

Corporate Governance - aktuelle Entwicklungen

Baums, Theodor

Vortrag / lecture

Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:

SSG Sozialwissenschaften, USB Köln

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Baums, T. (2003). *Corporate Governance - aktuelle Entwicklungen*. (Rechtspolitisches Forum, 12). Trier: Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-321683>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

CORPORATE GOVERNANCE

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

*Theodor Baums**

1. *Einleitung*

Eine knappe Übersetzung von „Corporate Governance“ ins Deutsche fällt schwer. Es geht – allgemein gesprochen – um die Steuerung der Großunternehmen, insbesondere der börsennotierten Aktiengesellschaft; dabei insbesondere um die Kontrolle und das Miteinander der Leitungsorgane, also im deutschen Modell von Vorstand und Aufsichtsrat. Wodurch erfolgt die Steuerung? Sie erfolgt einmal durch interne Mechanismen, nämlich mittels Kontrolle des Vorstands durch Aufsichtsrat und Hauptversammlung. Dies wird durch eine entsprechende Regulierung begleitet. Steuerung erfolgt aber auch durch Marktkräfte. Es geht also um Leitung in der börsennotierten Gesellschaft und deren Kontrolle durch interne Vorkehrungen und Marktkräfte.

2. *Anlass und Ursachen der aktuellen Diskussion*

2.1 *Die Einsetzung der Regierungskommission Corporate Governance*

Ende Mai des Jahres 2000 hat Bundeskanzler Schröder die Regierungskommission Corporate Governance eingesetzt. Der Auftrag der Kommission beschränkte sich nicht nur darauf, Vorschläge zur Verbesserung des gesetzlichen Modells der Unternehmensführung und -kontrolle zu erarbeiten. Die Kommission sollte sich darüber hinaus auch mit anderen Bereichen des Aktienrechts, etwa der Unternehmensfinanzierung, befassen. Anlass, nicht aber Ursache für das Einsetzen einer „Corporate Governance“-Kommission war der „Holzmann“-Fall, der in den Medien für erhebliche Aufmerksamkeit gesorgt hat. Die Ursachen dafür, sich systematisch im Gespräch zwischen Experten und Betroffenen mit Corporate Governance und weiteren Gestaltungsfragen des Aktienrechts zu befassen, liegen freilich tiefer.

* Prof. Dr. Dr. h. c. Theodor Baums, Institut für Bankrecht, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt a. M., Vorsitzender der Regierungskommission Corporate Governance. Der Verfasser dankt seinem wissenschaftlichen Mitarbeiter Herrn Arne Christian Lawall für hilfreiche Unterstützung.

2.2 Ursachen der aktuellen Diskussion

2.1.1 Globalisierung der Kapitalmärkte

Einer der Auslöser der gegenwärtigen Corporate Governance-Diskussion ist die fortschreitende Globalisierung. Wir erleben heute, befördert auch durch EU-rechtliche Vorgaben, dass die einzelnen Kapitalmärkte verschmelzen. Die nationalen Barrieren, die die Finanzmärkte bisher voneinander abgeschottet haben, werden sukzessiv beseitigt, freilich nach wie vor nicht vollständig. Zwei Entwicklungstendenzen sind auszumachen:

Einerseits investieren insbesondere die institutionellen Kapitalanleger, also Investmentfonds, Pensionsfonds und Lebensversicherungen, international. Prominentes Beispiel hierfür ist der wohl größte internationale Investor, CalPers, der Pensionsfonds der Angestellten des Staates Kalifornien. CalPers verfolgt globale Anlagestrategien. Diese internationalen Anleger investieren nicht nur in amerikanische, sondern auch in deutsche und andere europäische Aktien. Von diesen internationalen, insbesondere angelsächsischen, institutionellen Investoren profitiert der deutsche Kapitalmarkt in hohem Maße. Wir beobachten also eine Tendenz zur Internationalisierung des Kapitalangebots der institutionellen Investoren, zum Teil auch der Privatinvestoren. Gleichzeitig legen deutsche Investoren Kapital zunehmend im Ausland an.

Umgekehrt ist eine Internationalisierung der Kapitalnachfrage zu verzeichnen. Deutsche Großunternehmen nehmen heute zunehmend ihr Eigenkapital auch auf ausländischen Kapitalmärkten auf, insbesondere in den USA. Beispielsweise ist die Siemens AG nicht nur an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert, sondern auch in Tokio, London und New York.

Was bedeutet das für deutsche Unternehmen und Investoren? Zum einen erwarten ausländische institutionelle Investoren von deutschen Unternehmen, dass diese denselben oder zumindest ähnlich hohen Standards genügen, nach denen sie ihre einheimischen Unternehmen beurteilen. Wenn CalPers, TIACREF oder ein anderer großer institutioneller Investor in eine deutsche Aktie, z. B. einen DAX-Wert, investiert, wird er bis zu einem Prozent der Aktien dieser Gesellschaft und damit erhebliche Anteile erwerben. In einem solchen Fall wird der entsprechende Investor den Vorstand der Gesellschaft ansprechen und diesem seine eigenen Anforderungen an die Führung und die Kontrolle des Unternehmens sowie seine Erwartungen an die Entwicklung des Aktienwerts mitteilen. Dazu gehören unter anderem sehr detaillierte Verhaltensanforderungen an die Vorstände. CalPers hat „Guidelines“, die dem jeweiligen Vorstand übermittelt werden. Diese Guidelines enthalten Standards, wie ein deutsches Unternehmen geführt werden sollte, wie sich die Kontrolle durch den Aufsichtsrat vollziehen sollte und ähnliches mehr. Deutsche Unternehmen werden so mit der Erwartung internationaler Anleger konfrontiert, denselben oder ähnlich hohen Standards

zu genügen, nach denen diese ihre einheimischen Unternehmen beurteilen.

Zum anderen müssen deutsche Unternehmen mit mehrfachen Listings sich den Börsenregeln und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften der ausländischen Märkte stellen. Will sich eine deutsche Aktiengesellschaft an der New York Stock Exchange (NYSE) notieren lassen, muss sie die zwingenden Regeln der New York Stock Exchange und der amerikanischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde, der Securities Exchange Commission (SEC), befolgen. Diese Gesellschaft ist also gezwungen, sich nicht nur mit dem deutschen Aktienrecht und dem deutschen Börsen- und Kapitalmarktrecht zu befassen, sondern auch mit unter Umständen konfligierenden Regelungen anderer Rechtsordnungen. Was bedeutet Globalisierung also in unserem Zusammenhang? Globalisierung bedeutet insoweit Internationalisierung der Kapitalnachfrage und des Kapitalangebots mit daraus resultierenden veränderten Anforderungen an die Führung der deutschen Unternehmen, an ihre Corporate Governance.

