

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Hopt, Klaus J.; von Werder, Axel; Zimmermann, Jochen; Emons, Winand

Article

## Neue Regeln guter Unternehmensführung

Wirtschaftsdienst

Suggested citation: Hopt, Klaus J.; von Werder, Axel; Zimmermann, Jochen; Emons, Winand (2003) : Neue Regeln guter Unternehmensführung, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Vol. 83, Iss. 7, pp. 423-435, <http://hdl.handle.net/10419/42207>

**Nutzungsbedingungen:**

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

**Terms of use:**

*The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at*

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
*By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.*

# Neue Regeln guter Unternehmensführung

*Die gute Führung von Unternehmen und die Höhe der Managergehälter stehen nach diversen Finanzskandalen von Unternehmen und den Kursmanipulationen am Neuen Markt im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. Im Mai dieses Jahres hat die EU-Kommission einen Aktionsplan über „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union“ vorgelegt. Und in der Bundesrepublik beschäftigt sich derzeit die „Cromme-Kommission“ mit der Weiterentwicklung ihres Anfang 2002 veröffentlichten „Deutschen Corporate Governance Kodex“. Was beinhalten die Reformvorschläge? Wie sind sie zu beurteilen?*

Klaus J. Hopt

## Corporate Governance und Gesellschaftsrecht in Europa: Der Rahmenplan der Europäischen Kommission

Die Europäische Kommission bemüht sich seit Jahrzehnten mit wechselhaftem Erfolg um die Angleichung des Gesellschaftsrechts in Europa. Eine ganze Reihe von Verordnungen und Richtlinien liegt vor. Sie betreffen Fragen des europäischen Aktienrechts wie Publizität, Kapital, Verschmelzung und Spaltung, Bilanzen und Pflichtprüfung (erste bis zwölfte Richtlinie), und sie bieten eigene europäische Unternehmensrechtsformen an, so die Europäische wirtschaftliche Interessenvereinigung (EWIV) und seit 2001 die Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea oder SE). Die erstere spielt in Deutschland für Freiberufler eine gewisse Rolle. Welches Schicksal der letzteren beschert sein wird, ist wegen der leidigen Mitbestimmungsfrage ungewiß.

Bekanntlich hat die deutsche Regierung unter dem Einfluß der Gewerkschaften auf der nahezu völligen Sicherung des Status quo der deutschen Mitbestimmung

auch für die Bildung von SE unter deutscher Beteiligung bestanden, allen Warnungen von ökonomischer und juristisch-internationaler Seite taub. Sie hat sich dabei – aus Sicht des Standorts Deutschland leider – durchgesetzt. Wie in der Sache verständlich und allenfalls in der Form ungewöhnlich, haben die Spitzenverbände der deutschen Industrie, der Banken, des Handels und der Versicherungswirtschaft in einer gemeinsamen Stellungnahme erklärt, die Europa AG komme für deutsche Firmen aus diesem Grund nicht in Betracht. Ob das ganz so negativ kommen wird, bleibt abzuwarten. Sicher ist jedenfalls, daß man in Berlin gut daran täte, die in der überkommenen Form (nicht überhaupt) klar überholte Mitbestimmung so rasch wie möglich internationalen Standards anzupassen. Das hat zuletzt auch der frühere Vorsitzende der Regierungskommission Corporate Governance öffentlich angemahnt.

Auf diesem Hintergrund und im Hinblick auf den noch nicht

voll verwirklichten europäischen Binnenmarkt, für den bestimmte Rahmenregelungen (Spielregeln) gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Art unverzichtbar sind, ist es aus europäischer und aus deutscher Sicht zu begrüßen, daß die Europäische Kommission einen neuen Anlauf zur Fortentwicklung des Gesellschaftsrechts in Europa unternommen hat und dabei vor allem Maßnahmen auf dem Gebiet der Corporate Governance plant. Sie hat dazu am 21. Mai 2003 einen Aktionsplan über „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union“ vorgelegt<sup>1</sup> und knüpft dabei an ihren Aktionsplan für Finanzdienstleistungen von 1999 an, der bei allen harten Sachdiskussionen, die sein müssen und weiterführen, ganz bemerkenswerte Fortschritte in der Bildung eines offenen, gut

<sup>1</sup> Europäische Kommission: Mitteilung an den Rat und das Europäische Parlament, Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan, Brüssel, den 21.5.2003, KOM (2003) 284 endg.

entwickelten und wettbewerbsfähigen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen in Europa zuwege gebracht hat.

### Die Empfehlungen der High Level Group

Der neue Aktionsplan zum Gesellschaftsrecht kommt nicht von ungefähr. Er ist durch die sogenannte High Level Group of Company Law Experts vorbereitet worden, die die Kommission nach dem Scheitern ihres Vorschlags einer 13. Richtlinie im Europäischen Parlament im Juli 2001 berufen hat und der der Autor als deutsches Mitglied angehört hat. Diese siebenköpfige Expertenkommission hat zwei Berichte vorgelegt. Der erste Bericht über Übernahmeangebote vom 10. Januar 2002 hat zu einem neuen Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission vom 2. Oktober 2002 geführt, der derzeit zwischen Deutschland und den anderen Mitgliedstaaten in wechselnden Fronten hoch kontrovers diskutiert wird. Zankapfel sind bekanntlich die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen von Vorständen der Zielgesellschaft gegen (feindliche) Übernahmeangebote und die Schaffung gleicher Rahmenbedingungen für alle Beteiligten (sogenanntes level playing field).

Der zweite Bericht der High Level Group über „Moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa“ stammt vom 4. November 2002. Er behandelt neben allgemeinen Themen die Corporate Governance, die Kapitalbildung und -erhaltung, Unternehmensgruppen und Pyramiden, Unternehmensrestrukturierung und Unternehmensmobilität, die Europäische Privatrechtsgesellschaft sowie Genossenschaften und andere Unternehmensformen. Nach Enron ging das Mandat

dahin, vor allem vier Problembe- reiche der Corporate Governance näher zu untersuchen: die Rolle der „non-executive directors“ bzw. des Aufsichtsrats, die Vergütung des Management, die Haftung des Management für Finanzinformationen und den Bereich der Prüfungs-Praktiken („auditing practices“). Zu all diesen Punkten hat die Expertenkommission Empfehlungen gemacht. Einen vereinheitlichten europäischen Corporate Governance Kodex empfiehlt sie hingegen nicht, vor allem weil wesentliche Teile der Corporate Governance in den nicht harmonisierten Ak-

tionenrechten der Mitgliedstaaten enthalten sind. Auf diese müßte ein solcher europäischer Kodex dann Rücksicht und Bezug nehmen, was ihn unvollständig, schwerfällig und inflexibel machen würde.

### Der Aktionsplan der Europäischen Kommission

Die Europäische Kommission hat in ihrem Aktionsplan die Empfehlungen der High Level Group dem Grundsatz nach weitestgehend übernommen. Die Kommission nennt in ihrem Aktionsplan zwei zentrale politische Ziele. Das erste ist die Stärkung der Aktionärsrechte und die Verbesserung des Schutzes Dritter. Dabei geht es in erster Linie um die Schaffung von Vertrauen in die Gesellschaften innerhalb der Europäischen Union. Das zweite Ziel hängt eng mit dem ersten zusammen. Mit dem Aktionsplan will die Kommission die Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen stärken. Das eine geht nicht ohne das andere. Die Kommission will bei ihren Vorschlägen strengere Rahmenvorschriften für börsennotierte Gesellschaften schaffen, so insbesondere bei den Publizitätsanforderungen. Den Bedürfnissen und Kostenproblemen der kleineren und mittleren Unternehmen soll durch einen leichteren, flexibleren Rechtsrahmen Rechnung getragen werden.

