

### Freiwillige Regulierung zwischen Staat und Markt: Der Deutsche Corporate Governance-Kodex (DCGK)

Töller, Annette Elisabeth

Veröffentlichungsversion / Published Version

Zeitschriftenartikel / journal article

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

Verlag Barbara Budrich

#### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Töller, A. E. (2009). Freiwillige Regulierung zwischen Staat und Markt: Der Deutsche Corporate Governance-Kodex (DCGK). *der moderne staat - dms: Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management*, 2(2), 293-313. <https://doi.org/10.3224/dms.v2i2.03>

#### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-ND Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/deed.de>

#### Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC-ND Licence (Attribution-Non Commercial-NoDerivatives). For more information see:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0>

Annette Elisabeth Töller

# Freiwillige Regulierung zwischen Staat und Markt: Der Deutsche Corporate Governance-Kodex (DCGK)

### Zusammenfassung

Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion über die Managervergütung und die Vorstandshaftung betrachtet der Aufsatz den 2002 verabschiedeten und seither kontinuierlich weiterentwickelten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) als besonders interessantes Beispiel für freiwillige Regulierung. Dabei untersucht er die Regulierungsmuster, also die Art der Regulierung und ihre Verlinkung mit dem Gesetzesrecht, er fragt nach den Ursachen für die Verwendung freiwilliger (statt gesetzlicher) Regulierung, untersucht, inwiefern die Regelung tatsächlich im Schatten der Hierarchie oder des Marktes steht, und betrachtet schließlich den Erfolg der Regulierung. Letztlich geht es auch darum, ob und wie der Staat in solchen Arrangements in Erscheinung tritt.

*Schlagworte:* Corporate Governance-Kodex, Freiwillige Regulierung, Schatten der Hierarchie.

### Abstract

*Voluntary Regulation between State and Market: The German Corporate Governance Codex (DCGK)*  
In the context of the current discussion about manager's allowance and management's liability this paper deals with the German Corporate Governance Codex (DCGK), that has been adopted in 2002 and has been further developed ever since. This Codex is a very interesting example of voluntary regulation. The paper analyses the regulatory patterns, particularly the linking of the voluntary rules to the statutory law, it explores the reasons for the use of voluntary (instead of authoritative) regulation, it examines to what extent this arrangement actually stands in the shadow of the hierarchy or the market place, and it finally considers the success or failure of this arrangement. In the end it is also about the role that the state plays in such arrangements.

*Key words:* Corporate Governance Code, voluntary regulation, shadow of hierarchy

## 1. Einleitung<sup>1</sup>

Im Kontext der Finanzkrise wurde im Juli 2009 vom Deutschen Bundestag das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung verabschiedet (BGBl. 2009 I Nr. 50, 04.08.2009: 2509ff.), das u.a. den Bezug von Gehaltszuschlägen und Abfindungen für Vorstände börsennotierter Unternehmen sowie die Frage der persönlichen Haftung der Vorstände regelt. Diese Fragen werden gegenwärtig zugleich als wirtschaftspolitische Steuerungsinstrumente gedeutet und auch stellvertretend für Grundfragen der Gerechtigkeit in der globalisierten Wirtschaft behandelt. Beide Themen haben nicht nur gemeinsam, dass sie zu dem großen Regelungsfeld der Corporate Governance, also der Unternehmenskontrolle,

gehören, sondern auch, dass sie bis zur Verabschiedung des Gesetzes nur Gegenstand einer freiwilligen Regulierung, des Deutschen Corporate Governance Kodex, waren.

Der vorliegende Aufsatz betrachtet den 2002 verabschiedeten und seither kontinuierlich weiterentwickelten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) als besonders interessantes Beispiel für freiwillige Regulierung. In mindestens vier verschiedenen politik- und auch rechtswissenschaftlichen Diskussionskontexten befasst man sich heute mit solchen Handlungsformen, bei denen der Staat gerade *nicht* auf die ihm zu eigene Möglichkeit zurückgreift, kollektiv verbindliche Entscheidungen zu treffen und diese im Bedarfsfall auch unter legitimem Einsatz physischer Gewaltsamkeit durchzusetzen, sondern statt dessen mit Regelungsadressaten kooperiert und sich auf freiwillige Regulierungsformen einlässt: Erstens in den Staats- und Steuerungstheorien, die seit den 1980er Jahren thematisieren, dass der Staat eben nicht nur anordnet, sondern auch kooperiert (z.B. Ritter 1979; Offe 1987; Benz 1994); zweitens in der angelsächsisch inspirierten Diskussion über den Post Regulatory State, die sich mit Entwicklungsmustern und -möglichkeiten staatlicher Politik im Kontext der Modernisierung befasst (z.B. Black 2001; Scott 2004; Porter/Ronit 2006); drittens in der Governance-Diskussion (statt Vieler: Benz et al. 2007, Mayntz 2006: 12ff.); viertens schließlich in der (auch vergleichenden) Politikfeldanalyse, und hier insbesondere in der Umweltpolitikforschung (z.B. de Bruijn/Norberg-Bohm 2005), die mit kooperativen und freiwilligen Steuerungsformen auch Hoffnungen auf effektivere politische Steuerung verbindet (z.B. Grimeaud 2004).

Auch wenn die verbreitete Annahme, dass solche freiwilligen Regulierungsformen immer öfter zur Anwendung kommen, inzwischen deutlich in Frage gestellt wurde (z.B. Töller 2010), so kann man doch sagen, dass sie im Rahmen der Regulierung in Deutschland eine gewisse qualitative und quantitative Rolle spielen. Beispiele sind die Vereinbarungen zum Ausstieg aus der Verwendung gesundheits- oder klimaschädlicher Stoffe aus den 1970er und 1980er Jahren, der „Atomkonsens“ aus dem Jahr 2000, der Deutsche Corporate Governance-Kodex aus dem Jahr 2002 ebenso wie der Ausbildungspakt aus dem Jahr 2004 oder die Vereinbarung zum Raucherschutz von 2005.

Die Beispiele zeigen bereits, dass die Erscheinungsformen so vielfältig sind wie sie politikfeldspezifische Variationen aufweisen und unterschiedliche Bezeichnungen tragen: In der Umweltpolitik ist die Rede von Selbstverpflichtungen oder Vereinbarungen, in anderen Feldern spricht man von „Codes of Conduct“ oder auch von Pakten. Entsprechend wird auf konzeptioneller Ebene von den einen eher Bezug genommen auf das Konzept der kooperativen Politik, von den anderen eher auf das Konzept der gesellschaftlichen Selbstregulierung. Diese Unterschiede resultieren aber eher aus der Perspektive des Betrachters, als dass sie unbedingt auf objektive Unterschiede schließen lassen könnten (vgl. Schuppert 2007: 555f.). Vielmehr haben alle diese Regulierungsformen gemeinsame Grundmerkmale: Erstens entstehen sie immer aus der Interaktion zwischen gesellschaftlichen Akteuren (Firmen, Verbände, Gremien, in denen Wirtschaftsakteure vertreten sind) und staatlichen Akteuren. Zweitens ist es ihre Kerneigenschaft, dass diese Regeln freiwilliger Natur sind, sie also einerseits unter Mitwirkung und Zustimmung der Regelungsadressaten zustande kommen und andererseits auch die Befolgung der Regeln freiwillig ist, sie also gerade nicht durch die staatlichen Sanktionsmittel durchgesetzt werden können. Drittens ist diese Freiwilligkeit aber immer eine relative, denn die Regulierung steht entweder „im Schatten der Hierarchie“ (Töller 2008b) oder aber „im Schatten des Marktes“ (vgl. Gunningham/Rees 1997). Schließlich – viertens – ersetzen sie staatliche Regulierung nicht vollständig, sondern sind mit dieser auf unterschiedlichste Weise „verlinkt“,

es handelt sich also fast immer um Formen „hybrider Regelsetzung“ (*Schuppert 2007: 553*).

Der vorliegende Beitrag interessiert sich für Staatshandeln, wie es früher von den Steuerungstheorien analysiert und heute u.a. aus der Governance-Perspektive und von der Politikfeldanalyse thematisiert wird. Es geht in dem Beitrag nicht um die eigentliche Frage der Corporate Governance im Hinblick auf deren Wandel (siehe z.B. *Schuppert 2007*), etwa in Richtung einer Konvergenz auf das angelsächsische Modell (*Lütz/Eberle 2008*), die Frage einer guten Corporate Governance (*von Werder 2008*) oder um die Rolle der Corporate Governance im Gesamtkontext einer bestimmten Art der Marktwirtschaft (*Hall/Soskice 2001*). Vielmehr werden am Beispiel des DCGK die *Kernfragen freiwilliger Regulierung* aufgerollt: *warum* eigentlich es zu dieser freiwilligen Regulierung kam, *wie* sie mit autoritativen Regulierungen verbunden ist, *ob* sie – trotz fehlender Rechtsverbindlichkeit und Sanktionsmechanismen – Erfolg hat und *was* der Staat im Falle mangelnden Erfolgs oder schwindender politischer Unterstützung der Selbstregulierung „tun“ kann, um politisch definierte Ziele zu erreichen.

Zunächst wird in Abschnitt 2 das Regulierungsfeld der Corporate Governance kurz vorgestellt. In einem zweiten Schritt (Abschnitt 3) wird der Regulierungsprozess zwischen 2000 und 2002 nachgezeichnet. Abschnitt 4 skizziert den Regulierungsinhalt des Kodexes und zeigt auf, wie der Kodex mit bindendem Recht „verlinkt“ ist. In Abschnitt 5 wird analysiert, warum es zu dieser Regelung, insbesondere in der Form eines freiwilligen Kodexes, kam. Abschnitt 6 befasst sich mit der Frage des Erfolgs des DCGK, und in Abschnitt 7 wird anhand des Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetzes von 2005 gezeigt, was passiert, wenn der „Schatten der Hierarchie“ tatsächlich zum Einsatz kommt. Abschnitt 8 resümiert im Kontext der aktuellen Entwicklungen.

## 2. Regulierungsfeld und -kontext der Corporate Governance

Regelungen zur Corporate Governance befassen sich im weitesten Sinne mit der Führung von Unternehmen, und zwar besonders von börsennotierten Großunternehmen (*Eberle 2007: 378*). Dabei geht es insbesondere um Regeln für die Beziehungen zwischen Unternehmensleitung, Aktionären und Mitarbeitern, die u.a. im Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und auch im Arbeitsrecht zu finden sind (*Cioffi 2005: 4ff.; Eberle 2007: 379*). Man kann Corporate Governance im Deutschen mit dem Begriff der Unternehmenskontrolle bezeichnen (*Cioffi/Höpner 2006: 419*).

