulatory competition) miteinander konkurrieren.

Die Beurteilung der Legitimation der Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung stellt sich nun grundsätzlich anders dar als im Falle der Beschränkung der Entsprechenserklärung auf nur einen Kodex. Die Gesellschafter haben bei ihrer Einigung über die Abgabe einer Entsprechenserklärung die Möglichkeit, zwischen verschiedenen zur Verfügung stehenden Kodizes zu wählen oder gar die Befolgung eines eigenen, unternehmensindividuellen Corporate Governance Kodex zu deklarieren. Da sie auf diese Art und Weise die Möglichkeit haben, ein für das eigene Unternehmen optimales Corporate Governance Regelwerk zu nutzen und die daraus resul-

---

[494] Vgl. oben 3.5.3.3.
[495] Vgl. oben 3.6.3.2.
[496] Vgl. oben 4.4.4.

tierenden Vorteile zu realisieren,[497] ergibt sich auch bezüglich der Abgabe einer Entsprechenserklärung ein legitimierend wirkender Konsens.

[497] Vgl. oben 4.4.4.1

6 Zusammenfassung der Ergebnisse

Der DCGK entfaltet trotz seiner rechtlichen Unverbindlichkeit als „Soft Law“ erhebliche tatsächliche Wirkungen. Für Vorstände und Aufsichtsräte bestehen starke Anreize zur Befolgung, vor allem, um damit einen positiven Signaling-Effekt zu erzielen. Umgekehrt kann die Nichtbefolgung insbesondere des Empfehlungsteils negative Konsequenzen haben, die restriktiv wirken. Da die vom DCGK ausgehenden Anreize und Restriktionen größtenteils auf Markteffekten beruhen, fallen diese je stärker aus, desto mehr ein Unternehmen für die Kapitalbeschaffung auf die Kapitalmärkte angewiesen ist, was auch empirisch belegt ist.

Die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nach § 161 AktG führt zu einer allgemeinen Bekanntheit des DCGK und verhilft zu dessen breiter Durchsetzung. Ferner kommt es durch sie zu einer Verstärkung der Regulierungswirkungen des Empfehlungsteils. Durch die Etablierung einer Rechtspflicht zur fristgerechten Abgabe einer inhaltlich richtigen Entsprechenserklärung bestehen für Vorstände und Aufsichtsräte bei Nichterfüllung restriktiv wirkende Haftungsrisiken. § 161 AktG führt indes keineswegs zu einer rechtlichen Verbindlichkeit des DCGK.

Die Funktion von Corporate Governance Kodizes ist es, Standards zu setzen, an denen sich die Akteure des Kapitalmarkts orientieren können. Sie können damit zu einer Verbesserung von Unternehmensführungsstandards beitragen. Zur Regulierung durch Corporate Governance Kodizes sind drei Regelungsalternativen erkennbar: Regulierung durch Parlamentsgesetz, Listings Rules oder eine völlige Freigabe der entsprechenden Regelungsbereiche. Bei der schrittweisen Analyse von Soft Law, Corporate Governance Kodizes im Allgemeinen und dem DCGK als konkretem Anwendungsfall konnten im Lichte der Regelungsalternativen einige Argumente herausgearbeitet werden, die für diese Regulierungstechnik sprechen. Dies sind mögliche Einsparungen von Transaktionskosten, Flexibilität und eine hohe Qualität des Normsetzungsprozesses. Regulierung durch Corporate Governance Kodizes erweist sich insofern den übrigen Regelungsvarianten als überlegen. Dies gilt insbesondere, wenn die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nicht auf einen einzelnen Kodex beschränkt wird, so dass die Regelungsadressaten zwischen verschiedenen Kodizes wählen können, welche untereinander in einem „Wettbewerb der Institutionen“ stehen. Dies ließe den Unternehmen die Möglichkeit, Branchenspezifika und die jeweiligen Unternehmensbesonderheiten zu berücksichtigen und pass-

genaue rechtliche Regelungen zu verwenden. Wenngleich auch ohne eine entsprechende Rechtspflicht Anreize zur Abgabe einer Entsprechenserklärung bestehen, um sog. „gute Corporate Governance“ zu kommunizieren, so hat § 161 AktG doch erheblich zur Verbreitung des DCGK und einer erhöhten Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer für Corporate Governance beigetragen.

Den verfassungsrechtlichen Problemen von § 161 AktG und DCGK lässt sich mit klassischer Grundrechtsdogmatik schwer beikommen. Ein Verstoß gegen den Gesetzes- oder Parlamentsvorbehalt ist nicht feststellbar. Bei der Anwendung des Instrumentariums der Konstitutionenökonomik zeigt sich, dass bezüglich der Einhaltung von Corporate Governance Kodizes grundsätzlich ein legitimierend wirkender Konsens vorliegt. Eine Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung scheint indes nur dann legitimiert, wenn diese hinsichtlich des in Bezug genommenen Kodizes offen und nicht auf einen einzelnen Kodex beschränkt ist.

Literaturverzeichnis

ABA Special Study Group (2002): Special Study Group on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance (of the Committee on Federal Regulation of Securities, American Bar Association, Section of Business Law), American Bar Association, The Business Lawyer, 2002, S. 1487-1549.

Aoki, Masahiko (2001): Toward a Comparative Institutional Analysis, Cambridge, MA, USA, 2001.

Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach Gesellschaft für Betriebswirtschaft (2002): Enforcement der Rechnungslegung, in: DB 2002, S. 2173-2176.

Assmann, Heinz-Dieter, Kirchner, Christian, Schanze, Erich (Hrsg.) (1993): Ökonomische Analyse des Rechts, Neuauflage, Tübingen 1993.

Baade, Hans W. (1980): The Legal Effects of Codes of Conduct for MNEs, in: Norbert Horn (Hrsg.): Legal Problems of Codes of Conduct for Multinational Enterprises, Deventer 1980.

Baetge, Jörg (2001): Das "Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee" (DRSC), in: DB 2001, S. 769-774.

Ballreich, Hans (1989): Nachdenkliches über „Soft Law“. Seine Rolle beim internationalen Schutz des geistigen Eigentums, in: GRUR 1989, S. 383-388.

Barclay, M.J.; Holderness, C.G (1989): Private Benefits from Control over Public Corporations, in: Journal of Financial Economics 1989, S. 371-395.

Baudenbacher, Carl (1986): Wettbewerbspolitik durch "Soft Law" - Drei Jahre Berliner Gelöbnis, in: WuW 1986, S. 941-956.

Baumbach, Adolf (2003): Handelsgesetzbuch, 31. Auflage, München 2003.

