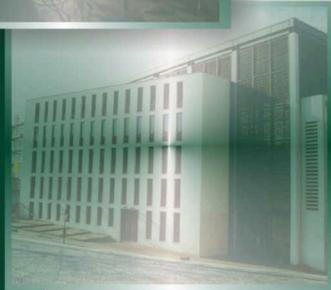




Martin-Luther-Universität
Halle-Wittenberg



Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von:
Prof. Dr. Christian Tietje
Prof. Dr. Gerhard Kraft
Prof. Dr. Rolf Sethe

Nicole Steinat
Comply or Explain -
Die Akzeptanz von Corporate Governance
Kodizes in Deutschland und Großbritannien

April 2005

Heft 39

Comply or Explain
– Die Akzeptanz von Corporate Governance
Kodizes in Deutschland und Großbritannien –

Von

Nicole Steinat

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Dipl.-Betriebsw. (FH) Nicole Steinat ist MBL-Studentin des Ergänzungsstudienganges Wirtschaftsrecht an der Juristischen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Christian Tietje/Gerhard Kraft/Rolf Sethe (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 39

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368

ISBN 3-86010-774-7

Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

www.wirtschaftsrecht.uni-halle.de

www.telc.uni-halle.de

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung	5
B. Corporate Governance in Deutschland	5
I. Entstehungsgeschichte des DCGK.....	5
II. Inhalt des Kodex.....	7
1. Bestimmungen	7
a) Gesetzeswiedergabe.....	7
b) Gesetzesauslegung.....	7
c) Empfehlungen	7
d) Anregungen	8
2. Adressaten und Aufbau des Kodex.....	8
III. Rechtsnatur	9
1. Rechtsnatur des Kodex.....	9
2. Rechtsnatur der Entsprechenserklärung.....	9
IV. Haftungsfragen.....	10
1. Außenhaftung	11
a) Deliktische Haftung nach § 823 I BGB	11
b) Deliktische Haftung nach § 823 II BGB i.V.m. Schutzgesetzen	12
c) Deliktische Haftung nach § 826 BGB.....	13
d) Vertrauenshaftung	14
e) Zwischenfazit.....	15
2. Innenhaftung	15
a) Unterlassene Erklärung.....	16
b) Wahrheitswidrige Erklärung.....	16
c) Weitere Haftungsvoraussetzungen.....	17
V. Die Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex.....	18
1. Anwendung der Vorschriften des Kodex bei DAX-Unternehmen.....	18
a) Allgemeines.....	18
b) Abweichungen von den Empfehlungen des Kodex.....	19
C. Corporate Governance in Großbritannien	21
I. Einführung	21
II. Umsetzung	21
1. Allgemeines	22
2. Abweichungen von den Code Provisions.....	23
D. Corporate Governance in Deutschland und Großbritannien.....	24
E. Aktuelle Entwicklungen im Bereich Corporate Governance	26
F. Zusammenfassung und Ausblick	27
Anhang 1: Die 30 untersuchten Unternehmen des FTSE 100 Index	29
Anhang 2: Internationaler Vergleich der Barvergütung in Relation zum Börsenwert des Unternehmens.....	30
Schrifttum	32

A. Einleitung

Die zahlreichen Unternehmenszusammenbrüche, Bilanzskandale sowie der Absturz der Indizes an den Kapitalmärkten zu Beginn des neuen Jahrtausends verstärkten die Diskussion um die Unternehmensführung und -kontrolle in Deutschland und führten schließlich vor nunmehr fast drei Jahren zur Verabschiedung des deutschen *Corporate Governance Kodex*.¹ Dieser Verhaltenskodex, der sich an börsennotierte Gesellschaften richtet, greift internationale Kritikpunkte an der deutschen Unternehmensverfassung auf und soll somit den Standort Deutschland für ausländische Investoren attraktiver machen und das Vertrauen der Anleger zurückgewinnen. Ob dies gelungen ist, soll nachfolgend untersucht werden; insbesondere ist der Frage nachzugehen, ob und in welchen Bereichen der Kodex mit seinen Anforderungen von den Unternehmen akzeptiert wird.

Nach der Erläuterung der Entstehungsgeschichte (B.I.) sowie des Inhalts des Kodex (B.II.) werden anschließend Problemstellungen in Bezug auf die Rechtsnatur (B.III.) und Haftungsfragen (B.IV.) analysiert. Im Weiteren wird die Akzeptanz des Kodex bei den DAX-Unternehmen untersucht (B.V.). Um die Akzeptanz im internationalen Rahmen einordnen zu können, folgt eine Akzeptanzstudie zum britischen *Combined Code* (C.). Im Anschluss sollen die Ergebnisse beider Länder miteinander verglichen werden (D.). Abschließend wird auch auf die aktuellen Entwicklungen zum Thema eingegangen werden (E.), bevor eine Zusammenfassung der zentralen Erkenntnisse dieser Arbeit sowie ein Ausblick folgen (F.).

B. Corporate Governance in Deutschland

I. Entstehungsgeschichte des DCGK

Corporate Governance ist ein aus dem Angelsächsischen übernommener Fachausdruck, der den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens bezeichnet.² Die Diskussion um eine transparentere, kapitalmarktorientierte und somit den Anlegerinteressen gerecht werdende Form der Unternehmensführung setzte vor ungefähr 10 Jahren auch in Deutschland ein, wobei der internationale Vergleich zeigt, dass uns andere Nationen zu diesem Zeitpunkt weit voraus waren. Der britische *Combined Code*, der französische *Vienot-Bericht*, *Corporate Governance* Grundsätze von GM oder dem kalifornischen Pensionsfond *CalPERS* existierten lange, bevor auch eine Diskussion um *Corporate Governance* Leitlinien in Deutschland einsetzte.³

Letztendlich führten die zahlreichen Fälle von Missmanagement und Unternehmenskrisen, sowie die zunehmende Globalisierung der Wirtschaft und die Liberalisie-

¹ Veröffentlicht am 26.02.2002, erhältlich im Internet unter: <<http://www.corporate-governance-code.de>> (besucht am 22.03.2005).

² *Ringleb et al*, CG-Kodex, 11.

³ *Semler*, in: Kropff/Semler (Hrsg.), MK-AktG², § 161, Rn. 7; *Ringleb et al*, CG-Kodex, 12.

rung der Kapitalmärkte⁴ auch in Deutschland zu einer Debatte um die *Corporate Governance* und zu ersten Regelwerken, die von privaten Gremien erarbeitet wurden.⁵

Im Jahre 2001 ist die Regierungskommission *Corporate Governance*⁶ unter Leitung des Frankfurter Wissenschaftlers *Prof. Theodor Baums* eingesetzt worden. Diese schlug in ihrem Abschlussbericht vor, einen einheitlichen deutschen *Corporate Governance Kodex* zu entwickeln. Daraufhin wurde im September 2001 die Kommission „Deutscher Corporate Governance Kodex“⁷ (Kodex-Kommission) einberufen, die schließlich am 26.02.2002 den Deutschen *Corporate Governance Kodex* (DCGK) vorlegte.

Dieser hat einerseits zum Ziel, den Investoren, insbesondere ausländischer Herkunft, einen Überblick über die in Deutschland geltende Unternehmensverfassung zu geben. Andererseits wurden internationale Kritikpunkte an der deutschen Unternehmensverfassung aufgegriffen, um den Standort Deutschland für Kapitalanleger attraktiver zu machen.⁸ Gerade für deutsche Unternehmen hat dies größte Aktualität, da diese im Laufe der vergangenen Jahrzehnte ihre Finanzierungsmodalitäten grundlegend geändert haben⁹ und nun vermehrt internationale Finanzmärkte in Anspruch nehmen.¹⁰ Durch die Kritik ausländischer Kapitalanleger am deutschen *Corporate Governance System*¹¹ gestaltet es sich für deutsche Unternehmen auf den internationalen Finanzmärkten allerdings erheblich schwieriger, Kapital aufzunehmen. Vor allem folgende fünf Kritikpunkte stehen zur Debatte:

- Mangelhafte Ausrichtung auf Aktionärsinteressen
- Duale Unternehmensverfassung
- Mangelnde Transparenz deutscher Unternehmensführung
- Mangelnde Unabhängigkeit deutscher Aufsichtsräte
- Eingeschränkte Unabhängigkeit des Abschlussprüfers

Die Kodex-Kommission hat diese aufgegriffen und im Deutschen *Corporate Governance Kodex* durch Bestimmungen zum Verhalten der Organe eines Unternehmens Lösungen für jene Probleme erarbeitet.

⁴ v. Werder, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 3 (5); Ringleb et al., CG-Kodex, 12.

⁵ Die Frankfurter Grundsatzkommission sowie der Berliner Initiativkreis erarbeiteten im Jahr 2000 voneinander unabhängig zwei verschiedene Regelwerke. Dazu umfassend *Berliner Initiativkreis*, German Code of Corporate Governance, Juni 2000, AG 2001, 6 ff. = DB 2000, 1573 ff., sowie *Grundsatzkommission Corporate Governance*, Corporate Governance-Grundsätze, Januar 2000, AG 2000, 106 ff. = DB 2000, 238 ff.

⁶ Die Regierungskommission Corporate Governance ist durch ein Schreiben des Bundeskanzlers vom 29.05.2000 eingesetzt worden. Ihre Vorschläge hat die Kommission in einem Bericht niedergelegt, *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance.

⁷ Die Kodex-Kommission unter Leitung des damaligen Vorstandsvorsitzenden der Thyssen-Krupp AG *Gerhard Cromme* wurde am 06.09.2001 durch die Bundesministerin der Justiz eingesetzt.

⁸ Vgl. *Cromme*, Festrede v. 18.12.2001.

⁹ v. Werder, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 3 (5).

¹⁰ Als Beispiel sei hier die Kapitalerhöhung der Lufthansa AG durch Aktienausgabe und nicht durch Aufnahme eines Kredites genannt, siehe *Genger*, Financial Times Deutschland v. 25.05.2004.

¹¹ Vgl. *Cromme*, Festrede v. 18.12.2001; *Semler*, in: Kropff/Semler (Hrsg.), MK-AktG², § 161, Rn. 7.

Adressaten des DCGK sind laut Präambel des Kodex vornehmlich börsennotierte Gesellschaften, deren Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder sowie Konzernunternehmen. Nicht börsennotierten Gesellschaften wird eine Beachtung allerdings empfohlen, insbesondere wenn sie einen Börsengang planen.

II. Inhalt des Kodex

1. Bestimmungen

Inhaltlich unterschieden werden muss zwischen vier verschiedenen Arten von Bestimmungen, welche für die Unternehmen eine unterschiedliche Relevanz haben:

a) Gesetzeswiedergabe

Diese Bestimmungen dienen zur Information über geltendes Recht. Da im deutschen Recht die gesetzlichen Regelungen zur Unternehmensführung und -kontrolle weit verstreut sind, u.a. im HGB, AktG und MitbestG, ist dies ein positiver Aspekt für ausländische Investoren und somit auch ein Beitrag zur Förderung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen an den internationalen Kapitalmärkten.¹² Die Bestimmungen über geltendes Recht gehören zur obersten Regelungsebene der *Corporate Governance*¹³ und sind von Vorstand und Aufsichtsrat stets zu befolgen, denn auch ohne den Kodex sind diese Verhaltensanforderungen verbindlich. Als einziger der oben genannten fünf Kritikpunkte¹⁴ ist die duale Unternehmensverfassung nur als Informationsaspekt in den Kodex aufgenommen. Deutsche Unternehmen sind gesetzlich verpflichtet, Unternehmensführung und -kontrolle zu trennen, daher wird dieser Kritikpunkt auch weiterhin bestehen bleiben.

b) Gesetzesauslegung

Die Kodex-Kommission hat allerdings nicht nur geltendes Recht wiedergegeben, sondern teilweise auch ausgelegt und somit ihre Rechtsmeinung dargestellt. Wenn das Unternehmen die Rechtsauffassung der Kommission teilt, kann es diesen Auslegungen folgen. Es muss dies aber nicht tun, wenn es zu bestimmten Aspekten eine andere Auffassung vertritt.

c) Empfehlungen

Der Kodex enthält Empfehlungen zum Verhalten von Vorstand und Aufsichtsrat, welche den inhaltlichen Schwerpunkt des Kodex bilden. Sie sind durch das Wort

¹² Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 6; Berg/Stöcker, WM 2002, 1569 (1570).

¹³ Hommelhoff/Schwab, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 51 (52).

¹⁴ Siehe oben S. 5

„soll“ gekennzeichnet. Viele Unternehmen befolgten bereits in der Vergangenheit solche Standards. Das Ziel des DCGK ist, dass künftig alle börsennotierten Unternehmen diese Regeln beachten und so eine „best practice“ schaffen. Allerdings sind Unternehmen nicht verpflichtet den Empfehlungen Folge zu leisten. Sie müssen aber eine Nichtbefolgung dieser durch die Abgabe der Entsprechenserklärung öffentlich bekannt machen.¹⁵

d) Anregungen

Schließlich beinhaltet der Kodex Anregungen für das Verhalten von Vorstand und Aufsichtsrat. Sie sind noch nicht als Teil einer „best practice“ angesehen, daher steht es den Unternehmen frei, diese zu übernehmen. Bei einer Nichtbefolgung muss – im Gegensatz zu den Empfehlungen – nicht öffentlich darüber berichtet werden.