2.2.2 Veränderte Aktienkultur in Deutschland

Die veränderte Aktienkultur in Deutschland sollte zu einem Nachdenken führen, ob unser bisheriges Unternehmensführungs- und -finanzierungssystem den Anforderungen der Zukunft entspricht. Die aktuelle öffentliche Diskussion zeigt, dass das staatliche Altersvorsorgesystem wegen der Entwicklung der Altersstruktur unserer Bevölkerung langfristig keine ausreichende Alterssicherung gewährleistet. Deshalb ist die Kapitalmarktstützung der Altersvorsorge unerlässlich. Die aus diesem Grund entwickelten Pensionsfonds werden künftig in hohem Maße auch an den Kapitalmärkten investieren. Das hat zur Folge, oder besser setzt voraus, dass unser gesamtes Aktien- und Börsenrecht und unser Eigenkapitalfinanzierungsrecht in Richtung auf einen besseren Schutz der Kleinanleger fortentwickelt und modernisiert werden muss. Eine entsprechende anlegerschützende Tendenz ist bisher in Deutschland im Vergleich zu angelsächsischen Kapitalmärkten unterentwickelt. Parallel zu dieser von den Altersvorsorgesystemen getriebenen Entwicklung hat sich das Anlageverhalten der heutigen Erbgeneration verändert. Bisher in kleinen und mittelständischen Familienunternehmen angelegtes Vermögen wird zunehmend diversifiziert investiert. Auch auf diese Weise werden dem Kapitalmarkt zusätzliche Mittel zugeführt. Eine Konsequenz dieser Entwicklung ist die steigende Arbeitsteilung auf der Kapitalanbieterseite und die damit verbundene Professionalisierung der Anlegerseite. Der Großteil der Anleger investiert nicht unmittelbar selbst am Kapitalmarkt, sondern bedient sich professioneller Analysten, Anlageberater, Asset-Manager oder eines Investmentfonds.

2.2.3 *Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologie*

Ein weiterer wichtiger Punkt in der aktuellen Reformdiskussion ist die Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologie. Eine börsennotierte Publikumsaktiengesellschaft, wie beispielweise die Siemens AG, hat nicht mehr eine rein deutsche, sondern eine internationale Anleger-schaft. Diese Anleger haben ihren Sitz im Ausland, zum Beispiel in London oder, wie CalPers, in Sacramento, Kalifornien. Für solche Anleger ist das Beschaffen von Informationen über das Unternehmen und das Ausüben ihres Stimmrechts bisher äußerst umständlich. Nach geltendem Recht setzt die Teilnahme des Aktionärs an der Hauptversammlung dessen physische Anwesenheit am Versammlungsort voraus. Die Teilnahme der Aktionäre an der Hauptversammlung sollte erleichtert werden, indem sie auch ohne eigene Präsenz vor Ort sämtliche oder zumindest einzelne Rechte im Wege elektronischer Kommunikation ausüben können. Wenn man den Vorschlägen der Regierungskommission folgt, wird es in der Zukunft die Teilnahme an Hauptversammlungen per Internet und sogar unter Umständen Cyberspace-Hauptversammlungen geben. Die Stimmabgabe in die Hauptversammlung hinein, die man am Computer verfolgen kann, wird per Mausklick möglich sein. Auch vor dem Hintergrund der Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologie stellt sich folglich die Frage, ob das geltende Aktienrecht noch den modernen technischen Anforderungen und Möglichkeiten entspricht.

2.2.4 *Wettbewerb der Regelsysteme*

Ein weitere Ursache der aktuellen Diskussion lässt sich unter dem Stichwort „Wettbewerb der Regelsysteme in Europa“ zusammenfassen. Der Wettbewerb der Regelsysteme ist eine weitere Konsequenz der Globalisierung. Das geltende deutsche Aktienrecht hängt bislang der sogenannten „Sitztheorie“ an und verhindert dadurch, dass deutsche Unternehmen sich in einem anderen EU-Staat niederlassen können. Nach der Doktrin der Sitztheorie kann eine deutsche Gesellschaft ihren Sitz nicht ins Ausland, beispielsweise die Deutsche Bank nach London, verlegen. Die Gesellschaft würde bei Grenzübertritt aufgelöst. Umgekehrt wird bisher nach dieser Doktrin eine ausländische Kapitalgesellschaft, die ihren Sitz nach Deutschland verlegen will, hier nicht anerkannt. Zum Beispiel würde eine englische Limited Company als deutsche Offene Handelsgesellschaft mit der Folge persönlicher Haftung der Gesellschafter behandelt. Die Sitztheorie verhindert also traditionell Immigration und Emigration von Gesellschaften. Sie verhindert transnationale Sitzverlegungen und grenzüberschreitende Verschmelzungen. In dieser rigorosen Ausprägung, die eine Abschottung der nationalen Märkte in diesem Punkt selbst innerhalb der EU bewirkt, wird die Sitztheorie nicht haltbar sein.

In diesem Zusammenhang bleibt die anstehende Entscheidung des EuGH in Sachen „Überseering“ abzuwarten. In dem Verfahren geht es um folgendes Problem. Eine in den Niederlanden gegründete Gesellschaft, die nach

niederländischem Recht rechtsfähig ist, hat ihren tatsächlichen Verwaltungssitz nach Deutschland verlegt. Legt man die Sitztheorie zugrunde, ist die Gesellschaft nach deutschem Recht nicht rechts- und parteifähig, es sei denn, dass man sie einfach als Gesellschaft bürgerlichen Rechts oder Offene Handelsgesellschaft behandelt. Der BGH hatte im Ausgangsverfahren Zweifel, ob bei Anwendung der Sitztheorie gegen die in Art. 43 und 48 EGV garantierte Niederlassungsfreiheit verstoßen wird, wenn die nach niederländischem Recht statuierte Rechts- und Parteifähigkeit der Gesellschaft nach deutschem Recht beurteilt wird und dies dazu führt, dass der Gesellschaft die Rechts- und Parteifähigkeit versagt wird. Unter anderem diese Frage hat der BGH dem EuGH zur Entscheidung vorgelegt. Zu erwarten ist, dass der EuGH diese Zuzugsbeschränkung für einen Verstoß gegen die Niederlassungsfreiheit hält. Dies könnte dazu führen, dass in Zukunft ausländische Gesellschaften ihren Sitz nach Deutschland verlegen können. Die Unternehmen könnten dann in Zukunft aus verschiedenen Gesellschaftsrechtsordnungen die beste und passendste Rechtsform für sich auswählen. Die deutschen Unternehmensformen müssten sich in einem solchen Wettbewerb entweder bewähren oder, wie einst die Saurier, besser angepassten „Lebensformen“ weichen.

2.2.5 *Venture Capital Unternehmen*

Ein letzter Punkt, der zur aktuellen Diskussion Anlass gegeben hat, sind die Bedürfnisse wagniskapitalfinanzierter Unternehmen. Es gibt eine Studie zu der Frage, ob die spezielle Finanzierungsstruktur des US-amerikanischen Venture Capital-Modells (Wagniskapitalfinanzierungssystem) – ich nenne nur das Stichwort „Silicon Valley“ – sich nach deutschem Aktienrecht überhaupt umsetzen ließe. Im Rahmen dieser Studie kam unter anderem heraus, dass das deutsche Aktienrecht zahlreiche einengende Vorschriften enthält, die die Gestaltung einer Wagniskapitalfinanzierung für deutsche Unternehmen wesentlich aufwendiger machen. Auch das zeigt, dass unser Aktienrecht verbesserungsbedürftig ist.

Dies waren also die Anlässe und Ursachen, die zur Einsetzung der Regierungskommission geführt haben.

