

## Fachbereich Rechtswissenschaft

Arbeitspapier Nr. 1/2013

---

# Normanerkennung, Normbefolgung und Economic Behavior

Eine Studie zu Verbindlichkeitsstrukturen im Wirtschaftsrecht am  
Beispiel der Corporate Governance

*Brigitte Haar*

Erscheint in: Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie (ARSP)

Zusammenfassung: Die Frage nach den Zusammenhängen zwischen Normanerkennung und ökonomischem Verhalten lassen sich anhand der Wirkung von Corporate Governance Kodizes schlaglichtartig beleuchten. Der vorliegende Beitrag liefert erste theoretische Bausteine zum Zusammenwirken von Corporate Governance Kodizes und verbindlichen gesetzlichen Normen auf der Grundlage des Comply or Explain-Grundsatzes, indem er zunächst die Wirkungsweise des Kapitalmarktes, wie sie von der ökonomisch fundierten Gesellschaftsrechtstheorie vorausgesetzt wird, dem Mechanismus des Comply or Explain gegenüberstellt. Die empirischen Studien zur Wirksamkeit des Kapitalmarktes bei der Durchsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex im Wege des Comply or Explain lassen Raum für weitere Normanerkennungs- und -befolgungsmechanismen, die sich in Parallele zur Diskussion im Bereich der Corporate Social Responsibility und den sogenannten „business cases“ hierfür verdeutlichen lassen. Die dabei aufscheinenden Berührungspunkte ökonomischer Motivation mit sozialen Interessen geben Gelegenheit, auf Fairnessnormen als Grenzen des traditionellen Rationalmodells einzugehen. Ein ähnliches Nebeneinander und Ineinandergreifen von Eigennutzinteresse und intrinsischer Motivation lässt sich anhand der Anreizwirkung bei der Managervergütung veranschaulichen. Ihre gesetzliche Regelung im VorstAG lässt zum Teil eine empirische Absicherung vermissen. Damit schließt sich der Kreis der Analyse der Verbindlichkeitsstrukturen im Wirtschaftsrecht, nach der sich diese einem einheitlichen theoretischen Modell entziehen und deren empirische Grundlagen noch nicht zweifelsfrei geklärt sind.

# I. EINLEITUNG

Im Zuge der Finanzkrise seit 2008 sind die Funktionsbedingungen der Kapitalmärkte und deren rechtliche Würdigung zum Gegenstand weitreichender Kritik geworden. Mit moralischen Kategorien wie Verantwortungslosigkeit und Gier ist in der Diskussion ein ökonomisches Verhalten der Kapitalmarktakteure wie Manager, Hedgefonds und Investmentbanken gekennzeichnet worden, bei dessen Kontrolle zentrale Institutionen wie die Finanzmarktaufsicht und die Notenbanken versagt haben.<sup>1</sup> Nach der Wahrnehmung vieler Menschen ist die Marktwirtschaft zum Kasino mutiert, der Egoismus hat über kurzfristig wirkende Anreizstrukturen zur Anarchie geführt.<sup>2</sup> Hiernach macht die Finanzkrise in der Zusammenschau mit der Dominanz globalisierter Kapitalmärkte die Defizite und Grenzen der traditionellen ökonomischen Theorie deutlich und lässt das Problem der Normanerkennung besonders dringlich erscheinen. Für eine Herausarbeitung dieser Fragen sind zunächst die Verbindlichkeitsstrukturen anhand der ökonomischen Theorie des Gesellschaftsrechts aus traditioneller Sicht zu verdeutlichen (II.), bevor auf hinzutretende Anerkennungsmechanismen im Rahmen von Corporate Governance Kodizes eingegangen werden kann. Über diese Normierungen greifen die anschließend zu erörternden Initiativen der Corporate Social Responsibility (CSR) hinaus (III.), deren Freiwilligkeit die Frage nach Gründen für eine Anerkennung zwangsläufig aufwirft. Die Schwierigkeiten, die sich aus dieser Gemengelage unterschiedlicher Motivationen der Wirtschaftsteilnehmer bei der Normbefolgung für den Gesetzgeber stellen, sollen abschließend schlaglichtartig am Beispiel des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung beleuchtet werden (IV.).

---

<sup>1</sup> Z.B. Jens Beckert, Die Finanzkrise ist auch eine Vertrauenskrise, *Jahresbericht MPiFG* (hg. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung), 2009, 35 ff., 40; Martin Hellwig, Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor? *Verhandlungen des 68. Deutschen Juristentages* (hg. Deutscher Juristentag), 2010, Gutachten E, 9 f.

<sup>2</sup> Zum „Kasino der Spekulanten“ etwa Ulrich Schäfer, *Der Crash des Kapitalismus; Warum die entfesselte Marktwirtschaft scheiterte und was jetzt zu tun ist*, 2009, 173-179; Hans-Werner Sinn, *Kasino-Kapitalismus; Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*, 2009, 83; Harry Shutt, *Beyond the profits system*, 2010, 7.

## II. GESELLSCHAFTSRECHT ZUR LÜCKENFÜLLUNG IN DER ÖKOMISCHEN THEORIE

### A. DIE AKTIENGESELLSCHAFT ALS VERTRAG IM US-AMERIKANISCHEN GESELLSCHAFTSRECHT

Auf den ersten Blick mag Corporate Governance primär die interne Leitungsstruktur einer Aktiengesellschaft betreffen, nämlich das Verhältnis der direkt an ihr Beteiligten untereinander. Gleichwohl sind die internen und die externen Aspekte der Unternehmensleitung eng miteinander verwoben. Jede staatliche Regelung des aktienrechtlichen Außenverhältnisses hat Rückwirkungen auf das Verhältnis der privaten Anteilseigner. Dies ist letztlich die Kehrseite des Grundsatzes der organisationsrechtlichen Außenwirkung einer privatrechtlichen Gesellschaft. Er bildet die Ausnahme zur Begrenzung des rechtsgeschäftlichen Verfügungsverbots gem. § 137 S. 1 BGB, da er es den Gesellschaftern ermöglicht, ein ihrer Verfügungsbefugnis entzogenes Gesellschaftsvermögen zu bilden.<sup>3</sup> Demzufolge ist die Frage nach der Art des Zusammenwirkens der internen und der externen Aspekte einer Aktiengesellschaft notwendigerweise eng verknüpft mit ihren konzeptionellen Grundlagen. Einordnungen von Gesellschaftsrechtsformen in Kategorien wie „Verbands-„ und „Unternehmensverfassung“ implizieren eine „Entprivatisierung“ der zugrunde liegenden Gesellschaft.<sup>4</sup> Die Anerkennung der Aktiengesellschaft als rechtsfähige „juristische Person“ ist die Kehrseite des gesellschaftsrechtlichen Typenzwangs und beruht demzufolge auf staatlicher Regelung.