2. Adressaten und Aufbau des Kodex

Der Kodex ist in die folgenden sieben Abschnitte unterteilt und an folgende Personenkreise gerichtet bzw. auf Themengebiete bezogen:

- Präambel
- Aktionäre und Hauptversammlung
- Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat
- Vorstand
- Aufsichtsrat
- Transparenz
- Rechnungslegung und Abschlussprüfung

Im Zentrum der Empfehlungen stehen Vorstand und Aufsichtsrat. Die Zusammenarbeit der beiden Gremien sowie die Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats bilden dabei den Schwerpunkt. Der Vorstand selbst ist nur in wenigen Fällen unmittelbarer Adressat. *Ulmer* betont zu Recht, dass die Empfehlungen für die Hauptversammlung und die Information der Aktionäre (Abschnitt 2 und 6) zu kurz geraten sind.¹⁶ Da gerade eine mangelhafte Ausrichtung auf Aktionärsinteressen international kritisiert wird, muss in diesem Punkt sicher nachgebessert werden.

Von der Wissenschaft wurde außerdem der Punkt der Vergütungen von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern kritisiert,¹⁷ denn im Vergleich zu den Vorgaben der Regierungskommission¹⁸ fielen die Empfehlungen im DCGK von 2002 nur abgeschwächt aus bzw. wurden nur als Anregung aufgenommen. In der dritten Fassung des Kodex,¹⁹ welche am 21.05.2003 in Kraft trat, wurden wesentliche Änderungen

¹⁵ Siehe Abschnitt III.2. unten S. 9 f.

¹⁶ *Ulmer*, ZHR 166 (2002), 149 (156).

¹⁷ *Ibid.*, 156.

¹⁸ *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 257 f.

¹⁹ Eine erste Änderung fand bereits im November 2002 statt.

zum Thema Vergütungen umgesetzt und einige der Anregungen in Empfehlungen umgewandelt.²⁰ Auch aufgrund des öffentlichen Drucks konnte das Thema Transparenz der Vergütungen nicht außer Acht gelassen werden.²¹

III. Rechtsnatur

1. Rechtsnatur des Kodex

Der DCGK eröffnet dem deutschen Aktienrecht ein neuartiges Instrument mittelbarer Regulierung für börsennotierte Gesellschaften.²² Die Bestimmungen des Kodex selbst sind nicht ins Gesetz aufgenommen, aber die somit rechtlich unverbindlichen Empfehlungen werden durch die Abgabe einer so genannten Entsprechenserklärung nach § 161 AktG, ihrer Einreichung beim Handelsregister nach § 325 HGB und durch die Ergänzung des Jahresabschlusses nach § 285 HGB gesetzlich flankiert.

Der Kodex selbst ist daher kein staatliches Recht, sondern wie in der Präambel formuliert: Eine echte „Selbstorganisation“ der Wirtschaft durch nicht-gesetzliche Verhaltenskodizes. Diese Form wird vielfach auch als „soft law“ bezeichnet.²³ Es gibt also keinen rechtlichen Zwang, den Verhaltensempfehlungen zu entsprechen.²⁴

2. Rechtsnatur der Entsprechenserklärung

Gesetzeskraft hat lediglich die von Vorstand und Aufsichtsrat abzugebende Entsprechenserklärung, welche die Unternehmen laut § 161 AktG jährlich abgeben müssen. Der Gesetzgeber hat sich hierbei am britischen Modell des „comply or explain“ orientiert,²⁵ d.h. Vorstand und Aufsichtsrat müssen erklären, ob den Empfehlungen „entsprochen wurde und wird“. Allerdings besteht für Unternehmen keine Begründungspflicht, wenn sie einer oder mehreren Empfehlungen nicht folgen. Eine bloße Angabe der nicht befolgten Regelungen ist ausreichend. Folglich argumentieren *Berg* und *Stöcker* richtig, dass es sich demnach um den Grundsatz „comply or declare/discard“ handelt. Sie geben aber auch gleichzeitig zu Bedenken, dass in der Praxis in der Regel eine schlüssige Begründung bei Abweichungen notwendig sein wird, um dem Informationsinteresse der Aktionäre zu entsprechen. Ansonsten laufen die Unternehmen Gefahr, von den Kapitalanlegern und dem Kapitalmarkt bestraft zu werden.²⁶ Unternehmen sollten indes eine ausführliche Erläuterung als Chance sehen, für

²⁰ Kodex-Abschnitte 4.2.2, 4.2.3, 4.2.4 (Vorstände), 5.4.5 und 6.6 (Aufsichtsratsmitglieder).

²¹ Siehe unten S. 18 ff. sowie S. 26 ff.

²² *Ulmer*, ZHR 166 (2002), 149 (150).

²³ *Lutter*, ZGR 2001, 224. Laut *Ulmer* ist das Instrument mittelbarer Regulierung ein „Novum des deutschen Rechts“. Allerdings ist diese Bezeichnung nicht ganz richtig, da bereits mit dem Einlagensicherungsfonds des Bundesverbands Deutscher Banken, dem Übernahmekodex und den Insiderrichtlinien sog. „soft law“ existierte. Auch auf internationaler Ebene ist die Anwendung von „soft law“ kein „Novum“.

²⁴ Von vielen wird aber ein wirtschaftlicher Zwang vermutet. Vgl. dazu *Semler*, in: Kropff/Semler (Hrsg.), MK-AktG², § 161, Rn. 28; *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1572).

²⁵ *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 8.

²⁶ *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1571).

die Anleger durch über das Mindestmaß von Informationen hinausgehende Anstrengungen attraktiv zu sein.²⁷

Die Entsprechenserklärung ist den Aktionären „dauerhaft zugänglich“ zu machen. Die meisten Unternehmen nutzen hierfür ihre Unternehmenswebseiten. Die elektronische Form ist also ausreichend, wenn auch für die Einreichung beim Handelsregister noch eine zusätzliche Schriftform notwendig ist.

Fragen wirft im Weiteren die zeitliche Reichweite der Entsprechenserklärung auf. Die etwas unglückliche Formulierung des Gesetzgebers „entsprochen wurde und wird“ führte in der Literatur zu einer kontroversen Debatte, ob sich die Entsprechenserklärung nun lediglich auf Vergangenheit und Gegenwart oder vielmehr auch auf die Zukunft bezieht. Nach Meinung von *Seibt* ist hiermit der Bezug zur Vergangenheit und zur Gegenwart zu sehen,²⁸ allerdings folgt die Mehrzahl der Autoren der Meinung, wonach sich das „wird“ auch auf die Befolgung der Empfehlungen in der Zukunft richtet.²⁹ Letzteres entspricht auch dem Sinn und Zweck der Erklärung.³⁰ Bezieht sich nämlich die Entsprechenserklärung auf Vergangenheit und Gegenwart, ist den potentiellen Investoren wenig geholfen, sie müssen der Erklärung auch Bedeutung für die Zukunft beimessen können, um ihre Anlageentscheidung zu treffen.³¹

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass der Gesetzgeber dem Kodex als unverbindlicher Regelung quasi Verbindlichkeit verleiht, indem Abweichungen offen gelegt (und begründet³²) werden müssen. Der Gesetzgeber erwartet also, dass die Informationen über die Nichtbefolgung von Verhaltensempfehlungen zu (negativen) Reaktionen führen und die Abgabe der Erklärung gewichtige wirtschaftliche Folgen haben wird.³³

Rechtliche Folgen für Vorstand und Aufsichtsrat könnte indes auch eine nicht abgegebene Erklärung sowie eine falsche Entsprechenserklärung haben. Diese Problematik wird seit Einführung des Kodex äußerst kontrovers diskutiert.³⁴ Im folgenden Abschnitt soll daher näher auf die möglichen Haftungsrisiken eingegangen werden.

IV. Haftungsfragen

Aufgrund der Tatsache, dass sich zahlreiche Vorschriften des DCGK sowie die gesetzliche Regelung des § 161 AktG an Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft richten, stellt sich auch die Frage, inwieweit Vorstand und Aufsichtsrat bzw. deren Mitglieder haften, wenn sie gegen diese Bestimmungen verstoßen. Hierbei sind zwei wesentliche Haftungsverhältnisse zu unterscheiden: die Haftung gegenüber Dritten,

²⁷ *Schiessl*, AG 2002, 593 (594).

²⁸ *Seibt*, AG 2002, 249 (251).

²⁹ *Semler*, in: Kropff/Semler (Hrsg.), MK-AktG², § 161, Rn. 51.

³⁰ Begründung des Regierungsentwurfs zum TransPuG, BT-Drucks 14/8769.

³¹ *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1573).

³² Im Kodex selbst wird die Erläuterung von Abweichungen erwartet, Kodexabschnitt 3.10.

³³ *Seibt*, AG 2002, 249 (252).

³⁴ Die Ansichten zur Haftung der Organe gehen weit auseinander, sie reichen von der Vermutung, dass Haftungsrisiken auszuschließen seien (*Baums*, Börsen-Zeitung v. 23.02.2002) bis zur Warnung vor extremen Risiken (*Lutter*, Börsen-Zeitung v. 22.02.2002). Vgl. auch *Ettlinger/Grützediek*, AG 2003, 353 f.

insbesondere den Aktionären (Außenhaftung), sowie die Haftung gegenüber der Gesellschaft (Innenhaftung).

1. Außenhaftung

In Bezug auf die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat gegenüber Dritten (Stakeholdern), insbesondere gegenüber den Aktionären als Kapitalanlegern, kann es einerseits zu einem Schadensersatzanspruch der Anleger kommen, wenn die Entsprechenserklärung nicht abgegeben wird. In diesem Fall können Kapitalanleger, die bereits Aktien des Unternehmens besitzen, geschädigt worden sein, wenn die Pflichtverletzung von Vorstand und Aufsichtsrat an die Öffentlichkeit dringt und der Aktienkurs daraufhin tatsächlich sinkt.³⁵ Fraglich bleibt hier aber, inwieweit der Kursverlust der Nichtabgabe einer Entsprechenserklärung zuzurechnen ist. Denn zahlreiche andere Faktoren sind bei der Kursentwicklung zu berücksichtigen und spielen eine gewichtigere Rolle. Ob daher überhaupt ein Schaden durch die Nichtabgabe entsteht, ist zu bezweifeln.

Im Fall der wahrheitswidrigen Erklärung zur Einhaltung der Empfehlungen kommt ein Schadensersatzanspruch aller gegenwärtigen und potentiellen Aktionäre in Betracht. Die Anleger können einen Schaden erlitten haben, wenn sie aufgrund der Falschinformation Aktien gehalten bzw. gekauft haben.³⁶ Besteht neben dem Anspruch der Aktionäre auch ein Anspruch der Gesellschaft, konkurrieren also die Ansprüche gegenüber Organmitgliedern, liegt ein so genannter Reflex- oder Doppelschaden vor. Der Schadensersatzanspruch der Aktionäre ist in diesem Fall ausgeschlossen.³⁷

Als Anspruchsgrundlagen kommen hier zum einen deliktsrechtliche Normen in Betracht, zum anderen die Grundsätze der Vertrauenshaftung, wenn die Organe einen besonderen Vertrauenstatbestand gesetzt haben.³⁸

a) Deliktische Haftung nach § 823 I BGB

Voraussetzung für eine Haftung nach § 823 I BGB ist die vorsätzliche oder fahrlässige Verletzung eines sonstigen Rechts. Die Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft wird von der herrschenden Meinung als sonstiges Recht im Sinne des § 823 I BGB anerkannt.³⁹ Der Schutzbereich der Norm erstreckt sich dabei auch auf ein pflichtwidriges Verhalten der Organe gegenüber den einzelnen Mitgliedern.⁴⁰ Die Mitgliedschaft ist aber nur bei Eingriffen in ihren rechtlichen Bestand geschützt, sodass ein Vermögensschutz im Rahmen des § 823 I BGB nicht gewährt wird. Ebenso wenig haben die Aktionäre durch § 823 I BGB ein Recht auf rechtmäßiges Verhalten der Organmitglieder. Der Inhalt des Mitgliedschaftsrechts des Aktionärs wird daher nicht von einer

³⁵ *Seibt*, AG 2002, 249 (255).

³⁶ *Kiethe*, NZG 2003, 559 (565); *Seibt*, AG 2002, 249 (255).

³⁷ *Hopt*, in: *Hopt/Wiedemann*, (Hrsg.), Großkommentar zum Aktiengesetz, § 93, Rn. 484.

³⁸ *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1578); *Kiethe*, NZG 2003, 559 (565); *Seibt*, AG 2002, 249 (255).

³⁹ Vgl. nur *Hopt*, in: *Hopt/Wiedemann* (Hrsg.), Großkommentar zum Aktiengesetz, § 93, Rn. 470.