In ihrem Aktionsplan räumt die Kommission der Corporate Governance einen ganz besonderen Stellenwert ein, wie auch schon im Titel des Aktionsplans „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union“ zum Ausdruck kommt. Ein wesentlicher Teil der geplanten Maßnahmen soll bereits kurzfristig verwirklicht werden, also zwischen 2003 und 2005. Das übrige soll bis auf die besonders problematische

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt, 62, ist Direktor des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg und war deutsches Mitglied der „High Level Group of Company Law Experts“ der EU-Kommission.*

*Prof. Dr. Axel von Werder, 47, ist Inhaber des Lehrstuhls für Organisation und Unternehmensführung an der Technischen Universität Berlin sowie Mitglied der „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“.*

*Prof. Dr. Jochen Zimmermann, 38, ist Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmensrechnung und Controlling der Universität Bremen und Visiting Professor an der London Business School.*

*Prof. Dr. Winand Emons, 44, ist Ordinarius am Volkswirtschaftlichen Institut der Universität Bern; Dr. Gabrielle Wanzenried, 33, ist Assistentin an diesem Institut.*

## ZEITGESPRÄCH

KURZFRISTIGE MASSNAHMEN (2003-2005)		
	Beschreibung der Maßnahme	Bevorzugte Art der Maßnahme
Corporate Governance	Erhöhte Offenlegungspflichten in Bezug auf die Unternehmensleitung und -überwachung (einschließlich der Bestätigung der kollektiven Verantwortung der Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans für wichtige Erklärungen nicht finanzieller Art)	Legislativmaßnahme (Änderungsrichtlinie)
	Integrierter rechtlicher Rahmen, der die Kommunikation mit den Aktionären und die Beschlussfassung erleichtern soll (Teilnahme an Versammlungen, Ausübung der Stimmrechte, grenzübergreifende Ausübung der Stimmrechte)	Legislativmaßnahme (Richtlinie)
	Stärkung der Rolle von unabhängigen nicht geschäftsführenden Direktoren und Aufsichtsräten	Sonstige Maßnahme (Empfehlung)
	Förderung eines angemessenen Systems für die Vergütung von Direktoren	Sonstige Maßnahme (Empfehlung)
	Bestätigung der kollektiven Verantwortung der Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans für den Jahresabschluss auf EU-Ebene	Legislativmaßnahme (Änderungsrichtlinie)
	Einberufung eines europäischen Corporate-Governance-Forums, in dem die Bemühungen der Mitgliedstaaten zur Verbesserung der Corporate Governance koordiniert werden sollen	Sonstige Maßnahme (Initiative der Kommission)
Kapitalerhaltung	Vereinfachung der Zweiten Richtlinie auf der Grundlage der im Bericht der Expertengruppe ergänzten SLIM-Empfehlungen (SLIM-Plus)	Legislativmaßnahme (Änderungsrichtlinie)
Unternehmensgruppen	Verbesserte Offenlegung von Gruppenstruktur und gruppeninternen Beziehungen finanzieller und sonstiger Art	Legislativmaßnahme (Änderungsrichtlinie)
Umstrukturierung	Vorschlag für eine Zehnte Richtlinie über grenzübergreifende Unternehmenszusammenschlüsse	Legislativmaßnahme (Richtlinie)
	Vorschlag für eine Vierzehnte Richtlinie über die grenzüberschreitende Sitzverlegung	Legislativmaßnahme (Richtlinie)
Europäische Privatgesellschaft	Durchführbarkeitsstudie zur Bewertung der praktischen Notwendigkeit einer europäischen Privatgesellschaft und der damit verbundenen Probleme	Sonstige Maßnahme (Studie)
Sonstige Rechtsformen	Fortschritte bei vorhandenen Vorschlägen (Europäischer Verein, Europäische Gegenseitigkeitsgesellschaft)	Legislativmaßnahme (vorhandene Vorschläge)
MITTELFRISTIGE MASSNAHMEN (2006-2008)		
Corporate Governance	Verstärkte Offenlegung der Anlage- und Abstimmungsstrategien institutioneller Anleger	Legislativmaßnahme (Richtlinie)
	Möglichkeit der Wahl zwischen einem dualistischen und einem monistischen System für alle börsennotierten Gesellschaften	Legislativmaßnahme (Richtlinie)
	Stärkung der Verantwortung der Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans (Recht auf Sonderprüfung, Insolvenzverschleppungshaftung, Verbot der Tätigkeit als Direktor)	Legislativmaßnahme (Richtlinie oder Änderungsrichtlinie)
	Untersuchung der Folgen eines Ansatzes zur Erreichung vollständiger Aktionärsdemokratie (ein Anteil/eine Stimme), zumindest für börsennotierte Gesellschaften	Sonstige Maßnahme (Studie)
Kapitalerhaltung	Prüfung einer Alternative zum Kapitalerhaltungskonzept	Sonstige Maßnahme (Studie)
Unternehmensgruppen	Rahmenregelung für Unternehmensgruppen, die Tochtergesellschaften eine abgestimmte Konzernpolitik ermöglicht	Legislativmaßnahme (Richtlinie)
Unternehmenspyramiden	Verbot der Börsennotierung missbräuchlicher Pyramidenstrukturen, sofern angemessen, im Anschluss an eine weitere Untersuchung und Sachverständigenanhörung	Legislativmaßnahme (möglicherweise Änderungsrichtlinie)
Umstrukturierung	Vereinfachung der Dritten (Verschmelzung von Aktiengesellschaften) und Sechsten Richtlinie (Aufspaltung von Aktiengesellschaften)	Legislativmaßnahme (Änderungsrichtlinie)
Europäische Privatgesellschaft	Gegebenenfalls Vorschlag für ein Statut der Europäischen Privatgesellschaft (je nach Ergebnis der Durchführbarkeitsstudie)	Legislativmaßnahme
EU-Rechtsformen	Prüfung des Bedarfs an anderen EU-Rechtsformen (z.B. Europäische Stiftung)	Sonstige Maßnahme (Studie)
Transparenz nationaler Rechtsformen	Einführung grundlegender Offenlegungsvorschriften für alle juristischen Personen mit beschränkter Haftung nach weiterer Untersuchung	Legislativmaßnahme (Richtlinie oder Änderungsrichtlinie)
LANGFRISTIGE MASSNAHMEN (ab 2009)		
Kapitalerhaltung	Gegebenenfalls Einfügung einer Alternativregelung (abhängig vom Ergebnis der Machbarkeitsstudie)	Legislativmaßnahme (Änderungsrichtlinie)

Reform der Kapitalaufbringung und -erhaltung mittelfristig verwirklicht werden, also zwischen 2006 und 2008, wie sich aus der aus dem Aktionsplan der Kommission übernommenen Übersicht zeigt.

### **Beurteilung der geplanten Maßnahmen**

Ein eindeutiger Schwerpunkt des Aktionsplans der Europäischen Kommission liegt auf der Corporate Governance. Das ist nur insofern erstaunlich, als die Kommission sich zu diesem Thema bisher nicht geäußert hatte und Corporate Governance auch nicht Teil ihrer herkömmlichen Strategie der Gesellschaftsrechtsangleichung war. Indessen sind der Begriff und Problembereich Corporate Governance, die aus dem anglo-amerikanischen Raum kommen, in Kontinentaleuropa und namentlich in Deutschland erst seit wenigen Jahren Gemeingut geworden. Es geht um das System der Leitung und der Überwachung von Gesellschaften, und zwar im wesentlichen von Publikumsaktiengesellschaften. Wie die Unternehmensskandale in den USA um Enron, Worldcom und andere, aber auch in Deutschland am Neuen Markt und darüber hinaus zeigen, ist das ein hoch aktuelles Thema.

Aus der Sicht der Kommission geht es dabei zunächst darum, mit Maßnahmen zur Verbesserung der Corporate Governance das stark geschwächte, teilweise sogar verlorene Vertrauen in die Kapitalmärkte wiederzugewinnen. Diese institutionelle Sichtweise hat aber ihr Pendant im Schutz der einzelnen Kapitalanleger. Denn Funktionenschutz, also Schutz der Börsen, des Kapitalmarkts und letztlich der Wirtschaft, und sachgerechter, nicht überzogener und vor allem auch nachhaltiger

Anlegerschutz sind nur zwei Seiten derselben Medaille.

Die geplanten Maßnahmen im einzelnen können hier nicht diskutiert werden, zumal es wesentlich darauf ankommen wird, wie die einzelnen Richtlinien und Empfehlungen (interessanterweise sind keine Verordnungen geplant) aussehen werden, welche die Europäische Kommission bis 2005 und später vorlegen wird. In einer ganzen Reihe von Fällen sind vorerst nur Studien geplant, mit denen das Reformfeld näher vermessen werden soll und die überhaupt erst ergeben sollen, ob und gegebenenfalls wo Aktionsbedarf besteht.