Die Diskussion hierzu in Deutschland steht in den letzten knapp 20 Jahren vor allem im Kontext der gravierenden Veränderungen in der Wirtschaft in Folge der Globalisierung, die u.a. durch das Wachstum nationaler und internationaler Kapitalmärkte, die Bedeutungszunahme von Finanzdienstleistungen und von institutionellen Investoren gekennzeichnet sind, eine Konstellation, die auch als „Finanzmarktkapitalismus“ bezeichnet worden ist (*Windolf 2005; Cioffi/Höpner 2006: 420*). In Deutschland, das als Prototyp der koordinierten Marktwirtschaft galt (*Hall/Soskice 2001*), führte diese Entwicklung nach allgemeiner Überzeugung zum Ende des „rheinischen Kapitalismus“ (*Streeck/Höpner 2003; Lütz 2002*). Zu dessen Charakteristika gehörte, dass die Arbeitnehmer an Unternehmensentscheidungen beteiligt wurden, die Firmengeschicke sich eher nach langfristigen (auch gemeinwohlbezogenen) Strategien statt kurzfristigen finanziellen Returns ausrichteten und die Firmen „geduldiges“ Kapital vor allem über die Großbanken bekamen,

die ihrerseits in den Aufsichtsräten der Firmen saßen und diese auch vor feindlichen Übernahmen schützten (Lütz 2002: 79ff.; Cioffi/Höpner 2006: 423ff.; Eberle 2007: 380). Damit einher gingen dünn ausgestattete Rechte der Minderheitsaktionäre, schwache Transparenzaufgaben und unterentwickelte Aktienmärkte (Cioffi/Höpner 2006: 424). Diese Strukturen wurden aber – bislang mit Ausnahme der Regelungen zur Mitbestimmung – im Laufe der 1990er Jahre mehr und mehr aufgebrochen (Streeck/Höpner 2003; Eberle 2007: 385ff.; Schuppert 2007: 548ff.). Ähnlich wie bereits seit den 1980er Jahren im angloamerikanischen System, erhielten nun (individuelle und institutionelle) Aktionäre als „Shareholder“ eine wachsende Bedeutung als Kapitallieferanten auch für deutsche Firmen, womit zugleich aber ein (eben von manchen auch sehr kritisch gesehener) Wandel der Unternehmenspolitik hin zu einer kurzfristigen Orientierung am „Shareholder Value“ einherging (vgl. von Werder 2005: 12; Eberle 2007: 386).

Zum Hintergrund der Corporate Governance-Regulierung in Deutschland gehört aber auch das „angeschlagene“ Image der Wirtschaft infolge von Fällen von Missmanagement, Bilanzfälschung und Firmenpleiten, die sich in den 1990er Jahren etwa in den Fällen Holzmann oder Enron materialisierten (Cioffi 2005: 1; Rucht 2007: 135).

In Reaktion auf diese Entwicklungen wurden im Laufe der 1990er und in den frühen 2000er Jahren mit der Erarbeitung von Corporate Governance-Kodizes drei Ziele verfolgt: Erstens sollte das innerbetriebliche Management von Firmen optimiert werden, insbesondere im Hinblick auf die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats. Zweitens ging es um die Verbesserung der Transparenz v.a. im Hinblick auf ausländische Kapitaleigner, die auf eine Annäherung an angloamerikanische Standards drängten (Rucht 2007: 135f.). Drittens schließlich ging es auch um die (Wieder-) Gewinnung des Vertrauens von Konsumenten und der allgemeinen Öffentlichkeit in die Unternehmensführung im Allgemeinen (Cioffi 2005: 1; Rucht 2007: 135). Dieser Aspekt spielt gerade im Kontext der aktuellen Situation eine besondere Rolle.

Auch wenn in Deutschland viele Aspekte der Corporate Governance schon lange gesetzlich geregelt waren (BT-Drs. 14/7515: 28, s.u.), führte die Entwicklung der vergangenen Jahre hier und in vielen anderen Ländern zu einer Verbesserung des rechtlichen Schutzes von Aktionären. Insgesamt wurde der Staat – paradoxerweise in Reaktion auf die Deregulierung der Finanzmärkte – gestärkt (Cioffi 2005: 2); die aktuelle Entwicklung geht noch stärker in diese Richtung. Insofern ist die hier betrachtete Entstehung des Corporate Governance-Kodex als ein Element eines größeren Regulierungsmusters zu sehen, das insgesamt durch eine Zunahme und Veränderung gesetzlicher Regulierung, eine Europäisierung der Regelung und eben *auch* die Entstehung privater Regulierung gekennzeichnet ist.

Die *rechtliche* Neuregelung der Corporate Governance in Deutschland erfolgte im Laufe der 1990er Jahre insbesondere durch das Gesetz zum Wertpapierhandel von 1994 und eine Reihe weiterer Gesetze zwischen 1997 und 1998 (u.a. das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich von 1998), die Schaffung des Bundesaufsichtsamtes für Wertpapiere 1995 sowie die Schaffung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2002 und das 4. Finanzmarktförderungsgesetz von 2002 (Cioffi 2005: 26; Lütz 2002: 245f., Lütz/Eberle 2008: 380f.). Diese Regulierungen markierten zum einen eine „Rückholung“ des Staates in den bis dahin stark selbstregulativ geregelten Sektor (Lütz 2002: 239), zum anderen waren viele neue Regelungen durch die Vorgaben europäischer Politik (vor allem die Harmonisierungsbestrebungen im Bereich des Finanzmarkt- und Gesellschaftsrechts sowie im Bereich der Rechnungslegung und -prü-

fung, aber auch durch verschiedene EuGH-Urteile v.a. zu den vier Grundfreiheiten) beeinflusst bzw. veranlasst (z.B. *Lütz* 2002: 234ff.; *Hopt* 2005: 22f., *Donelly* 2008).<sup>2</sup>

Neben der gesetzlichen Regelung verschiedener Aspekte der Unternehmensführung in vielen Ländern kann man in den vergangenen zehn Jahren eine bemerkenswerte *Proliferation von nicht-gesetzlichen Regulierungen* in Form von Corporate Governance-Kodizes beobachten (z.B. *Borges* 2003: 509ff.; *von Werder* 2005: 12f.). Diese unterscheiden sich sowohl hinsichtlich ihrer Autorenschaft als auch hinsichtlich ihres Geltungsbereichs: Als Autoren treten einzelne Unternehmen oder Unternehmensgruppen auf, institutionelle Anleger, Börsen und Aufsichtsbehörden, Fachorganisationen (so die Principles of Corporate Governance des American Law Institutes, *Borges* 2003: 510) und auch internationale Organisationen. Hierzu gehören etwa die Grundsätze der Corporate Governance der OECD von 1999 und die Guidelines für Corporate Governance der Commonwealth Association for Corporate Governance von 1999 (*Borges* 2003: 510; BT-Drs. 14/7515: 28). Die im EU-Kontext eingesetzte Winter-Group hingegen verzichtete 2002 auf die Formulierung eines europäischen Corporate Governance-Kodexes und empfahl die Bildung nationaler Kodizes (*Borges* 2003: 511).

Die Entwicklung *nationaler* Corporate Governance-Kodizes begann in Großbritannien, wo der Cadbury-Report von 1992 einen „Code of Best Practice“ formulierte, der wiederum die Basis für den „Combined Code“ darstellte, den die Londoner Börse 1998 beschloss (*Cadbury* 2006: 20ff.). Dies stellte in gewisser Weise ein Vorbild für andere Länder dar, auf das man sich auch im deutschen Regulierungsprozess bezog. Auch in anderen europäischen Ländern (Niederlande, Schweiz, Österreich) wurden zunächst Berichte zur Corporate Governance erstellt und dann freiwillige Corporate Governance-Kodizes erarbeitet, die u.a. hinsichtlich ihres Inhaltes und des Ausmaßes an Formalisierung stark variieren (*Rucht* 2007: 134).

Dem Regulierungsprozess in Deutschland ging wiederum die Aktivität zweier privater Regelungsinitiativen voran: Der Code of Best Practice wurde im Januar 2000 von der sogenannten Grundsatzkommission Corporate Governance vorgelegt, einer privaten Initiative mit Vertretern aus Wissenschaft und Praxis; im Juni 2000 wurde der German Code of Corporate Governance vom sogenannten Berliner Initiativkreis vorgelegt, einer Gruppe von Professoren und Praktikern (*Borges* 2003: 511; *Ringleb* 2005: 14; BT P1Pr 14/231: 23051ff.).

### 3. Regulierungsprozess

Die Entstehung des Deutschen Corporate Governance-Kodex unterscheidet sich von kooperativen und selbstregulativen Arrangements in anderen Politikfeldern in Deutschland insofern, als er nicht von Verbänden initiiert oder zwischen Verbänden oder Konzernen und der Regierung ausgehandelt, sondern von einer Regierungskommission erarbeitet wurde. Regierungskommissionen legen üblicherweise mehr oder weniger konkrete Vorschläge für *gesetzliche* Regelungen vor (*Siefken* 2006). Der Entstehungsprozess des DCGK stellt insofern eine Hybrid-Form zwischen beiden Verfahren dar, denn hier waren gleich zwei sogenannte Regierungskommissionen beteiligt.

Mit der ersten Kommission war von Seiten der Bundesregierung vor allem intendiert, bei der Wirtschaft ein Bewusstsein für die Notwendigkeit einer Verregelung der Corporate Governance zu erzeugen. Noch Ende der 1990er Jahre waren die Vertreter der Wirt-

schaft hinsichtlich dieser Regelungsansprüche eher zurückhaltend: Während einige wenige Top-Manager (in der Tendenz aus international agierenden Unternehmen) einer Corporate Governance-Regelung nach angelsächsischem Vorbild prinzipiell positiv gegenüberstanden, sahen die meisten Wirtschaftsvertreter lange Zeit schon in der Diskussion eine Zumutung (Cioffi 2005: 25; Rucht 2007: 137, 143).<sup>3</sup>

Die Wirtschaftsvertreter akzeptierten letztlich die Einsetzung einer Regierungskommission in der Hoffnung, damit eine autoritative Regulierung abwenden zu können (Rucht 2007: 137f.). Dieser „Schatten der Hierarchie“ blieb aber zum Regelungszeitpunkt eher diffus: Überlegungen zur gesetzlich verpflichtenden Offenlegung der Vorstandsbezüge (wie zum Regelungszeitpunkt gerade in Großbritannien eingeführt) oder zur Schaffung einer Begrenzungsmöglichkeit für Aktienoptionen waren zu diesem Zeitpunkt allenfalls sehr allgemeiner Art, auch wenn retrospektiv der Vorsitzende der DCG-Kommission resümiert, das Ministerium habe „die zügige Selbstregulierung der Wirtschaft insbesondere in Bezug auf die individualisierte Offenlegung der Vorstandsbezüge und die Schaffung einer Begrenzungsmöglichkeit für Aktienoptionen gewürdigt und betont, dass damit bereits angedachte gesetzgeberische Schritte gegenstandslos würden“ (Cromme, zitiert bei Rucht 2007: 138).