⁴⁰ BGHZ 110, 323, (333 f.) = BGH NJW 1990, 2877 (2878) – *Schärenkreuzer-Urteil*.

falschen Entsprechenserklärung und einem daraus resultierenden möglichen Kursrückgang betroffen. Aufgrund dessen ist ein Anspruch nach § 823 I BGB gegen Organe ausgeschlossen.⁴¹

b) Deliktische Haftung nach § 823 II BGB i.V.m. Schutzgesetzen

Von entscheidender Bedeutung für die Haftungsfrage nach § 823 II BGB ist, ob es sich bei der verletzten Norm um ein Schutzgesetz im Sinne des § 823 II BGB handelt. Schutzgesetze sind Rechtsnormen, die den Schutz eines anderen bezwecken und damit auch den Schutz von Individualinteressen einschließen.⁴² Folgende Normen bzw. Regelungen kommen als mögliche Schutzgesetze in Frage:

- Empfehlungen des DCGK
- § 161 AktG
- § 400 AktG

Die Empfehlungen und Anregungen wurden von einem privaten Gremium erstellt. Ihnen fehlt es daher an der Normqualität im Sinne des Art. 2 EGBGB und damit an der Verbindlichkeit. Schutzgesetze zeichnen sich aber gerade durch ihre Verbindlichkeit aus und kommen daher nur für diejenigen Teile des Kodex in Betracht, die über geltendes Recht informieren. Sie haben jedoch nur wiederholenden Charakter. Der eigentliche Verstoß liegt in der Verletzung der im Kodex beschriebenen Vorschrift des Aktiengesetzes. Insoweit hat der Kodex keine neuen Schutzgesetze geschaffen.⁴³

Als Schutzgesetz im Sinne des § 823 II BGB kommt weiterhin die Vorschrift des § 161 AktG selbst in Betracht. Hier stellt sich aber die Frage, ob § 161 AktG nur den Markt oder auch einzelne Anleger schützen will. Der Schutz Einzelner ist laut *Berg* und *Stöcker* vorhanden, wenn durch die Information über die *Corporate Governance* des Unternehmens – über die es durch § 161 AktG zu informieren gilt – Anlageentscheidungen getroffen werden.⁴⁴

Im Gegensatz zum § 823 I BGB können Schutzgesetze im Sinne des § 823 II BGB auch auf den Schutz des Vermögens der Anleger abzielen. Bei der Schaffung des § 161 AktG zielte der Gesetzgeber jedoch nicht auf eine Vermögenssicherung, sondern auf eine Stärkung des inländischen Kapitalmarktes ab.⁴⁵ In der Literatur wurde daher treffend festgestellt, dass die Anleger somit nicht vom Schutzzweck des § 161 AktG erfasst sind.⁴⁶ Im Ergebnis ist so also der § 161 AktG als Schutzgesetz im Sinne des § 823 II BGB auszuschließen.

⁴¹ Vgl. *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1578); *Kieth*, NZG 2003, 559 (565).

⁴² *Wagner*, in: *Rebmann/Säcker/Rixecker* (Hrsg.), MK-BGB⁴, § 823, Rn. 340.

⁴³ *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1578 f.); *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (358 f.).

⁴⁴ *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1579).

⁴⁵ *Seibt*, AG 2002, 249 (256).

⁴⁶ *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (359); *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1579).

Demgegenüber ist § 400 AktG eindeutig als Schutzgesetz gegenüber Aktionären und anderen Dritten einzuordnen.⁴⁷ Vorstand und Aufsichtsrat machen sich gemäß § 400 AktG strafbar, wenn sie vorsätzlich die Verhältnisse der Gesellschaft in Darstellungen über den Vermögensstand während der Hauptversammlung unrichtig wiedergeben oder verschleiern. Zu den Verhältnissen der Gesellschaft gehören neben den wirtschaftlichen auch politische und soziale Umstände.⁴⁸ Inwieweit eine Gesellschaft den Kodex einhält, fällt hier also auch unter den Tatbestand des § 400 I Nr. 1 AktG. Da sich die Entsprechenserklärung nicht auf den Vermögensstand der Gesellschaft bezieht, kommt nach herrschender Meinung nur ein Verstoß gegen § 400 I Nr. 1 AktG in Frage. Voraussetzung dafür ist, dass vorsätzlich⁴⁹ falsche Angaben von Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern in Vorträgen oder Auskünften während der Hauptversammlung gemacht werden, die zu einem Anspruch gemäß § 823 II BGB führen.⁵⁰

Weil die Haftung des § 400 AktG subsidiär zu derjenigen nach § 331 Nr. 1 HGB ist, darf der Verstoß nicht schon von § 331 Nr. 1 HGB, der sich auf falsche Darstellungen im Konzernanhang bezieht, umfasst sein. Da die Entsprechenserklärung nicht im Konzernanhang wiederholt werden muss, sondern nur eine Auskunft erteilt werden soll, ob die Erklärung abgegeben wurde und den Aktionären dauerhaft zugänglich gemacht wurde, kommt ein Verstoß gemäß § 331 Nr. 1 HGB nicht in Frage.⁵¹ In der Literatur werden die nach § 331 Nr. 1 HGB erforderlichen fehlenden oder falschen Angaben im Anhang auch nicht als Verhältnisse der Gesellschaft angesehen, da hier der Begriff der Verhältnisse enger gefasst wird als beim § 400 AktG und sich nur auf die wirtschaftliche Situation der Gesellschaft beziehen.⁵² Von daher ist die Angabe der Entsprechenserklärung wegen fehlender wirtschaftlicher Relevanz von dieser Norm von vornherein nicht mit umfasst.

Schließlich kommen Normen aus dem Strafgesetzbuch als Schutzgesetze im Sinne des § 823 II BGB in Frage. Zu nennen sind hier § 263 I StGB, § 266 StGB und § 264a I StGB, deren Tatbestandsmerkmale aber nur schwer auf eine wahrheitswidrige Entsprechenserklärung anzuwenden und somit in der Regel auszuschließen sind. Auf nähere Ausführungen soll an dieser Stelle verzichtet werden.⁵³

c) *Deliktische Haftung nach § 826 BGB*

Als weitere mögliche Anspruchsgrundlage für die Aktionäre kommt der § 826 BGB in Betracht. Diese Norm wird aber nur in sehr wenigen Ausnahmefällen einschlägig sein, da die sehr eng gefassten Tatbestandsvoraussetzungen kaum eintreten

⁴⁷ Hopt, in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), Großkommentar zum Aktiengesetz, § 93, Rn. 479.

⁴⁸ Berg/Stöcker, WM 2002, 1569 (1579); Kieth, NZG 2003, 559 (566).

⁴⁹ Der geschädigte Anleger hat hier den Beweis zu erbringen, dass Vorstand oder Aufsichtsrat vorsätzlich gehandelt haben. Außerdem ist ein kausaler Zusammenhang zwischen dem Verstoß gegen § 400 I Nr. 1 AktG und dem Schaden des Anlegers nachzuweisen. Vgl. Abram, ZBB 2003, 41 (47).

⁵⁰ Seibt, AG 2002, 249 (256); Berg/Stöcker, WM 2002, 1569 (1579).

⁵¹ Berg/Stöcker, WM 2002, 1569 (1579).

⁵² Ettlinger/Grützediek, AG 2003, 353 (359 f.).

⁵³ Stattdessen Kieth, NZG 2003, 559 (566); Seibt, AG 2002, 249 (256).

werden. Neben dem Nachweis des sittenwidrigen Handelns und dem Schädigungsvorsatz des Organmitglieds wird sich auch der Nachweis der Kausalität schwierig gestalten.⁵⁴ Allerdings ist § 826 BGB als Anspruchsgrundlage auch nicht gänzlich auszuschließen. So hat der BGH in seinen Urteilen vom 19.07.2004 in drei Schadensersatzverfahren gegen ehemalige Vorstände der Infomatec AG entschieden, dass Vorstände, die bewusst falsche *ad-hoc*-Mitteilungen nach § 15 WpHG herausgeben, grundsätzlich nach § 826 BGB persönlich haften.⁵⁵ Als sittenwidrig im Sinne des § 826 BGB beurteilten die Richter hier die wissentliche Herausgabe falscher *ad-hoc*-Meldungen. Auch die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen des Schädigungsvorsatzes, des ersatzfähigen Schadens sowie der Kausalität sahen die Richter erfüllt und gaben somit den Klagen statt.

d) Vertrauenshaftung

In der Literatur wurden in Bezug auf die Vertrauenshaftung gegenüber den Aktionären verschiedene Ansätze diskutiert. Hierzu zählen die Haftung nach den Grundsätzen der *culpa in contrahendo* (c.i.c.) und die zivilrechtliche sowie die kapitalmarktrechtliche Prospekthaftung, wobei hier einfaches fahrlässiges Handeln ausreicht.⁵⁶

Voraussetzung für eine Haftung nach der c.i.c. ist das Bestehen eines Schuldverhältnisses durch Vertragsanbahnung oder Aufnahme von Vertragsverhandlungen (§ 311 II BGB). Auch die Emission von Aktien fällt hierunter, jedoch treten die (Neu-) Aktionäre nicht mit Organmitgliedern in rechtsgeschäftlichen Kontakt, sondern mit der Gesellschaft an sich.⁵⁷ Allerdings besteht die Möglichkeit der Sachwalterhaftung gemäß § 311 III BGB, die aber die Inanspruchnahme von besonderem persönlichen Vertrauen oder ein besonderes eigenes wirtschaftliches Interesse voraussetzt. Mit der Abgabe der Entsprechenserklärung verfolgt ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied nach Meinung von *Berg* und *Stöcker* aber noch kein besonderes wirtschaftliches Interesse. Ebenso ist der Entsprechenserklärung kein Werben um besonderes persönliches Vertrauen beizumessen, sodass im Ergebnis hier eine Sachwalterhaftung auszuschließen ist.⁵⁸

Eine Ausdehnung der zivilrechtlichen Prospekthaftung auf eine falsche Entsprechenserklärung wird in der Literatur mehrheitlich abgelehnt,⁵⁹ da die Erklärung an sich nicht als Werbeprospekt im Sinne der Prospekthaftung angesehen werden kann und nicht unmittelbar darauf gerichtet ist, Anleger zu gewinnen.⁶⁰

⁵⁴ *Seibt*, AG 2002, 249 (256); *Kiethe*, NZG 2003, 559 (566); *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (360).

⁵⁵ BGH NJW 2004, 2668 ff. = WM 2004, 1726 ff. – *Infomatec*-Urteil.

⁵⁶ *Seibt*, AG 2002, 249 (256).

⁵⁷ *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (357).

⁵⁸ *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1580); ebenso *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (357); *Abram*, ZBB 2003, 41 (43).

⁵⁹ *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1580 f.); *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (357); *Schüppen*, ZIP 2002, 1269 (1273); a.A. *Ulmer*, ZHR 166 (2002), 150 (169). Ersatzansprüche gegenüber Organmitgliedern bei Vermögensschäden aufgrund von Falschinformation lassen sich laut *Ulmer* durchaus aus der zivilrechtlichen Prospekthaftung ableiten.

⁶⁰ *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569 (1580 f.); *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (357).

In Zusammenhang mit der Vertrauenshaftung wird als weitere Anspruchsgrundlage die kapitalmarktrechtliche Prospekthaftung diskutiert, welche auf eine Haftung für falsche oder unvollständige Börsenprospekte oder Unternehmensberichte abzielt und in den Vorschriften der §§ 43 ff. BörsG geregelt ist. Diese Normen sind allerdings nicht anwendbar, wenn die Entsprechenserklärung nur auf der Unternehmenswebsite oder im Geschäftsbericht veröffentlicht wird und nicht in einem Prospekt gemäß §§ 43 ff. BörsG.⁶¹

Möglich wäre außerdem eine Inanspruchnahme gemäß §§ 37b, 37c WpHG, „wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung kursbeeinflussender Tatsachen“ bzw. „wegen Veröffentlichung unwahrer Tatsachen in einer Mitteilung über kursbeeinflussende Tatsachen“. Gemäß § 15 WpHG müssen Unternehmen Insiderinformationen, die das Unternehmen unmittelbar betreffen, d.h. in ihrem Tätigkeitsbereich eintreten, unverzüglich bekannt geben. Insiderinformationen sind laut § 13 WpHG nicht öffentlich bekannte Informationen, die im Falle der Veröffentlichung den Börsen- oder Marktpreis erheblich beeinflussen können. Fraglich ist hier aber, ob die Erklärung zur *Corporate Governance* des Unternehmens überhaupt eine Insiderinformation darstellt. Der Gesetzgeber stellt hier in erster Linie auf Informationen über Wertpapieraufträge anderer Personen ab (§ 13 I S. 4 Nr. 1 und 2 WpHG). Außerdem muss diese Information kurserheblich sein. Ob die Erklärung zur *Corporate Governance* jedoch geeignet ist, den Börsenpreis zu beeinflussen, ist zu bezweifeln. Im Ergebnis wird daher regelmäßig eine *ad-hoc*-Publizitätspflicht gemäß § 15 WpHG und somit ein daran geknüpfter Anspruch aus §§ 37b, 37c WpHG abzulehnen sein.

e) *Zwischenfazit*

Schadensersatzansprüche der Aktionäre gegen die Organe werden nur in wenigen Fällen durchsetzbar sein. Zum einen darf der Anspruch der Aktionäre nicht mit einem Anspruch der Gesellschaft konkurrieren, zum anderen sind die Tatbestandsvoraussetzungen in Bezug auf eine deliktische Haftung sehr eng gefasst. Jedoch zeigt das *Infomatec*-Urteil⁶², dass ein Anspruch nicht generell ausgeschlossen ist. Außerdem haften Vorstand und Aufsichtsrat auch für eine falsche Entsprechenserklärung, die in Wertpapier- oder Börsenverkaufsprospekten veröffentlicht wird.

2. *Innenhaftung*

Im Innenverhältnis haften Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder gegenüber der Gesellschaft. Die zentrale Anspruchsgrundlage für eine mögliche Haftung von Organmitgliedern ist § 93 II AktG bzw. für eine mögliche Haftung von Aufsichtsratsmitgliedern § 116 AktG. Voraussetzung einer Haftung ist eine Pflichtverletzung. Im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung (§ 161 AktG) sind zwei Pflichtverletzungen denkbar, nämlich eine unterlassene Erklärung (a) oder eine nicht wahrheitsgemäße (b) Erklärung.