Dieser Einordnung ist die vertragstheoretische Annäherung an die Aktiengesellschaft in der US-amerikanischen Literatur zur ökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts gegenüberzustellen, die die Existenz und Anerkennung der Gesellschaft auf die Einigung der Parteien zurückführt und die ökonomische Präferenz für den Marktaustausch zum Zweck der

---

<sup>3</sup> Christian Berger, *Rechtsgeschäftliche Verfügungsbeschränkungen*, 1998, 144; Brigitte Haar, *Die Personengesellschaft im Konzern, Privatautonomie zwischen Vertrag und Organisation*, 2006, 187-189; Rüdiger Liebs, Die unbeschränkbare Verfügungsbefugnis, *AcP* 175 (1975), 1 ff., 41

<sup>4</sup> Zur „Entprivatisierung“ Friedrich Kübler/Heinz-Dieter Assmann, *Gesellschaftsrecht; Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen*, 6. Aufl. 2006, 4.

Wohlfahrtssteigerung erkennen lässt.<sup>5</sup> Mit ihr verbindet sich vor allem die ökonomische Analyse des Rechts, deren Basis die Transaktionskostenanalyse von Ronald Coase gelegt hat.<sup>6</sup> Mit der Kategorie von agency-Kosten kennzeichnen Jensen/Meckling die Problematik, die bereits von Adam Smith mit dem Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle in der Aktiengesellschaft anschaulich beschreiben worden ist.<sup>7</sup> Hiernach erhält die Aktiengesellschaft ihre wesentliche Prägung durch die ihr zugrunde liegenden agency-Beziehungen zwischen den Inhabern der operativen Unternehmensleitung und den Eigentümern. Unter dem Blickwinkel einer Minimierung der daraus folgenden agency-Kosten richten auch Jensen/Meckling ebenso wie schon Alchian/Demsetz das Augenmerk auf die Aktiengesellschaft als eine Form der Unternehmensorganisation. In diesem Rahmen sind Aktien und Anleihen vertragliche Instrumente, um das principal-agent-Verhältnis möglichst kostengünstig im Interesse des größtmöglichen Nutzen für den Eigentümer als Principal im Lichte bestehender Unsicherheiten und unvollständiger Beaufsichtigung zu gestalten.<sup>8</sup> Hieraus resultiert als Begrifflichkeit für die Aktiengesellschaft der „nexus of contracts“, der den vertraglichen Primat gegenüber staatlicher Gesetzgebung besonders deutlich hervortreten lässt.<sup>9</sup> Er zielt auf die Minimierung der Kosten ab, die in einer Unternehmung infolge des diskretionären Entscheidungsspielraums des Managements entstehen.<sup>10</sup> Mit dieser Zielsetzung schließt er Überwachungsmechanismen, anreizkompatible Entlohnungssysteme und

---

<sup>5</sup> Thomas Joo, Theories and Models of Corporate Governance, in: *Corporate Governance; A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, hg. von K. Baker/R. Anderson, 2010, S. 157 ff., 163

<sup>6</sup> Ronald Coase, The Nature of the Firm, *Economica* 4 (1937) 386-405

<sup>7</sup> Michael Jensen/William Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *J. Fin. Econ.* 3 (1976) 305-360; bei Adam Smith heißt es: "The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company." (Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776, 741).

<sup>8</sup> Armen Alchian/Harold Demsetz, Production, information costs, and economic organization, *Am. Econ. Rev.* 62 (1972) 777.

<sup>9</sup> Jensen/Meckling (Fn. 7) 311 ("The private corporation is simply a form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships...").

<sup>10</sup> Jensen/Meckling (Fn. 7) 308

Selbstbindungsmechanismen ein, die über die Finanzstruktur des Unternehmens dessen Abhängigkeit von Kapitalmarktfinanzierungen erhöhen.<sup>11</sup>

Funktionsbedingung für den vertragstheoretischen Ansatz und Transmissionsriemen zwischen der Beaufsichtigung des Managements und den entsprechenden Gesellschaftsverträgen ist der Markt für Unternehmenskontrolle und dessen Funktionsfähigkeit.<sup>12</sup> Die Hypothese effizienter Kapitalmärkte ist hierbei die notwendige Basis und der Rahmen für die vertragstheoretische Fundierung der Aktiengesellschaft. Effiziente Kapitalmärkte sichern demnach den konsensualen Charakter der Corporate Governance ab, indem sie das Management im Wege des Marktes für Unternehmenskontrolle disziplinieren. Demzufolge machen bei schlechter Unternehmensführung niedrige Aktienpreise die Gesellschaft zum möglichen Gegenstand einer feindlichen Übernahme, in dessen Verlauf die Manager ihren Job und damit auch ihr nicht diversifizierbares unternehmensspezifisches Humankapital einbüßen.<sup>13</sup> In diesem Konzept beruht der Geltungsanspruch der Corporate Governance eines Unternehmens daher letztlich auf der Vermittlungswirkung des Kapitalmarktes.

---

<sup>11</sup> Zu den Überwachungsmechanismen Eugene Fama/Michael Jensen, Separation of Ownership and Control, *J.L. & Econ.* 26 (1983) 301-325; Bengt Holmstrom/Paul Milgrom, Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design, *J. L. Econ. & Org.* 7 (1991) Special Issue 24-52; Hideshi Itoh, Incentives to Help in Multi-Agent Situations, *Econometrica* 59 (1991) 611-636; zu den finanzierungsrelevanten Selbstbindungsmechanismen Frank Easterbrook, Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence, *Del. J. Corp. L.* 9 (1984) 540 ff., 543-553; Untersuchungen der agency-Problematik bei der Unternehmensfinanzierung z.B. bei David Gertner/Robert Scharfstein/Jeremy Stein, Internal versus External Capital Markets, *Q. J. Econ.* 109 (1994) 1211-1230; Milton Harris/Arthur Raviv, Capital budgeting and delegation, *J. Fin. Econ.* 50 (1998) 259-289; Owen Lamont, Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets, *J. Fin.* 52 (1997) 83-109; Werner Neus, *Ökonomische Analyse von Verträgen* 54-87; David Scharfstein/Jeremy Stein, The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment, *J. Fin.* 55 (2000) 2537-2564; Hyun-Han Shin/Yong Kim, Agency costs and efficiency of business capital investment: evidence from quarterly capital expenditures, *J. Corp. Fin.* 8 (2002) 139-158; Jeremy Stein, Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, *J. Fin.* 52 (1997) 111-133.