3. *Die Regierungskommission Corporate Governance*

3.1 *Zusammensetzung der Kommission*

Die Besetzung der Regierungskommission Corporate Governance spiegelt das Bemühen der Bundesregierung wider, Experten und Betroffene in eine Diskussion über Reformvorschläge einzubeziehen, um so eine größtmögliche Akzeptanz der Vorschläge zu erreichen. Mitglieder der hochrangig besetzten Kommission waren Fachleute aus Unternehmen sowie Vertreter der „Stakeholder“, aus Ministerien, aus Wissenschaft und Politik.

3.2 Die Beratungen der Kommission; Ausklammern der Mitbestimmung

Grundlage der Beratungen der Kommission waren die Stellungnahmen in- und ausländischer Sachverständiger und Interessenverbände zu einem von der Kommission im Sommer 2000 versandten Fragenkatalog. Die eingegangenen Stellungnahmen wurden ab Herbst 2000 unter Beteiligung externer Sachverständiger gesichtet und erörtert. Aus diesen Beratungen gingen die im Abschlussbericht enthaltenen knapp 150 Empfehlungen hervor, die von sämtlichen Kommissionsmitgliedern getragen wurden. Der Abschlussbericht ist als „Bericht der Regierungskommission Corporate Governance“ im Buchhandel und als Bundestagsdrucksache erschienen.

Bereits in der ersten Sitzung der Kommission wurde beschlossen, das Thema „Mitbestimmung“ von den Beratungen auszuklammern. Das erscheint auf den ersten Blick als großes Defizit des Berichts, weil Mitbestimmung auf die Unternehmenskontrolle durch den Aufsichtsrat Einfluss hat und deshalb von zentraler Bedeutung für Corporate Governance ist. Die Mitbestimmung wurde freilich nicht lediglich aus Zeitgründen und politischer Rücksichtnahme ausgeklammert, sondern vor allem in Anbetracht der in Fluss befindlichen internationalen Diskussion und Entwicklung, die abgewartet werden sollte (Neuregelung des niederländischen Modells; Entscheidungen des EuGH zur Sitztheorie, insbesondere in Sachen „Überseering“; Umsetzung der Mitbestimmungsrichtlinie für die Europäische Aktiengesellschaft).

Unabhängig davon wird das geltende deutsche Mitbestimmungssystem auf Dauer angepasst werden müssen. Das Mitbestimmungsgesetz von 1976 ist in einem anderen historischen Kontext vor einem nationalen Hintergrund geschaffen worden. Große deutsche Gesellschaften, das gilt auch für Holdinggesellschaften, beschäftigten ihre Arbeitnehmer und erwirtschafteten ihre Erträge damals überwiegend im Inland. Inzwischen hat sich das wirtschaftliche und politische Umfeld für deutsche Unternehmen völlig verändert. Die Deutsche Bank AG beispielsweise erwirtschaftet den Großteil ihres Umsatzes und Gewinns im Ausland. Sie beschäftigt in New York und London etwa genauso viele Arbeitnehmer wie in Frankfurt. Trotzdem dürfen nach den Bestimmungen des Mitbestimmungsrechts ausschließlich die in Deutschland beschäftigten Arbeitnehmer Vertreter in den Aufsichtsrat wählen. Diese rein nationale Regelung berücksichtigt die Besonderheiten des multinationalen Konzerns mit deutscher Konzernspitze nicht.

Die deutsche Mitbestimmung wird deshalb an den Kapitalmärkten negativ bewertet. Wenn ein institutioneller Investor in eine deutsche Gesellschaft investiert, wird er kritisch zur Kenntnis nehmen, dass der Aufsichtsrat dieser Gesellschaft zur Hälfte mit deutschen Arbeitnehmervertretern besetzt ist. Er wird deshalb davon ausgehen, dass Investitions- oder Stilllegungsentscheidungen in einem paritätisch besetzten deutschen Aufsichtsrat nicht ausschließlich unter dem Gesichtspunkt der ökonomischen Effizienz, sondern auch unter lokalen und politischen Gesichtspunkten, wie beispiels-

weise der Arbeitsplatzsicherung, entschieden werden. Das mag man aus nationalen Gründen unter dem Gesichtspunkt der Arbeitsplatzbeschaffung durchaus gutheißen. In der Sache bedeutet es aber, dass der ausländische Investor für die Aktie einer international tätigen Gesellschaft mit einem Aufsichtsrat, dessen Arbeitnehmervertreter ausschließlich aus Deutschland kommen, eine Risikoprämie verlangen wird.

Vor diesem Hintergrund ist auch die Drohung der Abwanderung der Konzernholdings in das mitbestimmungsfreie Ausland zu verstehen. Die Möglichkeit, in Zukunft eine Societas Europaea (S. E.) zu gründen, hilft insoweit nicht weiter. Die für die S. E. vorgesehene „Verhandlungslösung“ wird bei fehlender Einigung der beteiligten Gesellschaften auf die deutsche Mitbestimmung hinauslaufen. Auch in diesem Zusammenhang bleibt abzuwarten, wie der EuGH in Sachen „Überseering“ entscheiden wird. Es ist, wie gesagt, durchaus möglich, dass der EuGH die deutsche Sitztheorie im konkreten Fall als nicht mit der Niederlassungsfreiheit des EGV vereinbar ansieht. Käme es soweit, wäre es beispielsweise möglich, bei einem Zusammenschluss eines deutschen und eines niederländischen oder englischen Unternehmens eine mitbestimmungsfreie Holdinggesellschaft nach niederländischem oder englischem Gesellschaftsrecht zu gründen und deren Sitz nach Deutschland zu verlegen. Die Aktien der beteiligten Gesellschaften könnten dann in die neue Holdinggesellschaft eingebracht werden, an die bisherigen Aktionäre könnten Aktien der mitbestimmungsfreien Holding ausgegeben werden. Sollte der EuGH entsprechend entscheiden, dann würde sich im Hinblick darauf sogleich die weitere Frage stellen, ob Deutschland ein „Outreach Statute“ erlassen sollte, das die Mitbestimmungsregeln auf nach ausländischem Recht gegründete Gesellschaften mit Sitz in Deutschland erstrecken würde. Insoweit wäre freilich zu prüfen, ob eine solche Regelung ihrerseits mit dem EGV vereinbar wäre.

Langfristig führt deshalb wohl kein Weg daran vorbei, für bestimmte deutsche (Holding-)Gesellschaften, das heißt solche deutscher Rechtsform mit Sitz im Inland, die international tätig sind, die Ausgestaltung der Mitbestimmung zu überdenken. Die sonst bestehende Ungleichbehandlung könnte dazu führen, deutsche Unternehmen und deutsche Rechtsformen bei der Wahl einer Konzernholding systematisch zu benachteiligen. Insoweit lohnt ein Blick auf das „niederländische Modell“. Nach niederländischem Recht ist eine Gesellschaft von der Mitbestimmung befreit, wenn sie eine „internationale“ Gesellschaft ist. Das heißt, sie ist zwar eine Gesellschaft niederländischen Rechts mit Sitz in den Niederlanden, generiert aber einen Großteil ihres Umsatzes und beschäftigt überwiegend Arbeitnehmer im Ausland.