Baums, Theodor (Hrsg.) (2001): Bericht der Regierungskommission Corporate Governance (Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts), Bericht vom 10.7.2001, Köln 2001 (auch: BT-Drucksache 14/7515 vom 14.8.2001).

Baums, Theodor; Buxbaum, Richard; Hopt, Klaus J. (1994): Institutional investors and corporate governance, Berlin, New York 1994.

Becker, Gary S. (1996): Accounting for Tastes, Cambridge, MA, USA 1996.

Becker, Gary S. (1976): The Economic Approach to Human Behaviour, Chicago 1976.

Beratergruppe Corporate Governance der OECD Corporate Governance (1998): Bericht der Beratergruppe an die OECD vom April 1998, abrufbar unter http://www.worldbank.org/privatesector/cg/index.htm.

Berg, Stefan; Stöcker, Matthias (2002): Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, in: WM 2002, S. 1569-1582.

Bernhardt, Rudolf (Hrsg.) (2000): Encyclopedia of Public International Law, Amsterdam, Niederlande 2000.

Bernstein, Lisa (1998): Eintrag „Private Commercial Law", in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Bernstein, Lisa (1997): Private Commercial Law in the Cotton Industry: Creating Cooperation through Rules, Norms, and Institutions, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 133, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=281437

Berrar, Carsten (2001): Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, Baden-Baden 2001.

Blankart, Charles B. (1994): Öffentliche Finanzen in der Demokratie, 2. Auflage, München 1994 .

Böckem, Hanne (2000): Die Durchsetzung von Rechnungslegungsstandards in Deutschland, in: DB 2000, S. 1185-1191.

Böckenförde, Ernst W. (1981): Gesetz und gesetzgebende Gewalt, 2. Auflage, Berlin 1984.

Böcking, Hans-Joachim; Kiefer, Marcus (2002): Eine europäische Finanzaufsichtsbehörde ist notwendig, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 23.09.2002, S. 28.

Borges, Georg (2003): Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht - zur Bindung an Corporate Governance-Kodizes, in: ZGR 2003, S. 508-540.

Botosan, Christine A. (1997): Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, Accounting Review, *Vol. 72*, S. 323-349.

Bratton, William, W. McCahery, Joseph A. (2001): Incomplete Contracts Theories of the Firm and Comparative Corporate Governance, Theoretical Inquiries in Law, *Vol.1*, 2001, S. 745-782.

Bratton, William, W.; McCahery, Joseph A. (1997): The New Economics of Jurisdictional Competition: Devolutionary Federalism in a Second-Best World, in: Georgetown Law Journal, *Vol. 86*, 1997, S. 201-278.

Brennan, Geoffrey; Hamlin, Alan (1998): Eintrag "Constitutional Economics", in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998, S. 401-409.

Brennan, Geoffrey; Buchanan, James Marshall (1985): The Reason of Rules, Cambridge, 1985.

Breton, Albert (1996): Competitive Governments. An Economic Theory of Politics and Public Finance, Cambridge, England 2001.

Buchanan, James Marshall (1990): The Domain of Constitutional Economics, Constitutional Political Economy, *Vol. 1*, 1990, S. 1-18.

Buchanan, James Marshall (1965): An Economic Theory of Clubs, Economica, *Vol. 32*, 1965, S. 1-14.

Büschemann, Karl-Heinz (2003): Cromme-Kommission plant Veröffentlichungspflicht – Jeder einzelne Vorstand soll Bezüge nennen, in: Süddeutsche Zeitung, 19. Mai 2003, S. 21.

Cadbury Committee (1992): Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), London, England 1992.

Cain, Karessa (2003): Survey: New Efforts to Strengthen Corporate Governance: Why Use SRO ListingStandards? in: Columbia Business Review 2003, S. 619-659.

Canaris, Claus-Wilhelm (1971): Die Vertrauenshaftung im Deutschen Privatrecht, München 1971.

Claussen, Carsten; Bröcker, Norbert (2002): Corporate Governance-Grundsätze in Deutschland – nützliche Orientierungshilfe oder regulatorisches Übermaß? in: AG 2000, S. 481-491.

Coase, Ronald H. (1937/1998): „The Firm, the Market and the Law“, Chicago 1998.

Coase, Ronald H. (1960/1993): The Problem of Social Cost, in: Journal of Law and Economics, *Vol. 3*, 1960, S. 1-44.

Coffee, John C. (1991): Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, in: The Columbia Law Review 1991, S. 1277-1368.

Combes, Paul; Watson, Mark (2000): Three Surveys on Corporate Governance, McKinsey Quarterly, *Heft 4*, 2000.

Cooter, Robert; Ulen, Thomas (2004): Law and Economics, 4. Auflage, Reading, Massachusetts, USA 2004.

Cromme, Gerhard (2002): Ausführungen anlässlich der Übergabe des Kodex an die Bundesministerin der Justiz am 26. Februar 2002 in Berlin, abrufbar unter: http://coporate-governance-code.de.

Cuervo, Alvarro (2002): Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control., Corporate Governance, *Vol. 10*, 2002, S. 84-93.

Dahya, Jay; McConnell, John; Travlos, Nikolaos G. (2002): The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover, in: Journal of Finance 2002, S. 461-483.

Davies, Paul (2001): Struktur der Unternehmensführung in Großbrittanien und Deutschland: Konvergenz oder fortbestehende Divergenz? In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2001, S. 268-293.

De Jong, Abe; De Jong, Douglas V.; Mertens, Gerard; Wasley, Charles (2001): The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence from The Netherlands, Working Paper, Erasmus University, Rotterdam 2001.

Demsetz, Harold (1967): Toward a Theory of Property Rights, in: American Economic Review, *No. 57*, 1967, S. 347-259.

Deutsche Börse AG (2003): Leitfäden und Kurzinformationen zu Aktienindizes, abrufbar unter http://www.deutsche-boerse.com.

Di Fabio, Udo (1997): Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, in: VVDStRL, Vol. *56*, 1997, S. 235-285.

Dörner, Dietrich; Müller, Herbert; Orth, Christian (2003): Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland unter Berücksichtigung der Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act, 3. Auflage, Stuttgart 2003.

Dörner, Dietrich; Orth, Christian (2003): Bedeutung der Corporate Governance für Unternehmen und Kapitalmärkte, in: Deutscher Corporate Governance Kodex – Ein Handbuch für Entscheidungsträger, hrsg. von Norbert Pfitzer und Peter Oser, Stuttgart 2003, S. 3-18.

Drobetz, Wolfgang; Schillhofer, Andreas; Zimmermann, Heinz (2003): Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=379102.

Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R. (1991): The economic structure of corporate law, Cambridge, MA, USA 1991.