<sup>12</sup> Zum Druck des Marktes für Unternehmenskontrolle auf die Unternehmensleitung Fama/Jensen (Fn. 11), 313; Henry Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, *J. Pol. Econ.* 73 (1965) 110-120.

<sup>13</sup> Zum Disziplinierungswirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle Manne, (Fn. 12); zur Unternehmensspezifität von Humankapital grundlegend Gary Becker, *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, 3. Aufl. 1994, 34-51 und passim.

## B. GESELLSCHAFTSRECHTLICHE REGELN ALS ALLGEMEINE GESCHÄFTSBEDINGUNGEN

Bei dieser Perspektive drängt sich die Frage nach der verbleibenden Rolle des Gesetzgebers notwendigerweise auf, da er angesichts der regulierenden Funktion des Kapitalmarktes und des Verbindlichkeitscharakters der vertraglichen Einigung der Parteien überflüssig erscheinen mag. Gleichwohl kommt dem Gesetzgeber auch aus dieser vertragstheoretischen Sicht eine verbleibende, nämlich marktunterstützende Funktion für die Corporate Governance zu. Auch nach der herkömmlichen Auffassung im geltenden Recht kommt dem dispositiven Recht eine Lückenfüllungs-, Entlastungs- und Leitbildfunktion zu.<sup>14</sup> Diese unterscheidet sich jedoch dadurch ganz grundlegend vom ökonomischen Ansatz des „gap-filling“, dass der Gesetzgeber aus dieser Sicht Maßstäbe setzt, statt diese, nämlich die des Kapitalmarktes, wie aus der vorgenannten ökonomischen Perspektive lediglich umzusetzen.

Auf der Basis der Theorie unvollständiger Verträge misst das vertragstheoretische Modell des Gesellschaftsrechts hingegen den gesetzlichen Regelungen zum Gesellschaftsrecht den Stellenwert transaktionskostensparender allgemeiner Geschäftsbedingungen bei.<sup>15</sup> Hiernach sind die Parteien einer Kooperationsbeziehung aufgrund hoher Transaktionskosten nicht in der Lage, ihre Kooperation in allen Aspekten vollständig vertraglich zu regeln<sup>16</sup>. Insbesondere die Mehrphasigkeit langfristiger Kooperation lässt es unmöglich erscheinen, alle diesbezüglichen betriebswirtschaftlichen Entscheidungen der Parteien für alle denkbaren Szenarien erschöpfend vertraglich zu fixieren. „Die Unvollständigkeit (des Vertrages) ergibt sich daraus, dass Zustände der Welt, Qualität und Handlungen (, wie insbesondere spezifische Investitionen und deren

---

<sup>14</sup> zur Leitbildfunktion neben der ausdrücklichen Anordnung in § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB Karl Larenz/Manfred Wolf/Jörg Neuner, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, 10. Aufl. 2012, § 3 Rn. 8; kritisch zur Leitbildfunktion jüngst Lorenz Kähler, *Begriff und Rechtfertigung abdingbaren Rechts*, 2012, 131-136.

<sup>15</sup> Zur Theorie unvollständiger Verträge Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, 1995; zum Stellenwert der gesellschaftsrechtlicher Regelungen als allgemeine Geschäftsbedingungen Frank Easterbrook/Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, 34 f.

<sup>16</sup> Oliver Hart, An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, *Colum. L. Rev.* 89 (1989) 1757 ff., 1765

Quasirente) für die Vertragspartner wahrnehmbar, aber von Außenstehenden nicht überprüfbar sind.“<sup>17</sup> Vor diesem Hintergrund kommt dem Gesetzgeber die Aufgabe zu, mit seinen Regelungen der verschiedenen Gesellschaftsrechtsformen einen Typenvertrag als dispositives Gesellschaftsrecht zur Verfügung zu stellen, auf den die Parteien mangels anderweitiger Vereinbarung zurückgreifen können.<sup>18</sup> Diese Regelungen erfüllen demnach lückenfüllende Funktionen im Hinblick auf den notwendigerweise unvollständigen Gesellschaftsvertrag.<sup>19</sup> Gleichwohl bleibt es in Bezug auf den Regelungsinhalt beim Primat des Kapitalmarktes, da das Gesellschaftsrecht aus dieser Sicht diejenigen Regelungen beinhaltet, die der hypothetischen effizienten vertraglichen Einigung entsprechen, die die meisten Gesellschaften bei (insbesondere von Transaktionskosten) unbehindertem Marktmechanismus ohnehin erzielt hätten.<sup>20</sup> In der Sache ahmt der Gesetzgeber bei einer solchen Konzeption gesellschaftsrechtlicher Regelungen die Preisbildung des Kapitalmarktes im Hinblick auf gesellschaftsvertragliche Bestimmungen nach.<sup>21</sup>

### C. REGELBILDUNG IN VERTRAGLICHER UND INTERNATIONALER PERSPEKTIVE

Diese Sichtweise hat wichtige Implikationen für die Regelbildung im Gesellschaftsrecht im zwischenstaatlichen und internationalen Kontext und verdeutlicht eine weitere Dimension der Verselbstständigung privatrechtlicher Normbildung. Hand in Hand mit der Dispositivität gesellschaftsrechtlicher Regelungen geht auf kollisionsrechtlicher Ebene die Rechtswahlfreiheit der Parteien in Bezug auf das anwendbare Gesellschaftsrecht. Letztere hat in den USA schon früh die Debatte zum Wettbewerb der Gesetzgeber eröffnet.<sup>22</sup> Angesichts der weitreichenden Rechtswahlfreiheit in den USA wurde deren

---

<sup>17</sup> Oliver Hart, Incomplete contracts; the costs of writing long-term contracts, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics* (hg. von Steven Durlauf/Lawrence Blume), 2. Aufl., 2008

<sup>18</sup> So formulieren Frank Easterbrook/Daniel Fischel (Fn. 15), 34: "... a set of terms available off the rack...".

<sup>19</sup> Frank Easterbrook/Daniel Fischel (Fn. 15) 34

<sup>20</sup> Bernard Black, Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis, *Northwestern Univ. L. Rev.* 84 (1990) 542-597

<sup>21</sup> Entsprechende Kennzeichnung dieses Vorgehens als „market-mimicking“ bei Ian Ayres/Robert Gertner, Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules, *Yale L.J.* 99 (1989) 87ff., 115.