In der Frage der Mitbestimmung besteht also langfristig Bedarf nach rechtspolitischer Diskussion und Reform, auch wenn es richtig war, dies in den Beratungen der Regierungskommission Corporate Governance noch auszuklammern.

4. *Der Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*

Im Juli 2001 hat die Regierungskommission ihren Abschlussbericht mit dem Titel „Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts“ dem Bundeskanzler vorgelegt. Die Vorschläge sind in sechs Kapitel gegliedert: „Gesetzliche Regulierung und Corporate Governance“, „Pflichten und Befugnisse der Leitungsorgane Vorstand und Aufsichtsrat“, „Hauptversammlung, Aktionäre und Anleger“, „Rechtsfragen der Unternehmensfinanzierung“, „Moderne Informations- und Kommunikationstechnologien im Aktien- und Kapitalmarktrecht“ sowie „Rechnungslegung und Abschlussprüfung“. Das Bundeskabinett hat den Bericht gebilligt und beschlossen, die Vorschläge in vollem Umfang umzusetzen. Ein Teil der Vorschläge soll durch den Corporate Governance Kodex, auf den an späterer Stelle noch einzugehen ist, sowie durch das geplante Transparenz- und Publizitätsgesetz alsbald umgesetzt werden. An dieser Stelle können nur einige der nahezu 150 Empfehlungen der Regierungskommission dargestellt werden.

4.1 *Leitungsorgane*

Die Rechte und Pflichten des Vorstands und des Aufsichtsrats stehen im Zentrum der Corporate Governance-Debatte. In diesem Zusammenhang wird vor allem die Größe der Aufsichtsräte kritisch erörtert. Im internationalen Vergleich haben deutsche Aufsichtsräte zu viele Mitglieder. Im Bericht kommt zum Ausdruck, dass die Regierungskommission in diesem Punkt geteilter Meinung war und sich deshalb nicht zu einer einvernehmlichen Empfehlung entschließen konnte.

In einer mitbestimmten, großen DAX-Gesellschaft besteht der Aufsichtsrat oft aus zwanzig Personen: zehn Arbeitnehmer- und zehn Arbeitgebervertretern. In der Praxis tagt der Aufsichtsrat in der Regel zusammen mit dem Vorstand. Besteht dieser aus noch einmal fünfzehn Personen, nehmen an einer Sitzung 35 Personen teil. In einem Gremium dieser Größe ist eine effiziente Arbeit und eine sinnvolle Diskussion nicht möglich. Im Hinblick darauf ist die Bildung von Ausschüssen zu stärken, damit die Arbeit in kleineren Gremien gefördert wird. Ferner ist verstärkt auf die Expertise und die Unabhängigkeit der Mitglieder dieses Gremiums zu achten. An dieser Stelle setzt der Bericht der Regierungskommission an. Ein wichtiger Eckpfeiler ist die verbesserte Versorgung des Aufsichtsrats mit den für seine Arbeit notwendigen Informationen. Dies betrifft einerseits die Zusammenarbeit des Aufsichtsrats mit dem Vorstand, andererseits aber auch die Information des Plenums über die Arbeit der Aufsichtsratsausschüsse durch regelmäßige Berichterstattung sowie drittens die Kooperation mit dem Abschlussprüfer. Beispielsweise soll die Regelberichterstattung des Vorstands erweitert werden. Es soll eine Pflicht des Vorstands eingeführt werden, über die Umsetzung der Unternehmensplanung in der Vergangenheit zu informieren (sog. „follow up“). Der Vorstand soll seine Berichte künftig möglichst frühzeitig und in Textform erstatten und den Aufsichtsratsmitgliedern rechtzeitig vor

der Sitzung zuleiten. Wichtig ist auch die Empfehlung, dass der Gesetzgeber eine Verpflichtung in das Aktiengesetz aufnehmen soll, einen Katalog von Geschäften zu formulieren, die der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen. Weitere Vorschläge der Regierungskommission betreffen negative Anreize, durch die der Aufsichtsrat zu besserer Pflichterfüllung angehalten werden soll. Zu diesem Bereich gehört unter anderem eine verbesserte Durchsetzung der Haftung sowie eine verschärfte strafrechtliche Verantwortlichkeit beim Verrat von Geschäftsgeheimnissen. Diesen Teil unserer Empfehlungen hat der Gesetzgeber inzwischen bereits, in dem demnächst in Kraft tretenden Transparenz- und Publizitätsgesetz, umgesetzt. Zum Thema „Haftung der Leitungsorgane“ hat die Regierungskommission einige weitere Vorschläge gemacht, auf die noch zurückzukommen sein wird.

Die Empfehlungen der Regierungskommission für den Vorstand betreffen, neben der Zusammenarbeit mit dem Aufsichtsrat, positive und negative Anreize, die Einfluss auf die Tätigkeit des Vorstands haben können. An dieser Stelle kann ich nur auf den Punkt „Aktienoptionen und Offenlegung der Vorstandsgehälter“ eingehen. Die Transparenz der Vorstandsvergütungen ist ein sensibles Thema, das in letzten Wochen verstärkt die Medien beschäftigt hat. Regelungsdefizite bestehen vor allem hinsichtlich solcher Vergütungskomponenten, die eine langfristige Anreizwirkung haben wie beispielsweise Aktienoptionsprogramme, bei denen der Bezug von Aktien der Gesellschaft an das Erreichen bestimmter Erfolgsziele geknüpft ist. Die Bedeutung solcher Vergütungsformen hat in Deutschland zugenommen. Auf diese Weise sollte die Vergütung der Vorstände an, im Detail allerdings fragwürdige, internationale „Standards“ angepasst werden. Gegen solche erfolgsorientierten Vergütungen ist dem Grunde nach überhaupt nichts einzuwenden. Vor dem Hintergrund erfolgsorientierter Vergütung wird der Vorstand unternehmerische Entscheidungen völlig anders treffen als ein Vorstand, der nur ein Fixum erhält, da ersterer an einem steigenden Aktienkurs der Gesellschaft ein ganz anderes Interesse hat.

Allerdings wurde es bedauerlicherweise unterlassen, auch internationale Standards zur Offenlegung der Optionsbedingungen zu übernehmen. Die Aktien, die zur Erfüllung solcher Bezugsrechte erforderlich sind, können durch den Rückerwerb eigener Aktien oder durch eine bedingte Kapitalerhöhung bereitgestellt werden. Beides setzt einen Beschluss der Hauptversammlung voraus. Für eine sachgerechte Meinungsbildung der Aktionäre im Vorfeld der Hauptversammlung ist nun insbesondere die Kenntnis des Gesamtwerts der Bezugsrechte oder dessen Bandbreite unerlässlich. Deshalb hat die Regierungskommission der Kodex-Kommission empfohlen, als „best practice“ vorzusehen, dass der Vorstand bei Schaffung eines bedingten Kapitals oder einer Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien zur Bedienung von Aktienoptionen für Vorstände oder Mitarbeiter der Hauptversammlung über den Wert oder die Bandbreite des Werts eines solchen Programms berichtet. Die Kodex-Kommission hat diesen Vorschlag der Regierungskommission leider nicht übernommen.