Das gilt etwa für die Europäische Privatgesellschaft, bei der es sich der Sache nach um ein Pendant zur Europäischen Aktiengesellschaft, und zwar eine Art Europäische GmbH handelt, und um die Einführung weiterer europäischer Rechtsformen, etwa einer Europäischen Stiftung. Das gilt weiter für das schwierige Konzept einer vollständigen Aktionärsdemokratie und natürlich vor allem für das System der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung, das herkömmlich dem deutschen Aktien- und GmbH-Recht zugrunde liegt und derzeit auch in der zweiten Gesellschaftsrechtsrichtlinie der Kommission vorgeschrieben ist.

In anderen Ländern, etwa den USA, gilt dieses System nicht, und in den Wirtschaftswissenschaften wird es weithin als zu starr und aufwändig angegriffen. Die Europäische Kommission tut gut daran, diese Frage erst langfristig und nur dann gesetzgeberisch aufzugreifen zu wollen, wenn ein entsprechendes Ergebnis der mittelfristig geplanten Durchführbarkeitsstudie vorliegt, also erst ab 2009. Trotz dieser vorsichtigen Äußerung hat sich in Deutschland bereits eine Experten-

gruppe aus Unternehmensjuristen zusammengetan und entschieden gegen jede diesbezügliche Reform Position bezogen. Ob eine solche Defensivhaltung gegenüber europäischen Überlegungen klug ist oder ein konstruktiverer, auf Verbesserungen und Alternativen ausgelegter Gegenvorschlag nicht in der Sache und vor allem auch europapolitisch zielführender wäre, sei hier darhingestellt.

Für andere Maßnahmen, insbesondere den Einsatz von Publizität und Rechnungslegung als Instrument der Modernisierung des Gesellschaftsrechts und der Verbesserung der Corporate Governance, gelten diese Bedenken nicht. Offenlegung ist schließlich ein besonders behutsames und wegen ihrer Marktwirkung doch sehr wirksames Mittel der Regulierung von Verhalten von Unternehmen und Unternehmensverwaltung.

### **Interne und externe Corporate Governance**

Die im Aktionsplan aufgelisteten Maßnahmen zur Verbesserung der Corporate Governance betreffen allesamt das Zusammenspiel der Organe innerhalb der einzelnen Aktiengesellschaft, also Rechte der Aktionäre, Verantwortlichkeit des Vorstands, effizientere Überwachung durch den Aufsichtsrat und Instrumente zur Kontrolle und Durchsetzung der Rechte und Pflichten in der Aktiengesellschaft. Man nennt dies deshalb interne Corporate Governance.

Daneben gibt es aber auch eine sogenannte externe Corporate Governance. Bereits einzelne aktienrechtliche Instrumente weisen über das Aktienrecht selbst hinaus, so die Publizität und Rechnungslegung, die sich nicht nur unternehmensintern an die derzeitigen Aktionäre wendet, sondern an das Aktienpublikum insgesamt, das für

die Gesellschaft gewonnen werden soll. Das gilt auch für die Prüfung der Jahresrechnung durch die Abschlußprüfer, die aus gutem Grund nicht mehr wie früher als Organe der Aktiengesellschaft angesehen werden, sondern als unabhängige Kontrollinstanz, die eng mit dem Aufsichtsrat zusammenarbeitet, aber ihre Kontrollfunktion auch im öffentlichen Interesse ausübt und eine dementsprechende Verantwortung trägt.

Die eigentliche externe Corporate Governance, also Kontrolle über den Vorstand der Aktiengesellschaft, findet über die Märkte statt, allen voran den Markt für Unternehmenskontrolle, an dem Übernahmen ausgehandelt und notfalls durch feindliche Übernahmeangebote in Angriff genommen werden. Die Europäische Kommis-

sion versucht durch den erwähnten Vorschlag einer 13. Richtlinie über Übernahmeangebote eine Rahmenregelung für Übernahmeangebote in Europa und einen Binnenmarkt für Unternehmenskontrolle zu schaffen, der so leider bisher noch nicht existiert.

### Schlußfolgerungen

Insgesamt kann man der Europäischen Kommission attestieren, daß sie mit diesem Aktionsplan einen großen Sprung nach vorne getan und das Gesetz des Handels wieder an sich gerissen hat. Das war angesichts des stop and go auf dem Gebiet der Gesellschaftsrechtsangleichung höchste Zeit. Es besteht nunmehr die Chance, daß die Kommission mit ihren Aktionsplan Gesellschaftsrecht und Corporate Governance an den Erfolg anschließt, den sie trotz aller

Diskussionen und Schwierigkeiten im einzelnen mit ihrem Aktionsplan für Finanzdienstleistungen erzielt hat und weiter erzielt. Für Europa kommt es im Wettbewerb mit den USA und mehr und mehr auch mit den Wirtschaftsmächten Ostasiens entscheidend darauf an, ein schlagkräftiges, international wettbewerbsfähiges System der Unternehmenskontrolle zu haben. Aus diesem Grund ist zu hoffen, daß auch die Mitgliedstaaten der Europäischen Union und nicht zuletzt Deutschland sich über kurz-sichtige, nach innen gewandte und nur rein national gesehen nachvollziehbare Einwände hinwegsetzen, um gemeinsam stärker zu werden. Eine gute interne und externe Corporate Governance und ein modernisiertes Gesellschaftsrecht können dazu einen wesentlichen Beitrag leisten.

---

Axel von Werder

## Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Anliegen und Akzeptanz

---

**D**er neue Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) markiert einen wichtigen Schritt zur Effizienzverbesserung der Leitung und Überwachung von Unternehmen. Der DCGK ist von einer Regierungskommission unter Leitung von Dr. Gerhard Cromme entwickelt worden und wurde am 26. Februar 2002 der Bundesjustizministerin übergeben. Seit Sommer 2002 sind alle börsennotierten deutschen Gesellschaften aufgrund des neu eingeführten § 161 AktG verpflichtet, in einer sogenannten Entsprechens-Erklärung darzulegen, ob sie die Kodexempfehlungen befolgen bzw. von welchen Empfehlungen sie abweichen.

Mit dem DCGK wird das Ziel verfolgt, den Standort Deutschland für internationale und nationale Investoren attraktiver zu machen. Der Kodex hat dabei vor allem zwei Aufgaben. Zum einen soll er die Grundzüge des deutschen Modells der Corporate Governance (CG) in kompakter Form darstellen und so – vor allem für ausländische Kapitalgeber – verständlicher machen (Kommunikationsfunktion). Zum anderen soll der Kodex in Ergänzung des geltenden Rechts Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung setzen (Ordnungsfunktion).

Bezüglich der Verbindlichkeit sind drei Arten von Kodexbestim-

mungen zu unterscheiden. Die *Muss-Vorschriften* enthalten gesetzlich zwingende Regelungen, die im Kodex aus Kommunikationsgründen kompakt wiedergegeben werden. Die Verpflichtung der Unternehmen zur Einhaltung dieser *Muss-Vorschriften* ist selbstverständlich und somit auch ohne den Kodex gegeben. Dagegen stellen die *Soll-Empfehlungen* diejenigen Governancestandards dar, für welche die Erklärungspflicht nach § 161 AktG gilt. Vorstand und Aufsichtsrat der betroffenen Gesellschaften müssen diese Empfehlungen somit nicht zwangsläufig befolgen. Sie sind aber gesetzlich verpflichtet, die Aktionäre und damit letztlich die Öffentlichkeit

darüber zu informieren, ob und welche Empfehlungen sie einhalten („Comply or Explain“-Philosophie des Kodex). Die *Sollte-Anregungen* des Kodex schließlich beinhalten Regelungen, die ebenfalls Ausdruck guter Corporate Governance sind, zum Zeitpunkt der Kodexformulierung aber noch nicht als gängige Praxis anzusehen waren. Die Anregungen sind daher von der Erklärspflicht ausgenommen, so dass die Unternehmen hiervon abweichen dürfen, ohne dies offen zu legen.

Der Kodex umfaßt – neben einer Präambel – insgesamt sechs Abschnitte<sup>1</sup>. Sie enthalten Bestimmungen für die Aktionäre und Hauptversammlung, für das Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat, spezielle Standards für den Vorstand und für den Aufsichtsrat sowie Regelungen zur Transparenz, Rechnungslegung und Abschlussprüfung. Der Kodex wird regelmäßig (im Normalfall jährlich) vor dem Hintergrund nationaler und internationaler Entwicklungen überprüft und bei Bedarf

angepasst. Die erste materielle Überarbeitung des Kodex erfolgte am 21. Mai 2003 und bestand neben anderen Änderungen in einer Verschärfung der Regelungen zur Vergütung des Vorstands. Danach wird unter anderem der individualisierte Ausweis der Vorstandsvergütungen nicht mehr bloß angeregt, sondern empfohlen. Dies hat zur Folge, dass Abweichungen hiervon in Zukunft in der Entsprechens-Erklärung darzulegen sind.