Edwards, Franklin R. (1992): SEC Requirements for Trading of Foreign Securities on U.S. Exchanges, in: Kenneth Lehn und Robert W. Kamphuis (Hrsg.): Modernizing U.S. Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives, New York, USA 1992, S. 57-58.

Ehren, H.; Grass D. (2003): Medaillen für mehr Durchblick - Die FTD hat Transparenz und Kontrolle in den Dax-30-Unternehmen untersucht. Ergebnis: Der Corporate Governance Kodex wird nur in Teilen umgesetzt, in: Financial Times Deutschland, 21.2.2003, S. 29.

Ehrhardt, Olaf; Nowak, Erik (2002): Die Durchsetzung von Corporate Governance Regeln, in: AG 2002, S. 336-345.

Ehricke, Ulrich (1989): „Soft Law“ – Aspekte einer neuen Rechtsquelle, in: NJW 1989, S. 1906-1908.

Eidenmüller, Horst (1998): Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, 2. Auflage, Tübingen, 1998.

Erlei, Mathias; Leschke, Martin; Sauerland, Dirk (1999): Neue Institutionenökonomik, Stuttgart, 1999.

Ermacora, Felix (1989): Soft Law im Verfassungsrecht, in: Festschrift für Willi Geiger, Tübingen, 1989. S.145ff.

Escher-Weingart, Christina (2001): Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht. Eine Analyse der Reformmöglichkeiten unter besonderer Berücksichtigung des Gläubiger- und Anlegerschutzes, Tübingen, 2001.

Ettinger, Jochen, Grützediek, Elke (2003): Haftungsrisiken im Zusammenhang mit der Abgabe der Corporate Governance Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG, in: AG 2003, S. 353-366.

Farrell, Joseph; Saloner, Garth (1988): Coordination through Committees and Markets, The RAND Journal of Economics, *Vol. 19, No. 2*, 1988, S. 235-252.

Farrell, Jospeh (1996): Choosing the Rules for Standardization, Univesity of California at Berkeley Working Papers, abrufbar unter http://emlab.berkeley.edu/users/farrell, 1996.

Feddersen, Dieter; Hommelhoff, Peter; Schneider, Uwe-Helmut; Baums, Theodor (1996): Corporate Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht, Köln 1996.

Feldmann, Horst (1995): Eine institutionalistische Revolution? Zur dogmenhistorischen Bedeutung der modernen Institutionenökonomik, Berlin 1995.

Fieber, Christian (2003): Aktuelle Entwicklungen der Deutschen Corporate Governance (unveröffentlicht, liegt dem Autor vor), 2003.

Fishman, Michael J.; Hagerty, Kathleen M. (2003): Mandatory vs. Voluntary Disclosure, in: The Journal of Law, Economics & Organization, *Vol. 19, No.1*, 2003, S. 45-63.

Fishman, Michael J.; Hagerty, Kathleen M. (1998): Eintrag „Mandatory Disclosure“, in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Fleischer, Holger (2001): Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: ZGR 2001, S. 1-32.

Fox, Merritt B. (1984): Shelf Registration, Intergrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis, in: Virgina Law Review, *Vol. 70*, 1984, S. 1005-1034.

Fox, Merritt B. (1997): Securities Regulation in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom? In: Michigan Law Review, *Vol. 95*, 1997, S. 2498-2629.

Frey, Bruno S. (1990): Ökonomie ist Sozialwissenschaft. Die Anwendung der Ökonomie auf neue Gebiete, München 1990.

Gabler, Thomas (1997): Wirtschaftslexikon auf CD-ROM, Langenfeld 1997.

Gelhausen, Hans Friedrich; Hönsch, Henning (2003): Folgen der Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex für die Ensprechenserklärung, in: AG 2003, S. 367-371.

Gerken, Lüder (Hrsg.) (1995): Competition among Institutions, Houndmills, Basingstoke, Hampshire, London, England 1995.

Goldberg, Victor P. (1998): Eintrag: „Relational Contracts“, in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Gregory, Holly J.; Simmelkjaer, Robert T. (2002): Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States, Brussels, 2002

Groß, Wolfgang (2002): Haftung für fehlerhafte oder fehlende Regel- oder ad-hoc-Publizität, in: WM 2002, S. 477-485.

Großfeld, Bernhard (2000): Normschaffung und Normvermittlung im Internationalen Unternehmensrecht, in: Deutsches und Europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Festschrift für Marcus Lutter zum 70.Geburtstag, Köln 2000, S. 47-60.

Grumann, Marc-Olaf/Soehlke, Raphael (2001): Namensaktie und Hauptversammlung, in: DB 2001, S. 576-580.

Grundfest, Joseph A. (1998): Eintrag „Securities Regulation“, in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Hailbronner, Kay (1981): Völkerrechtliche und staatsrechtliche Überlegungen zu Verhaltenskodizes für transnationale Unternehmen, in: von Münch, Ingo (Hrsg.): Staatsrecht – Völkerrecht – Europarecht, Festschrift für Hans-Jürgen Schlochauer zum 75. Geburtstag, Berlin, New York 1981, S. 329ff.

Haller, Axel; Eierle, Brigitte; Evans, Elisabeth (2001): Das britische Financial Reporting Review Panel – ein Vorbild für ein deutsches Enforcement-Gremium? In: BB 2001, S. 1673-1680.

Harrison, Jeffrey L. (1995): Law and Economics, St. Paul, England 1995.

Hart, H.L.A. (1971): Recht und Moral, Göttingen 1971.

Hausmaninger, Christian; Kletter, Mark; Burger, Ernst (2003): Corporate Governance, Wien 2003.

Hawawini, Gabriel A.; Michl, Pierre A. (1984): European Equity Markets. Risk, Return and Efficiency, New York 1984.

Hay, Peter (1995): Einführung in das Amerikanische Recht, 4. Auflage, Darmstadt 1995.

Herzel, Leo; Braendel, Addison D. (1998): Eintrag „Law and Economics in Action”, in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Homann, Karl; Kirchner, Christian (1995): Ordnungsethik, Jahrbuch für politische Ökonomie, Bd. 14, 1995 S. 189-211.

Homann, Karl; Kirchner, Christian (1993): Eintrag „Recht“, in: Georges Enderle, Karl Homann, Martin Honecker, Walter Kerber, Horst Steinmann (Hrsg.): Lexikon der Wirtschaftsethik, Freiburg 1993, Sp. 878- 885.

Homann, Karl; Suchanek, Andreas (2000): Ökonomik. Eine Einführung, Tübingen 2000.

Hommelhoff, Peter (2001a): Für ein spezifisch deutsches Durchsetzungssystem – Schaffung einer Kontrollinstanz zur Sicherstellung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Enforcement-Systems, in: WPg Sonderheft 2001, S. 39-50.