⁶¹ Berg/Stöcker, WM 2002, 1569 (1581 f.).

⁶² Siehe S. 14 Fn. 55.

a) *Unterlassene Erklärung*

Börsennotierte Unternehmen sind nach § 161 AktG zu einer jährlichen, d.h. kalenderjährlichen, Abgabe der Entsprechenserklärung verpflichtet. Somit liegt bei Nichtabgabe der Erklärung eindeutig ein Gesetzesverstoß vor. Ab wann von einer fehlenden Erklärung auszugehen ist, ist noch nicht abschließend geklärt.⁶³ Fraglich ist hier, ob eine Entsprechenserklärung als nicht abgegeben gilt, wenn sie keine Aussagen über die zukünftige Befolgung enthält.⁶⁴

Die Konsequenz einer fehlenden Erklärung ist in jedem Fall ein eingeschränkter Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers (§ 285 Nr.16 HGB i.V.m. § 322 IV HGB), der formal die Abgabe der Erklärung überprüft.⁶⁵ Der Gesetzesverstoß gegen § 161 AktG ist – wie oben bereits angesprochen – eine Verletzung der Sorgfaltspflichten eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführers im Sinne der §§ 93 I S.1 sowie 116 AktG.⁶⁶ In der Praxis wird der Fall der unterlassenen Erklärung jedoch selten eintreten, da ein Imageverlust für die Gesellschaft bei einer Nichtabgabe der Erklärung vorhersehbar ist.

b) *Wahrheitswidrige Erklärung*

Weiterhin ist unklar, ob eine Pflichtverletzung nach § 93 II AktG vorliegt, wenn die Erklärung unzutreffende Angaben enthält. Denkbar sind hier sowohl vergangenheitsbezogene als auch zukunftsbezogene unrichtige Erklärungen.⁶⁷

In Bezug auf den vergangenheitsbezogenen Teil ist eindeutig zu bejahen, dass Vorstand und Aufsichtsrat zu einer wahrheitsgemäßen Erklärung verpflichtet sind. Auch wenn nicht explizit richtige Angaben erwähnt sind, so kann doch davon ausgegangen werden, dass dies dem Sinn der Norm sowie dem Kodex entspricht. Denn Anlegervertrauen wird sicher nicht durch falsche Entsprechenserklärungen gestärkt.⁶⁸

Bei der zukunftsbezogenen Erklärung handelt es sich im Gegensatz zur vergangenheitsbezogenen um eine bloße Absichtserklärung. Entschließen sich Vorstand und Aufsichtsrat nun, die *Corporate Governance* der Gesellschaft beispielsweise an veränderte Rahmenbedingungen anzupassen, stellt sich die Frage, ob hier ein Gesetzesverstoß vorliegt, da sie nicht ihrer abgegebenen Erklärung entsprechen. *Lutter* verneint dies mit der Begründung, dass § 161 AktG allein die Pflicht zur wahrheitskonformen Erklärung und nicht auch „zum ganzjährigen erklärungskonformen Verhalten“ zu entnehmen ist. Eine „gegenteilige Auslegung würde die Wortlautgrenze des § 161 AktG überschreiten“⁶⁹. Das heißt, Unternehmen sind nicht bis zum nächsten Kalen-

⁶³ *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (354).

⁶⁴ Siehe unten S. 9 f., vgl. außerdem *Ettinger/Grützediek*, AG 2003, 353 (354).

⁶⁵ Nur die Abgabe der Entsprechenserklärung ist Bestandteil der Prüfung, nicht der Inhalt. Allerdings kann der Abschlussprüfer über etwaige Differenzen den Aufsichtsrat in seinem Abschlussbericht informieren.

⁶⁶ *Ulmer*, ZHR 166 (2002), 150 (165); *Schüppen*, ZIP 2002, 1269 (1272).

⁶⁷ *Lutter*, ZHR 166 (2002), 523 (531).

⁶⁸ *Ulmer*, ZHR 166 (2002), 150 (165).

⁶⁹ *Lutter*, ZHR 166 (2002), 523 (533).

derjahr und somit der nächsten Entsprechenserklärung gebunden, sie können auch unterjährig ihre Meinung ändern.

In der Literatur wird allerdings die Frage nach der Aktualisierungspflicht bei unterjähriger Änderung mit großem Interesse diskutiert.⁷⁰ Da nach § 161 S. 2 AktG die Erklärung den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen ist, kann davon ausgegangen werden, dass hier auch auf eine dauerhaft richtige Darstellung abgezielt wird.⁷¹ Dies entspricht auch dem Wunsch des Gesetzgebers nach mehr Transparenz sowie der Rückgewinnung des Vertrauens der Anleger.

Zusammenfassend lässt sich also feststellen, dass eine Pflichtverletzung im Sinne des § 93 II S. 1 AktG vorliegt, wenn gegen die Pflicht zur Erklärung aus § 161 AktG verstoßen wird, d.h. wenn die Entsprechenserklärung überhaupt nicht bzw. nicht wahrheitsgemäß abgegeben wird. Dagegen liegt keine Pflichtverletzung vor, wenn sich Vorstand und Aufsichtsrat im Laufe eines Jahres nicht erklärungskonform verhalten, dies aber durch eine zusätzliche Erklärung offen legen.

c) Weitere Haftungsvoraussetzungen

Neben der Pflichtverletzung als einer Voraussetzung für einen möglichen Anspruch gemäß § 93 II AktG (ggf. § 116 AktG) ist des Weiteren der Nachweis eines durch die Pflichtverletzung kausal verursachten Schadens notwendig. Dies könnte sich allerdings schwierig gestalten, da es sich bei dem Schaden um „eine in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Kurseinbruch einhergehende Vermögensbeeinträchtigung zu Lasten der Gesellschaft“⁷² handeln muss. Im Fall der nicht wahrheitsgemäßen Erklärung kann der Schaden der Gesellschaft daraus resultieren, dass sich diese gegenüber den Anlegern schadensersatzpflichtig gemacht hat. Denn diese haben im Vertrauen auf eine den Tatsachen entsprechende Erklärung Aktien gekauft oder gehalten.⁷³

Vorstand und Aufsichtsrat müssen außerdem schuldhaft gehandelt haben, wobei Fahrlässigkeit ausreicht, um von der Gesellschaft in Anspruch genommen zu werden.⁷⁴ Die Beweislast trifft hier gemäß § 93 II S. 2 AktG die Vorstandsmitglieder. Diese müssen sich entlasten und daher beweisen, dass sie die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsleiters erfüllt haben oder dass der Schaden auch bei Anwendung dieser Sorgfalt entstanden wäre. Diese Regelung erklärt sich in erster Linie durch die Beweisnähe der Vorstandsmitglieder bzw. durch die allgemeingültige Regel, dass der Vertragspartner im Zweifel die ordnungsgemäße Erfüllung seiner Pflichten nachzuweisen hat.⁷⁵

⁷⁰ *Ulmer*, ZHR 166 (2002), 150 (165); *Lutter*, ZHR 166 (2002), 523 (534); *Schüppen*, ZIP 2002, 1269 (1273).

⁷¹ *Ettinger/Grützdiel*, AG 2003, 353 (354); ebenso *Lutter*, ZHR 166 (2002), 523 (534); a.A. *Schüppen*, ZIP 2002, 1269 (1273).

⁷² *Seibt*, AG 2002, 249 (255).

⁷³ Siehe dazu auch oben S. 11 ff.

⁷⁴ *Wiesner*, in: Hoffmann-Becking (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts – AG, § 26, Rn. 5.

⁷⁵ *Mertens*, in: Zöllner (Hrsg.), Kölner Kommentar z. AktG², § 93, Rn. 100.

V. Die Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex

Im folgenden Abschnitt soll der Frage nachgegangen werden, inwieweit die 30 Unternehmen, die im deutschen Aktienindex DAX gelistet sind, die Empfehlungen des Kodex umsetzen und ob die Anwendung der Vorschriften in direktem Zusammenhang mit dem Erfolg eines Unternehmens steht. Außerdem wird auf die aktuellen Entwicklungen zum Thema Unternehmensführung und -kontrolle eingegangen.

1. Anwendung der Vorschriften des Kodex bei DAX-Unternehmen

Der § 161 AktG verlangt von den börsennotierten Gesellschaften die Abgabe der Entsprechenserklärung, in der dargestellt werden soll, ob den Empfehlungen des DCGK entsprochen wurde und wird. Außerdem ist diese Erklärung den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen. Im Zeitalter des *World Wide Web* wird diese Vorschrift von allen Unternehmen durch Veröffentlichung im Internet erfüllt. Die folgende Analyse, die sich auf die Unternehmen bezieht, die im DAX gelistet sind, ist vor diesem Hintergrund nicht schwierig durchzuführen.

a) Allgemeines

Von den 30 untersuchten Unternehmen gaben alle dem § 161 AktG entsprechend eine Erklärung zur Befolgung der Empfehlungen des Kodex ab.⁷⁶ Diese war in allen Fällen auf der jeweiligen Unternehmenswebsite abrufbar. Laut der abgegebenen Entsprechenserklärung entsprechen sechs Unternehmen den Empfehlungen in vollem Umfang, 24 Unternehmen weichen von mindestens einer Empfehlung des Kodex ab (Abb. 1).

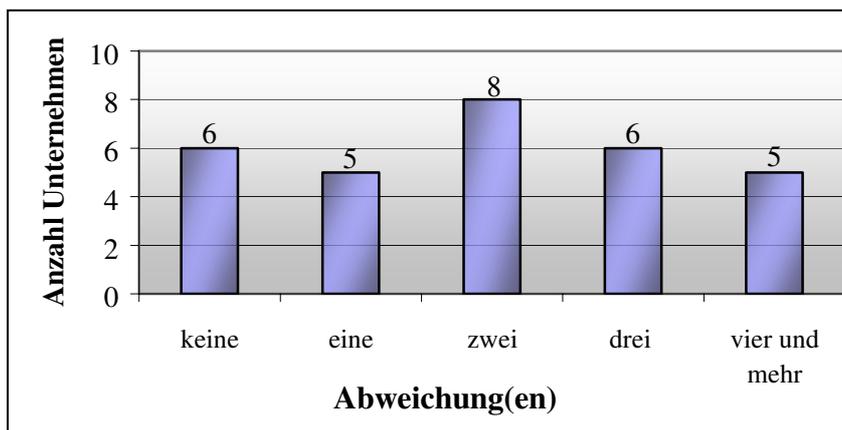


Abb. 1: 24 Unternehmen weichen von mindestens einer Empfehlung ab

Zu den sechs Unternehmen, die alle Empfehlungen umgesetzt haben, gehören die Thyssen-Krupp AG, die Metro AG, die Altana AG, die Deutsche Post AG, die RWE AG und die Deutsche Börse AG. Darüber hinaus hat die Deutsche Börse AG als ein-

⁷⁶ Unter Bezugnahme auf die Entsprechungserklärungen Stand September 2004.

zige Gesellschaft ihre Entsprechenserklärung weiter gefasst, als vom Gesetzgeber verlangt wird. Gemäß § 161 AktG wird nur eine Erklärung in Bezug auf die Befolgung der Empfehlungen und nicht auch der Anregungen verlangt. Jedoch gibt die Deutsche Börse AG an, dass auch den Anregungen des DCGK „entsprochen wurde und wird“⁷⁷.

Zieht man zusätzlich die Ergebnisse einer Akzeptanzstudie der Technischen Universität Berlin⁷⁸ heran, lässt sich feststellen, dass noch vor einem Jahr der Anteil der umgesetzten Empfehlungen des DCGK deutlich höher lag. Dies liegt hauptsächlich daran, dass im Jahr 2004 die Entsprechenserklärung bereits in Bezug auf die überarbeitete Version des DCGK vom Mai 2003 abzugeben war. Zehn der 72 Empfehlungen des Kodex wurden damals neu gefasst. Diese Verschärfungen scheinen von den Unternehmen nicht befolgt zu werden.

b) Abweichungen von den Empfehlungen des Kodex

Insgesamt wurden 64 Abweichungen von den Kodex-Empfehlungen festgestellt. Dadurch ergibt sich ein Durchschnitt von 2,1 Abweichungen je Unternehmen.⁷⁹ Am häufigsten, nämlich in 20 Fällen, wurde der Empfehlung einer individualisierten Veröffentlichung der Vergütung von Vorstandsmitgliedern nicht entsprochen (Ziffer 4.2.4 S. 2 des Kodex).⁸⁰ Diese Bestimmung ist mit der Fassung vom 21.05.2003 von einer Anregung in eine Empfehlung umgewandelt worden. Nur wenige Unternehmen veröffentlichten vorher die Bezüge von Vorstandsmitgliedern, was sich durch die Neufassung nach Ansicht der Justizministerin nun ändern soll.⁸¹ Doch da es den Empfehlungen des Kodex an der Verbindlichkeit mangelt, nutzt die Mehrzahl der Unternehmen nun die Möglichkeit, im Rahmen der Entsprechenserklärung eine Abweichung von dieser Bestimmung mitzuteilen. Von einem faktischen Zwang den Empfehlungen folgen zu müssen,⁸² kann in diesem Punkt also keine Rede sein.⁸³

Unternehmen, die von dieser Empfehlung abweichen, nennen als Grund häufig, dass „dem Bedürfnis des Aktionärs nach Transparenz in ausreichendem Maße Genüge getan“ ist und sie die Privatsphäre der Vorstandsmitglieder schützen wollen.⁸⁴ Vertreter von Kleinaktionären und Fondsgesellschaften sowie auch Politiker sehen das anders. In Zeiten sinkender Aktienkurse und trotzdem steigender Managergehälter fordern sie mehr Transparenz und feste Regeln für fixe und variable Bestandteile der Vergütung.⁸⁵ Doch gerade in wirtschaftlich schlechten Jahren mit hoher Arbeitslosigkeit

⁷⁷ Laut Ziffer 3.10 ist die Stellungnahme zur Befolgung der Anregungen keine Pflicht, sondern lediglich eine Empfehlung („sollte“).