<sup>22</sup> William Cary, Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware, *Yale L.J.* 83 (1974) 663-705; Ralph Winter, State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation, *J. Leg. Studs.* 6 (1977) 256-292

Einzelstaaten, denen die Regelungskompetenz im Gesellschaftsrecht im Wesentlichen zukommt, in ihrem Verlauf die Rolle von Marktakteuren beigemessen, die untereinander um eine möglichst hohe Anzahl von Gründungen nach ihrem Recht konkurrieren. Zwar befürchteten erste Stimmen ein „race to the bottom“, in dem von den Einzelstaaten auf Kosten der Aktionäre für die Gründer und Manager günstige Regelungen zur Verfügung gestellt würden.<sup>23</sup> Legt man jedoch die These durchgängig funktionsfähiger Kapitalmärkte als Prämisse dieser Gesetzgebung zugrunde, gelangt man zum gegenteiligen Ergebnis: Hiernach müssen Gründer und Manager das effizienteste Gesellschaftsrechtsregime wählen, da ansonsten mangels Attraktivität für potenzielle Anleger ihre Aktienpreise sinken und ihre Kapitalkosten steigen.<sup>24</sup>

Gegenüber dem letztgenannten Standpunkt werden insbesondere zwei Kritikpunkte geäußert, die zum Teil zugleich den Geltungsanspruch des zugrunde liegenden Primats des Kapitalmarktes in Zweifel ziehen: Zunächst wurde der Versuch unternommen, die These eines race to the top im Wege von Ereignisstudien empirisch zu untermauern. Zwar wurden die Ergebnisse zum Teil positiv in diesem Sinne interpretiert, da vier der acht Studien zur Reinkorporation eine bedeutende positive Aktienrendite zum Zeitpunkt der Ankündigung der Reinkorporierung feststellen konnten.<sup>25</sup> Die Kritik an der Auswertung dieser Studien lässt jedoch bereits grundlegendere Zweifel am Regulierungsmodell aufscheinen. Bebchuk weist darauf hin, dass der Nachweis einer positiven oder unbedeutenden Auswirkung der Aktienrendite auf Reinkorporationen keinem Beleg gleichkommt, dass ein Wettbewerb der Einzelstaaten den Aktionären Nutzen bringt, da es nicht auszuschließen sei, dass die Wirkung einiger positiver Vorschriften diejenige von unerwünschten Gesetzen verschleierte oder kompensiere.<sup>26</sup> Demzufolge sei der Kapitalmarkt als maßgebliche Instanz bei der Normbestimmung ungeeignet. Noch unmittelbarer wird die Konkurrenz zwischen marktlichen Wirkkräften und

---

<sup>23</sup> Cary (Fn. 22)

<sup>24</sup> R. Winter (Fn. 22); Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, 1993

<sup>25</sup> Sanjai Bhagat/Roberta Romano, *Empirical Studies of Corporate Law*, in: *Handbook of Law and Economics*, Bd. 2, hg. von A. M. Polinsky/S. Shavell, 2007, 945-1012

<sup>26</sup> Lucian Bebchuk, *Federalism and the corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, *Harv. L. Rev.* 105 (1992) 1435ff, 1449 f.



staatlichem Geltungsanspruch bei neueren kritischen Stimmen. So wird zum Teil in Frage gestellt, dass überhaupt wettbewerbliche Mechanismen wirksam sind, und stattdessen auf eine Situation hingewiesen, in der Delaware ein Monopol innehat und andere Einzelstaaten nur wenig Nutzen von zusätzlichen Gesellschaftsgründungen nach ihrem Recht haben.<sup>27</sup> Noch deutlicher wird Roe, der die Ebene des Wettbewerbs auf das Verhältnis zwischen Delaware und der nationalen Regierung in Washington und damit von einer marktlichen auf eine politische Ebene transferiert.<sup>28</sup> Diesem letztgenannten Gesichtspunkt fügt schließlich Levmore eine weitere Dimension hinzu, indem er neben dem Wettbewerb im Aktienrecht darüber hinaus den Wettbewerb in Bezug auf alternative Rechtsformen herausarbeitet, auf die die Einzelstaaten gegebenenfalls ausweichen könnten.<sup>29</sup> Dieser letztgenannte Aspekt beherrscht auch die europäische Diskussion zum Wettbewerb der Gesetzgeber, die insbesondere von den Entscheidungen des EuGH in den Rechtssachen *Centros*, *Überseering* und *Inspire Art* angestoßen worden ist.<sup>30</sup>

### III. ANERKENNUNG VON CORPORATE GOVERNANCE KODIZES AUFGRUND VON COMPLY OR EXPLAIN

Mit dem Wettbewerb der Regelungsgeber und dem Druck des Kapitalmarktes als Bezugsgröße für die Normanerkennung rückt eine weitere neuere Entwicklung auf dem Gebiet der Regeln zur Corporate Governance ins Blickfeld, nämlich die Herausbildung von Corporate Governance Kodizes und deren Akzeptanz durch die Marktteilnehmer, die Ende der 90er Jahre in Gang kam. Sie wurde durch den Zuwachs an internationaler Bewegungsfreiheit und der damit einhergehenden Öffnung und Globalisierung der Kapitalmärkte angestoßen, wie sie in Deutschland mit der Übernahme von Mannesmann

---

<sup>27</sup> Marcel Kahan/Ehud Kamar, The Myth of State Competition in Corporate Law, *Stan. L. Rev.* 55 (2002) 679-749

<sup>28</sup> Mark Roe, Delaware's Competition, *Harv. L. Rev.* 117 (2003) 588-646

<sup>29</sup> Saul Levmore, Unincorporations and the Delaware Strategy, *U.Ill. L. Rev.* 2005, 195-208

<sup>30</sup> EuGH, Rs. C-221/97, Slg. 1999, I-1459 – *Centros* (9.3.1999),; EuGH, Rs. C-208/00, Slg. 2002, I-9919 – *Überseering* (5.11.2002); EuGH, C-167/01, Slg. 2003, I-10155 – *Inspire Art* (30.9.2003); zur Diskussion etwa John Armour/Wolf-Georg Ringe, *European Company Law 1999-2010: Renaissance and Crisis*, ECGI Working Paper Series in Law No. 175/2011, 1-16; Wolfgang Kerber/Klaus Heine, European Corporate Laws, Regulatory Competition and Path Dependence, *Eur. J. L. & Econ.* 13 (2002) 47-71; Eva-Maria Kieninger, Niederlassungsfreiheit als Rechtswahlfreiheit, *ZGR* 1999, 724-749.