### 3.1 Die Baums-Kommission

Wie häufig bei der Entwicklung von Policies wurde die generelle Problematik der Unternehmensführung und -kontrolle durch ein eher punktuell Ereignis auf die politische Agenda gebracht: den drohenden Konkurs des Baukonzerns Holzmann 1999. Erklärermaßen in Reaktion hierauf setzte Bundeskanzler Schröder im Mai 2000 die sogenannte Baums-Kommission als „Regierungskommission Corporate Governance“ ein (BT-Drs. 14/7515: 3). Mitglieder der 23-köpfigen, von der Regierung zusammengesetzten Baums-Kommission waren neben Wirtschaftsvertretern und Wissenschaftlern vier Vertreter der Regierung, zwei Bundestagsabgeordnete und drei Gewerkschaftsvertreter (BT-Drs. 14/7515: 4).

Der Auftrag an die Kommission war es, sich „aufgrund der Erkenntnisse aus dem Fall Holzmann [...] mit möglichen Defiziten des deutschen Systems der Unternehmensführung und -kontrolle zu befassen“ und Empfehlungen zu erarbeiten, „wie das deutsche System der Corporate Governance an die rasanten wirtschaftlichen und technologischen Veränderungen angepasst werden kann“ (BT-Drs. 14/7515: 3). Dabei sollte es auch um eine „Neujustierung des Verhältnisses von staatlichem Ordnungsrahmen und Instrumenten der Selbstregulierung“ gehen (BT-Drs. 14/7515: 3). Die Regierung gab der Kommission einen Fragenkatalog vor, der neben einer Vielzahl inhaltlicher Fragen auch die Regelungsform, mithin die Frage der Erforderlichkeit, Praktikabilität und Gestaltung eines „Code of Best Practice“ betraf (BT-Drs. 14/7515: 237f.).

Nach der umfangreichen Konsultation von rund 80 in- und ausländischen Sachverständigen und 20 Sitzungstagen legte die Baums-Kommission im Juli 2001 ihren Bericht vor (BT-Drs. 14/7515). Die Kommission spricht sich in ihrem Bericht für die Erarbeitung eines Corporate Governance-Kodexes für börsennotierte Unternehmen mit freiwilligem Charakter aus, der aber über eine Entsprechens-Erklärung (s.u.) abgesichert werden soll (BT-Drs. 14/7515: 14ff.). Als wesentliches Argument für diese *freiwillige* Regulierungsform nennt die Kommission den größeren Spielraum „für notwendige Differenzierungen“

sowie die leichtere Anpassbarkeit des Regelwerks (BT-Drs. 14/7515: 26). Jenseits des Governance-Kodexes empfahl die Kommission einige gesetzliche Maßnahmen, so eine zivilrechtliche Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern börsennotierter Gesellschaften für vorsätzliche oder grob fahrlässige Falschinformationen (BT-Drs. 14/7515: 86, Rz. 186ff.) sowie (einer Empfehlung des Deutschen Juristentages folgend) die Verbesserung des Klagerechts für (Klein-) Aktionäre (BT-Drs. 14/7515: 51ff., Rz. 71). Das Thema der „Einschränkung oder Erweiterung der Mitwirkungsbefugnisse der Arbeitnehmer und ihrer Vertretungen“ blieb hingegen explizit ausgeklammert (BT-Drs. 14/7515: 5).

### 3.2 Die Cromme-Kommission

Im September 2001 setzte die damalige Justizministerin Däubler-Gmelin die zweite Kommission ein, die „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance-Kodex“, deren Auftrag konkret in der Erarbeitung eines freiwilligen Regelwerkes bestand. Auf Initiative des BDI übernahm Gerhard Cromme, langjähriger Thyssen-Vorstand, den Vorsitz. Die 13 Kommissions-Mitglieder waren bzw. sind Spitzenmanager sowie ein Gewerkschaftsvertreter, ein Börsenvertreter und zwei Ökonomie-Professoren.<sup>4</sup> Vertreter staatlicher Institutionen, die noch ein Viertel der Baums-Kommission ausmachten, finden sich in der Kodex-Kommission nicht.<sup>5</sup>

Wichtigste Auflage für ihre Arbeit war, dass bei der Ausarbeitung des Kodexes keine Regelung beschlossen werden sollte, die eine Änderung der geltenden Gesetze erforderlich gemacht hätte (*Ringleb* 2005: 16). Aufgabe sollte vielmehr sein, „im Rahmen des geltenden Rechts gesetzlich eröffnete Handlungsspielräume zu konkretisieren und Vorschläge zu ihrer Ausführung zu machen“ (*Ringleb* 2005: 18). Dies zielte insbesondere auf die dualistische Unternehmensverfassung mit Vorstand und Aufsichtsrat und auf die Mitbestimmung der Arbeitnehmer ab (Börsen-Zeitung 13.03.2001, 14.07.2001). Die Kommission arbeitete in Arbeitsgruppen, die Vorschläge für die Plenarsitzungen der Kommission erarbeiteten, und nahm auch zwei Anhörungen vor (*Ringleb* 2005: 20). Inhaltlich orientierte sie sich weitgehend an den Vorgaben der Baums-Kommission, auch wenn sie an deren Vorschläge nicht gebunden war (*Ringleb* 2005: 17).

Nach nur drei Monaten stellte die Kommission im Dezember 2001 einen ersten Entwurf für einen Corporate Governance-Kodex vor (Börsen-Zeitung 18.12.2001) und übergab diesen im Februar 2002 offiziell der Bundesministerin der Justiz (Börsen-Zeitung 12.02.2002). Im April wurde der Kodex im Zusammenhang mit der mit ihm einhergehenden Änderung im Aktiengesetz (§ 161 AktG, s.u.) im Bundestag beraten (BT PIPr 14/231: 23051) und trat im Juli 2002 in Kraft (BGBl. 2002 I Nr. 50, 25.07.2002: 2681ff). Am 30. September 2002 wurde der DCGK im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht und erhielt so eine Art staatliche Autorisierung, wenngleich der Staat an seiner Entstehung nur indirekt – über die Einsetzung der Kommission – beteiligt war.

In der öffentlichen Diskussion überwog Anerkennung für das Regelwerk. Die Einschätzung etwa, der Kodex berge zahlreiche „Konfliktfelder“ (Focus-Money 28.02.2002), ist für eine freiwillige Regulierung, der gerne vorgeworfen wird, sie gehe nicht über das ohnehin Praktizierte („business as usual“) hinaus, durchaus eine Anerkennung. Kritische Positionen bemängelten u.a., dass das Thema Mitbestimmung, etwa die Anzahl der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat, ausgeklammert geblieben war (z.B. die Welt 26.02.



2002; Börsen-Zeitung 27.02.2002; 14.03.2002). Die Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre kritisierte den Kodex aufgrund seines freiwilligen Charakters (Börse Online 28.02.2002). Auch wurde die Differenzierung in Empfehlungen und Anregungen (s.u.) bemängelt (Börsen-Zeitung 27.02.2002). In der wissenschaftlichen Diskussion ist der Kodex inzwischen als „Meilenstein“ hin zu einer Konvergenz auf das angelsächsische Modell der Corporate Governance charakterisiert worden (Lütz/Eberle 2008: 380).

Wie sich bereits im Bericht der Baums-Kommission gezeigt hat, steht der DCGK in einem komplexen regulativen Kontext. So hatte ja schon die Baums-Kommission neben der Erarbeitung eines Kodexes auch die Stärkung der Position von Aktionären sowie die verstärkte Haftung der Vorstände gefordert. Hier fiel die Bilanz eher gemischt aus. Einerseits wurde das Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz, das die Durchsetzbarkeit von Schadensersatzansprüchen von geschädigten Kapitalanlegern verbessert, im August 2005 verabschiedet (BGBl. 2005 I Nr. 50, 19.08.2005). Andererseits wurde der bereits im Herbst 2004 vom Finanzministerium vorgelegte Entwurf für ein Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz (Focus-Money 44/2004), mit dem die seit 2002 diskutierte verstärkte Haftung von Vorständen geregelt werden sollte, nach politischer Intervention der Wirtschaft nicht verabschiedet (Handelsblatt 26.05.2005).

## 4. Regulierungsinhalt des DCGK und „Verlinkung“ mit dem Recht

Der Kodex enthält drei verschiedene Kategorien von Regeln: erstens Empfehlungen, also Regeln, die eingehalten werden *sollen*, zweitens Anregungen, also Regeln, die eingehalten werden *sollten* oder *können*, sowie drittens bestehende rechtliche Regeln, die lediglich affirmativ erwähnt werden (DCGK 2008: 2). Im Folgenden werde ich mich weitgehend auf die *Empfehlungen* konzentrieren, die den regulativen Kern des Regelwerks darstellen (nur hierfür gilt auch die Pflicht zur Erklärung, s.u.).

### 4.1 Die Kodex-Regelungen

In insgesamt sechs Abschnitten enthält der Kodex Empfehlungen zu einer Reihe von Themenbereichen. Der ursprüngliche, 2002 beschlossene Kodex enthielt noch um die 50 Empfehlungen, später wurden es 72 Empfehlungen, und der aktuelle Kodex von 2008 enthält 84 Empfehlungen sowie 19 Anregungen. Dabei gibt es eine Reihe von Regeln (s.u.), die zunächst als Anregungen formuliert und später in Empfehlungen umgewandelt wurden.

Der Abschnitt über Aktionäre und Hauptversammlung (Abschnitt 2) enthält u.a. die Empfehlung, dass jede Aktie nur eine Stimme gewähren, es also keine „Golden Shares“ geben soll (2.1.2) und dass die Gesellschaft die Einberufung zur Hauptversammlung auf elektronischem Wege übermitteln soll (2.3.2). Der Abschnitt über das Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat (Abschnitt 3) enthält u.a. die Empfehlungen, dass D&O-Versicherungen (Vermögensschadenshaftpflichtversicherungen) für Vorstand und Aufsichtsrat einen „angemessenen Selbstbehalt“ vorsehen sollen (Abschnitt 3.8).<sup>6</sup>

Der Abschnitt über den Vorstand (Abschnitt 4) enthält Regeln insbesondere hinsichtlich der Vergütung von Vorstandsmitgliedern (4.2.3). Die Begrenzung von Abfindungen auf zwei Jahresvergütungen sowie weitere Begrenzungen (Abschnitt 4.2.3 Absatz 4 und

5) waren 2007 als Anregung eingeführt und 2008 in Empfehlungen umgewandelt worden (DCGK 2008). Ebenfalls seit 2008 ist die Rolle des Aufsichtsrates hierbei gestärkt, der nun das Vergütungssystem für den Vorstand und die wesentlichen Vertragselemente beschließen und regelmäßig überprüfen soll (4.2.2). Auch sollen Vorstandsmitglieder Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber offen legen (4.3.4).<sup>7</sup>

Bei den Regeln über den Aufsichtsrat (Abschnitt 5) geht es insbesondere um die Sicherung der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats. So sollen Wahlen zum Aufsichtsrat als Einzelwahlen durchgeführt werden (5.4.1, Satz 1), und der Wechsel des Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat „soll nicht die Regel sein“ (5.4.4). Niemand soll mehr als fünf Aufsichtsratsmandate wahrnehmen (5.4.5). Gemessen an angelsächsischen Standards behandelte der DCGK die Frage der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats damit eher vorsichtig und selektiv (Lütz/Eberle 2008: 382).