In Hinblick auf die praktische Akzeptanz der Kodexbestimmungen lassen sich mittlerweile erste deutliche Tendenzen erkennen. Eine Auswertung von gut 400 Entsprechens-Erklärungen deutscher börsennotierter Gesellschaften, die am Berlin Center of Corporate Governance (BCCG) an der TU Berlin durchgeführt worden ist, zeigt,

<sup>1</sup> Siehe zum Inhalt des Kodex näher Axel v. Werder: Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen, in: Der Betrieb, 55. Jg., 2002, S. 801-810; Henrik-Michael Ringleb, Thomas Kremer, Marcus Lutter, Axel v. Werder: Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, Kodex-Kommentar, München 2003.

dass die Empfehlungen des Kodex insgesamt schon heute eine hohe Zustimmung erfahren, die tendenziell mit der Unternehmensgröße wächst<sup>2</sup>. So werden bereits gegenwärtig nur 5 der 62 Kodexempfehlungen nicht von mindestens 90% der 30 DAX-Unternehmen befolgt.

Die Umsetzung des Kodex wird in Zukunft aller Voraussicht nach noch größer ausfallen, da viele Unternehmen erklären, weitere Empfehlungen zukünftig (nach Anpassung der Geschäftsordnungen, Satzungen etc.) zu beachten. Dieser Befund belegt, dass der DCGK Veränderungen der Governancemodalitäten in der Praxis anstößt und in diesem Sinne „greift“. Ausgehend von diesen ersten positiven Erfahrungen sind die praktischen Kodexwirkungen in Zukunft kontinuierlich zu überprüfen. Dabei wird auch die Umsetzung der Anregungen einzubeziehen sein.

<sup>2</sup> Siehe im Einzelnen Axel v. Werder, Till Talaulicar, Georg L. Kolat: Kodex Report 2003: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Der Betrieb, 56. Jg., 2003 (in Vorbereitung).

---

Jochen Zimmermann\*

## Corporate Governance – Regulierung im Blindflug?

---

**E**s waren wohl hauptsächlich die großen Bilanzskandale und Unternehmenskrisen der jüngeren Vergangenheit, die ein verstärktes Nachdenken über die Effektivität der bestehenden Systeme der Unternehmensführung und -kontrolle ausgelöst haben. Kritische Diskussionen in der breiten Öffentlichkeit haben zudem zu politischem Handlungsdruck und mittlerweile auch zu entsprechenden Handlungsergebnissen im Bereich der Corporate Governance geführt.

Relevanz für Deutschland hat zunächst der im Februar 2002 von der Regierungskommission Corporate Governance („Cromme-Kommission“) vorgelegte Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK). Er nimmt für sich in Anspruch, international und national anerkannte Standards guter und verantwortlicher Unternehmensführung zu formulieren. Zudem soll der DCGK das deutsche System der Corporate Governance auch in einer für ausländische Investoren

verständlichen Form darstellen<sup>1</sup>. Einfluss auf die nationalen Regelungen zur Corporate Governance dürfte aber auch der am 21. Mai 2003 veröffentlichte Aktionsplan der EU-Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und zur Verbesserung der Corporate Governance entfalten<sup>2</sup>. Zudem ist auf die für 2004 angekündigten überarbeiteten Empfehlungen der OECD für die Corporate Governance hinzuweisen. Allein die Vielzahl der mit der (Neu-) Regelung

der Corporate Governance befassen Institutionen gibt einen Hinweis auf das starke Interesse an diesem Thema. Kritisch wird bisweilen von einer „Mode-Erscheinung“ gesprochen<sup>3</sup>.

Es liegt auf der Hand, dass eine Betrachtung von Problemen der Corporate Governance aus sehr unterschiedlichen Perspektiven erfolgen kann. So spielen naturgemäß juristische, nicht weniger aber auch betriebs- und volkswirtschaftliche, sicherlich auch politische und historische Aspekte eine Rolle. Aus jeder Perspektive erhält Corporate Governance eine mehr oder weniger eigene Dimension<sup>4</sup>.

Tatsächlich sind aber nicht nur Unterschiede zwischen den Disziplinen zu erkennen, unterschiedliche Herangehensweisen lassen sich auch innerhalb der Fachrichtungen ausmachen. Solche Unterschiede beruhen häufig auf impliziten oder expliziten Werturteilen oder schlichtweg unterschiedlichen Wissenswünschen. Aus der betriebswirtschaftlichen Perspektive wird aber eines deutlich: Es bestehen nur wenig gesicherte Erkenntnisse, auf denen eine „Theorie“ der Corporate Governance aufbauen kann. Damit arbeiten die Regulierer im Blindflug – ohne Ori-

entierung und in Richtung auf ein unbekanntes oder wenig konkretes Ziel. Der praktische Mehrwert eines solchen Unterfangens erscheint so bestenfalls ungewiss.

#### **Entscheidungsnützlichkeit und Nachprüfbarkeit**

Ein Schwerpunkt der Bemühungen um eine Modernisierung bzw. Reformierung der deutschen Corporate Governance ist erhöhte Transparenz und Publizität gegenüber dem Kapitalmarkt und der Öffentlichkeit. Damit soll versucht werden, zwei vorgebliche Missstände der deutschen Corporate zu heilen: die mangelnde Berücksichtigung von Interessen der Kleinaktionäre und die fehlende Kapitalmarktkontrolle, insbesondere das Fehlen eines ansatzweise funktionsfähigen Marktes für Unternehmenskontrolle<sup>5</sup>.

Insofern sollte auch eine tendenziell stärkere Kapitalmarktorientierung der deutschen Corporate Governance nicht als Paradigmawechsel vom Stakeholder- zum Shareholder Value fehlinterpretiert werden – vielmehr ging und geht es darum, Aspekte externer Kontrolle zu stärken, ohne dass dadurch Ansprüche und Interessen anderer Anspruchsgruppen eingeschränkt werden. An der gesellschaftspolitisch bedeutenden Frage der Neuorientierung dieser Ansprüche und Interessen rühren diese Aktivitäten nicht; sie bleibt weiter unbeantwortet.

Insbesondere die externe Rechnungslegung ist – als wohl wichtigstes Informationsinstrument – in den vergangenen Jahren Gegenstand

von Reformen gewesen, die vor allem eine Annäherung an internationale (anglo-amerikanische) Standards bewirkten. Ab 2005 sind die meisten kapitalmarktorientierten Unternehmen in der EU verpflichtet, ihre konsolidierten Abschlüsse nach den International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards (IAS/IFRS) zu erstellen. Die IAS/IFRS zeichnen sich dadurch aus, dass sie explizit den Rechnungszweck der Vermittlung (vor allem für Anteilseigner) entscheidungsrelevanter Informationen verfolgen. Der traditionellen deutschen Rechnungslegung nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) werden dagegen vor allem die Zielsetzungen des Gläubigerschutzes und der Kapitalerhaltung zugeschrieben. Man unterstellt daher eine mangelnde Tauglichkeit für Informationszwecke. Empirische Befunde sprechen jedoch nicht für diese These<sup>6</sup>.

Vermittelt die externe Rechnungslegung Informationen, die in stärkerem Maße als die HGB-Rechnungslegung die tatsächliche Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens beschreiben, wird die Entscheidungsfindung bei den Aktionären verbessert. Welche Informationen aber sind für die Kapitalmarktteilnehmer entscheidungsrelevant? Empirisch lassen sich solche Fragen etwa durch Value-Relevance-Studien beantworten, bei denen gemessen wird, ob und in welchem Ausmaß bestimmte Daten der Rechnungs-

\* Meinem Mitarbeiter Herrn Dipl.-Kfm. Jörg-Richard Werner bin ich für seine tatkräftige Hilfe bei der Erstellung dieses Beitrags zu großem Dank verpflichtet.

<sup>1</sup> Vgl. U. Seibert: Im Blickpunkt – Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da, in: Betriebs-Berater, 57. Jg. (2002), H. 12, S. 581-584.