Ein zweiter wichtiger Punkt ist, den Wert des Aktienoptionspakets in der Gewinn- und Verlustrechnung als Aufwand darzustellen. Außerdem sollten der Wert der bezogenen und ausgeübten Optionen, die Ausübungshürden, Laufzeiten und Haltefristen jährlich im Anhang des Jahresabschlusses oder des Geschäftsberichts veröffentlicht werden. Das geschieht bisher ebenfalls nicht, sollte aber für die Zukunft eingeführt werden. Um die Transparenz zu erhöhen, sollte außerdem künftig der „Mix“ der Vergütung der Vorstandsmitglieder offengelegt werden, das heißt in welchem Umfang sich die Vergütung durch ein Fixum, eine ergebnisabhängige Vergütung und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung zusammensetzt. Fragwürdig ist auch die im Kodex vorgesehene Regelung zur Fixierung von Erfolgszielen, da eine ausschließliche Bindung an die Entwicklung des Börsenkurses der eigenen Aktie der Gesellschaft zugelassen wird. Das beschwört die Gefahren der Belohnung von „Underperformance“, sogenannten „Windfall Profits“, des Versteckens von Risiken und des künstlichen „Pushen“ des Kurses herauf.

4.2 Aktionäre und Anleger

An Empfehlungen zum Thema „Aktionäre und Anlegerschutz“ kann ich nur einige Punkte hervorheben. Die Notwendigkeit, die aktienrechtliche Regulierung so anzupassen, dass in Zukunft die modernen Informations- und Kommunikationstechnologien stärker genutzt werden können, wurde bereits angedeutet. Unter anderem soll die Einberufung der Hauptversammlung über den elektronischen Bundesanzeiger möglich sein. Teilnahme an und Abstimmungen in der Hauptversammlung sollten mittels elektronischer Kommunikation ermöglicht werden.

Eine weitere Empfehlung, die hier nur kurz dargestellt werden kann, betrifft die sachgerechte Begrenzung von Auskunfts- und Anfechtungsrechten. Deutsche Hauptversammlungen dauern gelegentlich bis zu zwei Tagen und stellen damit einen Weltrekord auf. Amerikanische Hauptversammlungen werden im Gegensatz dazu in zwei Stunden durchgeführt. Das hängt unter anderem damit zusammen, dass die Aktionäre deutscher Aktiengesellschaften Fragen zu fast jedem Thema stellen können und dies auch tun. Die Vorstände sind auch sehr auskunftswillig, solange keine allzu kritischen Fragen gestellt werden. Die Regierungskommission hat einige Vorschläge unterbreitet, die zu einem effizienteren Ablauf der Hauptversammlung und zu einer sachgerechteren Ausgestaltung der Aktionärsbefugnisse führen sollen. Beispielsweise wurde, um die Hauptversammlung zeitlich zu entlasten und das Risiko der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen zu verringern, empfohlen, dass der Vorstand eine Information in der Hauptversammlung verweigern kann, die bis zum Ende der Hauptversammlung auf der Internetseite der Gesellschaft abrufbar ist und in der Hauptversammlung schriftlich ausliegt. Des Weiteren wurde vorgeschlagen, missbräuchliche Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse wirksamer als bisher auszuschließen. Beispielsweise können Anfechtungs-

klagen, die sich gegen Strukturmaßnahmen richten, zu schweren Nachteilen für die Gesellschaft führen, weil sich die Handelsregistereintragung regelmäßig durch die Klage verzögert.

Die Kommission hat außerdem eine Neuordnung des sogenannten „Spruchstellenverfahrens“ vorgeschlagen. Dabei geht es im wesentlichen um folgendes. Bei Strukturentscheidungen in der Gesellschaft, zum Beispiel im Falle einer Verschmelzung mit einer anderen Gesellschaft, bei Abschluss eines Konzernvertrages oder im Falle eines sogenannten „Squeeze-out“, werden Ausgleichs- oder Abfindungszahlungen fällig, welche die betroffenen Minderheitsaktionäre in einem besonderen Spruchstellenverfahren überprüfen lassen können. Diese Spruchstellenverfahren weisen große Defizite auf. Sie dauern im Durchschnitt in Deutschland zehn Jahre, in Einzelfällen, wie im Fall „Sinalco“, sogar 18 Jahre. In diesem Fall gab es eine Verfassungsbeschwerde. Das Bundesverfassungsgericht hat befunden, das Verfahren sei nicht verfassungswidrig, da kein Verstoß gegen den Justizgewährungsanspruch gemäß Art. 19 Abs. 4 GG vorliege. Das Bundesministerium der Justiz hat nunmehr auf die Empfehlungen der Regierungskommission hin bereits einen Referentenentwurf eines Gesetzes zur Neuordnung des Spruchstellenverfahrens vorgelegt, der allerdings noch überarbeitet und wohl erst in der nächsten Legislaturperiode verabschiedet werden soll.

4.3 Unternehmensfinanzierung

Im Bereich Unternehmensfinanzierung (Corporate Finance) hat die Regierungskommission eine Reihe von Empfehlungen vorgelegt. Unternehmensfinanzierung hängt zwar nicht direkt mit Corporate Governance zusammen, ist aber Teil der Vorschläge zur Modernisierung des Aktienrechts. Ziel dieser Vorschläge ist erstens die Deregulierung und Flexibilisierung der aktienrechtlichen Vorschriften zur Unternehmensfinanzierung, zweitens die stärkere Rücksichtnahme auf die besonderen Gestaltungsbedürfnisse von mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen, da einige Finanzierungsregeln solchen Unternehmen in Form der Aktiengesellschaft nicht ausreichend Rechnung tragen, sowie drittens die Übernahme in ausländischen Rechten erprobter neuer Finanzierungs- und Gestaltungsformen wie zum Beispiel „Contingent Shares“, „Tracking Stocks“ und „Redeemable Shares“. An dieser Stelle kann auf diese Empfehlungen der Regierungskommission nicht weiter eingegangen werden.

4.4 Unternehmenspublizität

Ein weiterer Bereich, zu dem die Regierungskommission Empfehlungen vorgelegt hat, betrifft die Unternehmenspublizität. Die Unternehmenspublizität erfolgt derzeit über mehrere Datensammlungen: das bei den Amtsgerichten geführte Handelsregister, den Bundesanzeiger, sonstige Gesellschaftsblätter, die Beteiligungsdatenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die Sammlung der Ad-hoc-Mitteilungen sowie

die Archivierung der Zwischenberichte bei den Börsen. Abgesehen davon ist die Unternehmenspublizität in Deutschland noch weitgehend dem Medium der Schriftlichkeit verhaftet. Diese Daten müssen im Interesse der Kostensenkung, der Erleichterung des Informationszugangs und der Transparenzsteigerung elektronisch erfasst werden. Möglichst zeitnah ist außerdem ein einheitlicher Zugang zu diesen elektronischen Dateien von einem einheitlichen Zugangportal aus zu schaffen, für das die Regierungskommission den Begriff „Deutsches Unternehmensregister“ verwendet hat. Dieses Zugangportal soll über elektronische Links den Weg zu den amtlichen, öffentlichen Unternehmensdateien eröffnen. In Zukunft muss es möglich sein, auf der Website „Deutsches Unternehmensregister“ oder „Elektronischer Bundesanzeiger“ abzufragen, welche Unterlagen bei welchem elektronischen Register geführt werden, und unmittelbar über Links zu diesen Datenbanken geführt zu werden. Im Vergleich zu ausländischen Systemen befindet sich Deutschland insoweit regulatorisch und technologisch im Rückstand.