durch Vodafone im Jahre 2000 augenfällig geworden ist.<sup>31</sup> Mit dieser Öffnung ging ein Interesse an der Verbesserung der Corporate Governance einher, die mit der Fähigkeit, Kapital am Kapitalmarkt zu generieren, unmittelbar in Verbindung gebracht wurde.<sup>32</sup>

Ausgangspunkt und Orientierungsmarke für die Entwicklung der europäischen Corporate Governance Kodizes war der Cadbury Code of Best Practice, wie der Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance mit seinen Empfehlungen in einem Code of Best Practice für den board of director nach dem Vorsitzenden der Kommission genannt wird.<sup>33</sup> Bezeichnet sind damit Regulierungsbemühungen in Großbritannien, die auf den Arbeiten eines Ausschusses des London Stock Exchange, der Wirtschaftsprüfer und des Finanzberichterstattungs-Council unter dem Vorsitz von Sir Adrian Cadbury fußen. Seine zentralen Empfehlungen konzentrierten sich vor allem auf die Unabhängigkeit der non-executive directors vom Management, auf Fragen der Vergütung des Managements, auf den Rechnungsprüfungsausschuss und dessen effektive Überwachungstätigkeit. Unter dem Einfluss des Cadbury Code wurden auch in anderen Mitgliedstaaten ähnliche Corporate Governance Kodizes entwickelt, von denen beispielhaft an dieser Stelle der französische *Vienot Report* von 1995, der Code of Best Practice der *Peters* Kommission für die Amsterdamer Börse von 1997, die Corporate Governance-Empfehlungen der *Association of Belgian Companies* von 1998, der spanische *Oliviencia Report* von 1998 und der *Aldama Report* von 2003, die *Draghi Reform* in Italien von 1998 und der italienische *Preda Code* von 1999 und 2002 genannt seien.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> Zur Bedeutung der *Mannesmann*-Entscheidung z.B. Anke Beyer/Jürgen Hassel, The effects of convergence: internationalization and the changing distribution of net value added in large German firms, *Economy & Society* 31 (2002) 309 ff. 310; Curtis Milhaupt/Katharina Pistor, *Law and Capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and development around the world*, 2008, 69-86.

<sup>32</sup> Weil, Gotshal & Manges LLP, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member states, on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, Final Report and Annexes*, 2002, 8

<sup>33</sup> Ruth Aguilera/Alvaro Cuervo-Cazurra, Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studs.* 25 (2004) 415-443

<sup>34</sup> Überblick bei Thomas Clarke, *International Corporate Governance; A Comparative Approach*, 2007, 175-179.

Insbesondere der Cadbury Report bringt deutlich zum Ausdruck, dass die weitverbreitete Anerkennung der Wohlverhaltensregeln weitgehend von der Unterstützung der Aktionäre abhängt und man sich bei der Umsetzung der Regeln auf diese marktbasierende Regulierung stützen wolle.<sup>35</sup> Diese Parallele zum US-amerikanischen Regulierungsmodell, das sich unmittelbar auf den Druck des Kapitalmarktes stützt, wird jedoch in den Corporate Governance Kodizes nach dem Vorbild des Cadbury Code of Best Practice durch einen regelungstechnischen Kunstgriff ergänzt, der sich zwar ebenfalls letztlich in seiner Prämisse auf Marktanreize stützt. Zusätzlich bringt er jedoch staatliche Sanktionsmechanismen ins Spiel. Es handelt sich um den gesetzlich normierten Grundsatz des „comply or explain“, wonach eine Gesellschaft eine sogenannte Entsprechenserklärung in ihrem Jahresbericht dahingehend abzugeben hat, ob sie die einzelnen Empfehlungen des Kodex befolgt und gegebenenfalls warum sie dies nicht tut.

Auch in Deutschland wurde dieser Regelungsansatz von der Regierungskommission „Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts“ unter dem Vorsitz von Theodor Baums aufgegriffen, die von der Bundesregierung nicht zuletzt als Reaktion auf mehrere Unternehmensskandale auf nationaler und internationaler Ebene wie Enron, Worldcom, Parmalat und Holzmann eingesetzt worden war.<sup>36</sup> Einer der im Abschlussbericht vom Juli 2001 vorgelegten Vorschläge dieser Kommission war darauf gerichtet, eine weitere Kommission mit der Ausarbeitung eines Regelwerks für eine internationalen Standards entsprechende Unternehmensführung zu beauftragen.<sup>37</sup> Dem folgte die Einsetzung der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) am 6. September 2001 durch die Bundesjustizministerin, wobei nicht festgelegt ist, nach welchen Kriterien und für welchen Zeitraum die Auswahl erfolgt, welchen Verantwortungsmaßstäben die

---

<sup>35</sup> Secretary of the Committee on the Financial Aspects of Corporate governance, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate governance*, 1992, Abschnitt 7.1-7.5

<sup>36</sup> Hierzu z.B. Guido Ferrarini/Paolo Giudici, Financial Scandals and the Role of Private Enforcement, in: *After Enron*, hg. von J. Armour/J. McCahery, 2006, 159-213; Klaus Hopt, Vergleichende Corporate Governance – Forschung und internationale Regulierung, *ZHR* 175 (2011) 444 ff., 461 f.

<sup>37</sup> Theodor Baums, *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, BT-Drucks. 14/7515 v. 14.8.2001, Rn. 16 f.

Kommissionsmitglieder zu genügen haben und welchen Verfahrensregeln die Arbeit der Kommission unterliegen soll.<sup>38</sup>

Ausweislich der Präambel des Kodex soll letzterer zur Transparenz des deutschen Corporate Governance Systems und zur Vertrauensbildung bei den internationalen und nationalen Anlegern, Kunden, Mitarbeitern und der Öffentlichkeit im Hinblick auf Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften beitragen.<sup>39</sup> Neben diese Kommunikationsfunktion tritt eine Ordnungsfunktion in Bezug auf die Formulierung und Fortentwicklung eines Code of Best Practice. So mag die Einschaltung des Bundesjustizministeriums nicht überraschen, auf dessen Internetseite die jeweils aktuelle Fassung des DCGK nach einer Rechtmäßigkeitskontrolle neben seiner Bekanntmachung im amtlichen Teil des elektronischen Bundesanzeigers veröffentlicht wird. Dass dies Fragen hinsichtlich der politischen Unabhängigkeit und Weisungsfreiheit der Kommissionsmitglieder aufgeworfen hat, liegt auf der Hand, wengleich das Ministerium auf die Möglichkeit beschränkt ist, den Kodex in seiner Gesamtheit zu verwerfen oder zu akzeptieren, ohne jedoch die Fassung einzelner Klauseln beeinflussen zu können.<sup>40</sup>