⁷⁸ Siehe *v. Werder/Talaulicar/Kolat*, DB 2004, 1377 (1378). Nach der Revision des DCGK werden nur noch 80% statt vorher 87% der Empfehlungen des DCGK befolgt.

⁷⁹ Ähnliche Ergebnisse finden sich bei *Nowak/Rott/Mahr*, WPg 2004, 998 ff.

⁸⁰ Lediglich die Deutsche Telekom AG und die Deutsche Bank AG erklären hierzu keine Abweichung.

⁸¹ Vgl. *Ehren*, Financial Times Deutschland v. 17.05.2003.

⁸² So etwa *Semler*, in: Kropff/Semler (Hrsg.), MK-AktG², § 161, Rn. 28.

⁸³ Vgl. oben S. 9 Fn. 26 sowie *Seibt*, Financial Times Deutschland v. 05.09.2003.

⁸⁴ Vgl. z.B. SAP AG, Entsprechenserklärung.

⁸⁵ *Zeise*, Financial Times Deutschland v. 21.05.2003; *Ehren*, Financial Times Deutschland v. 17.05.2003; *Kramer*, Financial Times Deutschland v. 27.05.2004.

keit und Lohnverzicht sind diese Gehälter in den Augen vieler nicht tragbar. Von der Mehrzahl der Unternehmen werden sie nicht veröffentlicht, da die Befürchtung eines Imageschadens, Neid etc. besteht. Als Argument für hohe Gehälter wird von deutschen Vorständen gern der Vergleich zu den Bezügen ihrer amerikanischen oder britischen Kollegen gesucht, die in der Summe deutlich höher seien. Allerdings sollten nicht allein die Gehälter verglichen werden. Vielmehr sollte die Vergütung am Unternehmenserfolg orientiert sein. Daher ist ein Vergleich der Vergütung in Relation zum Unternehmenswert interessant, wie er im Rahmen einer Studie der Wirtschaftswoche durchgeführt wurde.⁸⁶ Hier zeigt sich dann plötzlich, dass die Bezüge deutscher Vorstände im Vergleich zu denen ihrer britischen und amerikanischen Kollegen deutlich überdimensioniert sind (siehe Anhang 2).

Weitere Abweichungen zu den Empfehlungen des Kodex gibt es in Bezug auf die individualisierte Veröffentlichung der Vergütungen von Aufsichtsratsmitgliedern (Ziffer 5.4.5. III S. 1); 11 Unternehmen veröffentlichen dies nicht.⁸⁷

Im Übrigen weichen einzelne Unternehmen von anderen Empfehlungen des Kodex ab, z.B. wird bei SAP, der Deutschen Bank sowie der Bayrischen Hypo- und Vereinsbank kein Selbstbehalt bei D&O Versicherungen vorgesehen (Ziffer 3.8). Nach Ansicht der Deutschen Bank ist ein Selbstbehalt im internationalen Vergleich unüblich. Ferner wurden die Geschäftsberichte der Deutschen Telekom AG und der Continental AG nicht binnen 90 Tagen – wie vom Kodex empfohlen – veröffentlicht (Ziffer 7.1.2 S. 2).

Kodex-Abweichungen	absolute Anzahl der Abweichungen	relativer Anteil
4.2.4. S2 Individualisierte Veröff. der Vergütung des Vorstandes	20	31,3 %
5.4.5. A3 Individualisierte Veröff. der Vergütungen des AR	11	17,2 %
3.8 A2 Selbstbehalt bei D&O Versicherungen	8	12,5 %

Tab. 1 Die häufigsten Abweichungen von den Kodex-Empfehlungen⁸⁸

Dieser kurze Überblick macht deutlich, dass der Druck des Kapitalmarktes (entgegen den Erwartungen) nicht zu einem faktischen bzw. wirtschaftlichen Zwang zur Befolgung der Empfehlungen führt.⁸⁹ Gerade wenn es um heikle Themen wie die oben aufgeführte individualisierte Veröffentlichung von Gehältern geht, ließen sich die Unternehmen bis jetzt nicht diesem Zwang unterwerfen. Aber einige Unternehmen kündigten bereits an, die Vorstandsgehälter künftig offen zu legen, so zum Beispiel die Siemens AG.⁹⁰ Die Unternehmen scheinen also langsam zu erkennen, dass das Thema Vergütung immer wichtiger für die Anlageentscheidung der Investoren wird.

⁸⁶ Augter/Engeser, Wirtschaftswoche v. 29.07.2004, 56 (61).

⁸⁷ Allerdings veröffentlicht die Schering AG individuell die Bezüge der Vorsitzenden sowohl des Vorstands als auch des Aufsichtsrats. Da aber nicht für jedes Mitglied eine individualisierte Bekanntmachung erfolgt, wurde dies negativ gewertet.

⁸⁸ Für ähnliche Ergebnisse siehe auch v. Werder/Talauicar/Kolat, DB 2004, 1377 (1382). Auch in ihrer Studie wurden diese drei Empfehlungen am häufigsten abgelehnt.

⁸⁹ Siehe S. 9 Fn. 24.

⁹⁰ Augter/Engeser, Wirtschaftswoche v. 29.07.2004, 56 (61).

Der vermutete Zwang zur Begründung der Abweichungen scheint dagegen schon jetzt vorhanden zu sein. Nahezu alle Unternehmen geben ihren Anlegern eine mehr oder weniger ausführliche Darstellung, warum eventuell den Empfehlungen des Kodex nicht entsprochen wurde oder wird. Hier zeigt sich also, dass der Grundsatz des „comply and explain“ zwar nicht vom § 161 AktG verlangt wird, aber dennoch von den Gesellschaften befolgt wird.

C. Corporate Governance in Großbritannien

I. Einführung

Der *Combined Code*, der im Jahr 1998 veröffentlicht wurde, vereint die Arbeit von verschiedenen Komitees⁹¹, die sich mit den Prinzipien „guter“ *Corporate Governance* auseinandergesetzt haben. Der Code wurde 2003 von der *Financial Reporting Council* (FRC) überarbeitet. Grundlage hierfür war der *Higgs-Report*, welcher sich mit der Rolle der „non-executive directors“ befasste und dessen Empfehlungen von der FRC fast vollständig übernommen wurden.⁹²

Der *Combined Code 2003*⁹³ besteht aus zwei verschiedenen Teilen. Der erste Teil eines jeden Abschnitts beschreibt die „Principles of Good Governance“, eine Art allgemeinen Teil. Diese „Principles“ sind nochmals unterteilt in „main“ und „supporting principles“. Der zweite Teil des jeweiligen Abschnitts beinhaltet die „Code Provisions“, der sog. „Code of Best Practice“. Die „Listing Rules“ der *Financial Service Authority* (FSA) erfordern von Unternehmen, die an der Londoner Börse gelistet sind, ein sog. „disclosure statement“ abzugeben. Dieses umfasst einerseits eine Erklärung, wie es die „principles“ angewandt hat und andererseits das sog. „compliance statement“, d.h. ob es den „code provisions“ entspricht. Falls dies nicht der Fall ist, hat das Unternehmen zu erläutern, warum es von den Vorschriften abweicht.⁹⁴ Dieses „comply or explain“-Prinzip war das Vorbild für die deutsche Entsprechenserklärung. Allerdings bezieht sich das „compliance statement“ lediglich auf „section 1“ des *Combined Code*, in dem es um Vorschriften für die Unternehmen selbst geht. Dieser Abschnitt ist seinerseits unterteilt in vier Unterabschnitte, welche Regeln zu den Direktoren, der Vergütung, der Rechnungslegung und der Beziehung zu Anlegern einschließen. „Section 2“ beschreibt Vorschriften zur Beziehung zu institutionellen Anlegern, ist aber im Gegensatz zu „section 1“ nicht vom „compliance statement“ erfasst.

II. Umsetzung

Um einen Vergleich zwischen der Akzeptanz des DCGK und des britischen *Combined Code* zu ermöglichen, wurden aus dem wichtigsten britischen Aktienindex, dem

⁹¹ Dies waren insbesondere folgende Komitees: *Cadbury* (1992), *Greenbury* (1995), *Hampel* (1998). Dazu umfassend: *Hornberg*, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht.

⁹² *Hornberg*, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht.

⁹³ Die aktuelle Fassung des *Combined Code 2003* ist erhältlich im Internet unter: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf> (besucht am 28.2.2005).

⁹⁴ Siehe Präambel des *Combined Code 2003*.

FTSE 100, 30 Unternehmen mit der höchsten Börsenkapitalisierung ausgewählt (Anhang 1). Auf die Börsenkapitalisierung wurde deshalb abgestellt, weil diese Kennzahl auch für die Aufnahme in den DAX 30 zugrunde gelegt wurde⁹⁵ und so eine Vergleichbarkeit der *Corporate Governance* auf beiden Märkten hergestellt wird.

Untersucht wurde die Akzeptanz des *Combined Code* anhand der Angaben zur *Corporate-Governance*-Politik des Unternehmens sowie den „compliance statements“, die in den Jahresabschlussberichten von 2003 veröffentlicht wurden.

1. Allgemeines

Von den 30 untersuchten Unternehmen entsprachen 17 den *Code Provisions* des *Combined Code* in der Version von 1998⁹⁶ in vollem Umfang, 13 Unternehmen weichen von mindestens einer Vorschrift der *Code Provisions* ab (Abb. 2).

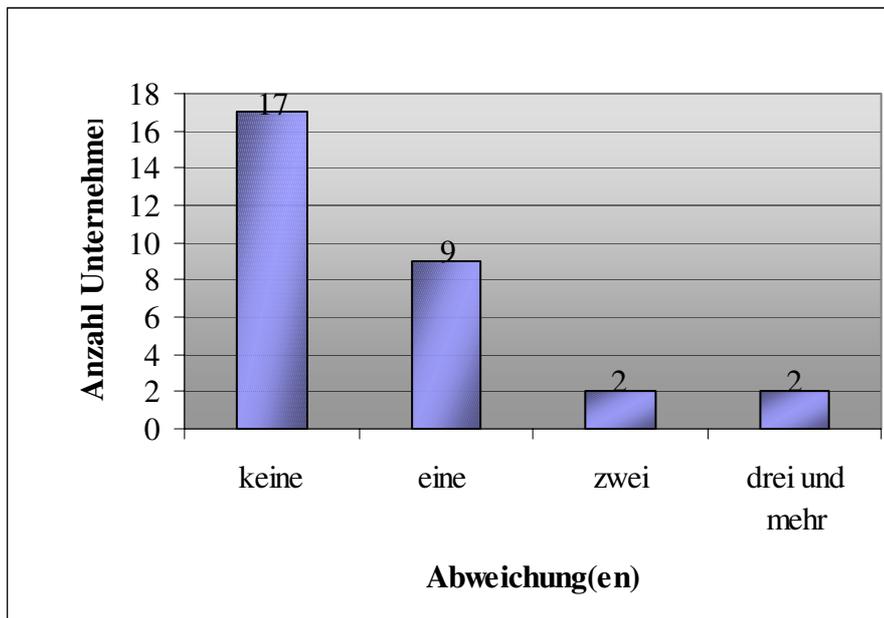


Abb. 2: Vollständige Umsetzung der „Code Provisions“ bei 17 Unternehmen

Im Vergleich zur Umsetzung des DCGK wird deutlich, dass in Großbritannien mehr als doppelt so viele Unternehmen wie in Deutschland dem Regelwerk entsprechen. Außerdem ist zu erkennen, dass es unter den britischen Unternehmen, die nicht allen *Code Provisions* entsprechen, insgesamt weniger Abweichungen gibt.

⁹⁵ Innovationsreport: Deutsche Börse überarbeitet Regeln für die Aufnahme von Unternehmen in den DAX-Index, Innovationsreport vom 22.03.2004, erhältlich im Internet: <http://www.innovations-report.de/html/berichte/wirtschaft_finanzen/bericht-27253.html> (besucht am 22.03.2005).

⁹⁶ Der Combined Code 2003 ist erst für Geschäftsjahre ab November 2003 zugrunde zu legen. Die untersuchten Jahresabschlussberichte von 2003 mussten daher noch nicht auf den aktuellen Combined Code bezogen sein, sondern auf die Version von 1998.

2. Abweichungen von den Code Provisions

Insgesamt wurden 20 Abweichungen von den *Code Provisions* festgestellt, was zu einem Durchschnitt von 0,67 Abweichungen je Unternehmen führt. Von den 20 Abweichungen betrafen zehn den Bereich „Directors“ (A), neun den Bereich „Remuneration“ (B) und eine den Bereich „Relation to Shareholders“ (D). Zu den Vorschriften des *Combined Code* in Bezug auf die Rechnungslegung (C) gab es bei keinem der untersuchten Unternehmen eine Abweichung zum Regelwerk (Abb. 3).