4.5 Rechnungslegung und Abschlussprüfung

Durch den „Enron-Skandal“ ist erneut die Diskussion über die Unabhängigkeit der Abschlussprüfer aufgelebt. Ein Problem in diesem Zusammenhang liegt darin, dass heute alle großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften demselben Unternehmen sowohl die Abschlussprüfung als auch Beratungsleistungen aus einer Hand anbieten. Dies kann im Extremfall dazu führen, dass derjenige, der beide Leistungen erbracht hat, als Abschlussprüfer seine eigenen Beratungsleistungen prüfen muss. Darin liegt ein klassischer Interessenkonflikt, den bereits das geltende Recht untersagt. Zweitens ist bei Kombination von Abschlussprüfung und Beratungsgeschäft in einer Hand die Unabhängigkeit der Abschlussprüfer nicht mehr gewährleistet. Das trifft insbesondere dann zu, wenn die Honorare für Beratungsleistungen wesentlich höher sind als die Gebühren für das Abschlussprüfungsgeschäft. Deshalb ist Unabhängigkeit der Abschlussprüfer besser als bisher sicherzustellen, indem Lücken des geltenden Rechts beseitigt werden. Die Regierungskommission hat diesbezüglich empfohlen, dass sich der zur Wahl vorgesehene Abschlussprüfer in prüfungspflichtigen Gesellschaften dem Aufsichtsrat oder dessen Prüfungsausschuss gegenüber im Rahmen einer „Unabhängigkeitserklärung“ zu solchen Umständen zu äußern hat, welche die Besorgnis der Befangenheit begründen könnten. Dazu gehören auch Angaben über die Art der Vergütungen und die Vergütungen selbst aus Prüfungs- und Nichtprüfungsleistungen aus dem der Abschlussprüfung vorangegangenen Geschäftsjahr. Ferner soll nach Vorstellung der Regierungskommission der Aufsichtsrat im Rahmen seines Berichts an die Hauptversammlung über das Verhältnis der Vergütungen aus Prüfungs- und Nichtprüfungsleistungen berichten und erklären, ob nach seiner Auffassung die Unabhängigkeit in Zweifel zu ziehen ist. Und schließlich soll der Abschlussprüfer im Prüfungsauftrag verpflichtet werden, Gründe, die während der Durchführung des Prüfungsauftrages auftreten und die Besorgnis

der Befangenheit auslösen könnten, zum Beispiel die Annahme von Beratungsaufträgen seitens des Vorstands, sofort dem Aufsichtsratsvorsitzenden mitzuteilen. Entsprechende Bestimmungen hat die Cromme-Kommission in den Corporate Governance Kodex aufgenommen. Es bleibt abzuwarten, ob diese Maßnahmen ausreichen. Der Gesetzgeber wird aber wohl den Katalog der den Abschlussprüfern untersagten Geschäfte der internationalen Entwicklung anzupassen und enger zu fassen haben.

4.6 *Corporate Governance Kodex*

Eine zentrale Empfehlung der Regierungskommission war, eine repräsentativ besetzte Expertengruppe zu berufen, die einen Corporate Governance Kodex für börsennotierte Gesellschaften, der bereits mehrfach angesprochen wurde, entwickeln sollte. Schon bald nach Übergabe des Berichts der Regierungskommission wurde diese Empfehlung umgesetzt. Die im September 2001 von der Bundesministerin für Justiz einberufene „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ unter Vorsitz von Dr. Gerhard Cromme, Aufsichtsratsvorsitzender der ThyssenKrupp AG, hat einen Kodex erarbeitet, der im Februar 2002 der Öffentlichkeit vorgestellt worden ist.

Nach Vorstellung der Regierungskommission Corporate Governance soll der Kodex zwei Aufgaben erfüllen. Erstens soll die zwingende gesetzliche deutsche Unternehmensverfassung für deutsche Aktiengesellschaften in ihren Grundzügen dargestellt werden, um so vor allem ausländischen Investoren das deutsche Corporate Governance System verständlich zu machen. In angelsächsischen Ländern gibt es bekanntlich im Unterschied zum deutschen Modell keine „Two-Tier-Struktur“, also keine Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat. Es gibt das Verwaltungsratsmodell mit nur einem „Board“. International ist das deutsche Modell deshalb insbesondere für angelsächsisch geprägte Investoren schwer zu verstehen. Der Kodex soll diesen Defiziten abhelfen.

Die zweite Aufgabe des Kodex ist, den bisherigen Regulierungsansatz zu flexibilisieren. Das deutsche Aktienrecht ist aus Gründen des Anlegerschutzes weitgehend zwingendes Recht, von dem nicht durch die Satzung oder die Geschäftsordnungen abgewichen werden kann, es sei denn, dass das Gesetz es ausdrücklich zulässt. Dieses Modell hat zwar einen ökonomischen Vorteil: Es spart auf der Anlegerseite Informationskosten. Auf der anderen Seite hat dieses Regulierungsmodell den großen Nachteil, dass es im Grunde zu einer Zementierung der Verhältnisse führt. Regulierungen, die für die große Deutsche Bank AG vielleicht sinnvoll sind, machen eine kleine Leasinggesellschaft möglicherweise sehr unflexibel. Der Corporate Governance Kodex soll, ohne den gebotenen Anlegerschutz zu vernachlässigen, den Unternehmen insbesondere in Fragen der Führungsorganisation mehr Flexibilität geben. Diese Aufgabe wird verwirklicht, indem der Kodex Empfehlungen enthält, die Grundsätze guter Corporate Governance formulieren. Von diesen Grundsätzen sollen die Gesellschaften aber,

anders als von zwingenden aktienrechtlichen Vorgaben, abweichen dürfen, wenn sie dies öffentlich mitteilen und die Abweichung dem Kapitalmarkt erläutern. Es gilt das Prinzip des „entsprech oder erkläre“ („comply or explain“).