Hommelhoff, Peter (2001b): Die OECD Principles on Corporate Governance – ihre Chancen und Risiken aus dem Blickwinkel der deutschen Corporate Governance-Bewegung, in: ZGR 2001, S. 238ff.

Hommelhoff, Peter; Mattheus, Daniela (1998): Corporate Governance nach dem KonTraG, in: AG 1998, S. 249-259.

Hopt, Klaus J. (2002): Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts – Zum Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, in: Peter Hommelhoff et al. (Hrsg.): Corporate Governance, (ZHR Sonderheft 71), Heidelberg 2002, S. 27-67.

Hopt, Klaus J. (2000): Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa? Überlegungen zum Einfluss der Wertpapiermärkte auf Unternehmen und ihre Regulierung und zum Zusammenwachsen von common law und civil law im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: ZGR 2000, S. 779-818.

Hopt, Klaus J. (1998): Comparative Corporate Governance – the state of the art and emerging research, Oxford 1998.

Hopt, Klaus J. (1997): Comparative Corporate Governance – Essays and Materials, Berlin 1997.

Hubbard, R. Glenn; Palia, Darius (1998): Eintrag „Market for Corporate Control“, in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Hucke, Anja; Ammann, Helmut (2003): Der Deutsche Corporate Governance Kodex, Herne/Berlin 2003.

Hüffer, Uwe (2002): Aktiengesetz, 5. Auflage, München 2002.

Ihrig, Hans-Christoph; Wagner, Jens (2003): Reaktion börsennotierter Unternehmen auf die Änderungen des „Deutschen Corporate Governance Kodex“, in: BB 2003, S. 1625-1629.

Ihrig, Hans-Christoph; Wagner, Jens (2002a): Die Reform geht weiter: Das TransPuG kommt, in: BB 2002, S. 789-797.

Ihrig, Hans-Christoph; Wagner, Jens (2002b): Corporate Governance: Kodex-Erklärung und ihre unterjährige Korrektur, in: BB 2002, S. 2509-2514.

Isensee, Josef; Kirchhof, Paul (1988): Handbuch des Staatsrechts, Bd. 3: Das Handeln des Staates, Heidelberg 1988.

Jaekel, Wilm-Christian (2002): Die Bindung an formnichtige Grundstücksverträge nach Treu und Glauben, Frankfurt am Main 2002.

Jauernig, Othmar (2003): Bürgerliches Gesetzbuch, 10. Auflage, München 2003.

Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, *Vol. 3*, S. 305-360.

Kant, Immanuel (1797/1990): Die Metaphysik der Sitten, Nachdruck der Ausgabe Ausg. Königsberg, Nicolovius von 1797, Erlangen 1990.

Keeler, Theodore E.; Foreman, Stephen E. (1998): Eintrag "Regulation and Deregulation", in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Kelsen, Hans (1960): Reine Rechtslehre, Wien 1960.

Kerber, Wolfgang (2000): Interjurisdictional Competition within the European Union, Fordam International Law Journal, *Vol. 23*, 2000, S. 216-249.

Kerber, Wolfgang (1998): Zum Problem einer Wettbewerbsordnung für den Systemwettbewerb, Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Bd. 17, 1998, S. 199-230.

Kerkmeester, Heico (2000): Eintrag „Methodology: General", in: Boudewijn Bouckaert und Gerrit de Geest (Hrsg.): Encylopedia of Law and Economics, Cheltenham, England 1999.

Kiethe, Kurt (2003): Falsche Erklärung nach § 161 AktG - Haftungsverschärfung für Vorstand und Aufsichtsrat? In: NZG, 2003, S. 559-567.

Kirchhof, Ferdinand (1987): Private Rechtssetzung, Berlin 1987.

Kirchhof, Paul (2000): Gesetzgebung und private Regelsetzung als Geltungsgrund für Rechnungslegungspflichten, ZGR, 2000, S. 681-692.

Kirchhof, Paul (2001): Demokratie ohne parlamentarische Gesetzgebung, NJW, 2001, S. 1332f.

Kirchner, Christian (2002): Regulierung durch Unternehmensführungskodizes (Codes of Corporate Governance), in: Wolfgang Ballwieser (Hrsg.), BWL und Regulierung (zfbf Sonderheft), Düsseldorf, Frankfurt, 2002, S. 93-117.

Kirchner, Christian (1999a): Formen innerstaatlicher Interaktionsregeln für wirtschaftliche Prozesse, Hrsg.: Wilhelm Korff, Alois Baumgartner, Hermann Franz u.a.: Handbuch für Wirtschaftsethik, Bd. 2, Gütersloh, 1999 S. 127-185.

Kirchner, Christian (1999b): Bedingungen innerstaatlicher Interaktionsregeln für wirtschaftliche Prozesse, Hrsg.: Wilhelm Korff, Alois Baumgartner, Hermann Franz u.a.: Handbuch für Wirtschaftsethik, Bd. 2, Gütersloh, 1999 S. 376-389.

Kirchner, Christian (1999c): Formen innerstaatlicher Interaktionsregeln für wirtschaftliche Prozesse, Hrsg.: Wilhelm Korff, Alois Baumgartner, Hermann Franz u.a.: Handbuch für Wirtschaftsethik, Bd. 2, Gütersloh, 1999 S. 390-403.

Kirchner, Christian (1998): Rechtliche „Innovationssteuerung" und Ökonomische Theorie des Rechts, Hrsg.: Wolfgang Hoffmann-Riem und Jens-Peter Schneider:

Rechtswissenschaftliche Innovationsforschung, Bd. 1, Baden-Baden 1998, S. 85-120.

Kirchner, Christian (1997a): Ökonomische Theorie des Rechts: Vortrag gehalten vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 16. Oktober 1996, Berlin, New York 1997.

Kirchner, Christian (1997b): Bilanzrecht und neue Institutionenökonomik, Festschrift für Heinrich Beisse, Düsseldorf 1997.

Kirchner, Christian (1996): Regulierung durch öffentliches Recht und/oder Privatrecht aus der Sicht der ökonomischen Theorie des Rechts, Hrsg.: Wolfgang Hoffmann-Riem und Eberhard Schmidt-Assmann: Öffentliches Recht und Privatrecht als wechselseitige Auffangordnungen, Baden-Baden 1996.

Kirchner, Christian (1989): New Institutional Arrangements in Economic Law: The Working of Codes of Conduct, In: H.-J. Vosgerau (Hrsg.): New Institutional Economics for the World Economy, Berlin, Heidelberg, S. 409-430.

Kirchner, Christian; Ehricke, Ulrich (1998): Funktionsdefizite des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, in: AG 1998, S. 105-116.