<sup>2</sup> Vgl. KOM (2003) 284 (endg.); P. M. Wiesner: Neue Brüsseler Impulse für Corporate Governance und Gesellschaftsrecht – Zum Endbericht der Hochrangigen Expertengruppe (Winter-Gruppe), in: Betriebs-Berater, 58. Jg. (2003), H. 5, S. 213-217.

<sup>3</sup> Vgl. M. Nippa: Alternative Konzepte für eine effiziente Corporate Governance – Von Trugbildern, Machtansprüchen und vernachlässigten Ideen, in: M. Nippa (Hrsg.): Corporate Governance – Herausforderungen und Lösungsansätze, Heidelberg 2002, S. 4.

<sup>4</sup> Vgl. M. Nippa, a.a.O., S. 6.

<sup>5</sup> Für eine kritische Einschätzung der Funktionsweise und Wirkung von Märkten für Unternehmenskontrolle vgl. H. Börner: Überlegungen zum Markt für Unternehmenskontrolle, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, 1999, S. 195-212.

<sup>6</sup> Vgl. H.-P. Möller, B. Hüfner, M. Kavermann: Zur Tauglichkeit unterschiedlicher Rechnungslegungssysteme für den deutschen Aktienmarkt – Ein empirischer Vergleich von Jahresabschlüssen nach deutschem HGB und IAS bzw. U.S. GAAP, in: A. Rathgeber (Hrsg.): Finanzwirtschaft, Kapitalmarkt und Banken, Stuttgart 2003, S. 195-220; T. S. Harris, M. Lang, H. P. Möller: The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis, in: Journal of Accounting Research, Vol. 32 (1994), Nr. 2, S. 187-209.



legung (allgemein: der Publizität) zur Erklärung von Aktienkursen beitragen<sup>7</sup>. Die Umsetzung hier gefundener Forschungsergebnisse durch Regulierung sichert aber nicht, dass hieraus schlussendlich ein kohärentes Regelwerk entsteht. Es lohnt sich also durchaus, logisch-deduktiv über Probleme der Entscheidungsrelevanz nachzudenken.

Nun besteht allerdings ein Dilemma darin, dass entscheidungsnützliche, zukunftsbezogene Informationen solche sein werden, die sich einer Nachprüfbarkeit weitgehend entziehen, nachprüfbar Informationen, da vergangenheitsorientiert, nur eingeschränkt entscheidungsrelevant sein dürften. Das ist tatsächlich ein praktisches Problem: Das Management soll Informationen vermitteln, die den Adressaten sonst nicht zugänglich sind. Dazu gehören notwendigerweise auch bestimmte Prognosen und Schätzungen, deren „Wahrheit“ sich erst zu einem späteren Zeitpunkt erweisen kann. Die Gesamtheit solcher Informationen kann allenfalls auf Konsistenz, nicht auf Richtigkeit geprüft werden. Bei publizierten Informationen handelt es sich um Vertrauens- bzw. Glaubensgüter, die so beschaffen sind, dass sie ein Marktversagen auf Grund von Informationsasymmetrien bewirken könnten. Bei der privaten Bereitstellung von Informationen (gegen Bezahlung) könnte es also zu einer Unterproduktion von Publizität kommen.

Greift indes der Staat oder ein vom Staat beauftragter Standard-

<sup>7</sup> Vgl. A. Wagenhofer, R. Ewert: Externe Unternehmensrechnung, Berlin u.a.O. 2003, S. 96.

<sup>8</sup> Vgl. K. J. Arrow: Social choice and individual values, New York u.a.O. 1951.

<sup>9</sup> J. S. Demski: The General Impossibility of Normative Accounting Standards, in: Journal of Accounting Research, Vol. 10 (1973), S. 721 f.

setter ein, ist nicht mehr klar, ob Informationen überhaupt noch einen privaten (positiven) Wert haben werden. Auch stellt sich die Frage, welche Informationen eingefordert werden sollten. Eine logisch-deduktive Antwort auf diese Frage gibt es gemäß des Unmöglichkeitstheorems von Arrow nicht<sup>8</sup>. Auf Rechnungslegung bezogen, aber durchaus auf sämtliche Fragen der Publizität verallgemeinerbar, lässt sich sagen „that no set of standards (applied to the accounting alternatives per se) exists that will always rank accounting alternatives in relation to consistent individual preferences and beliefs“<sup>9</sup>.

Inwieweit mittelbare oder unmittelbare staatliche Regelungen höhere Informationseffizienz schaffen, welche staatlichen Regelungen überhaupt privatwirtschaftliche ersetzen können oder sollen, ist im Wesentlichen noch ungeklärt. So können auch Governance Kodizes ihre Berechtigung auf diesem Feld nicht nachweisen.

### Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt

Die Vorschläge zur Modernisierung der Corporate Governance richten sich nicht nur auf eine stärkere Kontrolle durch den Kapitalmarkt, es werden auch Fragen der internen Kontrolle angesprochen.

<sup>10</sup> Die grundlegende Erkenntnis geht unter anderem auf Berle zurück. Vgl. dazu A. A. Berle, G. C. Means: The Modern Corporation and Private Property, New York 1933. Zur formalen Beschreibung solcher Probleme wird häufig auf den vor allem von Jensen/Meckling entwickelten Prinzipal-Agenten-Ansatz zurückgegriffen. Vgl. hierzu M. C. Jensen, W. H. Meckling: Theory of the Firm – Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), Nr. 4, S. 305-360.

<sup>11</sup> Vgl. J. H. Davis, F. D. Schoorman, L. Donaldson: Toward a Stewardship Theory of Management, in: The Academy of Management Review, Vol. 22 (1997), Nr. 1, S. 20-47.

In großen Kapitalgesellschaften entstehen Kontrollprobleme maßgeblich durch die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt<sup>10</sup>.

Wenn es um die Verbesserung der internen Kontrolle geht, dann ergeben sich primär zwei Handlungsbereiche. Diese betreffen das Setzen bzw. Reformieren vor allem rechtlicher Rahmenbedingungen einerseits und die Ausgestaltung von Verträgen ohne Eingriff des Staates andererseits. Auf Fragen der Unternehmensverfassung, insbesondere die rechtlichen Verhältnisse von Leitungs- und Kontrollorgan soll hier genauso wenig eingegangen werden wie auf die gesetzlichen Initiativen zur Verbesserung der Effektivität der Arbeit der Organe. Aus der Perspektive des Rechnungswesens ist das zweite Handlungsfeld das interessantere. Es betrifft die Frage, wie Anreize gesetzt bzw. gestaltet werden sollten, so dass der Auftragnehmer (Manager) im Interesse des Auftraggebers (Kontrollleur bzw. Eigentümer) handelt.

Bei der Anreizsetzung geht es im Kern darum, Manager zur Wahl optimaler Investitionsprojekte zu veranlassen, die damit den Nutzen der Anteilseigner maximieren. Die (deterministische) Version des Prinzipal-Agenten-Ansatzes unterstellt, dass Manager nicht von sich aus motiviert sind, die „optimalen“ Investitionsprojekte zu wählen, weil sie selbst nutzenmaximierend handeln. Sie haben nicht das Wohl des Unternehmens (oder seiner Anteilseigner) als primäres Ziel im Blick,

<sup>12</sup> Wissenschaftstheoretisch gesehen besteht die Gefahr eines naturalistischen Fehlschlusses. Vgl. G. Schanz: Methodologie für Betriebswirte, 2. Aufl., Stuttgart 1988, S. 104 ff.

<sup>13</sup> Zur Bezahlung von Führungskräften vgl. auch ausführlich K. J. Murphy: Executive Compensation, in: O. Ashenfelter, D. Card (Hrsg.): Handbook of Labor Economics, Bd. 3B, Amsterdam u.a.O. 1999, S. 2485-2563.

sondern ihr eigenes. Fehlende intrinsische Motivation ist aber nur eine modelltheoretische Annahme des Prinzipal-Agenten-Ansatzes, deren Gültigkeit etwa von Vertretern des „Stewardship“-Ansatzes nicht geteilt wird<sup>11</sup>. Empirisch sind diese Fragen keinesfalls geklärt und die Handlungsempfehlungen eines axiomatisch gesetzten Modells erscheinen schon so wenig verlässlich<sup>12</sup>.