Diese Beschränkung staatlicher Einwirkung deckt mit dem bereits genannten Ansatz des Cadbury Report, der auf die Unterstützung der Aktionäre, eine marktbasierende Regulierung und das Prinzip des comply or

---

<sup>38</sup> Daher durchaus Bedenken aus verfassungsrechtlicher Sicht Michael Hoffmann-Becking, *Deutscher Corporate Governance Kodex – Anmerkungen zu Zulässigkeit, Inhalt und Verfahren*, in: *FS Hüffer*, hg. von P. Kindler/J. Koch/P. Ulmer/M. Winter, 2010, 337-339; Uwe Hüffer, *Aktiengesetz; Kommentar*, 9. Aufl., 2010, § 161 Rdnr. 4; Gerald Spindler, in *AktG*, hg. von K. Schmidt/M. Lutter, 2. Aufl., 2010, § 161 Rdnr. 11; Gerald Spindler, *Zur Zukunft der Corporate Governance Kommission und des § 161 AktG*, *NZG* 2011, 1007ff., 1008 f.; Rainer Wernsmann/Ulrich Gatzka, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex und die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG*, *NZG* 2011, 1001 ff., 1003-1007; zum Verfahren im Einzelnen Peter Mülbert/Alexander Wilhelm, *Grundfragen des Deutschen Corporate Governance Kodex und der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG*, *ZHR* 176 (2012) 286 ff.; für eine Optimierung des Verfahrens jüngst auch Mathias Habersack, *Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung*, in: *Verhandlungen zum 69. Deutschen Juristentag*, hg. von Deutscher Juristentag, 2012, Gutachten E 54.

<sup>39</sup> Zu den Informationszwecken im Interesse einer Stärkung des Finanzplatzes etwa Patrick Leyens, in: *Großkommentar AktG*, hg. K. Hopt/H. Wiedemann, 4. Aufl. 2012, § 161 Rn. 26 f.

<sup>40</sup> Hinweis auf die Unabhängigkeit der Kommission bei Hoffmann-Becking (Fn. 38), 337 f., 341; Thomas Kremer, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex auf dem Prüfstand: bewährte Selbst- oder freiwillige Überregulierung?* *ZIP* 2011, 1177; zu den Einflussmöglichkeiten des Justizministeriums Wernsmann/Gatzka (Fn. 38), 1003.

explain setzt.<sup>41</sup> Zwar fehlt es an einer gesamteuropäischen Grundlage, aber die Geltung eines Kodexregimes und dessen Implementierung im Wege des comply or explain werden in der Änderungsrichtlinie zur Bilanzrichtlinie von 2006<sup>42</sup> vorausgesetzt. Dem liegt international die Übernahme dieser regelungstechnischen Innovation in zahlreichen Kodizes zugrunde.<sup>43</sup> Gleichwohl ist das Echo zur Kodex-Idee auf dem Gebiet der Corporate Governance gemischt. Neuerlich ist die Debatte durch das Grünbuch Europäischer Corporate Governance Rahmen der Europäischen Kommission von 2011 angeheizt worden, in dem diese ihre positive Bewertung dieses Konzepts zum Ausdruck bringt und Ansatzpunkte für eine weitere Verbesserung aufzeigt.<sup>44</sup> So mahnt die Kommission neben der uneingeschränkt positiven Würdigung des Kodex-Gedankens lediglich eine Verbesserung der Qualität der Erläuterung sowie eine solche der Überwachung der Einhaltung an. Demgegenüber wachsen in Deutschland, einem Kernland der Kodex-Idee, nach anfänglicher Begeisterung die Bedenken und die Kritik.<sup>45</sup> Unter anderem werden die bereits angedeuteten Fragen der politischen Legitimation sowie der rechtspolitischen Einmischung aufgeworfen.

---

<sup>41</sup> Adrian Cadbury, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, S. 52

<sup>42</sup> Art. 46a der Richtlinie 2006/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.6.2006 zur Änderung der Richtlinien des Rates 78/660/EWG über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, 83/349/EWG über den konsolidierten Abschluss, 86/635/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten und 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Versicherungsunternehmen, ABl.EU v. 16.8.2006, L 224/1 ff., 4

<sup>43</sup> Weitere Beispiele sind etwa der italienische Preda Code (2002), der spanische Aldama Report von 2003, der dänische Norby Report von 2001, die europäische Richtlinie 2006/46/EG zur Änderung der Richtlinie 78/660/EWG über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, 83/349/EWG über den konsolidierten Abschluss, 86/635/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten und 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Versicherungsunternehmen.

<sup>44</sup> Europäische Kommission, *Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen*, 5.4.2011, KOM (2011) 164 endg., 3

<sup>45</sup> Positive Einschätzung bei Axel v. Werder, Kommentierung zum Deutschen Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 18. Juni 2009, in: *Deutscher Corporate Governance Kodex*, hg. von H.M. Ringleb/T. Kremer/Marcus Lutter/A.v. Werder, 4. Aufl. 2010, Rn. 121; Kritik etwa bei Christian Gehling, *Deutscher Corporate Governance Kodex – Eine kritische Bestandsaufnahme*, ZIP 2011, 1181; Hoffmann-Becking, (Fn. 38); Michael Hoffmann-Becking, *Zehn kritische Thesen zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, ZIP 2011, 1173-1177; Spindler, (Fn. 38).