## 4.2 Verlinkung mit dem Aktienrecht

Für die gerade beschriebenen Regeln mit Empfehlungscharakter wurde durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz vom Juli 2002 (BGBl. 2002 I: 2681) ein neuer § 161 in das Aktiengesetz eingeführt: Demnach müssen Vorstand und Aufsichtsrat jährlich eine Entsprechenserklärung darüber abgeben, ob die Regeln des DCGK in Zukunft beachtet werden sollen und ob sie in der Vergangenheit eingehalten worden sind.

Nicht zum ersten Mal hat hier „der Staat“ versucht, eine freiwillige Regulierung mit einer gesetzlichen Regulierung zu verlinken. Spektakulärstes, aber letztlich gescheitertes Beispiel ist die Verpackungsverordnung von 1991, die für Hersteller und Handel eine individuelle Rücknahmepflicht von Verpackungen vorsah, von der diese sich aber durch den Aufbau eines kollektiven Rücknahmesystems befreien konnten (so erfolgt durch den Aufbau des DSD, Töller 2010). Betrachtet man das Vorbild für diese Verlinkung des Kodexes mit dem Aktiengesetz, den britische Combined Code, dann zeigt sich, dass die deutsche Verlinkung des freiwilligen Kodexes doch eher halbherzig ausgefallen ist: zum einen muss in der britischen Variante von den Firmen nicht nur ausgeführt werden, ob der Kodex eingehalten wird, sondern es muss auch begründet werden, *warum* bestimmte Regeln *nicht* eingehalten werden (Borges 2003: 524).<sup>8</sup> Zum anderen machen in der britischen Konstellation weitere Institutionen die Einhaltung des Kodexes zur Bedingung: Die Londoner Börse verlangt von börsennotierten Gesellschaften die Einhaltung des Combined Codes<sup>9</sup>, und die 2000 eingesetzte Financial Services Authority macht Informationen über die Einhaltung des Combined Codes ebenfalls zur Bedingung für die Börsennotierung (Borges 2003: 525). In Deutschland hingegen spielt die Erklärung weder eine Rolle bei der Börsenzulassung noch ist sie Gegenstand der Kontrolle durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Nowak et al. 2005: 258). Der Vorsitzende der ersten Kommission, Theodor Baums, hatte eine solche Verlinkung für Deutschland schon früh ausgeschlossen, da die Börsen in Deutschland personell nicht gerüstet seien, um die Anerkennung des Kodexes zu überprüfen (Börsen-Zeitung 13.03.2001).

## 5. Gründe für das Zustandekommen des DCGK

Untersucht man, warum es zu einer freiwilligen statt einer gesetzlichen Regelung kam, dann spielen Akteursinteressen eine wichtige Rolle. Im Hinblick auf die Motivationslage von Wirtschaftsakteuren (i.e. Firmen und ihre Verbände) ist u.a. im Kontext umweltpolitischer Regulierung argumentiert worden, dass diese nicht, wie häufig angenommen wird, grundsätzlich gegen eine Regulierung sein müssen. Vielmehr gibt es eine Reihe von Konstellationen, in denen eine Regulierung der Wirtschaft prinzipiell in deren Interesse liegen kann, etwa wenn die Regulierung hilft, Märkte abzuschotten oder in den Firmen interne Optimierungsziele zu erreichen (*Stigler* 1971: 5). Analog ist im Fall des DCGK argumentiert worden, dass die betroffenen börsennotierten Unternehmen ein Interesse daran haben dürften, ihre Unternehmensführung zu verbessern, in der Hoffnung, dass der Kapitalmarkt dies „belohnen“ würde (*Nowak et al.* 2005). Zudem hatten jedenfalls die im BDI vertretenen großen Konzerne auch das Ziel, mit einer Regelung die Unübersichtlichkeit zu beenden, die durch das Aufkommen mehrerer privater Regulierungsinitiativen entstanden war (*Börsen-Zeitung*, 1.2.2001; *Rucht* 2007: 143; *Lütz/Eberle* 2008: 381).

Haben allerdings Wirtschaftsakteure die Wahl zwischen einer gesetzlichen und einer freiwilligen Regulierung, dann wird allgemein angenommen, dass diese einer rechtlich unverbindlichen Regulierung den Vorzug geben würden. Auch dies wird durch den Verhandlungsprozess des DCGK bestätigt. Vor allem der Cromme-Kommission ging es sehr deutlich um die Abwendung einer gesetzlichen Regulierung (*Rucht* 2007: 136). Die genaue Natur „drohender“ gesetzgeberischer Optionen bleibt aber, wie bereits erwähnt, insgesamt unklar. Zwar hatte die Baums-Kommission eine Reihe auch gesetzlicher Maßnahmen vorgeschlagen. So sprach die Regierung nach Vorlage des Berichts noch von einem geplanten „Dreiklang“ aus Corporate Governance-Kodex, verbesserter Klagemöglichkeit für Kleinaktionäre sowie einer Ausweitung der Haftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern (nicht nur im Falle vorsätzlicher Fehlinformationen) (*Lebensmittelzeitung* 20.7.2001) – wie oben bereits erwähnt, wurde aber lange Zeit nur Ersteres realisiert.

Schwieriger ist die Motivationslage der staatlichen Akteure zu charakterisieren. Ein wichtiger Faktor ist offenbar der internationale Kontext: So ist die Entstehung privater CG-Kodizes durch die Empfehlung von Kommissionen aus anderen Ländern gewissermaßen nach Deutschland „herübergeschwappt“, ein Mechanismus, der allgemein als „Politikdiffusion“ beschrieben wird (*Lütz* 2007). Dies beförderte die Entwicklung verschiedener privater Standards, womit das Ziel der Verlässlichkeit als jedenfalls ein Ziel von Gesetzgebung (*Schuppert* 2007: 554) kaum erreicht werden konnte. Daher entstand hier gerade Bedarf nach Staatshandeln, um Klarheit darüber zu schaffen, welche Regeln denn nun angewendet werden sollten. Durch die Vorbilder aus anderen Ländern kam es zu der in Deutschland eher ungewöhnlichen Hybridlösung zwischen dem Einsatz einer Expertenkommission (die normalerweise Vorschläge für eine gesetzliche Regelung vorlegt) und einer (verhandelten) Selbstverpflichtung (die normalerweise von Verbänden oder Konzernen entwickelt wird).

Hinzu kommen die üblichen Verdächtigen für die Erklärung freiwilliger Regulierung (*Töller* 2010): Bestimmte Bereiche der Corporate Governance (z.B. der Bereich des Finanzmarktrechts) sind heutzutage umfangreichen europarechtlichen Vorgaben unterworfen (s.o., *Donnelly* 2008). Daher wäre bei jeder einzelnen Regelung im Rahmen eines Gesetzes fraglich gewesen, ob und wie weit hier der deutsche Gesetzgeber überhaupt noch autonom regeln kann bzw. welche europarechtlichen Vorgaben gelten.

Auch scheute die Bundesregierung den offenen Konflikt mit der Wirtschaft (*Rucht* 2007: 143), zumal auch parlamentarische Mehrheiten erst einmal hätten mühsam hergestellt werden müssen. Die Bundesregierung, so *Rucht*, wollte „einen Handlungsimpuls [...] geben, ohne in einen Konflikt mit der Wirtschaft sowie der CDU/CSU und der FDP einzutreten“, ein Argument, das angesichts des Scheiterns des Kapitalmarktinformativhaftungsgesetzes durchaus plausibel erscheint. Das passt zu den Befunden von *Cioffi* und *Höpner* zu den parteipolitischen Determinanten der Corporate Governance, wonach mitte-links Parteien Corporate-Governance-Reformen sehr viel offener gegenüberstehen als rechte Parteien (*Cioffi/Höpner* 2006). Hinzu kommt (s.o.), dass eine gesetzliche Regelung für die Regierungsmehrheit immer auch ein politisches Risiko im Hinblick auf die Schlüssigkeit und den Erfolg der Regelung beinhaltet, das man vermeiden kann, wenn man die Regulierung (und damit das Risiko) bei den betroffenen Regelungsadressaten belässt.

## 6. Erfolg des Corporate Governance Kodex

Gerade weil freiwillige Regulierung einerseits nicht mit staatlichen Zwangsmitteln durchgesetzt werden kann, andererseits die Regulationsstruktur den Regulierten aber Motivation zum „Freifahren“ gibt<sup>10</sup>, steht freiwillige Regulierung oft unter dem Anfangsverdacht der Erfolglosigkeit. Den Erfolg freiwilliger Regulierung zu messen, gilt als noch schwieriger, als den Erfolg gesetzlicher Maßnahmen zu bestimmen.<sup>11</sup> Die Frage, ob der DCGK „significantly contributes to changes of corporate governance modalities in German companies“ (*von Werder et al.* 2006: 437), wird hier anhand dreier Kriterien betrachtet: der Befolgung der einzelnen Empfehlungen durch die börsennotierten Unternehmen, insbesondere die DAX-Unternehmen, der Auswirkung dieser Befolgung auf die Börsenkurse sowie der – freilich schwer messbaren – Effekte auf die Meinungsbildung der Unternehmen, der Öffentlichkeit sowie der staatlichen Akteure.

### 6.1 Ausmaß der Regelanwendung als Erfolg

Wie bereits erwähnt, haben die Firmen die Möglichkeit, den gesamten Kodex oder auch nur bestimmte Regeln anzuwenden, sie müssen dies aber erklären. Die Umsetzung des DCGK wird seit 2003 regelmäßig vom Berlin Center of Corporate Governance evaluiert.<sup>12</sup> Auf der Basis der Auswertung dieser Befragung trifft der Center Aussagen etwa derart, dass derzeit acht der 28 DAX-Gesellschaften alle Empfehlungen des Kodexes befolgen und jedes erfasste DAX-Unternehmen durchschnittlich 75,9 von 80 Empfehlungen des DCGK befolgt, woraus die Autoren eine „Befolungsquote von gegenwärtig 95,7%“ errechnen (*von Werder/Talaulicar* 2008: 1).<sup>13</sup> Bei den Nicht-DAX-Unternehmen liegt die Befolungsquote insgesamt deutlich niedriger.<sup>14</sup>

An dieser Evaluation des DCGK wurden zwei sehr unterschiedliche Kritiken geäußert: So wurde die Unabhängigkeit des Centers in Zweifel gezogen, weil dessen Leiter auch Mitglied der DCGK-Kommission ist und insofern „in einer bislang nicht hinterfragten Doppelrolle als Mitglied und Auftragnehmer der Kommission“ (*Rucht* 2007: 151) agiere. In der Tat gilt es als seriös, wenn ein Monitoring des Erfolgs freiwilliger Regulierungen durch unabhängige Stellen stattfindet (z.B. UMK 1997: 9ff.). Gleichwohl müssen

die Ergebnisse der Evaluation des DCGK nicht notwendigerweise gebiast sein. Vielmehr stellt sich aber die Frage, was die Ergebnisse aussagen können. Lässt die Aussage, dass im Durchschnitt fast 96% der Regeln befolgt werden, den Schluss zu, dass die Regeln des DCGK weitestgehend angewendet werden und der Kodex daher erfolgreich ist? Oder ist es vielmehr so, dass die fehlenden 4% der Regeln die eigentlichen Schwachpunkte betreffen, ihre Nichtbefolgung also auf ein Scheitern des DCGK hinweist? Beide Einschätzungen finden sich in der Literatur, und beide sind so nicht richtig.