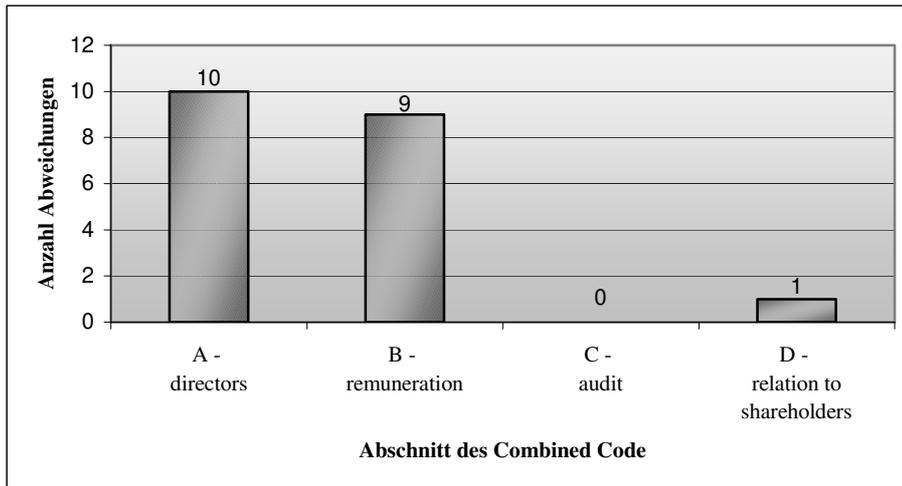


Abb. 3: Die Abweichungen beziehen sich fast ausschließlich auf die Regelungen der Abschnitte A und B

Von den zehn Abweichungen im Abschnitt A bezogen sich fünf auf den Unterabschnitt A.3 „Board Balance and Independence“, vier auf den Unterabschnitt A.2 „Chairman and CEO“ sowie eine Abweichung auf den Unterabschnitt A.1 „The Board“.

Am häufigsten, nämlich in vier Fällen, wichen die Unternehmen von der Vorschrift ab, einen „Senior Independent Director“ aufzustellen (A.3.3). Weitere Abweichungen traten bei der Vorschrift zur Unabhängigkeit des *Chairman* (A.2.2) auf. Allerdings wurde hierzu jeweils erklärt, dass die Person überdurchschnittliche Kenntnisse und Erfahrungen aufweise und der Verwaltungsrat (Board) deshalb diese Personen für die richtige Wahl hält. Zwei Unternehmen vereinen den *Chairman* und den *Chief Executive Officer* (CEO) in einer Person. Zwar sollte dies gemäß der Vorschrift A.2.1 vermieden werden; Unilever plc. erklärt hierzu jedoch, dass durch die besondere Unternehmensstruktur⁹⁷ eine Befolgung dieser Empfehlung nicht sinnvoll sei. Die beiden anderen Abweichungen beziehen sich auf die Unabhängigkeit von „non-executive directors“ (A.3.1) sowie auf die Bekanntmachung der Mitglieder des „Nomination-committees“ (A.1.2).

Von den neun Abweichungen im Abschnitt B bezogen sich sechs auf den Unterabschnitt B.1 „The Level and Make-up of Remuneration“ und drei auf den Unterabschnitt B.2 „Procedure“. Am häufigsten, nämlich in fünf Fällen, wichen die Unter-

⁹⁷ Unilever besteht aus zwei eigenständigen juristischen Personen – in den Niederlanden NV Unilever und in Großbritannien Unilever plc.

nehmen in diesem Abschnitt von der Vorschrift ab, dass Kündigungsfristen für Direktoren nur ein Jahr oder weniger betragen dürfen (B.1.6). Zwei Unternehmen wichen davon ab, dass der Vergütungsausschuss auch für die Vergütung des *Chairman* bzw. der Direktoren zuständig sein sollte (B.2.2). Jeweils eine Abweichung gab es in Bezug auf Abfindungsvereinbarungen im Fall einer vorzeitigen Beendigung des Dienstvertrages (B.1.5) sowie bei der Vorschrift, dass alle Mitglieder des Vergütungsausschusses unabhängig sein sollen.

Die Abweichung im Bereich Beziehung zu den Aktionären bezog sich auf die Anwesenheit des *Chairman* bzw. der *Chairmen* der verschiedenen Komitees während der Jahreshauptversammlung.

Kodex-Abweichungen	Anzahl Abweichungen	Anteil an Gesamtabweichungen in %
B.1.6. Kündigungsfrist für Direktoren	5	25
A.3.3. Senior Independent Director	4	20
A.2.2. & A.3.1. Independence Kriterien	3	15

Tab. 2: Die häufigsten Abweichungen von den Code Provisions

Abschließend lässt sich feststellen, dass viele der Abweichungen die Unabhängigkeit eines Direktors, eines Ausschusses oder auch des *Chairman* betreffen. Gerade diese Unabhängigkeit ist aber ein entscheidendes Kriterium für die Kontrollfunktion, die der Verwaltungsrat neben der Leitungsfunktion auszuüben hat.

D. Corporate Governance in Deutschland und Großbritannien

Der *Combined Code* wurde im Jahr 1998 veröffentlicht. Dagegen dauerte es noch vier Jahre, bis auch Deutschland einen Kodex zur *Corporate Governance* verabschiedete. Diese vier Jahre Vorsprung zeigen sich deutlich bei der Darstellung der *Corporate Governance* in den Jahresabschlussberichten der britischen Unternehmen. Den Aktionären wird in sehr ausführlicher Weise erläutert, wie das Unternehmen geführt wird und welche Geschäftspolitik dabei angewandt wird. Allerdings ist hier anzumerken, dass die „Listing Rules“ der *Financial Services Authority* (FSA) nicht nur eine der deutschen Entsprechenserklärung vergleichbare Angabe zur Befolgung der „Code Provisions“ verlangen, sondern daneben eine Erläuterung auch zum allgemeinen Teil des *Combined Code*, den „Principles“. Für die Aktionäre wird auf diese Weise sehr detailliert dargestellt, wie das Unternehmen geleitet wird. Eine solche, sehr transparente Form der Unternehmensführung wurde auch in Deutschland vor der Einführung des DCGK gefordert.

Des Weiteren sind die Konsequenzen einer Nichtabgabe der geforderten Erklärung verschieden. So wird in Großbritannien ein Unternehmen, welches das von der FSA in den „Listing Rules“ geforderte „disclosure statement“ nicht abgibt, von der

Börse verbannt.⁹⁸ Gibt dagegen ein börsennotiertes Unternehmen in Deutschland keine Entsprechenserklärung ab, verstößt es zwar gegen § 161 AktG. Somit liegt zwar eine Pflichtverletzung vor, aber Vorstandsmitglieder sind nur zum Ersatz des daraus resultierenden Schaden verpflichtet. Ob durch die Nichtabgabe der Entsprechenserklärung⁹⁹ jedoch überhaupt ein Schaden entsteht, ist bisher noch nicht eindeutig geklärt.¹⁰⁰

Bei der Umsetzung der beiden Regelwerke zeigen sich sowohl Gemeinsamkeiten als auch Unterschiede zwischen Deutschland und Großbritannien auf.

Zuallererst lässt sich feststellen, dass in keinem der beiden Länder alle Unternehmen die Vorschriften der Kodizes uneingeschränkt übernehmen. In beiden Ländern finden sich Unternehmen, die den jeweiligen Kodex komplett übernehmen, einige Unternehmen weichen von einzelnen Vorschriften ab, andere wiederum weichen von gleich mehreren Regelungen ab. Die Zahl der Abweichungen ist in Deutschland mit 24 deutlich höher als in Großbritannien mit nur 13 Abweichungen. Eine ebenso große Differenz zeigt sich bei der Anzahl der Gesamtabweichungen. Während in Deutschland in insgesamt 64 Fällen einer Empfehlung nicht entsprochen wird, liegt diese Rate in Großbritannien bei nur 20.

Gemeinsamkeiten beider Länder zeigen sich im Hinblick auf die zu den Abweichungen gegebenen Begründungen, die teilweise sehr ausführlich gehalten sind. Alle Unternehmen geben nicht nur die Bestimmung des jeweiligen Kodex an, von der abgewichen wird, sondern erklären zudem, warum sie dies tun, obwohl eine solche Erklärung nicht zwingend vorgeschrieben ist.

Eine Abweichung von den Vorschriften der Kodizes bedeutet nicht zwingend eine schlechte *Corporate Governance*. In einigen Fällen zeigen sich in den Unternehmensstrukturen Besonderheiten, die eine andere Regelung als sinnvoll erscheinen lassen. Wird dem Aktionär verdeutlicht, warum das Unternehmen hier von der Vorschrift abweicht, wird einerseits dem Bedürfnis nach einer guten Unternehmensführung Rechnung getragen und andererseits dem Ruf nach mehr Transparenz entsprochen.

Diese Gegenüberstellung zeigt, dass in Großbritannien eine wesentlich höhere Akzeptanz der Empfehlungen vorliegt. Deutlich mehr Unternehmen entsprechen in vollem Umfang den Empfehlungen; insgesamt sind weniger Abweichungen festzustellen. Hier haben deutsche Unternehmen also noch Nachholbedarf, was sich insbesondere an den beiden Empfehlungen zur individualisierten Veröffentlichung von Bezügen zeigt (Ziffern 4.2.4 und 5.4.5). Berücksichtigt man, dass die Veröffentlichung der Einzelvergütungen in Großbritannien seit Jahren gängige Praxis ist und lässt deshalb diese Bestimmung des Kodex bei dem Gesamtvergleich außer Betracht, fällt der Unterschied zwischen Deutschland und Großbritannien deutlich geringer aus (33 in Deutschland und 20 in Großbritannien).

⁹⁸ Zu den Listing Rules siehe Financial Services and Markets Act 2000, erhältlich im Internet unter: <<http://www.legislation.hms.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm>> (besucht am 22.03.2005).

⁹⁹ Eine Nichtabgabe ist allerdings in der Praxis bisher nicht vorgekommen, siehe oben S. 18 ff.

¹⁰⁰ Siehe oben S. 17.

E. Aktuelle Entwicklungen im Bereich Corporate Governance

Da die Mehrheit der Gesellschaften eine Offenlegung der Bezüge für Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder ablehnt, erwägt Justizministerin *Brigitte Zypries*, ein neues Gesetz über die Veröffentlichungspflicht von Vorstandsgehältern zu schaffen, wenn sich die Praxis 2005 nicht ändert.¹⁰¹ Die nicht verbindliche Empfehlung des Kodex würde dann in zwingendes Recht umgewandelt. Die von der SAP AG angeführte Begründung, dass mit der Veröffentlichung der Gehälter Persönlichkeitsrechte verletzt würden,¹⁰² überzeugt meines Erachtens nicht. Vorstandsmitglieder von Publikumsgesellschaften stehen im Rampenlicht der Öffentlichkeit und Kapitalanleger haben einen Anspruch auf Information darüber, welche Interessen bei der Unternehmensführung eine Rolle spielen. Die Interessen des Managements werden aber gerade auch durch das Gehalt definiert. Es scheint vielmehr so zu sein, dass die Manager fürchten, die Höhe ihres Gehaltes im Verhältnis zu ihren Leistungen rechtfertigen zu müssen. *Baums* hat hier für uneinsichtige Vorstandsmitglieder folgenden Vorschlag: "Dem Vorstandsmitglied, das sich dieser Rechenschaftspflicht gegenüber denjenigen, die für seine Vergütung aufzukommen haben, nicht unterziehen möchte, steht es frei, sich anderen Tätigkeiten zuzuwenden."¹⁰³

Nach Ansicht der EU-Kommission besteht Handlungsbedarf in Bezug auf die Besetzung des Aufsichtsrats mit geeigneten Kandidaten. Im Zuge ihres Aktionsplanes für eine verantwortungsvolle Unternehmensführung und -kontrolle fordert sie unabhängige Mitglieder, wie sie bereits im Verwaltungsrat britischer Unternehmen anzutreffen sind. Nicht unabhängig sind nach den Vorstellungen der Kommission geschäftsführende Direktoren, ehemalige Vorstände oder Mitarbeiter, die in den vergangenen fünf Jahren noch für das Unternehmen tätig waren, Aufsichtsratsmitglieder mit zwölf Jahren Amtszeit im Gremium sowie kontrollierende Anteilseigner oder deren Vertreter. Dies würde den Unabhängigkeitskriterien des *Combined Code* entsprechen. Allerdings haben die Vorschläge der Kommission in der deutschen Wirtschaft wenig Anklang gefunden. Viele der bisherigen Aufsichtsratsmitglieder müssten dann wohl aus dem Amt scheiden.¹⁰⁴

Die Frage, ob nun ein monistisches System mit einem Verwaltungsrat oder – wie in Deutschland praktiziert – ein dualistisches System mit Vorstand und Aufsichtsrat zu mehr Transparenz führt, ist sicher nicht einfach zu beantworten. Meines Erachtens können beide Systeme zum gewünschten Erfolg führen, wenn die Unabhängigkeit des Aufsichtsrates oder der „non-executive directors“ im Verwaltungsrat gesichert ist. Denn wie oben angesprochen, sitzen in deutschen Aufsichtsräten viele Mitglieder, die den Unabhängigkeitskriterien des *Combined Code* nicht standhalten würden.

¹⁰¹ Rede der Bundesjustizministerin *Zypries* auf der 6. Handelsblatt-Jahrestagung am 18.11.2004, erhältlich im Internet unter <<http://www.bmj.de>> (Reden & Vorträge) (besucht am 22.03.2005).