Kirchner, Christian; Schwartze, Andreas (1993): Eintrag „Recht“, in: Lexikon der Wirtschaftsethik, in: Georges Enderle, Karl Homann, Martin Honecker, Walter Kerber, Horst Steinmann, (Hrsg.), Freiburg, Basel, Wien 1993, Sp. 876-885.

Kitch, Edmund W. (1995): The Theory and Practice of Securities Disclosure, in: Brooklyn Law Review, *Vol. 61*, 1995, S. 763-826.

Klein, Peter G., New Institutional Economics, Encyclopedia of Law and Economics, Bd. 1, Cheltenham, England 2000, S. 456-489.

Kloepfer, Michael (1984): Der Vorbehalt des Gesetzes im Wandel, in: JZ 1984, S. 685-695.

Kloepfer, Michael; Elsner, Thomas (1996): Selbstregulierung im Umwelt- und Technikrecht, in: DVBl. 1996, S. 964-975.

Knieps, Günther (1995): Standardization: The Evolution of Institutions versus Government Intervention, in: Gerken, Lüder (Hrsg.): Competition among Institutions, London 1995, S. 283-296.

Krause, Hartmut (2002): Das neue Übernahmerecht, in: NJW 2002, S.705-716.

Krebs, Walter (1975): Vorbehalt des Gesetzes und Grundrechte, Bochum 1975.

Kreps, David M. (1990): A Course in Microeconomic Theory, Princeton 1990.

Kronke, Herbert (2000): Konditionierung der Unternehmensverfassung von Publikumsgesellschaften durch „Soft Law“, in: Schneider, Uwe; Hommelhoff, Peter; Schmidt, Karsten; Timm, Wolfram; Grunewald, Barbara; Drydala, Tim (Hrsg.): Deutsches und Europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag., Köln 2000, S. 1449-1461.

Küting, Karlheinz; Wohlgemuth, Frank (2002): Internationales Enforcement – Bestandsaufnahme und Entwicklungstendenzen, in: KoR 2002, S. 265-276.

La Porta, Rafael; Lopez de Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1998): Law and Finance, in: The Journal of Political Economy 1998, S. 1113-1155.

Langenbucher, Günther; Blaum, Ulf (1994)**:** Audit Committees – Ein Weg zur Überwindung der Überwachungskrise? In: DB 1994, S. 2197-2206.

Lenz, N. (2002): Corporate-Governance-Umfrage: Durchblick mit Hindernissen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung online, 8.8.2002.

Loehr, H. (2000),: Der Übernahmekodex – Aktuelle Situation und Ausblick – Pressekonferenz am 13. Juni 2000, abrufbar unter http://www.kodex.de.

Lutter, Marcus (2003): Corporate Governance und ihre aktuellen Probleme, vor allem: Vorstandsvergütung und ihre Schranken, in: ZIP 2003, S. 737-743.

Lutter, Marcus (2002): Die Erklärung zum Corporate Governance Kodex gemäß § 161 AktG, Pflichtverstöße und Binnenhaftung von Vorstands- Aufsichtsratsmitgliedern, in: ZHR 2002, S. 523-543.

Lutter, Marcus (2001): Vergleichende Corporate Governance – Die deutsche Sicht, in: ZGR 2001, S. 224-237.

Lutter, Marcus (2000): Das Europäische Unternehmensrecht im 21. Jahrhundert, in: ZGR 2000, S. 1-18.

Macey, Jonathan R. (1998): Eintrag "Public Choice and the Law", in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Macey, Jonathan R.; O'Hara, Maureen (1999): Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective, in: The Journal of Legal Studies, *Vol. 28*, 1999, S. 17-54.

Marek, Krystina (1982): Sur la notion de progrès en droit international, in: Schweizerisches Jahrbuch für int. Recht, *38*, 1982, S. 28-43.

Marks, Stephen G. (2000): Eintrag „The Separation of Ownership and Control", in: Encyclopedia of Law and Economics, Bd. 1, Cheltenham, UK 2000, S. 692-724.

McChesney, Fred S. (1998): Eintrag: „Rent from Regulation", in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Merkt, Hanno (2001): Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Tübingen 2001.

Mertens, Hans-Joachim; Kirchner, Christian; Schanze, Erich (1982): Wirtschaftsrecht. Eine Problemorientierung, 2. Auflage, Opladen 1982.

Messmer, Daniel (2002): Corporate Governance und D&O-Versicherung. Eine Momentaufnahme zu „Angemessenheit“ eines Selbstbehalts, in: Die Versicherungswirtschaft 2002, S. 1384-1387.

Motzke, Gerd; Pietzcker, Jost; Prieß, Hans-Joachim (2001),: Verdingungsordnung für Bauleistungen Teil A, München, 2001

Moxter, Adolf (1998): Deutsches Rechnungslegungs Standards-Committee: Aufgaben und Bedeutung, in: DB 1998, S. 1425-1428.

Noack, Ulrich (2001): Namensaktie und Aktienregister: Einsatz für Investor Relations und Produktmarketing, in: DB 2001, S. 27-31.

O'Hara, Erin A., Ribstein, Larry (2000): From Politics to Efficiency in Choice of Law, in: University of Chicago Law Review, *Vol. 67*, (2000), S. 1151-1232.

Oesterle, Dale Arthur (1998): The Inexorable March Toward a Continous Disclosure Requirement for Publicly Traded Corporations: "Are We There Yet?" in: Cardozo Law Review, *Vol. 20*, 1998, S. 135-215.

Ogus, Anthony I. (2000): Eintrag „Self-Regulation“, in: Encyclopedia of Law and Economics, Bd. 1, Cheltenham, UK 2000, S. 587-597.

Ogus, Anthony I. (1998): Eintrag "Law and Economics from the Perspective of Law", in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Orth, Christian; Wader, Dominic (2003a): Abschlussprüfung, in: Pfitzer, Norbert; Oser, Peter (Hrsg.): Deutscher Corporate Governance Kodex - Ein Handbuch für Entscheidungsträger, Stuttgart 2003, S. 250-267.

Orth, Christian; Wader, Dominic (2003b): Entsprechenserklärung und Anhangangabe zum DCGK, in: Pfitzer, Norbert; Oser, Peter (Hrsg.): Deutscher Corporate Governance Kodex - Ein Handbuch für Entscheidungsträger, Stuttgart 2003, S. 269-284.

Oser, Peter; Orth, Christian; Wader, Dominic (2003): Die Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex in der Praxis, in: DB 2003, S. 1337-1341.

Palandt, Otto (Begr.) (2004): Bürgerliches Gesetzbuch, 63. Auflage, München 2004.