### Erfolgszurechnung

Im Prinzipal-Agenten-Modell besteht ein Lösungsweg in einer anreiznützlichen Entlohnung der Manager<sup>13</sup>. Vor allem soll sich die Entlohnung an der „tatsächlichen“ Leistung bemessen, was sich dann in zumindest zu Teilen variabler Vergütung niederschlägt. Wie aber soll die Leistung gemessen werden? Grundsätzliche Probleme liegen darin, dass Ergebnisse innerhalb eines Unternehmens nur mit (in Höhe und Richtung unbekanntem) Messfehlern einzelnen Bereichen bzw. Investitionen zugeordnet werden können. Zudem muss, wer die Leistung des Managements prüfen und adäquat beurteilen will, letztlich über mindestens genau so viele, im Grunde aber über mehr Informationen als das Management selbst verfügen<sup>14</sup>. Da dies völlig unrealistisch ist, gilt es, Ersatzgrößen zu finden, die letztlich alle nicht frei von Kritik bleiben können. So kommen etwa zur Leistungsmessung (gegebenenfalls adjustierte) Maße aus der Rechnungslegung in Frage: z.B. der Periodengewinn, EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) oder EVA (Economic Value Added) oder auch die individuelle, auf sonstige Weise gemessene Zielerreichung<sup>15</sup>. All diese Maße weisen spezifische Probleme auf, nicht nur solche der Manipulierbarkeit.

### Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent

Objektiver und manipulationfreier erscheint es, auf Aktienkurse zurückzugreifen. Auch der DCGK tut dies, indem er zunächst eine Vergütung fordert, die sich aus fixen und variablen Bestandteilen zusammensetzt und für die variablen Anteile postuliert, dass sie „an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter“ beinhalten sollen (Ziffer 4.2.3). Explizit werden als solche variablen Vergütungskomponenten „Aktien der Gesellschaft mit mehrjähriger Veräußerungssperre, Aktienoptionen oder vergleichbare Gestaltungen“ benannt (Ziffer 4.2.3).

Neben dem Problem, dass ein ständiges Schielen auf den Aktienkurs eine Kurzfristorientierung im Handeln des Managements bewirken könnte, stellt sich auch die Frage, ob Aktienkurse die Leistungen des Managements verlässlich widerspiegeln<sup>16</sup>. Optionsprogramme stellen zwar einen direkten Zusammenhang her zwischen der Entlohnung von Führungskräften und der Entwicklung von Aktienkursen, die durch sie gesetzten Incentives müssen aber nicht zwangsläufig mit den Interessen der Anteilseigner harmonieren: Auf unvollkommenen und unvollständigen Märkten ist nicht klar, welche Investitionsprojekte den Nutzen aller Anteilseigner unter der Nebenbedingung maximieren, dass kein Anteilseigner eine Nutzeneinbuße hinnehmen muss.

Fraglich ist zudem, ob Aktien- oder Optionsprogramme Interessen von Prinzipalen und Agenten besser in Übereinstimmung brin-

gen. Der Verlust, den Manager bei sehr risikoreichem Handeln erleiden könnten, ist – anders als bei den Anteilseignern – begrenzt. Zudem sind Manager – wiederum anders als Anteilseigner – bei erzwungenen Investitionen in das von ihnen geführte Unternehmen nicht diversifiziert. Beide Effekte lösen die Harmonisierung der Interessen mehr oder weniger stark auf. Unklar ist auch, ob Manager überhaupt eine genaue Vorstellung darüber haben, wie sie handeln müssen, um Aktienkurse zu steigern. Folgende Einschätzung sollte zu denken geben: „Although there is ample evidence that CEOs (and other employees) respond predictably to dysfunctional compensation arrangements, it is more difficult to document that the increase in stock-based incentives has led CEOs to work harder, smarter, and more in the interest of shareholders.“<sup>17</sup>

Damit lässt sich ein ähnliches Fazit ziehen wie oben: Es muss sehr stark in Zweifel gezogen werden, dass durch Kontrolle Vertrauen ersetzt werden kann, hier in die Bereitschaft des Managements, auch ohne direkte pekuniäre Anreize eine qualitativ „gute“ Arbeit zu leisten. Die Qualität der Arbeit des Managements ist sicherlich nicht völlig unabhängig von den gesetzten Anreizen, in erster Linie ist sie aber abhängig von den Fähigkeiten der Manager selbst. Erfolgreiche Unternehmensführung zeichnet sich nämlich nicht in erster Linie durch Kontrolle, sondern durch situationsadäquate, konsistente Problemlösungen sowie durch Innovation und Aufrechterhaltung der Wettbewerbsvorteile aus. Gute Kontrolle allein kann nicht genügen.

<sup>14</sup> Vgl. M. Nippa, a.a.O., S. 24 ff.

<sup>15</sup> Vgl. K. J. Murphy, a.a.O., S. 2498 ff.

<sup>16</sup> Vgl. auch ebenda, S. 2556.

<sup>17</sup> Vgl. ebenda, S. 2555 f.

### Schlussbetrachtung

Corporate-Governance-Regeln haben aus einzelwirtschaftlicher Perspektive dann Sinn, wenn ihre Anwendung *ceteris paribus* einen höheren Gewinn erwarten lässt. Dass dies durch die deutschen Corporate-Governance-Regeln gewährleistet wird, dafür fehlen schlagende Beweise. Auch die gesamtwirtschaftliche Betrachtung führt – in Deutschland – nicht zwingend zum Ergebnis, das Corporate-Governance-Regeln zu einem höheren Maß an Allokationseffizienz führen. Möglicherweise führt mehr (Regulierung von) Corporate Governance nur zu mehr Ressourcenverschwendung und erhöht damit nicht die ökonomische Effizienz, sondern verringert sie<sup>18</sup>. Jedenfalls fehlen wissenschaftlich gestützte empirische Belege, dass die aktuellen Reformen zu einer „besseren“ Corporate Governance führen, zumindest in den hier thematisierten Bereichen. Bedauerlicherweise begründet man Regulierung zu oft allein aus theoretischen Postulaten – wenn denn überhaupt begründet wird.

Solange sich die spezifischen Rahmenbedingungen, auf die das deutsche System der Corporate Governance zugeschnitten ist, nicht materiell ändern, ist im Prinzip auch das System selbst unter statischer Betrachtung nicht reformbedürftig. Dies scheint vielfach in Vergessenheit zu geraten. Nur bei dynamischer Betrachtung ergibt sich möglicherweise Reformbedarf. Dann könnte man eine erhöhte Kapitalmarktorientierung der Corporate Governance anstreben. Dabei sollte allerdings nicht einfach dem bestehenden System eine „Shareholder-Valueorientierte“ Corporate Governance hinzureguliert werden.

Vielmehr ist eine größere Handlungsfreiheit für Gesellschaften in sämtlichen Teilaspekten der Corporate Governance einzuführen. Dies muss sich auch auf bislang tabuisierte Bereiche, insbesondere die Mitbestimmung erstrecken<sup>19</sup>. Eine Einheitslösung erscheint, schon allein wegen der schwachen empirischen Evidenz von Marktversagen, jenseits von Mindeststandards kaum zweckmäßig.

Regulierung, auch im Bereich der Corporate Governance, ist stets der Drang zu weiterer Regulierung inhärent: Sie weckt Erwartungen, Risiko ließe sich durch Regulierung völlig ausschalten, und dass es nur an mangelnder oder mangelhafter Regulierung liege, wenn unerwünschte Ereignisse wie Unternehmenszusammenbrüche eintreten. Das Gegenteil dürfte der Wahrheit näher kommen – oder, um es in Worten Hayeks zu sagen, dass der gesetzgeberische Versuch „jedes auftretende Problem nach seinem speziellen Verdienst zu lösen, bisher zu einem Resultat geführt hat, das wahrscheinlich die irrationalste und desorganisierteste Ordnung der öffentlichen Angelegenheiten ist, die je von überlegter menschlicher Handlung hervorgebracht wurde“<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Vgl. M. Nippa, a.a.O., S. 28 f.

<sup>19</sup> Vgl. zum „Tabuthema“ Mitbestimmung auch o.V.: Experten attackieren Mitbestimmung, in: Handelsblatt vom 26.6.2003.

<sup>20</sup> F. v. Hayek: Arten der Ordnung, in: F. v. Hayek: Freiburger Studien, Tübingen 1969, S. 46.