## A. ABGRENZUNG ZUM VERTRAGSMODELL IM US-AMERIKANISCHEN GESELLSCHAFTSRECHT

In Bezug auf das zugrunde liegende Legitimationsprinzip ergeben sich bei der Umsetzung von Corporate Governance Kodizes im Wege des Grundsatzes des *comply or explain* vor allem zwei Anknüpfungspunkte. Zunächst ist zu prüfen, inwieweit die hierdurch gewonnene Flexibilität noch eine Abgrenzung zum vertragstheoretischen Ansatz in der ökonomischen Analyse zum US-amerikanischen Recht der Aktiengesellschaft und zur Einordnung der aktienrechtliche Regelungen als bloße *default rules* zulässt. Ebenso wie abdingbare gesellschaftsrechtliche Regeln ließen sich auch die Empfehlungen der Kodizes in die Aktiengesetze integrieren und zur Disposition der Parteien stellen. Bei beiden Regelungstechniken sollte der Idee nach in der Folge der Druck des Kapitalmarktes für optimale Corporate Governance-Regeln sorgen.<sup>46</sup> Der entscheidende Unterschied liegt jedoch in den Auswirkungen, die die Regelung im Wege des *comply or explain* hat.<sup>47</sup>

So hat die Verwaltung einen größeren Einfluss auf die Entscheidung über die Befolgung bzw. Nichtbefolgung von Kodex-Regelungen, während sich die Frage der Rechtswahl zum Gründungszeitpunkt und daher unter Mitwirkung der Aktionäre stellt.<sup>48</sup> Ungeachtet dieses Unterschieds erscheint jedoch die Verzahnung zwischen privater Rechtssetzung im Sinne eines sogenannten *soft law* und staatlicher Rechtssetzung bei Corporate Governance Kodizes aufgrund des *comply or explain* als so ausgeprägt, dass die Einstufung dieser Regelungstechnik als hybrides Regulierungsinstrument durchaus treffend erscheint, wenngleich die selbstregulatorische Komponente überwiegt.<sup>49</sup> Letzteres offenbart sich in der Abänderbarkeit der Kodizes, die keiner Einschaltung des Gesetzgebers bedarf. Mit der Übernahme des *comply or explain*-Instruments dokumentiert der Gesetzgeber zwar das Bewusstsein, dass die Corporate Governance in dem vom Kodex erfassten Bereich

---

<sup>46</sup> Siehe bereits oben; Winter (Fn. 22); Romano, (Fn. 24).

<sup>47</sup> Ian MacNeil/Xiao Li, „Comply or Explain“: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance: An Int'l Rev.* 14 (2006) 486, 493

<sup>48</sup> Zur Abgabe der Entsprechenserklärung durch Vorstand und Aufsichtsrat etwa Leyens, (Fn. 40), Rn. 143-145.

<sup>49</sup> Zur Bezeichnung als hybrides Regulierungsinstrument Michael Weiss, *Hybride Regulierungsinstrumente*, 2011, 131.

Regelungsbedarf aufweist, ohne jedoch eine klare Vorstellung über die Ausgestaltung dieser Regulierung zu haben, so dass die Corporate Governance zum „Experimentierfeld“ regulatorischer Ideen aller Beteiligten wird.<sup>50</sup> Den hieraus resultierenden Vorteilen größerer Flexibilität und Anpassungsfähigkeit stehen bei dieser Sachlage dann jedoch die Undurchsichtigkeit des Willensbildungsprozesses und die damit einhergehende Gefahr der Vereinnahmung durch Interessengruppen gegenüber.<sup>51</sup>

## B. EMPIRISCHE GRUNDLAGEN FÜR DIE ZUGRUNDE GELEGTE KAPITALMARKTMECHANISMEN

### 1. STUDIEN

Trotz dieser Unterschiede zum ausschließlich vertragstheoretischen Ansatz liegt auch den Corporate Governance Kodizes und der verbreitet normierten Entsprechenserklärung die Erwartung zugrunde, dass der hieraus folgende Druck des Kapitalmarktes de facto eine Veröffentlichungs- bzw. Befolgungspflicht für börsennotierte Aktiengesellschaften nach sich zieht.<sup>52</sup> Auf den ersten Blick scheint hierfür der hohe durchschnittliche Akzeptanzwert von z.B. 98 % über alle Empfehlungen hinweg beim Deutschen Corporate Governance Kodex 2012 in Bezug auf die DAX-Unternehmen zu sprechen.<sup>53</sup> Dies käme einer dem vertragstheoretischen Ansatz ähnlichen Regelungswirkung des Kapitalmarktes gleich und liegt im Ausgangspunkt der Regelungsabsicht der Kodex-Kommission zugrunde, wenn deren Vorsitzender 2001 darauf hinweist, dass „wer sich nicht an den Kodex (halte) ... (vom) Kapitalmarkt (bestraft werde).“<sup>54</sup> Ein tatsächlicher empirischer Nachweis für

---

<sup>50</sup> Christine Windbichler, Bindungswirkung von Standards im Bereich Corporate Governance, in: *Geltung und Faktizität von Standards*, hg. von T. Möllers, 2009, 19 ff, 29

<sup>51</sup> MacNeil/Li (Fn. 47), 493

<sup>52</sup> Stefan Berg/Mathias Stöcker, Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, *WM* 2002, 1569 ff., 1572; Christoph Seibt, Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechens-Erklärung (§ 161 AktG-E), *AG* 2002, 249ff., 252; Johannes Semler, in: *Münchener Kommentar zum AktG*, (hg. von Wulf Goette/Mathias Habersack), 2. Auflage, 2003, § 161 Rn. 28.

<sup>53</sup> Christian Wolff/Mark Steffen Rapp, *Kodexakzeptanz 2012: Analyse der Entsprechenserklärungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, HHL Research Paper Series in Corporate Governance 2012, 12. April 2012, 4; download unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2038411](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2038411)

<sup>54</sup> Gerhard Cromme, Wer sich nicht an den Kodex hält, den straft der Kapitalmarkt, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 19. Dezember 2001, 13

diese Art der Regelungswirkung ist damit jedoch so ohne Weiteres noch nicht erbracht.

Das Spektrum an Studien zum Zusammenhang zwischen Befolgung des DCGK und dem Unternehmenserfolg ist in der Tat groß und im Ergebnis uneinheitlich, so dass an dieser Stelle lediglich ein holzschnittartiger Überblick gegeben werden kann.<sup>55</sup> Insgesamt lässt sich aus den Studien kein eindeutiges Ergebnis ableiten. Zum Teil gibt es Hinweise auf einen positiven Einfluss der Entsprechenserklärung auf den Unternehmenserfolg<sup>56</sup>, während sich aus anderen Studien<sup>57</sup> keine Anzeichen für eine Auswirkung der Compliance in dieser Hinsicht ergeben. In einer weiteren empirischen Studie freilich in Bezug auf den britischen Aktienindex FTSE 100 von 2006 hat es den Anschein, dass es eine Verbindung zwischen Aktienpreis und der Akzeptanz einer Nichtbefolgung des britischen Combined Code durch ein Unternehmen seitens der Investoren gibt.<sup>58</sup> Da die Entsprechenserklärungen mangels ausreichenden Informationsgehalts den Investoren in der Regel keine Bewertung ermöglichen würden, ob die Nichtbefolgung gerechtfertigt ist, so die Argumentation, seien diese auf einen indirekten Indikator angewiesen. Als ein solcher Näherungswert werde der finanzielle Unternehmenserfolg, wie er sich im Aktienpreis niederschlägt, herangezogen.<sup>59</sup> Demzufolge wandelt sich der „comply or explain“-Ansatz in einen „comply or perform“-Ansatz, der die Normbefolgung von wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit abhängig werden lässt.<sup>60</sup> In Frage gestellt werden damit auch die den vorgenannten Konzepten zugrunde

---

<sup>55</sup> Überblick bei Markus Stiglbauer, *Corporate Governance Berichterstattung und Unternehmenserfolg: Eine empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt*, 2010, 61-63.