Palia, Darius (1996): The Impact of Regulation on CEO labour markets, Working Paper, Columbia University, New York, USA 1996.

Palmiter, Alan R. (1999): Toward Disclosure Choice in Security Offerings, in: Columbia Business Law Review 1999, S. 1-135.

Patterson, Jeanne (2000): The Patterson Report: The Link between Corporate Governance & Performance, abrufbar unter http://www.thecorporatelibrary.com.

Peltzer, Martin (2003): Deutsche Corporate Governance, München 2003.

Peltzer, Martin (2002): Corporate Governance Codices als zusätzliche Pflichtenbestimmung für den Aufsichtsrat, in: NZG 2002, S. 10-16.

Peltzer, Martin; von Werder, Axel (2001): Der "German Code of Corporate Governance (GCCG)" des Berliner Initiativkreises, in: AG 2001, S. 1-14.

Pensions and Investment Research Consultants Ltd (PIRC) (1999): Compliance with the Combined Code, September 1999, abrufbar unter http://www.dti.gov.uk/cld/pirc.pdf.

Pfitzer, Norbert; Oser, Peter; Wader, Dominic (2002): Die Entsprechens-Erklärung nach § 161 AktG – Checkliste für Vorstände und Aufsichtsräte zur Einhaltung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: DB 2002, S. 1120-1121.

Pies, Ingo (1993): Normative Institutionenökonomik, Tübingen 1993.

Pigout, A.C. (1932): The Economics of Welfare, 4. Auflage, London, England 1932.

Pinto, Arthur R. (1998): Corporate Governance: Monitoring the Board of Directors in American Corporations, in: American Journal of Comparative Law 1998, S. 317.

Pirrong, Stephen Craig (1998): Eintrag: „Self-regulation of Private Organized Markets“, in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Pohle, Klaus; von Werder, Axel (2002): Corporate Governance – Generelle Kodizes und unternehmensindividuelle Leitlinien, Meilensteine im Management, Bd. IX, 2002, S. 735ff.

Pohle, Klaus; von Werder, Axel (2001): Die Einschätzung der Kernthesen des German Code of Corporate Governance (GCCG) durch die Praxis. Ergebnisse einer Befragung der DAX 100-Unternehmen, in: DB 2001, S. 1101-1107.

Posner, Richard A. (1992): Economic Analysis of Law, 4. Auflage, Boston, USA 1992.

Ribstein, Larry E. (2003): International Implications of the Sarbanes-Oxley-Act: Raising the Rent on US Law, Journal of Corporate Law Studies, 2003, S. 299-327.

Ribstein, Larry E. (2002): Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, The Journal of Corporation Law, *Vol. 28*, S. 1-67.

Ribstein, Larry E. (2001): Symposium on Trust Relationships: Law vs. Trust, in: Boston University Law Review, *Vol. 81*, 2001, S. 553-590.

Richter, Rudolf; Furubotn, Eirik G. (2003): Neue Institutionenökonomik. Einführung und kritische Würdigung, 3. Auflage, Tübingen 2003.

Rieckers, Oliver (2002): Haftung des Vorstands für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen de lege lata und de lege ferenda, in: BB 2002, S. 1213-1221.

Ringleb, Henrik-Michael u.a. (Hrsg.) (2003): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, München 2003.

Roessler, Frieder (1978): Law, De facto Agreements and Declarations of Principle in International Economic Relations, in: German Yearbook of International Law, *21*, 1978, S. 27-59.

Röhl, Klaus F. (2001): Allgemeine Rechtslehre, 2. Auflage, Köln, Berlin, Bonn, München 2001.

Romano, Roberta (2001): The Need for Competition in International Securities Regulation, in: Theoretical Inquiries in Law, 2001, S. 387-460.

Romano, Roberta (1998): Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, in: Yale Law Journal 1998, S. 2359-2429.

Ronen, Joshua; Yaari, Varda (2002): Incentives for Voluntary Disclosure, in: Journal of Financial Markets, *Vol. 5*, 2002, S. 349-390.

Rosen, Sherwin (1992): Contracts and Markets for Executives, in: Werin, Lars; Wijkander, Hans (Hrsg.): Contract and Economics, Oxford, England 1992.

Ross, Stephen (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in: American Economic Review, *Vol. 63*, 1973, S. 134-139.

Rowley, Charles K. (1998): Eintrag "Law and Economics from the Perspective of Economics", in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Ruhnke, Klaus (2003): Prüfung der Einhaltung des Deutschen Corporate Governance Kodex durch den Abschlussprüfer, in: AG 2003, S. 371-377.

Rüthers, Bernd (1999): Rechtstheorie, München 1999.

Saam, Nicole (2002): Prinzipal, Agenten und Macht. Eine machttheoretische Erweiterung der Agenturtheorie und ihre Anwendung auf Interaktionsstrukturen in der Organisationsberatung, Tübingen 2002.

Schäfer, Hans-Bernd; Ott, Claus (2000): Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 3. Auflage, Berlin 2000.

Scheffler, Eberhard (2000): Zur Entwicklung der Rechnungslegung in Deutschland, in: Schneider, Uwe; Hommelhoff, Peter; Schmidt, Karsten; Timm, Wolfram; Grunewald, Barbara; Drydala, Tim (Hrsg.): Deutsches und Europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag., Köln 2000, S. 1613-1632.

Schlitt, Michael (2003): Die neuen Marktsegmente der Frankfurter Wertpapierbörse – Struktur, Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten, in: AG 2003, S. 57-69.

Schmidt, Matthias (2002): On the Legitimacy of Accounting Standards set by privately Organised Institutions in Germany and Europe, in: Schmalenbach Business Review, *Vol. 54*, 2002, S. 171-193.

Schmidt, Reiner (1990): Öffentliches Wirtschaftsrecht, Allgemeiner Teil, Berlin 1990.

Schmidt-Preuß, Matthias (1997): Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, in: VVDStRL, *56*, 1997, S. 160-234.

Schmoller, Gustav (1900): Grundriss der Allgemeinen Volkswirtschaftslehre, Leipzig 1900.

Schneider, Uwe (2000): Kapitalmarktorientierte Corporate Governance-Grundsätze, in: DB 2000, S. 2413-2417.

Schneider, Uwe; Strenger, Carsten (2000): Deutsche Corporate-Governance-Grundsätze, in: AG 2000, S. 106-113.

Scholz, Rupert (1984): Technik und Recht, Festschrift zum 125. Bestehen der Juristischen Gesellschaft zu Berlin, Berlin 1984, S. 691-697.

Schreuer, Christoph (1979): New Haven Approach und Völkerrecht, in: Schreuer, Christoph (Hrsg.): Autorität und internationale Ordnung, Aufsätze zum Völkerrecht, Berlin, 1979 S. 63-85.