Gabrielle Wanzenried, Winand Emons

## „Neue Regeln guter Unternehmensführung“:

### Eine Analyse aus der Sicht von New Institutional Economics

Fragen rund um die Entlohnung von Führungskräften erfreuen sich zur Zeit eines großen Interesses. Die Gehälter von Managern in leitenden Positionen waren im Vergleich zu anderen Jobs zwar immer schon relativ hoch; irgendwie schien aber die Meinung vorzuherrschen, dass die Wirtschafts-

kapitäne aufgrund ihrer Leistung die Summen auch „verdienen“. In den letzten Jahren stiegen dann die Managergehälter überproportional an. Erste kritische Stimmen kamen auf, ob Manager diese Gehälter wirklich „verdienen“ oder nur noch „bekommen“. Diese warnenden Töne wurden mit Verweis auf

die stetig steigenden Aktienkurse aber schnell abgetan. Solange die Börse verrückt spielte, erschien selbst der dilettantischste Manager erfolgreich, die Kurse stiegen ja.

Mit dem Platzen der Börsenblase änderte sich das Bild dramatisch. Viele Börsenlieblinge der 90er Jahre waren schlichtweg

auf Sand gebaut. Man versuchte dies ein Zeitlang zu vertuschen, wobei man selbst vor Betrug nicht zurückschreckte. Mit der Zeit wurden aber die meisten Firmen auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt. Häufig fielen schlechte Managementleistungen mit vollkommen überzogenen Gehältern zusammen. Eine breite Öffentlichkeit ist nunmehr der Meinung, dass Topmanager schlichtweg überbezahlt sind. Manager hätten in den guten Börsenjahren hemmungslos abgezockt. Sie hätten nur noch in die eigenen Taschen gewirtschaftet und die Interessen der Aktionäre, Mitarbeiter, Kunden vollkommen aus den Augen verloren. Sie konnten dies tun, weil eine geeignete Kontrolle fehlte. Die bestehende Kontrolle durch den Aufsichtsrat erwies sich aufgrund von gegenseitigen Verflechtungen und damit einhergehenden „reciprocal favors“<sup>1</sup> als wenig effizient.

Vor dem Hintergrund der aktuellen nationalen und internationalen Corporate-Governance-Diskussionen, die sich unter anderem auch mit der Entschädigungspraxis von Managern beschäftigen, hat die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex eine Anpassung desselben beschlossen. Die Hauptänderungen beziehen sich auf die Angemessenheit und Transparenz der Vergütungssysteme für Vorstand und Aufsichtsrat. Wie sind diese Anpassungen aus Sicht der New Institutional Economics zu beurteilen?

### New Institutional Economics

New Institutional Economics (NIE) ist ein interdisziplinärer Ansatz, welcher Konzepte aus

<sup>1</sup> Das Wort „Filz“ ist wohl die allgemein verständliche Übersetzung dieses Phänomens. In der Schweiz spricht man von der „Vetterliwirtschaft“, im Rheinland vom „Klüngel“.

Ökonomie, Recht, Organisations-theorie, Politologie, Soziologie und Anthropologie miteinander verbindet. Das Ziel der NIE ist das Verständnis von Institutionen, konkret deren Entstehung, der Zwecke, denen sie dienen, deren Wandel über die Zeit und die Notwendigkeit von allfälligen Reformen. Der Begriff New Institutional Economics geht auf Williamson zurück, wobei die grundlegenden Konzepte unter anderem auf Coase (The Nature of the Firm, 1937), Hayek (Writings on Knowledge, 1937, 1945) und Chandler (History of the Industrial Enterprise, 1962) basieren<sup>2</sup>. Die prominentesten Vertreter von NIE sind Ronald Coase, Mancur Olson, Douglas North und Oliver Williamson.

Gemäß Davis und North<sup>3</sup> wird allgemein unterschieden zwischen dem institutionellen Umfeld und den institutionellen „Arrangements“. Das institutionelle Umfeld umfasst die zugrundeliegenden Restriktionen oder Spielregeln, welche das individuelle Verhalten steuern. Beispiele solcher Regeln sind Gesetze, welche formellen Charakter haben, oder aber informelle Regeln wie soziale Normen. Institutionen definieren und limitieren die Menge der individuellen Wahlmöglichkeiten. Institutionelle Einschränkungen beinhalten demnach, was die Individuen nicht bzw. unter welchen Bedingungen sie eine bestimmte Handlung unternehmen dürfen.

<sup>2</sup> R. H. Coase: The Nature of the Firm, in: *Economica*, 4 (1937), S. 386-405; F.A. Hayek: *Economics and Knowledge* (1937), in: ders.: *Individualism and Economic Order*, London 1948, S. 33-56; F.A. Hayek: *The Use of Knowledge in Society* (1945), in: ders.: *Individualism and Economic Order*, London 1948, S. 77-91; A.D. Chandler Jr.: *Organizational Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise*, in: *Journal of Economic Perspectives*, 6 (1992), S. 79-100.

Die institutionellen „Arrangements“ sind spezifische Verhaltensregeln, gemäß Williamson<sup>4</sup> so genannte Governance-Strukturen, die durch die Parteien explizit konstruiert werden, zwecks Abwicklung einer spezifischen ökonomischen Transaktion. Beispiele von institutionellen „Arrangements“ sind etwa langfristige Kontrakte, Firmen, öffentliche Bürokratien, Non-Profit-Organisationen. So sind in den USA die Beziehungen zwischen Kohlebergwerken und den dazugehörigen Stromerzeugern häufig durch langfristige Kontrakte geregelt, da die vertikale Integration dieser Firmen verboten ist. In anderen Ländern, in denen kein solches Integrationsverbot besteht, operieren Bergwerk und Stromerzeuger meist unter dem Dach einer Firma<sup>5</sup>.

Corporate-Governance-Regeln sind Teil des institutionellen Umfeldes, welches die Rahmenbedingungen für sich selbst-verwaltende Firmen definiert und so die individuellen Wahlmöglichkeiten einschränkt. Insgesamt ist deren Ziel aber die Schaffung einer institutionellen Infrastruktur, die ein möglichst reibungsloses Funktionieren der Märkte gewährleistet.

### New Institutional Economics und Corporate Governance

NIE hebt die neoklassische Annahmen vollständiger Information und Rationalität, und somit von perfekt funktionierenden Märkten auf. Entsprechend besteht der potentielle Nutzen von Institutionen darin, die Konsequenzen von imperfekter Information und beschränkter Rationalität zu korrigieren. Obwohl in der Literatur keine

<sup>3</sup> L. E. Davis, D. C. North: *Institutional Change and American Economic Growth*, Cambridge 1971. D. C. North: *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge 1990.

Einigkeit besteht bezüglich der präzisen Abgrenzung des Feldes, wird das Prinzipal-Agenten-Problem und die damit verbundene Existenz von Informationsasymmetrien als ein Hauptzweig der NIE betrachtet. Aufgrund bestehender Informationsasymmetrien kann der eigennützige (informierte) Agent seinen Informationsvorsprung gegenüber dem (uninformierten) Prinzipal ausnützen und so das Funktionieren von Marktmechanismen beeinträchtigen<sup>6</sup>.

Diese Sichtweise ist auch relevant im Zusammenhang mit Corporate Governance, und dabei speziell mit dem Problem fehlender Transparenz. Der Begriff Corporate Governance heißt übersetzt Unternehmensleitung. Darunter versteht man allgemein Grundsätze und Regelungen die Führung von Unternehmungen und deren Kontrolle betreffend. Im Vordergrund stehen Verantwortung, Organisation und Arbeitsweise der obersten Gremien (Aktionäre/Generalversammlung, Aufsichtsrat, Vorstand, Kontrollstelle) sowie die Abstimmung der Rechte und Pflichten und die Zusammenarbeit dieser Gremien.

Eine wichtige Funktion eines Corporate-Governance-Systems bezieht sich auf die Herstellung von Transparenz sowohl innerhalb der Firma als auch nach außen. Das Problem von fehlender Transparenz rührt von der Organisation der modernen Firma her, die typischerweise durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle gekennzeichnet ist. Für die Aktionäre (Prinzipale) besteht die Schwierigkeit, die besser informierten Manager (Agenten) zu überwachen, die

diese Informationsasymmetrie zu Ungunsten der Firmeneigentümer ausnützen können. Obwohl die Firmeneigentümer oft wissen, welche Aktionen die Manager im Idealfall tätigen sollten, können sie diese oft nicht direkt beobachten<sup>7</sup>.