Erstens spricht der Umstand, dass eine Reihe von Anregungen zu Empfehlungen aufgewertet wurde, zunächst dafür, dass der Status der Regeln eine Rolle spielt und die Pflicht zur Erklärung vor allem die großen DAX-Unternehmen durchaus unter Druck setzt. Zweitens können zwar die Kodexregeln den Unternehmen nicht aufgezwungen werden, aber die Auswertung der Umsetzung erlaubt es ganz zweifelsfrei, diejenigen Regeln zu identifizieren, die nicht gut umgesetzt werden. Dies weist darauf hin, dass diese Regeln von den Unternehmen weitgehende Veränderung bisheriger Routinen verlangen, zu der offenbar nicht alle bereit sind. Konzentrieren wir uns auf die Befolgung der Regeln durch die DAX-Gesellschaften, dann gibt es sieben besonders „neuralgische“ Empfehlungen, die unter den DAX-Gesellschaften eine Befolgungsrate von unter 90% haben (siehe von Werder/Talaulicar 2006: 851; von Werder 2008):<sup>15</sup> Hierzu gehört erstens die Empfehlung, dass die Einberufung der Hauptversammlung auf elektronischem Wege erfolgen solle (befolgt von 82,1% der DAX-Gesellschaften, von Werder 2008: 4); zweitens die Empfehlung, dass D&O-Versicherungen für Vorstand und Aufsichtsrat einen „angemessenen Selbstbehalt“ vorsehen sollen, Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder also in gewissem Umfang persönliche Risiken für ihr Tun tragen sollen (77,8%, von Werder 2008: 4); drittens die Regelung, dass das Aufsichtsratsplenum über die Struktur des Vergütungssystems für den Vorstand beraten und dieses regelmäßig überprüfen soll (85,2%, von Werder 2008: 4). Für die Ernsthaftigkeit der Regelung spricht, dass sie, gerade weil sie als neuralgisch gilt, 2008 verschärft wurde: So soll der Aufsichtsrat das Vergütungssystem für den Vorstand nicht mehr nur beraten und regelmäßig überprüfen, sondern es auch beschließen (DCGK 2008: 6).

Zu den neuralgischen Regelungen<sup>16</sup> gehört viertens – im Kontext der Unabhängigkeit des Aufsichtsrates –, dass dieser in Einzelwahlen gewählt wird (85,7%, von Werder/Talaulicar 2006: 851); fünftens, dass der Wechsel des Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat „nicht die Regel sein“ soll (71,4%, von Werder 2008: 4). Kritisch ist schließlich, sechstens, die Regel, dass Aufsichtsratsmitglieder eine auch erfolgsorientierte Vergütung erhalten (82,1%, von Werder 2008: 851) sowie, siebtens, die Offenlegung der Bezüge der Aufsichtsratsmitglieder im Corporate Governance-Bericht (89,3%, von Werder/Talaulicar 2006: 851). Wenig befolgt wurden bislang auch die neueren Anregungen zur Begrenzung von Abfindungen, die 2008 zu Empfehlungen aufgewertet wurden: deren Befolgungsrate liegt bei den DAX-Gesellschaften zwischen 59 und 67% (von Werder 2008: 6).

## 6.2 Kursrelevanz als Erfolg

Neben dem „Schatten der Hierarchie“, also der Möglichkeit des Staates, im Zweifelsfalle doch noch verbindlich zu regulieren, spielt bei der freiwilligen Regulierung im Allgemeinen, besonders aber bei der Corporate Governance-Regulierung, der Markt als Sanktionsmechanismus eine wichtige Rolle. Da es eines der zentralen Ziele der Regulierung ist,

durch verbesserte Transparenz das Vertrauen der Aktionäre zu stärken, wird in der Presse wie auch in der Literatur, bezugnehmend auf ein Diktum des früheren Kommissionsvorsitzenden Cromme: „wer sich an den Kodex nicht halten wird, wird vom Kapitalmarkt bestraft“ (Börsen-Zeitung, 18.12.2001), allgemein angenommen, dass sich die Einhaltung oder Nichteinhaltung des DCGK – positiv oder negativ – auf die Kurse auswirke (Nowak et al. 2005; Kirschbaum/Wittmann 2005: 1063; Börsen-Zeitung 06.09.2001; Capital 07.02.2002). Neben Studien, die dies implizit oder explizit annehmen, gibt es auch solche, die davon ausgehen, dass sich allenfalls ein massiver Regelverstoß negativ auf den Börsenkurs auswirken würde (Borges 2003: 533). Nowak et al. sind der Börsenrelevanz empirisch nachgegangen, indem sie untersucht haben, wie sich Befolgung und Nicht-Befolgung der „Soll-Empfehlungen“ auf dem Kapitalmarkt auswirken (Nowak et al. 2005: 273ff). Dabei konnte gezeigt werden, dass weder die Bekanntmachung von überdurchschnittlich hohen noch die von überdurchschnittlich niedrigen Abweichungen von der Kodex-Anwendung auf dem Kapitalmarkt mit Kursauf- oder -abschlägen einhergeht (Nowak et al. 2005: 276). Die Autoren schließen daraus, dass „die Befolgung der Kodex-Empfehlungen für den Börsenkurs irrelevant“ ist (Nowak et al. 2005: 279), der Markt scheint also keine erkennbare Rolle als Sanktionsmechanismus zu spielen.

### 6.3 Bewusstseinsbildung als Erfolg

Viele Autoren aber argumentieren, dass der eigentliche Erfolg des Kodexes jedenfalls nicht *nur* in der Umsetzung einzelner Empfehlungen und deren Effekt auf die Kurse, sondern auch in seinen Effekten auf die Meinungsbildung in den Unternehmen, der Öffentlichkeit sowie bei den staatlichen Akteure liege. Borges beispielsweise weist darauf hin, dass der eigentliche Effekt solcher Kodizes „in ihrem Einfluss auf die Meinungsbildung der Akteure des Kapitalmarktes über die richtige Unternehmensleitung“ liege, etwa hinsichtlich der Organisation des Aufsichtsrats, der Vergütungsmodelle oder der Nutzung des Internets zur Kommunikation mit den Aktionären (Borges 2003: 538). Auch der langjährige Vorsitzende der Kommission, Gerhard Cromme, hat immer wieder betont, der Kodex habe vor allem auch gewirkt, indem er Themen, wie etwa die Unabhängigkeit der Aufsichtsräte, auf die öffentliche Tagesordnung gesetzt hätte (Cromme 2008: 4). In der Presse ist der Erfolg des DCGK allerdings eher skeptisch eingeschätzt worden. Nach einer Umfrage der Unternehmensberatung Deloitte von 2004 hielten 83% der befragten Aufsichtsratschefs von DAX-Unternehmen den Einfluss des CGK auf ihre Arbeit für gering (Manager-Magazin 04/2004: 106ff.). Verschiedene Presseberichte sahen die Verbesserungen durch den CGK als eher bescheiden an (Manager-Magazin 04/2004). Rucht etwa kommt zu dem Schluss, der Kodex habe vor allem eine PR-Funktion erfüllt (Rucht 2007: 155).

Oben wurde gezeigt, dass es anhand der Umsetzungsquoten durchaus möglich ist, mit dem DCGK Transparenz darüber zu schaffen, an welchen Stellen der Corporate Governance noch Verbesserungsbedarf besteht. Dies ist nicht nur für die allgemeine Öffentlichkeit von Interesse. Vielmehr können so auch durch staatliche Akteure Bereiche identifiziert werden, die ggf. auch durch gesetzliche Intervention geregelt werden sollten, wie u.a. der im folgenden Abschnitt aufgerollte Fall der Vorstandsvergütungen verdeutlicht.

## 7. Kooperation im Schatten der Hierarchie? Das Gesetz zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen

Nach allgemeiner Überzeugung findet freiwillige Regulierung grundsätzlich „im Schatten der Hierarchie“ statt (z.B. *Offe* 1987; *Scharpf* 1991: 629, 2000: 330ff). Dass die hinter dieser Metapher steckende Annahme, bei „Fehlentwicklungen, Regelverletzungen usw. [könnten] staatliche Organe jederzeit auf dem Weg der ‚Ersatzvornahme‘ einschreiten“ (*Offe* 1987: 318) in dieser Pauschalität problematisch ist, ist an anderer Stelle bereits dargestellt worden (*Töller* 2008b). Im Kontext des DCGK kam es 2005 tatsächlich zu einem ansonsten eher seltenen Fall, in dem ein Aspekt, der nach Überzeugung der Regierungsmehrheit im Rahmen des DCGK nicht zufriedenstellend umgesetzt wurde, nämlich die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütungen, aus der freiwilligen Regulierung herausgenommen und gesetzlich geregelt wurde.

Hier ging es weniger um den pauschalen Vorwurf, die Bezüge der Vorstände von DAX-Unternehmen seien zu hoch (siehe *Rucht* 2007: 151), sondern – insbesondere vor dem Hintergrund der feindlichen Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Jahr 2000 und der dabei vereinbarten Abfindung für den Mannesmann-Manager Esser – vielmehr um die grundsätzliche Frage, für welche Leistungen (im Sinne des Unternehmens oder der Aktionäre) eigentlich welche Bezüge gezahlt werden – diesen Tenor weist auch die aktuelle Diskussion auf.

Der DCGK aus dem Jahre 2002 enthielt hierzu die Regelung, dass „die Vergütung der Vorstandsmitglieder [...] im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden“ soll. Die Anregung: „Die Angaben *sollten* individualisiert erfolgen“ wurde in der Kodex-Fassung vom Mai 2003 von einer Anregung zu einer Empfehlung aufgewertet: „Die Angaben *sollen* individualisiert erfolgen“ (DCGK 2003). Regelungen zur Begrenzung von Abfindungen wurden erst in jüngerer Zeit eingeführt (s.o.).