Schüppen, Matthias (2002): To Comply or not to comply – that's the question! – „Existenzfragen" des TransPuG im magischen Dreieck kapitalmarktorientierter Unternehmensführung, in: ZIP 2002, S. 1269-1279.

Schuppert, Gunnar Folke (2000): Verwaltungswissenschaft, Verwaltung, Verwaltungsrecht, Verwaltungslehre, Baden-Baden 2000.

Schuppert, Gunnar Folke; Bumke, Christian (2000): Verfassungsrechtliche Grenzen privater Standardsetzung, Vorüberlegungen zu einer Theorie der Wahl rechtlicher Regelungsformen (Regulatory Choice), in: Kleindiek, Detlef / Oehler, Wolfgang (Hrsg.): Die Zukunft des deutschen Bilanzrechts im Zeichen internationaler Rechnungslegung und privater Standardsetzung, Köln 2000, S. 71-126.

Schwark, Eberhard (2000): Anlegerschutz in der Publikums-AG, in: Schneider, Uwe; Hommelhoff, Peter; Schmidt, Karsten; Timm, Wolfram; Grunewald, Barbara; Drydala, Tim (Hrsg.): Deutsches und Europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag., Köln 2000, S. 1529ff.

Schweizer, Urs (1999): Vertragstheorie, Tübingen 1999.

Seelmann, Kurt (2001): Rechtsphilosophie, 2. Auflage, München 2001.

Seibert, Ulrich (2002a): Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da, in: BB 2002, S. 581-584.

Seibert, Ulrich (2002b): Aktienrechtsreform in Permanenz, in: AG 2002, S. 417-420.

Seibert, Ulrich (2001): Aktienrechtsnovelle NaStraG tritt in Kraft – Übersicht über das Gesetz und Auszüge aus dem Bericht des Rechtsausschusses, in: ZIP 2001, S. 53-56.

Seibt, Christoph H. (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex: Antworten auf Zweifelsfragen der Praxis, in: AG 2003, S. 465-477.

Seibt, Christoph H. (2002): Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechens-Erklärung (§161 AktG-E), in AG 2002, S. 249-259.

Semler, Johannes (1991): Kurzkommentar zu BGH Urt. V. 25.3.1991 (BGHZ 114, 127 (130) =DB 1991, 1212), in: EWiR 1991, S. 525-526.

Shapiro, Scott; McClennen, Edward F. (1998): Eintrag "Law and Economics from a philosophical perspective", in: Peter Newman (Hrsg.): New Palgrave Dictionary on Economics and the Law, London, England, New York, USA 1998.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1986): Large Shareholders and Corporate Control, in: Journal of Political Economy, *94*, (1986), S. 461-488.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance, in: Journal of Finance, *52*, 1997, S. 737-783.

Simma, Bruno; Heinemann, Andreas (1999): Codes of Conduct, in: Wilhelm Korff, Alois Baumgartner, Hermann Franz u.a. (Hrsg.): Handbuch der Wirtschaftsethik, Bd. 2, Gütersloh 1999, S. 403ff.

Skog, Rolf (2000): Corporate Governance und die Rolle des Gesetzgebers, in: Schneider, Uwe; Hommelhoff, Peter; Schmidt, Karsten; Timm, Wolfram; Grunewald, Barbara; Drydala, Tim (Hrsg.): Deutsches und Europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag., Köln 2000

Smith, Adam (1776/1983): Der Wohlstand der Nationen. Eine Untersuchung seiner Natur und seiner Ursachen, München 1983.

Snyder, David V. (2003): Private Lawmaking, in: Ohio State Law Journal, *Vol. 64*, 2003, S. 371-449.

Soergel, Hans-Theodor (Begr.), Kommentar zum BGB, 13. Auflage, Stuttgart.

Staupe, Jürgen (1986): Parlamentsvorbehalt und Delegationsbefugnis: zur "Wesentlichkeitstheorie" und zur Reichweite legislativer Regelungskompetenz, insbeosndere im Schulrecht, Berlin 1986.

Stephan, Klaus-Dieter (2002): Prospektaktualisierung, in: AG 2002, S. 3-14.

Stigler, George J. (1964): Public Regulation of the Securities Market, in: Journal of Business, No. 2, *Vol. 37*, (1964), S. 117-142.

Streit, Manfred (2000): Theorie der Wirtschaftspolitik, 5. Auflage, Düsseldorf 2000.

Stürz, Gerd; Harms, Thomas (2003): Abschlussprüfung, Hrsg.: Pfitzer, Norbert; Oser, Peter: Deutscher Corporate Gpvernance Kodex. Ein Handbuch für Entscheidungsträger, Stuttgart 2003, S. 241-267.

Talaulicar, Till; Grundei, Jens; von Werder, Axel (2001): Corporate Governance deutscher Start-Ups: Ergebnisse einer empirischen Erhebung, in: Finanz Betrieb 2001, S. 511-519.

Teichmann, Christoph (2001): European Company Law Review; Corporate Governance in Europa, in: ZGR 2001, S. 645-679.

Theisen, Manuel René (2002): Grundsätze einer ordnungsmäßigen Information des Aufsichtsrats, 3. Auflage, Stuttgart 2002.

Thompson, Robert B. (2003): Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law, and Federal Regulation, in: Wake Forest Law Review 2003, S. 961-982.

Thümmel, Roderich C. (1998): Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten, 2. Auflage, Stuttgart 1998.

Thürer, Daniel (1985): „Soft Law" – Eine neue Form von Völkerrecht? In: ZSR 1985, S. 429-452.

Tielmann, Sandra (2001): Durchsetzung ordnungsmäßiger Rechnungslegung, in: DB 2001, S. 1625-1634.

Towers Perrin (2003): Noch ein weiter Weg zu erstklassiger Corporate Governance – Towers Perrin Studie untersucht Entsprechenserklärungen der DAX100 Unternehmen zum Corporate Governance-Kodex, abrufbar unter http://www.towersperrin.com (Pressemitteilung, 27.1.2003)

Trute, Hans-Heinrich (1996): Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung, in: DVBl. 1996, S. 950-964.

Ulen, Thmoas S. (2000): Eintrag „Rational Choice Theory and Law and Economics", in: Boudewijn Bouckaert, Gerrit de Geest (Hrsg.): Encylopedia of Law and Economics, Bd. I, Cheltenham, UK 1999, S. 790-818.

Ulmer, Peter (2002a): Aktienrecht im Wandel, in: AcP, *202*, 2002, S. 143-178.