¹⁰² Siehe oben S. 19 Fn. 84.

¹⁰³ *Baums*, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 17.09.2004.

¹⁰⁴ *Grass*, Financial Times Deutschland v. 29.04.2004.

F. Zusammenfassung und Ausblick

Seit der Einführung des deutschen *Corporate Governance Kodex* im Jahre 2002 gab es viele positive Entwicklungen in Bezug auf Unternehmensführung und -kontrolle bei deutschen börsennotierten Gesellschaften. Trotzdem bestehen noch einige Probleme, die es künftig zu beheben gilt.

Die Mehrheit der Empfehlungen des Kodex ist von den Unternehmen umgesetzt worden. Problemkind bleibt hier aber der Punkt der Offenlegung der Vergütungen von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, was in Großbritannien schon seit Jahr und Tag praktiziert wird. Die Bundesjustizministerin hatte auf eine Selbstverpflichtung der Wirtschaft gesetzt und den Organmitgliedern bis 2005 noch eine Schonfrist erteilt. Sie hatte gehofft, dass die Bezüge freiwillig publiziert werden würden.¹⁰⁵ Viele Unternehmen sträuben sich aber dagegen, Vergütungen sowohl in diesem als auch in kommenden Jahren individualisiert auszuweisen. Darum wurde nun ein Gesetzentwurf auf den Weg gebracht, der die Veröffentlichung der Bezüge für jedes einzelne Vorstandsmitglied unter Namensnennung erzwingt.¹⁰⁶ Diese Vorschriften gehen allerdings nicht soweit, wie der Vorschlag einer Gruppe von SPD-Abgeordneten.¹⁰⁷ So enthält der Gesetzentwurf unter anderem eine weltweit einmalige Ausstiegsklausel. Die Aktionäre können demnach auf der Hauptversammlung mit drei Viertel Mehrheit beschließen, dass Vorstandsgehälter nicht individuell ausgewiesen werden müssen.

Ziel des DCGK ist unter anderem die (Rück-) Gewinnung des Vertrauens der Anleger. Angesichts der schlechten Stimmung an den deutschen Kapitalmärkten ist allerdings fraglich, ob dieses Ziel erreicht wurde. Die Aktionäre sind Umfragen¹⁰⁸ zufolge weiterhin frustriert. Ihnen geht die Transparenz noch nicht weit genug. Ebenso wird eine Stärkung des Aufsichtsrates und die Einführung von Unabhängigkeitskriterien erforderlich sein, wie sie in Großbritannien nach dem *Higgs-Report*¹⁰⁹ geschaffen wurden, um die geforderte Kontrolle auch wirklich zu erzielen.

Auch die Frage nach der zeitlichen Reichweite der Entsprechenserklärung im Zusammenhang mit der Haftung sollte durch eine genauere Formulierung des § 161 AktG vom Gesetzgeber geklärt werden.

Abschließend kann dem deutschen System der Unternehmensführung und -kontrolle also durch die Einführung des Kodex durchaus eine transparentere Form attestiert werden. Allerdings gibt es im Hinblick auf die eingangs angesprochenen Kritikpunkte¹¹⁰ noch Verbesserungspotential, insbesondere in Bezug auf die Ausrichtung auf Aktionärsinteressen sowie im Zusammenhang mit der angesprochenen Unabhängigkeit des Aufsichtsrates.

¹⁰⁵ Siehe hierzu N24, <<http://n24.de/wirtschaft/wirtschaftspolitik/?a2004082411205419146>> (besucht am 22.03.2005).

¹⁰⁶ Grass, *Financial Times Deutschland* v. 11.03.2005.

¹⁰⁷ Lorenz, *AG-Report* 2005, 87.

¹⁰⁸ Kramer, *Financial Times Deutschland* v. 27.05.2004.

¹⁰⁹ *Department of Trade and Industry*, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, London, 2003 (sog. *Higgs-Report*).

¹¹⁰ Siehe oben S. 5 ff.

Ob die Befolgung der Empfehlungen des DCGK in unmittelbarer Korrelation zum Unternehmenserfolg steht, erscheint fraglich. In der Theorie ist ein solch positiver Zusammenhang durchaus plausibel, insbesondere vor dem Hintergrund, dass heutzutage vor allem institutionelle Anleger¹¹¹ den *Corporate-Governance*-Modalitäten eines Unternehmens verstärkt Beachtung schenken. Der Zusammenhang ist aber keineswegs monokausal. Es muss nämlich auch berücksichtigt werden, dass ein Anstieg des Unternehmenswertes nicht ausschließlich von den *Corporate-Governance*-Bestimmungen der Gesellschaft beeinflusst wird,¹¹² sondern auch andere interne und externe Faktoren eine enorm wichtige Rolle spielen. Genannt seien an dieser Stelle beispielsweise politische, ökonomische, ökologische sowie kulturelle Entwicklungen, die einen entscheidenden Einfluss auf das Unternehmen haben. Der Erfolg eines Unternehmens ist also nur mittelbar von der Anwendung des *Corporate Governance Kodex* abhängig. Dieser indirekte Zusammenhang ist jedoch für die Anleger sehr wichtig. Den Empfehlungen des deutschen *Corporate Governance Kodex* als Regelungsquelle für *Best-Practice*-Grundsätze kann bereits nach zwei Jahren eine recht große Effizienz zugesprochen werden.

¹¹¹ Als Beispiel sei hier der kalifornische Pensionsfond CalPERS genannt.

¹¹² v. Werder, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance*, 3 (20 f.).

ANHANG 1

Die 30 untersuchten Unternehmen des FTSE 100 Index mit der höchsten Börsenkaptalisierung

Rang	Unternehmen	Branche	Börsenkaptalisierung*
1	BP	Öl & Gas	170,7
2	HSBC	Bank	143,1
3	Vodafone Group	Telekommunikation	128,8
4	GlaxoSmithKline	Pharma	102,6
5	Royal Bank of Scotland	Bank	70,9
6	Shell Transport	Öl & Gas	57,7
7	Astrazeneca	Pharma	54,3
8	Barclays	Bank	51,1
9	HBOS	Bank	43,0
10	Lloyds TSB	Bank	35,3
11	Tesco	Einzelhandel	32,5
12	Diageo	Nahrungsmittel	30,6
13	Anglo American	Resourcen	28,0
14	BT Group	Telekommunikation	22,7
15	Rio Tinto	Resourcen	22,5
16	National Grid Transco	Energie	21,0
17	BHP Billiton	Resourcen	20,2
18	Unilever	Nahrungsmittel	19,4
19	BG Group	Öl & Gas	18,6
20	British American Tobacco	Konsumgüter	18,5
21	Aviva	Versicherung	18,1
22	Centrica	Energie	15,3
23	Prudential	Versicherung	13,6
24	GUS	Einzelhandel	13,2
25	Cadbury Schweppes	Nahrungsmittel	13,0
26	Imperial Tobacco	Konsumgüter	13,0
27	Reckitt Benckiser	Konsumgüter	12,1
28	mmO2	Telekommunikation	12,1
29	Abbey National	Bank	12,0
30	British SKY Broadcasting	Medien	9,2

* in Milliarden Euro (Quelle: Börsenzeitung v. 20.09.2004)

ANHANG 2

Internationaler Vergleich der Barvergütung in Relation zum Börsenwert des Unternehmens

Rang	Unternehmen	CEO/Chairman	Land	Börsenkapi- talisierung in Mrd.	Barvergütung in Mio.	Barvergütung in Euro je 1 Mio. Börsenwert
1	TUI	Michael Frenzel	D	1,8	1,9	1056
2	Henkel Vz	Ulrich Lehner	D	3,5	2,4	686
3	Linde	Wolfgang Reitzle	D	3,8	2,1	553
4	Metro	Hans-Joachim Körber	D	5,4	2,8	519
5	Altana	Nikolaus Schweikart	D	3,3	1,7	515
6	Fresenius Med. Care St	Ben Lipps	D	2,2	1,1	500
7	Deutsche Börse	Werner Seifert	D	4,7	2,2	468
8	Volkswagen	Bernd Pischetsrieder	D	6,9	2,7	391
9	Lufthansa	Wolfgang Mayerhuber	D	1,8	0,7	389
10	Infineon	Ulrich Schumacher	D	5,1	1,9	373
11	Adidas-Salomon	Herbert Hainer	D	5,2	1,7	327
12	British Sky Broadcasting	Anthony Ball	GB	9,2	3,0	326
13	Reckitt Benckiser	Bart Becht	GB	12,1	3,6	298
14	General Motors	G. Richard Wagoner	USA	15,6	4,2	269
15	Schering	Hubertus Erlen	D	8,7	2,2	253
16	BMW	Helmut Panke	D	11,2	2,8	250
17	Deutsche Post	Klaus Zumwinkel	D	6,9	1,7	246
18	Continental	Manfred Wennemer	D	6,1	1,5	246
19	Deutsche Bank	Josef Ackermann	D	32,1	7,7	240
20	Thyssen Krupp	Ekkehard Schulz	D	6,5	1,4	215
21	Commerzbank	Klaus-Peter Müller	D	7,2	1,4	194
22	Daimler Chrysler	Jürgen Schrempp	D	28,3	5,2	184
23	Citigroup	Sanford Weill	USA	141,7	24,6	174
24	CadburySchweppes	John Sunderland	GB	13,0	2,2	169
25	BT Group	Ben Verwayen	GB	22,7	3,8	167
26	HypoVereinsbank	Dieter Rampl	D	9,2	1,5	163
27	RWE	Harry Roels	D	16,0	2,5	156
28	Unilever	Niall FitzGerald	GB	19,4	3,0	155
29	GUS	John Peace	GB	13,2	2,0	152
30	Centrica	Roy Gardner	GB	15,3	2,2	144
31	Münchener Rück	Hans-Jürgen Schinzler	D	14,6	1,9	130
32	Tesco	Terry Leahy	GB	32,5	4,2	129
33	SAP	Henning Kagermann	D	26,4	3,4	129
34	E.on	Wulf Bernotat	D	40,6	5,2	128
35	Walt Disney	Michael Eisner	USA	39,3	4,9	125
36	Allianz	Michael Dieckmann	D	28,4	3,4	120

Rang	Unternehmen	CEO/Chairman	Land	Börsenkapi- talisierung in Mrd.	Barvergütung in Mio.	Barvergütung in Euro je 1 Mio. Börsenwert
37	Prudential	Jonathan Bloomer	GB	13,6	1,5	110
38	Imperial Tobacco	Gareth Davies	GB	13,0	1,4	108
39	Home Depot	Robert Nardelli	USA	53,3	5,3	99
40	Bayer	Werner Wenning	D	15,1	1,5	99
41	SBC Communications	Edward Whitacre	USA	66,3	6,4	97
42	Diageo	Paul Walsh	GB	30,6	2,9	95
43	BASF	Jürgen Hambrecht	D	25,2	2,2	87
44	BG Group	Frank Chapman	GB	18,6	1,6	86
45	Alcoa	Alain Belda	USA	22,2	1,9	86
46	BHP Billiton	Charles Goodyear	GB	20,2	1,7	84
47	Caterpillar	James Owens	USA	21,0	1,7	81
48	United Technologies	George David	USA	38,5	3,0	78
49	Aviva	Richard Harvey	GB	18,1	1,4	77
50	3M	James McNerney	USA	46,3	3,4	73
51	Deutsche Telekom	Kai-Uwe Ricke	D	35,7	2,6	73
52	Siemens	Heinrich von Pierer	D	49,9	3,6	72
53	Rio Tinto	Leigh Clifford	GB	22,5	1,5	67
54	National Grid Transco	Roger Urwin	GB	21,0	1,4	67
55	American Express	Kenneth Chenault	USA	47,1	3,1	66
56	Anglo American	Anthony Trahar	GB	28,0	1,8	64
57	J.P. Morgan Chase	William Harrison	USA	115,6	7,0	61

Börsenkaptalisierung: Stand 24.09.2004, Barvergütung: Quelle: Wirtschaftswoche v. 29.07.2004 sowie entnommen aus den Annual Reports

SCHRIFTTUM

- Abram*, Nils, Ansprüche von Anlegern wegen Verstoßes gegen § 161 AktG oder den deutschen Corporate Governance Kodex – ein Literaturbericht, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 15 (2003), 41-58.
- Augter*, Steffi/*Engeser*, Manfred, Ritt ohne Risiko, *Wirtschaftswoche*, Nr. 32 vom 29.07.2004, 56-61.
- Baums*, Theodor, Haftung nur bei Vorsatz, *Börsen-Zeitung – Zeitung für die Finanzmärkte* vom 23.02.2002, erhältlich im Internet: <http://www.boersenzeitung.de/online/redaktion/aktuell/index_at.html> (besucht am 22.03.2005).
- Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, Köln 2001.
- Berg*, Stefan/*Stöcker*, Mathias, Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, *Wertpapiermitteilungen* Nr. 31 (2002), 1569-1582.
- Cromme*, Gerhard, Festrede vom 18.12.2001, erhältlich im Internet: <<http://www.corporate-governance-code.de/ger/news/rede-crommes.html>> (besucht am 26.04.2004).
- Ehren*, Harald, Manager reagieren uneinsichtig bei Gehaltsfragen, *Financial Times Deutschland* vom 17.05.2003, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/pw/ka/1052558369044.html?nv=rs>> (besucht am 04.06.2004).
- Ehrhardt*, Olaf/*Nowak*, Eric, Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln, *Die Aktiengesellschaft* 47 (2002), 336-345.
- Ehrlich*, Peter/*Grass*, Doris, Arbeitnehmer dürfen an Vorstandstische, *Financial Times Deutschland* vom 29.04.2004, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/pw/eu/1083070800173.html?nv=rs>> (besucht am 04.06.2004).
- Ettinger*, Jochen/*Grützediek*, Elke, Haftungsrisiken im Zusammenhang mit der Abgabe der Corporate Governance Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG, *Die Aktiengesellschaft* 48 (2003), 353-366.
- Genger*, Jenny, Lufthansa zapft Börse für den Airbus an, *Financial Times Deutschland* vom 25.05.2004, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/ub/di/1085376267420.html?nv=rs>> (besucht am 04.06.2004).
- Grass*, Doris, EU fordert unabhängigere Aufsichtsräte, *Financial Times Deutschland* vom 29.04.2004, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/pw/eu/1083070801168.html?nv=se>> (besucht am 04.06.2004).
- Zyprien erzwingt Glasnost bei Manager-Gehältern, *Financial Times Deutschland* vom 11.03.2005, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/pw/de/1110009229665.html>> (besucht am 22.03.2005).
- Hommelhoff*, Peter/*Schwab*, Martin, Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance: Gesetz, Satzung, Codices, unternehmensinterne Grundsätze, in: Hommelhoff, Peter/*Hopt*, Klaus J./v. Werder, Axel (Hrsg.): *Handbuch Corporate Governance – Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, Köln/Stuttgart 2003, 51-86.
- Hopt*, Klaus J./*Wiedemann*, Herbert (Hrsg.), *Aktiengesetz, Großkommentar*, 4. Auflage, Berlin 1999.