Bei der Umsetzung dieser Regelung zur individualisierten Offenlegung der Vorstandsbezüge zeigten sich die großen DAX-Unternehmen von Anfang an höchst zögerlich (*Der Spiegel* 04.03.2002). In der Evaluation (s.o.) wurde die Empfehlung bald als der „neutralistischste“ Punkt des Kodexes überhaupt identifiziert: er hatte mit 77,8% Befolgung durch DAX-Unternehmen und nur 48,5% unter allen befragten Unternehmen die geringste Befolgungsrates von allen Kodex-Regeln (*von Werder/Talaulicar* 2006: 851). Ob dies das eher zufällige Ergebnis individueller Firmenentscheidungen oder das Resultat einer Absprache zwischen „Hardlinern“ war (*Managermagazin* 04/04: 114), ist unklar. Allenfalls gab es bei insgesamt geringerer Begeisterung für die Regel zwischen 2002 und 2005 einen leichten Trend zur besseren Anwendung (*Rucht* 2007: 151). Schon 2004 warnte daher Gerhard Cromme, „sollte es dabei auf Dauer bleiben, müssen wir damit rechnen, dass der Gesetzgeber, ob in Berlin oder Brüssel, das Thema aufgreift“ (*Managermagazin* 04/04: 116). Die Europäische Kommission hatte im Rahmen ihres Aktionsplans Corporate Governance von 2003 die Offenlegung der Gehälter von Top-Managern vorgeschlagen und dies mit einer Empfehlung von 2004 bekräftigt (ABl. 2004 Nr. L 385/55).<sup>17</sup>

Vor dem Hintergrund dieser Diskussion ergriff die SPD-Fraktion im Bundestag Ende 2004 die Initiative und legte einen in Zusammenarbeit mit dem Experten Theodor Baums erarbeiteten Gesetzentwurf vor. Die SPD-Fraktion argumentierte, die freiwillige Regelung reiche hier nicht aus, weil gerade dieser Aspekt der Offenlegung von Vorstandsbe-

zügen nicht umgesetzt werde (BT PIPr 15/184: 17315). Das BMJ, das bislang den kooperativen Weg verfolgt hatte, machte sich die Initiative der SPD-Fraktion zueigen und legte im Mai 2005 einen Gesetzentwurf der Koalition vor (BT PIPr 15/179: 16933; BT-Drs. 15/5577). Während die oppositionelle FDP das Projekt inhaltlich ablehnte, unterstützte die ebenfalls oppositionelle CDU/CSU-Fraktion das Anliegen, die Offenlegung gesetzlich zu regeln, bemängelte allerdings in den parlamentarischen Debatten (nicht ganz zu Unrecht, wie es scheint) das „Timing“, d.h. die Thematisierung im Vorfeld der NRW-Wahl (BT PIPr 15/184: 17313ff.). Das Gesetz wurde letztlich auch mit den Stimmen der oppositionellen CDU/CSU-Fraktion beschlossen (BGBl. 2005 I, Nr. 47: 2267). Mit der gesetzlichen Regelung der individualisierten Offenlegung der Vorstandsbezüge hat die oben erwähnte Regelung in Abschnitt 4.2.4 im DCGK seit 2006 keinen Empfehlungscharakter mehr, sondern wiederholt nun geltendes Recht (DCGK 2006).

Analog ist die aktuelle Entwicklung zu sehen: Vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzkrise und der Einschätzung, dass „von kurzfristig ausgerichteten Vergütungsinstrumenten falsche Verhaltensanreize ausgehen können“ (BT-Drs. 16/12278: 1), kam das Thema Managergehälter erneut auf die politische Agenda (siehe auch FAZ, 03.04.2009): Im vergangenen Jahr setzte die Große Koalition eine „Arbeitsgruppe Managergehälter“ ein. Basierend auf deren Vorschlägen legte die Bundesregierung im März 2009 dem Bundestag einen Entwurf für ein „Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung“ vor, das noch im Juli verabschiedet wurde. Ziel der vorgeschlagenen Regelungen ist es – ganz im Sinne bisheriger Regelungen des DCGK –, die Struktur der Vorstandsvergütung stärker am langfristigen Wohlergehen der Firma auszurichten und dabei den Aufsichtsrat stärker in die Pflicht zu nehmen. Aktienoptionen können nun erst nach vier (und nicht schon nach zwei) Jahren eingelöst werden, der Aufsichtsrat kann die Vorstandsvergütungen leichter herabsetzen, und die Haftung von Aufsichtsratsmitgliedern für unangemessene Vergütung wurde verschärft (BGBl. 2009 I Nr. 50, 04.08.2009: 2509ff.).

Für die Diskussion über freiwillige Regulierung im Schatten der Hierarchie kann man hieraus folgern, dass es offenbar (im Gegensatz etwa zur Umweltpolitik) Regelungsfelder gibt, in denen „der Staat“ den Schatten der Hierarchie tatsächlich realisieren kann. Allerdings machen die Beispiele auch deutlich, dass die Wahrnehmung solcher Optionen nicht so sehr – wie in der Literatur üblich – auf die Frage des „Erfolgs“ einer freiwilligen Lösung reduziert werden sollte. Vielmehr kann sich einfach die politische Einschätzung der Angemessenheit einer freiwilligen Regelung verändern – dies mag im einen Fall als eine legitime politische Entscheidung im Angesicht der Krise erscheinen und im anderen als Wahlkampfinstrument.

## 8. Resümee

Vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Debatte über die Angemessenheit von Vorstandsbezügen betrachtete der vorliegende Beitrag den Deutschen Corporate Governance-Kodex (DCGK) als ein besonders interessantes Beispiel aus dem breiten Spektrum der in Deutschland verwendeten Formen der freiwilligen Regulierung. Er untersuchte damit die *Kernfragen freiwilliger Regulierung*: *Warum* kam es zu einer freiwilligen Regulierung und *wie* ist sie mit autoritativer Regulierungen verbunden? Hat sie – trotz fehlender Rechtsverbindlichkeit und Sanktionsmechanismen – Erfolg, und *was* kann der



Staat im Falle mangelnden Erfolgs oder schwindender politischer Unterstützung der Selbstregulierung tun, um politisch definierte Ziele dennoch zu erreichen?

Der Untergang des „rheinischen Kapitalismus“ in Deutschland im Zuge der ökonomischen Globalisierung machte deutsche Firmen angewiesen auf die Finanzlieferung durch den Kapitalmarkt, ein Umstand, der auch mit dem Begriff des Finanzmarktkapitalismus umschrieben worden ist. Dies führte zur Notwendigkeit, gewisse Elemente der in Deutschland bis dahin etablierten Unternehmensverfassung (z.B. schwache Aktionärsrechte, geringe Transparenz, mangelnde Kontrollfunktion des Aufsichtsrats) zu überdenken, was durch spektakuläre Konkurse großer Firmen politisch untermalt wurde. Die Reaktion auf diese Situation war (nicht nur in Deutschland) seit Anfang der 1990er Jahre das Entstehen vielfältiger Regelungsbemühungen, die insgesamt durch eine Zunahme und Veränderung gesetzlicher Regulierung, eine Europäisierung der Regelungen und eben *auch* die Entstehung einer geradezu unübersichtlichen Vielfalt privater Regulierung gekennzeichnet war.

Die Einsetzung zweier Regierungskommissionen zur Corporate Governance in Deutschland ist mithin vor dem Hintergrund gewisser substantieller Regulierungsnotwendigkeiten einerseits und der Proliferation privater Regelwerke andererseits zu sehen. Während freiwillige Regulierung in Deutschland eine lange Tradition hat und in vielen Regelungsfeldern und Konstellationen zwischen Staat und Gesellschaft auftritt, ist der Einsatz von Regierungskommissionen, die (wie die Cromme-Kommission) ein freiwilliges Regelwerk erarbeiten, dabei eine ungewöhnliche Konstellation, zumal die Cromme-Kommission nach Präsentation des DCGK im Jahre 2002 als „Standing Commission“ institutionalisiert wurde und seither den Kodex regelmäßig überarbeitet. Ein wichtiger Punkt neben der Kommissionsarbeit ist auch die Verlinkung mit dem Aktienrecht, wonach börsennotierte Unternehmen jährlich u.a. erklären müssen, welche Regeln des DCGK sie eingehalten haben bzw. einhalten werden und welche nicht.

Die Gründe für das Zustandekommen des DCGK sind, wie gezeigt wurde, äußerst vielschichtig. Für die Wirtschaftsakteure war zum einen der Wunsch handlungsleitend, gesetzliche Maßnahmen abzuwenden (wobei diese im politischen Prozess insgesamt relativ nebulös blieben). Hinzu kam die Einsicht, dass interne Abläufe verbessert und das Vertrauen der Aktionäre gestärkt werden müssen. Für staatliche Akteure war der Versuch, angesichts begrenzter verbleibender nationaler Handlungsspielräume, politische Risiken zu minimieren und zugleich regulativen Erfolg zu reklamieren, ein wichtiges Motiv, sich auf ein freiwilliges Regelwerk einzulassen. Dass eine weitgehende gesetzliche Regulierung im Bereich der Corporate Governance mit dem Widerstand der Wirtschaft rechnen musste, zeigt das Scheitern des geplanten Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes im Jahre 2004. Das „Herüberschwappen“ der Kodex-Idee aus England und anderen Ländern („Diffusion“) dürfte nicht zuletzt durch den internationalen Druck zu einer Annäherung auf die angelsächsischen *substantiellen* Regelungen zu erklären sein, was impliziert, dass in anderen, weniger internationalisierten Regelungsbereichen eine solche Diffusion von Verfahrensmodellen nicht zu erwarten ist.

Was die Frage des Erfolgs der DCGK-Regeln betrifft, so werden in den DAX-Unternehmen knapp 96% der Regeln befolgt, aber die verbleibenden sieben Regeln, die als „neuralgisch“ in dem Sinne gelten, dass sie von mehr als 10% der befragten DAX-Gesellschaften nicht eingehalten werden, weisen durchaus auf strukturelle Widerstände der Unternehmen in empfindlichen Bereichen hin, auf die allerdings der Kapitalmarkt nicht erkennbar reagiert. Auf den (noch?) defizitären Schatten des Marktes reagiert der

Staat scheinbar hart mit der Realisierung des häufig beschworenen Schattens der Hierarchie, wie anhand des Vorstandsvergütungs-offenlegungsgesetzes von 2005 sowie des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung vom Sommer 2009 gezeigt wurde. Bei genauer Betrachtung erweist sich allerdings, dass es sich in den konkreten Fällen um eine *politische* Entscheidung und jedenfalls nicht nur um einen *funktionalen* Reflex auf fehlenden Erfolg der Selbstregulierung handelt, wie dies in der Literatur mitunter gerne dargestellt wird. Das Feld der Managervergütung ist immer auch besonders tauglich, um in Wahlkampfzeiten politische Handlungsfähigkeit zu demonstrieren.

Festzuhalten ist auch, dass nicht nur freiwillige Regulierung im Schatten der Hierarchie stattfindet, sondern Überlegungen zur hierarchischen Regulierung auch im Schatten der freiwilligen Regulierung stehen (siehe *Töller* 2008b): So strukturieren die Regeln des DCGK in gewisser Weise die aktuelle Diskussion: Managerhaftung wird vor allem im Kontext von Selbstbehalten bei D&O-Versicherungen (und nicht in umfassenderen Konzepten wie bis 2004 vorgesehen) diskutiert, und Vorstandsvergütungen werden vor allem im Hinblick auf die Begrenzung der Einlösung von Aktienoptionen und die Rolle des Aufsichtsrates, nicht aber im Hinblick auf die steuerliche Abzugsfähigkeit von Vorstandsbezügen betrachtet.