Wie werden diese Ziele verwirklicht? Der Kodex enthält drei Arten von Vorschriften. Erstens gibt er zwingende Vorschriften des Aktiengesetzes wieder. Diese Regelungen des Kodex haben nur informativen Charakter. Zweitens gibt es Soll-Vorschriften oder „Empfehlungen“, wie zum Beispiel in Ziffer 2.3.1. Dort heißt es: „Der Vorstand soll die vom Gesetz für die Hauptversammlung verlangten Berichte und Unterlagen einschließlich des Geschäftsberichts nicht nur auslegen und den Aktionären auf Verlangen übermitteln, sondern auch auf der Internet-Seite der Gesellschaft zusammen mit der Tagesordnung veröffentlichen.“ Drittens gibt es sogenannte „Anregungen“, wie etwa in Ziffer 2.3.4, wo es heißt: „Die Gesellschaft sollte den Aktionären die Verfolgung der Hauptversammlung über moderne Kommunikationsmittel (z. B. Internet) ermöglichen.“ Ein anderes Beispiel ist Ziffer 5.3.3: „Der Aufsichtsrat kann weitere Sachthemen zur Behandlung in einen oder mehrere Ausschüsse verweisen.“ Der Kodex enthält also die rein informative Wiedergabe zwingender Vorschriften; er enthält Empfehlungen („soll“); und er gibt Anregungen („sollte“/„kann“). Das innovative und zentrale Element des Kodex sind die Empfehlungen. Sie verwirklichen den Grundsatz des „entsprech oder erkläre“. Von den Empfehlungen, die nicht zwingend sind, können Vorstand und Aufsichtsrat einer börsennotierten Aktiengesellschaft nach ihrem Ermessen nämlich abweichen, müssen diese Abweichung dann aber offen legen und darstellen. Der Kodex versucht also, eine verbesserte Corporate Governance zu erreichen und dabei auf eine weitere zwingende Regulierung zu verzichten. Deshalb hat die Regierungskommission, soweit wie möglich, anstelle neuer zwingender gesetzlicher Bestimmungen Empfehlungen an die Kodex-Kommission gerichtet.

Das Transparenz- und Publizitätsgesetz, das in Kürze in Kraft treten wird, führt einen neuen § 161 Aktiengesetz ein, nach dem Vorstand und Aufsichtsrat einer börsennotierten Gesellschaft jährlich zu erklären haben, dass den vom Bundesministerium im amtlichen Teil des elektronischen Bundesanzeigers bekannt gemachten Empfehlungen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden. Diese Erklärung ist den Anlegern, zum Beispiel auf der Website der Gesellschaft, dauerhaft zugänglich zu machen. Diese gesetzliche Vorschrift verpflichtet Vorstand und Aufsichtsrat zwar zur Abgabe der entsprechenden Erklärung, nicht dagegen etwa diese Soll-Vorschriften einzuhalten. Sie ermöglicht vielmehr, dass eine Gesellschaft hiervon bei Bedarf auch abweichen kann. Eine Gesellschaft kann sogar soweit gehen, einen eigenen Hauskodex zu entwickeln und den Kodex der Regierungskommission überhaupt nicht anzuwenden. Zur rechtlichen Einordnung des Kodex ist anzumerken, dass er kein zwingendes Recht ist. Er ist vielmehr überhaupt kein

Recht. Er enthält lediglich Empfehlungen und Anregungen, die von der Gesellschaft entweder in die eigene Satzung, die Geschäftsordnung oder den Anstellungsvertrag des Vorstands integriert beziehungsweise implementiert werden oder auch nicht. Der Begriff „soft law“ wäre falsch, da der Kodex nur eine Regelung ist, die von einem verfassungsrechtlich nicht legitimierten Gremium entwickelt wurde. Man kann das als „best practice“ bezeichnen. Der Kodex wird erst durch die Übernahme in Satzungen, in Geschäftsordnungen oder in den Anstellungsvertrag bindend. Die Verpflichtung zur Abgabe der Compliance-Erklärung entsteht dagegen kraft Gesetzes, nämlich wenn das Transparenz- und Publizitätsgesetz voraussichtlich Ende Juli in Kraft tritt und der Kodex im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht wird. Vereinfacht lässt sich sagen, dass ab diesem Zeitpunkt für alle börsennotierten Aktiengesellschaften unter anderem die Verpflichtung zur jährlichen Abgabe der Compliance-Erklärung besteht.

Der Inhalt des Kodex kann an dieser Stelle nicht im einzelnen dargestellt werden. Im Mittelpunkt der Regelungen stehen Vorstand, Aufsichtsrat und das Zusammenwirken der beiden Organe. Ziffer 3.6 des Kodex regt beispielsweise an, dass in mitbestimmten Aufsichtsräten die Vertreter der Aktionäre und der Arbeitnehmer die Sitzungen des Aufsichtsrats jeweils gesondert, gegebenenfalls mit Mitgliedern des Vorstands, vorbereiten sollten. Umstritten ist die Regelung der Ziffer 3.7 des Kodex zum Verhalten des Vorstands und des Aufsichtsrats bei einem Übernahmeangebot. Bei einem öffentlichen Übernahmeangebot an die Aktionäre, wie im Fall Vodafone/Mannesmann, gebietet der Schutz der Aktionäre eigentlich, dass ausschließlich sie die Frage zu entscheiden haben, ob sie ihre Aktien veräußern wollen oder nicht, da das Angebot an sie gerichtet ist. Der Gesetzgeber sieht dies anders. Nach der jetzigen Regelung des Übernahmegesetzes können der mitbestimmte Aufsichtsrat und der Vorstand ein Übernahmeangebot auch gegen den Willen der Aktionäre verhindern. Der Kodex setzt an dieser verfehlten Entscheidung des Gesetzgebers an. In Ziffer 3.7 des Kodex heißt es unter anderem, dass der Vorstand in angezeigten Fällen eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen sollte, in der die Aktionäre über das Übernahmeangebot beraten und gegebenenfalls über gesellschaftsrechtliche Maßnahmen beschließen. Mehr als eine Anregung kann der Kodex in diesem Punkt nicht vorsehen.

5. *Ausblick*

Abschließend ist zu den künftigen Entwicklungen im Bereich Corporate Governance folgendes anzumerken. Bereits erwähnt wurde, dass nach Abgabe des Berichts der Regierungskommission Corporate Governance mit der ersten Stufe der Umsetzung sofort begonnen wurde, indem die Kodex-Kommission eingesetzt wurde. Die zweite Stufe, die zeitgleich anlief, wurde mit dem Entwurf eines Änderungsgesetzes zum Aktiengesetz, nämlich des Transparenz- und Publizitätsgesetzes, das demnächst in Kraft tritt, ebenfalls bereits umgesetzt. Schwerpunkt des Transparenz- und Publizitätsge-

setzes sind Änderungen des Aktienrechts. Das Transparenz- und Publizitätsgesetz implementiert mit § 161 AktG n. F. die Pflicht zur Abgabe der Compliance-Erklärung und greift einige weitere Vorschläge der Regierungskommission auf, die gesetzestechnisch einfacher Natur und rechtspolitisch nicht umstritten sind. Die bessere Information des Aufsichtsrats wurde bereits erwähnt, andere interessante Änderungen betreffen den Konzernabschluss. Die Änderungen werden demnächst in Kraft treten.

In der nächsten Legislaturperiode wird es eine dritte Stufe geben. Bereits angedeutet wurde das Vorhaben, ein Spruchverfahrensgesetz zu verabschieden, das die Missstände der aktuellen Regelung des Spruchstellenverfahrens beseitigen soll. Außerdem wird es auf die Vorschläge der Regierungskommission hin eine größere Aktienrechtsreform geben. Es bleibt zu hoffen, dass vor allem die ebenfalls schon angesprochenen Themen: vorsichtige Einschränkung des Auskunftsrechts und des Anfechtungsrechts der Aktionäre, einschließlich der Beschränkung missbräuchlicher Anfechtungsklagen, bessere Nutzung der Informations- und Kommunikationstechnologie, insbesondere durch Online-Teilnahme an der Hauptversammlung und Einrichtung des elektronischen Unternehmensregisters, das sich bereits im Aufbau befindet, aufgegriffen werden.