- Hornberg*, Matthias, Corporate Governance: The Combined Code 1998 as a Standard for Directors` Duties, in: Tietje, Christian/Kraft, Gerhard/Sethe, Rolf (Hrsg.): Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 25, Halle (Saale) 2004.
- Kiethe*, Kurt, Falsche Erklärung nach § 161 AktG – Haftungsverschärfung für Vorstand und Aufsichtsrat, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, 559-567.
- Kramer*, Thorsten, Kleinaktionäre fühlen sich benachteiligt, Financial Times Deutschland vom 27.05.2004, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/bm/ga/1085376280851.html?nv=se>> (besucht am 04.06.2004).
- Kropff*, Bruno/*Semler*, Johannes (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage, München 2003.
- Lorenz*, Thomas, Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz der Vorstandvergütung, Die Aktiengesellschaft-Report 2005, 87-88.
- Lutter*, Marcus, Die Erklärung zum Corporate Governance Kodex gemäß § 161 AktG – Pflichtverstöße und Binnenhaftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 166 (2002), 523-543.
- Neue Haftungsrisiken für Vorstände, Börsen-Zeitung – Zeitung für die Finanzmärkte vom 23.02.2002, erhältlich im Internet http://www.boersenzeitung.de/online/redaktion/aktuell/index_at.html (besucht am 04.06.2004).
- Merkt*, Hanno, Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht in der Diskussion um die Corporate Governance, Die Aktiengesellschaft 48 (2003), 126-136.
- Nowak*, Eric/*Rott*, Roland/*Mahr*, Till G., Rating börsennotierter Unternehmen auf Basis des Deutschen Corporate Governance Kodex – Eine empirische Untersuchung zur Akzeptanz und Qualität seiner Umsetzung in der Praxis, Die Wirtschaftsprüfung 2004, 998-1010.
- Rebmann*, Kurt/*Säcker*, Franz J./*Rixecker*, Roland (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 5, 4. Auflage, München 2004.
- Ringleb*, Henrik-Michael/*Kremer*, Thomas/*Lutter*, Marcus/*v. Werder*, Axel (Hrsg.), Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, München 2003.
- Schiessl*, Maximilian, Deutsche Corporate Governance post Enron, Die Aktiengesellschaft 47 (2002), 593-604.
- Schüppen*, Matthias, To comply or not to comply – that`s the question! “Existenzfragen” des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im magischen Dreieck kapitalmarktorientierter Unternehmensführung, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 23 (2002), 1269-1279.
- Seibt*, Christoph H., Inside Business: Crommes Knigge, Financial Times Deutschland vom 05.09.2003, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/pw/ka/1062167829383.html?nv=se>> (besucht am 04.06.2004).
- Deutscher Corporate Governance Kodex und die Entsprechens-Erklärung, Die Aktiengesellschaft 47 (2002), 249-259.
- Ulmer*, Peter, Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 166 (2002), 150-181.
- v. Werder*, Axel/*Talaulicar*, Till/*Kolat*, Georg L., Kodex Report 2004 – Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, Der Betrieb 2004, 1377-1382.

- v. *Werder*, Axel, Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./v. *Werder*, Axel (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance – Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, Köln/Stuttgart 2003, 3-27.
- Wiesner*, Georg, § 26 Haftung der Vorstandmitglieder, in: Hoffmann-Becking/Michael (Hrsg.), Münchner Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft, 2. Auflage, München 1999, 277-290.
- Zeise*, Lucas, Kolumne: Mangelnde Kontrolle der Chefs, Financial Times Deutschland vom 14.01.2004, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/bm/ga/1073815409820.html?nv=rs>> (besucht am 04.06.2004).
- Kolumne: Warnung vor Transparenz, Financial Times Deutschland vom 21.05.2003, erhältlich im Internet: <<http://www.ftd.de/pw/de/1053090417535.html?nv=rs>> (besucht am 04.06.2004).
- Zöllner*, Wolfgang (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 2, 2. Auflage, Köln 1998.

Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht
(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368

Bislang erschienene Hefte

- Heft 1 Wiebe-Katrin Boie, Der Handel mit Emissionsrechten in der EG/EU – Neue Rechtssetzungsinitiative der EG-Kommission, März 2002, ISBN 3-86010-639-2
- Heft 2 Susanne Rudisch, Die institutionelle Struktur der Welthandelsorganisation (WTO): Reformüberlegungen, April 2002, ISBN 3-86010-646-5
- Heft 3 Jost Delbrück, Das Staatsbild im Zeitalter wirtschaftsrechtlicher Globalisierung, Juli 2002, ISBN 3-86010-654-6
- Heft 4 Christian Tietje, Die historische Entwicklung der rechtlichen Disziplinierung technischer Handelshemmnisse im GATT 1947 und in der WTO-Rechtsordnung, August 2002, ISBN 3-86010-655-4
- Heft 5 Ludwig Gramlich, Das französische Asbestverbot vor der WTO, August 2002, ISBN 3-86010-653-8
- Heft 6 Sebastian Wolf, Regulative Maßnahmen zum Schutz vor gentechnisch veränderten Organismen und Welthandelsrecht, September 2002, ISBN 3-86010-658-9
- Heft 7 Bernhard Kluttig/Karsten Nowrot, Der „Bipartisan Trade Promotion Authority Act of 2002“ – Implikationen für die Doha-Runde der WTO, September 2002, ISBN 3-86010-659-7
- Heft 8 Karsten Nowrot, Verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz von Internet-Domains, Oktober 2002, ISBN 3-86010-664-3
- Heft 9 Martin Winkler, Der Treibhausgas-Emissionsrechtehandel im Umweltvölkerrecht, November 2002, ISBN 3-86010-665-1
- Heft 10 Christian Tietje, Grundstrukturen und aktuelle Entwicklungen des Rechts der Beilegung internationaler Investitionsstreitigkeiten, Januar 2003, ISBN 3-86010-671-6
- Heft 11 Gerhard Kraft/Manfred Jäger/Anja Dreiling, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, Februar 2003, ISBN 3-86010-647-0
- Heft 12 Bernhard Kluttig, Welthandelsrecht und Umweltschutz – Kohärenz statt Konkurrenz, März 2003, ISBN 3-86010-680-5

- Heft 13 Gerhard Kraft, Das Corporate Governance-Leitbild des deutschen Unternehmenssteuerrechts: Bestandsaufnahme – Kritik – Reformbedarf, April 2003, ISBN 3-86010-682-1
- Heft 14 Karsten Nowrot/Yvonne Wardin, Liberalisierung der Wasserversorgung in der WTO-Rechtsordnung – Die Verwirklichung des Menschenrechts auf Wasser als Aufgabe einer transnationalen Verantwortungsgemeinschaft, Juni 2003, ISBN 3-86010-686-4
- Heft 15 Alexander Böhmer/Guido Glania, The Doha Development Round: Reintegrating Business Interests into the Agenda – WTO Negotiations from a German Industry Perspective, Juni 2003, ISBN 3-86010-687-2
- Heft 16 Dieter Schneider, „Freimütige, lustige und ernsthafte, jedoch vernunft- und gesetzmäßige Gedanken“ (Thomasius) über die Entwicklung der Lehre vom gerechten Preis und fair value, Juli 2003, ISBN 3-86010-696-1
- Heft 17 Andy Ruzik, Die Anwendung von Europarecht durch Schiedsgerichte, August 2003, ISBN 3-86010-697-X
- Heft 18 Michael Slonina, Gesundheitsschutz contra geistiges Eigentum? Aktuelle Probleme des TRIPS-Übereinkommens, August 2003, ISBN 3-86010-698-8
- Heft 19 Lorenz Schomerus, Die Uruguay-Runde: Erfahrungen eines Chef-Unterhändlers, September 2003, ISBN 3-86010-704-6
- Heft 20 Michael Slonina, Durchbruch im Spannungsverhältnis TRIPS and Health: Die WTO-Entscheidung zu Exporten unter Zwangslizenzen, September 2003, ISBN 3-86010-705-4
- Heft 21 Karsten Nowrot, Die UN-Norms on the Responsibility of Transnational Corporations and Other Business Enterprises with Regard to Human Rights – Gelungener Beitrag zur transnationalen Rechtsverwirklichung oder das Ende des Global Compact?, September 2003, ISBN 3-86010-706-2
- Heft 22 Gerhard Kraft/Ronald Krenzel, Economic Analysis of Tax Law – Current and Past Research Investigated from a German Tax Perspective, Oktober 2003, ISBN 3-86010-715-1
- Heft 23 Ingeborg Fogt Bergby, Grundlagen und aktuelle Entwicklungen im Streitbeilegungsrecht nach dem Energiechartavertrag aus norwegischer Perspektive, November 2003, ISBN 3-86010-719-4
- Heft 24 Lilian Habermann/Holger Pietzsch, Individualrechtsschutz im EG-Antidumpingrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, Februar 2004, ISBN 3-86010-722-4
- Heft 25 Matthias Hornberg, Corporate Governance: The Combined Code 1998 as a Standard for Directors' Duties, März 2004, ISBN 3-86010-724-0

- Heft 26 Christian Tietje, Current Developments under the WTO Agreement on Subsidies and Countervailing Measures as an Example for the Functional Unity of Domestic and International Trade Law, März 2004, ISBN 3-86010-726-7
- Heft 27 Henning Jessen, Zollpräferenzen für Entwicklungsländer: WTO-rechtliche Anforderungen an Selektivität und Konditionalität – Die GSP-Entscheidung des WTO Panel und Appellate Body, Mai 2004, ISBN 3-86010-730-5
- Heft 28 Tillmann Rudolf Braun, Investment Protection under WTO Law – New Developments in the Aftermath of Cancún, Mai 2004, ISBN 3-86010-731-3
- Heft 29 Juliane Thieme, Latente Steuern – Der Einfluss internationaler Bilanzierungsvorschriften auf die Rechnungslegung in Deutschland, Juni 2004, ISBN 3-86010-733-X
- Heft 30 Bernhard Kluttig, Die Klagebefugnis Privater gegen EU-Rechtsakte in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes: Und die Hoffnung stirbt zuletzt..., September 2004, ISBN 3-86010-746-1
- Heft 31 Ulrich Immenga, Internationales Wettbewerbsrecht: Unilateralismus, Bilateralismus, Multilateralismus, Oktober 2004, ISBN 3-86010-748-8
- Heft 32 Horst G. Krenzler, Die Uruguay Runde aus Sicht der Europäischen Union, Oktober 2004, ISBN 3-86010-749-6
- Heft 33 Karsten Nowrot, Global Governance and International Law, November 2004, ISBN 3-86010-750-X
- Heft 34 Ulrich Beyer/Carsten Oehme/Friederike Karmrodt, Der Einfluss der Europäischen Grundrechtecharta auf die Verfahrensgarantien im Unionsrecht, November 2004, ISBN 3-86010-755-0
- Heft 35 Frank Rieger/Johannes Jester/ Michael Sturm, Das Europäische Kartellverfahren: Rechte und Stellung der Beteiligten nach Inkrafttreten der VO 1/03, Dezember 2004, ISBN 3-86010-764-X
- Heft 36 Kay Wissenbach, Systemwechsel im europäischen Kartellrecht: Dezentralisierte Rechtsanwendung in transnationalen Wettbewerbsbeziehungen durch die VO 1/03, Februar 2005, ISBN 3-86010-766-6
- Heft 37 Christian Tietje, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht: Staatsanleihen und Staateninsolvenz, Februar 2005, ISBN 3-86010-770-4
- Heft 38 Matthias Bickel, Die Argentinien-Krise aus ökonomischer Sicht: Herausforderungen an Finanzsystem und Kapitalmarkt, März 2005, ISBN 3-86010-772-0

Heft 39 Nicole Steinat, Comply or Explain – Die Akzeptanz von Corporate Governance Kodizes in Deutschland und Großbritannien, April 2005, ISBN 3-86010-774-7