Die Konstellation eines Regelwerks, aus dem sich die börsennotierten Firmen gewissermaßen à la carte die Regeln aussuchen, die sie anwenden möchten, mag letztlich befremdlich erscheinen. Vor allem zwei Punkte sprechen dennoch dafür, dass der DCGK mehr als eine PR-Strategie der DAX-Unternehmen darstellt. Erstens verändert sich (im Zuge der Arbeit der Kommission) der Status von Regeln, es scheint also einen Unterschied zu machen, ob es sich um Empfehlungen oder Anregungen handelt. Zweitens mag man zwar die nicht gut befolgten 4% der Regeln für die eigentlich wichtigen halten, aber der Umstand, dass diese zweifelsfrei identifizierbar sind, ermöglicht es Aktionären ebenso wie der breiten Öffentlichkeit oder staatlichen Akteuren, sich ein Bild davon zu machen, welches z.B. in deutschen DAX-Unternehmen gleichermaßen problematische wie hartnäckige Routinen sind und wo ggf. ökonomischer oder politischer Handlungsbedarf besteht: etwa beim Selbstbehalt für D&O-Versicherungen, dem Wechsel von Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat oder bei der Vergütungsstruktur der Vorstände. Gerade nutzte die Bundesregierung – im Zeichen der Finanzkrise – diese Kenntnis für eine politische Initiative, die exakt hier ansetzt: Die persönliche Haftung von Vorständen wurde durch einen Selbstbehalt bei D&O-Versicherungen gestärkt, und für Vorstände wurde (wenn auch mit Ausnahmeregelungen) eine Sperre von zwei Jahren eingeführt, bevor sie im selben Unternehmen als Aufsichtsrat tätig werden dürfen (BGBl. 2009 I Nr. 50, 04.08.2009: 2509ff.).

Der Staat, das kann hier festgehalten werden, tritt bei dieser Regulierungsform vermittelt und arbeitsteilig in Erscheinung: Die Bundesregierung setzt Kommissionen ein, droht mit (oft eher diffusen) gesetzlichen Regelungen, signalisiert Wohlwollen oder Bedarf für Nachbesserung, bringt Gesetze für eine autoritative Verlinkung des freiwilligen Kodexes ein und signalisiert (z.B. angesichts der personellen Erneuerung der Kommission im letzten Jahr) fortdauerndes Wohlwollen. Sie übernimmt aber letztlich keine politische Verantwortung für das Regelwerk, das sich ja die Wirtschaft selbst gegeben hat. Wenn es politisch opportun erscheint, legt sie autoritative Regelungsinitiativen vor, wie jüngst zum Thema Vorstandsvergütung und Managerhaftung. Die Regierungsfractionen im Bundestag (und ggf. auch Oppositionsfractionen) beschließen mitunter, was ihnen vorgelegt wird, sie greifen aber auch (meist gemeinsam mit der Regierung) auf, was ih-

nen politisch einerseits regelungsbedürftig und andererseits gewinnbringend erscheint, und machen von ihrem Gesetzgebungsrecht Gebrauch. Dies lässt jedenfalls pauschale Befürchtungen einer „Entparlamentarisierung“ der Politik (z.B. *Kirchhof* 2004) unbegründet erscheinen. Freiwillige Selbstregulierung bleibt aber, wenn sie ernsthafte Regulierungsfunktionen wahrnehmen soll, fundamental angewiesen auf den Schatten des Marktes oder der Hierarchie.

## Anmerkungen

- 1 Dagmar Eberle, Renate Reiter, Sarang D. Thakkar, Susanne Uhl sowie dem anonymen Gutachter danke ich für hilfreiche Kritik an einer früheren Version, Regina Herzbruch-Schütte für die umsichtige Textkorrektur. Für verbleibende Irrtümer bin ich alleine verantwortlich.
- 2 Quantitative Europäisierung-Studien zeigen, dass der Bereich der Finanzmarktregulierung heute einer der am stärksten europäischen Vorgaben unterliegenden Regelungsbereiche überhaupt ist (*Töller* 2008a). *Lütz* und *Eberle* weisen aber zu Recht darauf hin, dass Ausmaß und Methoden der Harmonisierung sich nach Regelungsbereichen deutlich unterscheiden (*Lütz/Eberle* 2008: 378). So operiert die EU im Kapitalmarktrecht mit harten rechtlichen, im Bereich des Gesellschaftsrechts mit weichen Instrumenten (*Donnelly* 2008).
- 3 Wenngleich die Corporate Governance-Reformen den Aktionärsinteressen dienen sollten, spielten Aktionäre in der Entscheidungsfindung aufgrund ihrer schwachen Organisation keine wesentliche Rolle (*Cioffi* 2005: 25; *Lütz/Eberle* 2008: 389).
- 4 Eine aktuelle Liste der Kommissionsmitglieder findet sich online unter <http://www.corporate-governance-code.de/ger/mitglieder/index.html>.
- 5 Die Kodex-Kommission wurde nach der Erarbeitung des Kodexes nicht aufgelöst, sondern als „Standing Commission“ etabliert, die den Kodex bei Bedarf und vor dem Hintergrund der künftigen nationalen und internationalen Entwicklungen anpassen sollte. Dies ist bislang regelmäßig geschehen (s.u.).
- 6 Mit dem Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung führte die Große Koalition jüngst einen Selbstbehalt von mindestens einem eineinhalbfachen Jahresgehalt ein (BGBl. 2009 I Nr. 50, 04.08.2009).
- 7 Zu weiteren gesetzlichen Regelungen zu Vorstandsvergütungen siehe Abschnitt 7.
- 8 Zumindest ursprünglich hatte die Bundesregierung auch über eine Begründungspflicht nachgedacht (Lebensmittel-Zeitung, 20.07.2001), zur Präsentation des DCGK war auch die Justizministerin Däubler-Gmelin der irrigen Auffassung, wer den Kodex nicht befolge, werde „das sorgfältig begründen müssen“ (General-Anzeiger 27.02.2002). Vertreter des BMJ äußerten allerdings, „der Gesetzgeber gehe [...] davon aus, dass die Unternehmen freiwillig eine Begründung abgeben“ (Börsen-Zeitung 14.03.2002).
- 9 Dies stellt zwar nicht im strengen Sinne eine Zulassungsvoraussetzung dar, ist aber eine Folgepflicht, deren Verletzung den Ausschluss von der Börsennotierung zur Folge haben kann (*Borges* 2003: 524f.).
- 10 Spieltheoretisch inspirierte Beiträge modellieren diese Konstellation als Gefangenendilemma, mit dem Ergebnis, dass es für die einzelnen Unternehmen individuell rational sei, „Freifahrer“ zu sein, also von dem Kodex und der dadurch bewirkten Abwendung einer autoritativen Regulierung zu profitieren, ohne selbst die zugesagte Leistung zu erbringen (z.B. *Scharpf* 2000: 330; *Cansier* 2001).
- 11 Die Frage der Erfolgskriterien freiwilliger Regulierung ist vor allem anhand der Umweltvereinbarungen durchdekliniert worden: Einerseits können diese nicht (nach dem anspruchsvollsten Kriterium) nur dann als erfolgreich gelten, wenn sie mindestens so gut wirken wie „first best“-solutions, also die denkbar beste (meist rechtliche) Alternative (unabhängig von deren politischen Realisierungschancen). Andererseits kann man als Erfolg nicht (sehr pragmatisch) nur die Erreichung der selbstgesteckten Ziele definieren – unabhängig davon, ob diese Ziele überhaupt über das sonst übliche Verhalten (business as usual) hinausgehen (vgl. *Wicke/Braeseke* 1998: 45ff.; *Töller* 2010: 276ff.).
- 12 Die Evaluation beruht auf der jährlichen Befragung aller an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Gesellschaften. Die Resultate etwa der 2008er Evaluation beruhen auf den Angaben von 83 Gesellschaften, davon 28 DAX-, 30 MDAX und 25 SDAX-Unternehmen (*von Werder/Talaulicar* 2008: 1). Damit liegt die Rücklaufquote der Befragung insgesamt bei gut 30%, allerdings mit einer großen Spreizung von 18,6% bei den General Standard Gesellschaften bis hin zu 93% bei DAX-Gesellschaften (*von Werder* 2008: 2). Insofern dürfte sich zumindest bei den DAX-Gesellschaften der Non-Response-Bias, der sich daraus ergeben könnte, dass Kodex-Befolger tendenziell öfter auf den Fragebogen antworten würden, in Grenzen halten.

- 13 Für die MDAX-Unternehmen liegt diese Quote bei 91,3% und für die SDAX-Unternehmen bei 85,4% (von *Werder/Talaulicar* 2008: 8).
- 14 Im Folgenden beschränke ich mich weitgehend auf die Ergebnisse der Umsetzung in den DAX-Gesellschaften.
- 15 Den Begriff der neuralgischen Werte führen von *Werder* et al. zunächst für diejenigen Regeln ein, die unter allen befragten Gesellschaften eine Befolgungsrate von weniger als 90% haben, dies waren 2006 37 Empfehlungen (von *Werder/Talaulicar* 2006: 851). Im Bereich der DAX-Firmen ist die Befolgung der Empfehlungen deutlich besser, hier bleiben die oben aufgeführten sieben „neuralgischen“ Empfehlungen. Die im Folgenden genannten Befolgungswerte stammen aus von *Werder/Talaulicar* 2006 bzw. von *Werder* 2008.
- 16 Bis 2006 gehörte zu den besonders neuralgischen Regelungen die Empfehlung in Abschnitt 4.2.4, Satz 2, dass Vorstandsvergütungen individualisiert offengelegt werden sollten (siehe hierzu Abschnitt 7).
- 17 Die Aktivitäten der Europäischen Kommission haben zwar bislang nur Empfehlungscharakter, sollten aber in ihren Auswirkungen nicht unterschätzt werden (*Hopt* 2005: 21ff.).