Adäquate Kompensationsmechanismen als eine Dimension von Corporate Governance dienen dazu, die Interessen der Manager mit jenen der Aktionäre in Einklang zu bringen. So basieren die verwendeten Entschädigungssysteme oft auf einem aktienbasierten Maß, nicht nur weil Aktionäre/Firmeneigentümer gerne hohe Aktienkurse haben, sondern weil Realisationen dieser Performance-Maße oft auch wertvolle Informationen darüber liefern, welche Aktionen die Manager unternommen haben. Zentrale Bedingungen für eine effektive Funktionsweise dieser Mechanismen und entsprechend einer besseren Kontrolle der Agenten ist eine transparente Messung von deren Performance und eine Offenlegung der Anreizsysteme.

Die Herstellung der Transparenz basiert sowohl auf einer engen Interdependenz zwischen dem Corporate-Governance-System und den Marktmechanismen, wie dem Wettbewerb auf Arbeits-, Kapital- und Produktmärkten, dem Markt für Firmenübernahmen als auch auf einer aktiven Rolle der Aktionäre. Eine effiziente und effektive Funktionsweise dieser Marktmechanismen bedingt die Existenz einer Corporate-Governance-Struktur, welche die Rechte und Pflichten der Aktionäre und die Verantwortlichkeiten der zentralen Entscheidungsträger festlegt und die

Offenlegung von relevanten Informationen wie vergangene Finanzergebnisse, Unternehmensstrategien, Geschäftspraktiken sowie alle anderen Daten, welche die Einschätzung der Risiken und Werte durch die Marktteilnehmer verbessern, sicherstellt. Auf der anderen Seite sind das regulatorische und gesetzliche Umfeld der Marktmechanismen im Corporate-Governance-System reflektiert.

### **Die Anpassung des Deutschen Corporate Governance Kodex**

Gemäß der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex wird den Unternehmen ausdrücklich empfohlen, die Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung individualisiert zu veröffentlichen. Weiter sollen Aktienoptionen für Topmanager an anspruchsvolle Vergleichsmaßstäbe geknüpft und mit einer Obergrenze versehen werden.

Die Veröffentlichung der Entschädigungen für Vorstand und Aufsichtsrat erfüllt nun genau die in der Prinzipal-Agenten-Literatur verankerte Forderung nach Transparenz. Mit der Anknüpfung der Aktienoptionen an anspruchsvolle Vergleichsmaßstäbe soll sichergestellt werden, dass die Manager effektiv für ihre guten Leistungen und nicht für andere Ereignisse außerhalb ihres Handlungsspielraums wie eine Börsenhausse, die einen positiven Einfluss auf den Firmenwert haben, belohnt werden. So kann deren Festlegung typischerweise an einen Branchen-

<sup>4</sup> O. E. Williamson: *The Economic Institutions of Capitalism*, New York 1985, NY, Free Press; O. E. Williamson: *The Mechanisms of Governance*, New York 1996.

<sup>5</sup> Vgl. P. Joskow: *Vertical Integration and Long Term Contracts: The Case of Coal Burning Electric Generating Plants*, in: *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1 (1985), S. 33-79.

<sup>6</sup> Vgl. z.B. S. Grossman, O. Hart: *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, in: *Econometrica*, 51 (1983), S. 7-45.

<sup>7</sup> Ist die Aktion eines Managers beobachtbar, aber vor Gericht nicht verifizierbar, spricht man von der Theorie unvollständiger Verträge (S. Grossman, O. Hart: *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration*, in: *Journal of Political Economy*, 94 (1986), S. 691-719.)

index gekoppelt werden. Insgesamt kann erwartet werden, dass die klare Kommunikation und die strikte Einhaltung der Leistungsorientierung zusammen mit der Möglichkeit, diese ex post auch zu überprüfen, das Vertrauen in die Unternehmen stärkt.

Nimmt man die Vorzüge einer erhöhten Transparenz als gegeben an, stellt sich aber auch die Frage, was denn gegen eine Offenlegung der Vorstandsgehälter spricht. Ein Argument gegen erhöhte Transparenz, das immer wieder in die Diskussion eingebracht wird, ist die Sorge um die Entstehung von Neid. Gemäß Jensen und Murphy<sup>8</sup> beeinflusst die Veröffentlichung von Informationen über die Chefgehälter auch die Verträge mit den anderen Firmenangestellten. Weiter dürfte die Maßnahme auch Auswirkungen auf die Forderungen der Gewerkschaften bei Lohnverhandlungen haben. Eine Regulierung, und insbesondere eine Limitierung der Gehälter kann schließlich negative Anreizeffekte für die Führungsgremien zur Folge haben und so deren Effektivität reduzieren.

### **Ein Blick über die Grenzen Deutschlands**

Ein Blick über die Grenzen hinaus zeigt klar auf, dass Deutschland im Hinblick auf Corporate Governance alles andere als eine Vorreiterrolle einnimmt<sup>9</sup>. Die OECD verlangt in ihren „OECD Principles of Corporate Governance“ schon seit einiger Zeit eine periodische Veröffentlichung von relevanten Informationen unter anderem zur Entschädigungspraxis der Executives.

In den USA sind die Gehaltskomponenten der Top Executives von zahlreichen Publikums-gesellschaften seit 1992 öffentlich

zugänglich. Der im letzten Jahr in Kraft getretene Sarbanes-Oxley-Act hat die Anforderungen an die Transparenz weiter verschärft.

Auch in Grossbritannien besteht für Unternehmen ebenfalls seit vielen Jahren die Pflicht, die Bezüge des Vorstandsvorsitzenden und seiner Kollegen im Board Punkt für Punkt offenzulegen. Seit Beginn dieses Jahres können die Aktionäre sogar direkt über die Managerbezüge befinden.

In der Schweiz müssen die an der SWX Swiss Exchange gehandelten Firmen seit Juli 2002 unter anderem Informationen über die Entschädigungen und Beteiligungen der obersten Führungskräfte offen legen.

In der EU schließlich dürfte im Rahmen eines Aktionsplans zur europaweiten Verbesserung der Unternehmenstransparenz neben einer kollektiven Haftung der Vorstände für falsche Kapitalmarktinformationen auch die individuelle Offenlegung der Managerbezüge sowie die Mitsprache der Aktionäre bei deren Festlegung eingeführt werden.

### **Schluss**

Insgesamt kann festgehalten werden, dass diese neuen Regelungen aus Sicht der New Institutional Economics sehr wohl Sinn machen. Die Vorzüge einer Offenlegung der Entschädigungspraxis der obersten Führungsgremien dürften im Sinne einer höheren Transparenz und demnach einer besseren Funktionsweise der Marktmechanismen unumstritten sein. Entsprechend erscheinen die Anpassungen des Deutschen Corporate Governance Kodex viel-

versprechend im Hinblick auf das Ziel, die in Deutschland geltenden Regeln für Unternehmensleitung und -überwachung für nationale wie für internationale Investoren transparent zu machen, um so das Vertrauen in die Unternehmensführung deutscher Gesellschaften zu stärken. Dennoch darf nicht vergessen werden, dass damit auch Kosten verbunden sind.

Die Zukunft wird zeigen, inwieweit die praktische Handhabung dieser Regelungen weitere Anpassungen erfordert. Potentieller Handlungsbedarf dürfte insbesondere entstehen im Zusammenhang mit einer weiteren Harmonisierung mit den entsprechenden EU-Richtlinien als auch mit dem in den USA gültigen Sarbanes-Oxley-Gesetz, das auch für ausländische Unternehmen gilt, die in den USA notiert sind. Ob die ausdrückliche Empfehlung dieser Regelungen anstelle einer bindenden Vorschrift ausreichend ist, wird die Zukunft zeigen.

Glaut man an die uneingeschränkte Effizienz von Märkten, werden Firmen von sich aus genügend Anreize haben, diese Richtlinien selber zu implementieren, denn der Markt wird jene Firmen bestrafen, die sich nicht daran halten. Andererseits hat die Unternehmenskontrolle teilweise den Charakter eines öffentlichen Gutes. Wie jeder Studierende nach einer Einführungsveranstaltung in Mikroökonomie weiß (und wie uns die jüngste Vergangenheit bei der Unternehmenskontrolle leider gelehrt hat), tritt bei öffentlichen Gütern in der Regel Marktversagen auf.

<sup>9</sup> So wehrt sich Deutschland innerhalb der EU seit längerem recht erfolgreich dagegen, feindliche Unternehmensübernahmen als Mittel der Bestrafung eines schlechten Managements zu einem tauglichen Instrument zu machen.