Ulmer, Peter (2002b): Der Deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, in: ZHR, *166*, 2002, S. 151-181.

van den Hauwe, Ludwig (2000): Eintrag „Public Choice, constitutional political economy and law and economics", in: Boudewijn Bouckaert, Gerrit de Geest (Hrsg.), Encyclopedia of Law and Economics, Bd.1, Cheltenham, UK 2000, S. 604-659.

Vanberg, Viktor; Kerber, Wolfgang (1995): Competition among Institutions: Evolution within constraints, in: Lüder Gerken (Hrsg.): Competition among institutions, London, England 1995.

Vetter, Eberhard (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex, in: DNotZ 2003, S. 748-764.

von Hayek, Friedrich Anton (1973): Law, Legislation and Liberty, Vol. 1, Chicago 1973.

von Hayek, Friedrich Anton (1945): The Use of Knwoledge in Society, in: American Economic Review, *Vol. 35*, 1945, S. 519-530.

von Wartenberg, Ludolf (2001): Corporate Governance aus der Sicht der deutschen Industrie, in: WM 2001, S. 2239.

von Werder, Axel (2003): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Hommelhoff, Peter; Hopt, Klaus J.; von Werder, Axel (Hrsg.): Handbuch Corporate Governance, Köln 2003, S. 3-28.

von Werder, Axel (2002a): Corporate Governance - The German Experience, in: Corporate Governance, The International Journal for Enhancing Board Performance, *No. 2*, 2002, S. 13-20.

von Werder, Axel (2002b): Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen, in: DB 2002, S. 801-810.

von Werder, Axel (2001): Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensleitung im Konzern. Weiterentwicklung genereller Managementstandards für die Konzernunternehmung., in: Horst Albach (Hrsg.): Corporate Governance und Kapitalmarkt, Wiesbaden 2001, S. 145-165.

von Werder, Axel (Hrsg.) (2000): German Code of Corporate Governance (GCCG) – Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung, Stuttgart 2000.

von Werder, Axel; Grundei, Jens (2001): Generally Accepted Management Principles (GAMP) – functions, first proposals, and acceptance among German top managers., in: Corporate Governance – An International Review 2001, S. 101-115.

von Werder, Axel; Talaulicar, Till (2003): Zu den Regulierungswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, Diskussionspapier der Technischen Universität Berlin 2003/10, Berlin 2003.

von Werder, Axel; Talaulicar, Till; Kolat, Georg L. (2003): Kodex Report 2003: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: DB 2003, S. 1857-1863.

Weber, Max (1922/1988): Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre, hrsg. von J. Winckelmann, 7. Auflage, Tübingen 1988.

Weimar, Robert (1993): Die wettbewerbsrechtliche Bedeutung internationaler Verhaltensregeln im Weltwirtschaftsrecht, in: RIW 1993, S. 85-88.

Weinberger, Ota (1988): Norm und Institution, Wien 1988.

Weir, Charlie; Laing, David (2000): The Performance-Governance Relationship: The Effects of Cadbury Compliance on UK Quoted Companies, in: Journal of Management and Governance, *Vol. 4*, 2000, S. 265-281.

Weiß, Wolfgang (2002), Beteiligung Privater an der Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben und staatliche Verantwortung, in: DVBl. 2002, S. 1167-1182.

Wiedemann, Herbert (Hrsg.) (1999): Tarifvertragsgesetz, 6. Auflage, München 1999.

Williamson, Oliver E. (1998): The Institutions of Governance, in: The American Economic Review, No. 2, *Vol. 88*, S. 75-79.

Williamson, Oliver E. (1993): The Economic Analysis of Institutions and Organisations – in General and with Respect to Country Studies, OECD Economics Department Working Papers No. 133, Paris, Frankreich 1993.

Williamson, Oliver E. (1985/1990): Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen, Tübingen 1990.

Williamson, Oliver E. (1975/1985): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York 1985.

Wolf, Martin (2002): Corporate Governance. Der Import angelsächsischer „Selfregulation“ im Widerstreit zum deutschen Parlamentsvorbehalt, in: ZRP 2002, S. 59-60.

Wüstemann, Jens (2002): Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung. Enforcement nach dem Vorbild der USA? In: BB 2002, S. 718-725.

Wymeersch, Eddy (2000): Die Harmonisierung des Gesellschaftsrechts im Zeitalter des Internets, in: Schneider, Uwe; Hommelhoff, Peter; Schmidt, Karsten; Timm, Wolfram; Grunewald; Barbara; Drydala, Rim (Hrsg.): Deutsches und Europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, Köln 2000, S. 213-230.

Wymeersch, Eddy (2001): Gesellschaftsrecht im Wandel: Ursachen und Entwicklungslinien., ZGR, 2001, S. 294-324.

Zimmermann, Klaus F. (Hrsg.) (2002): Neue Entwicklungen in der Wirtschaftswissenschaft, Heidelberg 2002.

Zöllner, Wolfgang; Loritz, Karl-Georg (1998): Arbeitsrecht, 5. Auflage, München 1998.

Zweigert, Konrad; Kötz. Hein (1996): Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Auflage, Tübingen 1996.

Zydra, Markus (2003): Hohe Bezüge von Vorständen in der Kritik – Anleger dürfen bei Gehältern nicht mitreden, Süddeutsche Zeitung vom 22. Mai, 2003, S. 25.

Danksagung

Die vorliegende Dissertation wurde am 1. April 2004 bei der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin eingereicht. Bis Februar 2004 erschienene Rechtsprechung und Literatur sind bei der Bearbeitung berücksichtigt worden.

Mein Dank gilt zunächst Herrn Prof. Dr. Dr. Christian Kirchner für die Betreuung und Korrektur meiner Arbeit sowie Herrn Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski für die zügige Zweitkorrektur. Weiterhin möchte ich mich herzlich bei den Mitarbeitern der Grundsatzabteilung Wirtschaftsprüfung der Firma Ernst & Young in Stuttgart sowie Herrn Christian Fieber für die Zurverfügungstellung der empirischen Untersuchung der Entsprechenserklärungen und viele wertvolle Anregungen bedanken. Auch der Law School der University of Illinois at Urbana-Champaign – insbesondere Herrn Prof. Richard Painter – schulde ich Dank für die Ermöglichung eines sehr fruchtbaren Forschungsaufenthalts.

Schließlich möchte mich herzlich bei meinen Eltern sowie bei Annika bedanken, ohne deren Unterstützung die Erstellung dieser Arbeit nicht möglich gewesen wäre.

Eidesstattliche Versicherung

Hiermit erkläre ich, dass ich diese Dissertation selbständig und ohne fremde Hilfe angefertigt und keine anderen als die angegeben Quellen und Hilfsmittel benutzt habe.