## Literatur

- Benz, Arthur*, 1994: Kooperative Verwaltung: Funktionen, Voraussetzungen und Folgen, Baden-Baden: Nomos.
- Benz, Arthur/Lütz, Susanne/Schimank, Uwe/Simonis, Georg*, 2007: Einleitung, in: *Benz, Arthur/Lütz, Susanne/Schimank, Uwe/Simonis, Georg* (Hrsg.): Handbuch Governance. Theoretische Grundlagen und empirische Anwendungsfelder, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 9-25.
- Black, Julia*, 2001: Decentring Regulation: Understanding the role of Regulation and Self-Regulation in a "post-regulatory" world, in: *Current legal problems*, 54. Jg., S. 103-146.
- Borges, Georg*, 2003: Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht zur Bindung an Corporate Governance-Kodizes, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 32. Jg., S. 508-540.
- Bruijn, Theo de/Norberg-Bohm, Vicki*, 2005: Introduction, in: *Bruijn, Theo de/Norberg-Bohm, Vicki* (Hrsg.): Industrial Transformation. Environmental Policy Innovation in the United States and Europe, Cambridge, London: The MIT Press, S. 1-35.
- Cadbury, Adrian*, 2006: The Rise of Corporate Governance, in: *Epstein, Marc J./Hanson, Kirk O.* (Hrsg.), *The Accountable Corporation, Corporate Governance*, Bd. 1, London: Praeger Publishers, S. 15-43.
- Cansier, Dieter*, 2001: Freifahrerverhalten und Selbstverpflichtungen im Umweltschutz, in: *Zeitschrift für Umweltpolitik und Umweltrecht*, 17. Jg., Nr. 2, S. 209-239.
- Cioffi, John W.*, 2005: Corporate Governance Reform, Regulatory Politics and the Foundations of Finance Capitalism in the United States and Germany, CLPE Research Paper 1, Toronto, S. 1-48.
- Cioffi, John W./Höpner, Martin*, 2006: Das parteipolitische Paradox des Finanzmarktkapitalismus. Aktionärsorientierte Reformen in Deutschland, Frankreich, Italien und den USA, in: *Politische Vierteljahresschrift*, 47. Jg., S. 419-440.
- DCGK 2003: Deutscher Corporate Governance – Kodex in der Fassung vom 21. Mai 2003, gültig bis 19. Juli 2005, <http://www.corporate-governance-code.de/ger/archiv/index.html>.
- DCGK 2006: Deutscher Corporate Governance – Kodex (in der Fassung vom 12. Juni 2006, gültig bis 19. Juli 2007, <http://www.corporate-governance-code.de/ger/archiv/index.html>).
- DCGK 2008: Deutscher Corporate Governance – Kodex (geltende Fassung vom 06. Juni 2008), <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/index.html>
- Donnelly, Shawn*, 2008: Regime der Finanzmarkt- und Unternehmensregulierung in Europa, in: *Tömmel, Ingeborg* (Hrsg.): Die Europäische Union. Governance und Policy-Making, PVS-Sonderheft, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 253-271.
- Eberle, Dagmar*, 2007: Corporate Governance, in: *Benz, Arthur/Lütz, Susanne/Schimank, Uwe/Simonis, Georg* (Hrsg.): Handbuch Governance. Theoretische Grundlagen und empirische Anwendungsfelder, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 378-389.
- Grimeaud, David J. E.*, 2004: Convergence or Divergence in the Use of "Negotiated Environmental Agreements" in European and US Environmental Policy: An Overview, in: *Vig, Norman J./Faure*,

- Michael G.* (Hrsg.): *Green Giants? Environmental Policies of the United States and the European Union*, Cambridge MA: The MIT Press, S. 159-182.
- Gunningham, Neil/Rees, Joseph*, 1997: *Industry Self-Regulation: An Institutional Perspective*, in: *Law & Policy*, 19. Jg., Nr. 4, S. 363-413.
- Hall, Peter A./Soskice, David*, 2001: *An Introduction to Varieties of Capitalism*, in: *Hall, Peter A./Soskice, David* (Hrsg.): *Varieties of Capitalism*, Oxford: Oxford University Press, S. 1-68.
- Hopt, Klaus*, 2005: *Auswirkungen des europäischen Gesellschaftsrechts auf die deutsche Unternehmensverfassung*, in: *Wirtschaftsrat der CDU* (Hrsg.), *Corporate Governance in Europa, Statements und Forderungskatalog zur Corporate Governance Tagung des Wirtschaftsrates der CDU e. V.*, S. 20-24.
- Kirchhof, Paul*, 2004: *Entparlamentarisierung der Demokratie?*, in: *Kaiser, André/Zittel, Thomas* (Hrsg.): *Demokratiethorie und Demokratieentwicklung: Festschrift für Peter Graf Kielmansegg*, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 359- 376.
- Lütz, Susanne*, 2002: *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*, Frankfurt a.M.: Campus Verlag.
- Lütz, Susanne*, 2007: *Policy-Transfer und Policy-Diffusion*, in: *Benz, Arthur/Lütz, Susanne/Schimank, Uwe/Simonis, Georg* (Hrsg.): *Handbuch Governance. Theoretische Grundlagen und empirische Anwendungsfelder*, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 132-143.
- Lütz, Susanne/Eberle, Dagmar*, 2008: *Varieties of Change in Gremien Capitalism: Transforming the Rules of Corporate Control*, in: *New Political Economy*, 13. Jg., Nr. 4, S. 377-395.
- Mayntz, Renate*, 2006: *Governance Theory als fortentwickelte Steuerungstheorie?*, in: *Schuppert, Gunnar Folke* (Hrsg.): *Governance-Forschung. Vergewisserung über Stand und Entwicklungslinien*, Baden-Baden: Nomos, S. 11- 20.
- Nowak, Eric/Rott, Roland/Mahr, Till G.*, 2005: *Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? Eine empirische Analyse der Selbstregulierung und Kapitalmarktrelevanz des Deutschen Corporate Governance Kodex*, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 34. Jg., S. 252-279.
- Offe, Claus*, 1987: *Die Staatstheorie auf der Suche nach ihrem Gegenstand. Beobachtungen zur aktuellen Diskussion*, in: *Ellwein, Thomas/Hesse, Joachim Jens/Mayntz, Renate/Scharpf, Fritz W.* (Hrsg.): *Jahrbuch zur Staats- und Verwaltungswissenschaft*, Bd. 1, S. 309-320.
- Porter, Tony/Ronit, Karsten*, 2006: *Self-regulation as policy process: The multiple and criss-crossing stages of private rule-making*, in: *Policy Sciences*, 39. Jg., Nr. 1, S. 41-72.
- Ringleb, Henrik-Michael*, 2005: *Vorbemerkung II-XIV*, in: *Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Markus/Werder, Axel von* (Hrsg.): *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, München, S. 14-30.
- Ritter, Ernst Hasso*, 1979: *Der kooperative Staat. Bemerkungen zum Verhältnis von Staat und Wirtschaft*, in: *Archiv des öffentlichen Rechts*, 104. Jg., Nr. 3, S. 389-413.
- Rucht, Dieter*, 2007: *Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Erfolgreiche Selbstregulierung?*, in: *Rucht, Dieter* (Hrsg.), *Profit oder Gemeinwohl? Fallstudien zur gesellschaftlichen Verantwortung von Wirtschaftseliten*, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 131-160.
- Scharpf, Fritz W.*, 1991: *Die Handlungsfähigkeit des Staates am Ende des Zwanzigsten Jahrhunderts*, in: *Politische Vierteljahresschrift*, 32. Jg., Nr. 4, S. 621-634.
- Scharpf, Fritz W.*, 2000: *Interaktionsformen. Akteurzentrierter Institutionalismus in der Politikforschung*, Opladen: Leske + Budrich.
- Schuppert, Gunnar Folke*, 2007: *Governance als Prozess: das Beispiel Corporate Governance*, in: *Jürgens, Ulrich/Sadowski, Dieter/Schuppert, Gunnar Folke/Weiss, Manfred* (Hrsg.): *Perspektiven der Corporate Governance*, Baden-Baden: Nomos, S. 541-569.
- Scott, Colin*, 2004: *Regulation in the age of governance: the rise of the post-regulatory state*, in: *Jordana, Jacint* (Hrsg.): *The politics of regulation: institutions and regulatory reforms for the age of Governance*, Cheltenham: Edward Elgar Pub, S. 145-174.
- Siefken, Sven T.*, 2006: *Regierten die Kommissionen? Eine Bilanz der rot-grünen Bundesregierungen 1998 bis 2005*, in: *Zeitschrift für Parlamentsfragen*, 37. Jg., Nr. 3, S. 559-581.
- Stigler, George J.*, 1971: *The theory of economic regulation*, in: *The Bell journal of economics and management science*, 2. Jg., Nr. 2, S. 3-21.

- Streeck, Wolfgang/Höpner, Martin*, 2003: Einleitung: Alle Macht dem Markt?, in: *Streeck, Wolfgang/Höpner, Martin* (Hrsg.): *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung des Deutschland AG*, Frankfurt a.M.: Campus Verlag, S. 11-59.
- Töller, Annette Elisabeth*, 2008a: Mythen und Methoden. Zur Messung der Europäisierung der Gesetzgebung des Deutschen Bundestages jenseits des 80%-Mythos, in: *Zeitschrift für Parlamentsfragen*, 39. Jg., Nr. 1, S. 3-17.
- Töller, Annette Elisabeth*, 2008b: Kooperation im Schatten der Hierarchie: Dilemmata des Verhandeln zwischen Staat und Wirtschaft, in: *Schuppert, Gunnar Folke/Zürn, Michael* (Hrsg.): *Governance in einer sich wandelnden Welt*, PVS-Sonderheft, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 282-312.
- Töller, Annette Elisabeth*, 2010: Warum kooperiert der Staat? Kooperative Umweltpolitik im Schatten der Hierarchie.. Baden-Baden: Nomos, i.E.
- UMK (Umweltministerkonferenz), 1997: Anforderungen an Selbstverpflichtungen. Bericht des Bund-Länder-Arbeitskreises Steuerliche und wirtschaftliche Fragen des Umweltschutzes an die 49. UMK.
- Werder, Axel von*, 2005: Vorbemerkung I, in: *Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Markus/Werder, Axel von* (Hrsg.): *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, München, S. 11-14.
- Werder, Axel von*, 2008: Ausführungen von Prof. Dr. Axel von Werder anlässlich des Pressegesprächs am 18. April 2008, Berlin.
- Werder, Axel von/Talaulicar, Till*, 2006: Kodex Report 2006: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 16, S. 849-855.
- Werder, Axel von/Talaulicar, Till*, 2008: Umsetzungen der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. Eine empirische Erhebung der DAX-, MDAX- und SDAX-Gesellschaften, Executive Summary, Berlin.
- Wicke, Lutz/Braeseke, Grit*, 1998: Selbstverpflichtungen als Instrumente des Umweltschutzes – Ökonomischer Teil (Schlussbericht), Teilbericht aus: *Knebel, Jürgen/Wicke, Lutz/Gerhard Michael* (Hrsg.): *Selbstverpflichtungen und normersetzende Verträge als Instrumente des Umweltschutzes*, Institut für UmweltManagement (IfUM), Berlin.
- Windolf, Paul*, 2005: Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: *Windolf, Paul* (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analyse zum Wandel von Produktionsregimen*, Sonderheft 45/2005 der *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, S. 20-57.

*Anschrift der Autorin:* Prof. Dr. Annette Elisabeth Töller, FernUniversität Hagen, Politikwissenschaft III: Politikfeldanalyse, Universitätsstr. 41, 58084 Hagen  
E-Mail: [annette.toeller@fernuni-hagen.de](mailto:annette.toeller@fernuni-hagen.de)