Dringend reformbedürftig ist ferner die in der Theorie zwar durchaus strenge Innenhaftung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, die aber in der Praxis regelmäßig versagt. Von extremen Ausnahmefällen abgesehen, nehmen sich Vorstand und Aufsichtsrat wechselseitig, in Vertretung der Gesellschaft, nämlich nicht auf Schadensersatz in Anspruch. Eine funktionierende Haftung der Organmitglieder ist aber wichtig, um Gesetzesverstöße sowie treuwidriges Verhalten von vorneherein abwehren zu können. Es geht weniger um einen Schadensausgleich ex post als vielmehr um einen negativen Anreiz ex ante. Es ist deshalb notwendig, eine effektive Möglichkeit zu schaffen, die Haftung auch durchzusetzen. In ausländischen Rechtssystemen, beispielsweise in den USA, kann jeder Aktionär in solchen Fällen im Namen der Gesellschaft klagen. Im deutschen Recht gibt es dagegen Schwellenwerte, die überschritten werden müssen, um eine solche Klage erheben zu können, die erheblich zu hoch sind. Sie werden den Verhältnissen einer Publikumsgesellschaft mit vielen Einzelaktionären nicht gerecht. Die Regierungskommission und zuvor bereits der Deutsche Juristentag haben deshalb vorgeschlagen, den für eine entsprechende Aktionärsklage erforderlichen Aktienbesitz von derzeit fünf Prozent des Grundkapitals oder mit einem Nominalwert von 500.000 Euro auf einen Anteilsbesitz in Höhe von einem Prozent des Grundkapitals oder mit einem Börsen- oder Marktwert von 100.000 Euro abzusenken. Gleichzeitig sollte der eigentlichen Klage ein Klagezulassungsverfahren vor dem Prozessgericht vorgeschaltet werden, um missbräuchliche Klagen zu verhindern.

Reformbedarf besteht aber auch bei der Außenhaftung der Organmitglieder. Die Vorkommnisse am Neuen Markt haben gezeigt, dass der Schutz der Anleger vor öffentlichen Falschinformationen durch eine börsennotierte

Gesellschaft beziehungsweise ihrer Leitungsorgane dringend verbesserungsbedürftig ist. Im internationalen Vergleich ist nach deutschem Recht die Haftung für falsche oder irreführende öffentliche Informationen mit erheblichen Mängeln behaftet. Dem Grunde nach wird nur für vorsätzliches Handeln gehaftet, das in einem Prozess praktisch nicht nachweisbar ist. Nach einem Vorschlag der Regierungskommission sollten künftig Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats einer börsennotierten Gesellschaft persönlich für vorsätzlich oder grob fahrlässig herausgegebene Falschinformationen des Kapitalmarkts haften, wenn dadurch der Anleger zu einem Kauf oder Verkauf veranlasst wurde und ihm deshalb ein Schaden entstanden ist. Gleichzeitig sollte die Haftung für grobe Fahrlässigkeit auf einen Höchstbetrag beschränkt werden, damit das Risiko abgrenzbar und versicherbar bleibt. Die Regelung sollte alle gesetzlich vorgeschriebenen Kapitalmarktinformationen erfassen (zum Beispiel Zwischenberichte, den Konzernabschluss oder Ad-hoc-Mitteilungen), aber auch sonstige für den Kapitalmarkt bestimmte wesentliche Informationen (Angaben im Geschäftsbericht, Auskünfte in der Hauptversammlung oder ähnliches).

Darüber hinaus ist aber auch prozessual ein effektiver Rechtsschutz unerlässlich. Die Regierungskommission hat deshalb empfohlen, einen Kollektivvertretungsmechanismus im Sinne einer zivilprozessualen Bündelung von Individualschadensersatzklagen zu schaffen. Das Gutachten für den nächsten Deutschen Juristentag spricht sich gleichfalls für eine solche Möglichkeit aus. Für diesen Vorschlag sprechen unter anderem die folgenden Gründe. Eine schadensverursachende Falschinformation des Kapitalmarkts wirkt sich in der Regel so aus, dass viele Einzelanleger einen jeweils überschaubaren Schaden erleiden. Die Summe der Einzelschäden kann aber einen erheblichen Gesamtbetrag ausmachen. Jeder Einzelkläger müsste sich einen eigenen Anwalt nehmen und selbst die erforderlichen Informationen beschaffen. Einzelklägern kommt auch nicht die Degression bei den Anwalts- und Prozesskosten zugute. Ein Kleinanleger wird auch das Prozessrisiko eher scheuen als ein Großanleger. Umgekehrt ist auch die Verteidigung gegen viele Einzelkläger für einen Beklagten ungleich schwieriger und aufwendiger als gegen einen Kläger. Auch die Justiz hätte Vorteile bei der Kostenverwaltung und bei der praktischen Durchführung, da ein Großverfahren die Gerichte weniger belastet als vielleicht mehrere hundert Kleinverfahren. Die individuelle Verfolgung von Massenschäden ist ineffizient und wesentlich teurer als die Verfolgung eines hohen Schadens durch einen Kläger. Nach dem Vorschlag der Regierungskommission soll künftig jeder Anleger bei dem zuständigen Prozessgericht beantragen können, dass das Gericht für die Anleger einen gemeinsamen Vertreter bestellt. Die Figur des gemeinsamen Vertreters ist dem deutschen Recht nicht fremd. Der bestellte Vertreter weist die Anleger öffentlich darauf hin, dass eine Klage beabsichtigt ist und dass Ansprüche bei ihm angemeldet werden können. Die Anmeldung erfolgt freiwillig. Bei Obsiegen wird die entsprechende Summe verteilt, bei Unterliegen teilen sich die beteiligten Anleger die Kosten.

Alle diese Vorschläge werden in Zukunft hoffentlich zu einem verbesserten Anlegerschutz in Deutschland führen, der internationalen Standards entspricht.

LITERATUR

- Baums, Theodor: Empfiehlt sich eine Neuregelung des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts, insbesondere der Klagemöglichkeiten von Aktionären? Gutachten F für den 63. Deutschen Juristentag, in: Verhandlungen für den 63. Deutschen Juristentag, Band I, Gutachten, München 2000.
- Baums, Theodor (Hrsg.): Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, Köln 2001.
- Fleischer, Holger: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, in: Verhandlungen für den 64. Deutschen Juristentag, Band I, Gutachten, München 2002.
- Hommelhoff, Peter; Lutter, Marcus; Schmidt, Karsten; Schön, Wolfgang; Ulmer, Peter (Hrsg.): Corporate Governance, mit Beiträgen von Theodor Baums, Walter Bayer, Wolfgang Bernhardt, Michael Hoffmann-Becking, Klaus J. Hopt, Friedrich Kübler, Jochem Reichert, Eberhard Schwark; Heidelberg 2002.
- Kollmann, Katharina: Aktuelle Corporate-Governance-Diskussion in Deutschland: Deutscher Corporate Governance Kodex der Regierungskommission sowie Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) – Wertpapier-Mitteilungen: Teil 4, Sonderbeilage Nr. 1, Frankfurt am Main 2003.