<sup>56</sup> Wolfgang Drobetz/Andreas Schillhofer/Heinz Zimmermann, Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 74 (2004) 5-25; Igor Goncharov/Jörg Richard Werner/Zimmermann, Does compliance with the German Corporate Governance Code have an Impact on stock evaluation? An empirical analysis, *Corporate Governance: An International Review* 14 (2006) 432--445; nur eine schwache Korrelation nach Alexander Bassen, Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg, *Die Betriebswirtschaft* 66 (2006) 375-401.

<sup>57</sup> Erik Nowak/Roland Rott/Till Mahr, Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? *ZGR* 2005, 252-279; Alexander Bassen/Stefan Prigge/Christine Zöllner, Behind broad corporate governance aggregates: A first look at single provisions of the German Corporate Governance Code, *Corporate Ownership & Control* 6 (2009), 388-406.; Skepsis auch bei Martin Peltzer, Handlungsbedarf in Sachen Corporate Governance, *NZG* 2002, 593, 594, 599.

<sup>58</sup> MacNeil/Li (Fn. 47)

<sup>59</sup> MacNeil/Li (Fn. 47), 488-492

<sup>60</sup> MacNeil/Li, (Fn. 47), 492



liegenden Kapitalmarktmechanismen. Stattdessen scheinen Anleger die Entscheidungen eines Unternehmens zur Nichtbefolgung in guten Zeiten eher als in schlechten zu akzeptieren. Demnach sind hier kognitive Verzerrungen („biases“) wirksam, die dazu führen, dass ein Investor den finanziellen Unternehmenserfolg gegenüber der Frage, ob ein Unternehmen den Kodex befolgt, überbewertet.<sup>61</sup>

## 2. *BEDENKEN*

Als Erklärungen für dieses uneinheitliche Bild werden verschiedene Ansatzpunkte genannt: So differieren die Studien nicht nur in Bezug auf ihre Erhebungsmethode, sondern insbesondere auch in Bezug auf die abgedeckten Zeiträume. So mögen ihnen zwar ähnliche Stichproben zugrunde liegen, doch bleiben Änderungen bei der Indexzusammensetzung unberücksichtigt, was zu nicht unerheblichen einschränkenden Indexeffekten führen kann.<sup>62</sup> Problematisch erscheint außerdem die Frage der Wirkrichtung der Kausalität, die an anderer Stelle empirisch unter Hinweis darauf in Zweifel gezogen wird, dass erst gestiegene Kapitalkosten ein Unternehmen zu einem regelkonformen Verhalten zwingen und nicht umgekehrt.<sup>63</sup> Weiterhin finden sich bei den Untersuchungen unterschiedliche Erfolgsmaße, die teils bilanziell, teils kapitalmarktorientiert sind.<sup>64</sup> In Anbetracht des nur teilweise berücksichtigten Datenmaterials, das häufig nicht über 2005 hinausreicht und nur auf die Kodexempfehlungen abstellt, ohne die weiteren Regelungen in die Analyse miteinzubeziehen, liegt eine weitere Einschränkung des Aussagewertes und der Generalisierbarkeit der verschiedenen Studien in ihrer Gesamtheit auf der Hand. Letztlich werden damit grundlegende Probleme des allgemein anerkannten comply or explain-Ansatzes deutlich: Der Gesetzgeber operiert

---

<sup>61</sup> MacNeil/Li (Fn. 47) 492

<sup>62</sup> Im Einzelnen Stiglbauer (Fn. 55), 91-95.

<sup>63</sup> Christian Leuz/Catherine Schrand, *Disclosure and the cost of Capital: Evidence from the Firms' Response to the ENRON Shock*, Chicago Booth School of Management Research Paper No. 08-26, 2009, download unter SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1319646>; grundlegend zum Problem möglicher Endogenität Sanjai Bhagat/Brian Bolton, Corporate governance and firm performance, *J. Corp. Fin.* 14 (2008) 257-273; Überblick zum Diskussionsstand bei Sanjai Bhagat/Brian Bolton/Roberta Romano, The Effect of Corporate Governance on Performance, in: *Corporate Governance; A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, hg. von H.K. Baker/R. Anderson, 2010, 97 ff., 105-114.

<sup>64</sup> Zu den Einflussvariablen in Bezug auf den Unternehmenserfolg z.B. Kerstin Groß, *Equity Ownership and Performance*, 2007, 23.

hier ohne eine verlässliche empirische Grundlage zu der Wirkungsweise des Kapitalmarktes. Daraus resultiert bisweilen eine ungeeignete Strukturierung der Informationen, die im Hinblick auf die Befolgung des Kodex an den Kapitalmarkt gegeben werden.<sup>65</sup>

## IV. ANERKENNUNG VON CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR)

### A. STAKEHOLDER-ANSATZ

Zunehmend ist darüber hinaus eine weitere Begrenzung in die Kritik geraten, die sich aus der vorgenannten Orientierung an Kapitalmarktmechanismen ergibt. Gemeint ist die Verengung auf den shareholder value und die damit erfassten Aktionärsinteressen, die in die Entscheidungen der Unternehmensleitung einzufließen haben. Nicht erst die Dotcom-Bubble und der Crash von 2008, sondern bereits die *Enron*- und *Worldcom*-Skandale haben Zweifel an der Privilegierung der Aktionärsinteressen genährt und auch auf dem Feld der Corporate Governance und ihrer Grundsätze die Diskussion über die Corporate Social Responsibility eröffnet, die hier freilich nur gestreift werden kann und die Komplexität und Multidimensionalität der Diskussion um die Frage der Anerkennung weiter verdeutlicht. In Zeiten moderner Investitionsvehikel wie Investmentfonds, Hedgefonds, Aktienderivate, Wertpapierleihe und anderen Instrumenten bekommt das Anteilseigentum eine neue Bedeutung.<sup>66</sup> Leerverkäufe haben zur Folge, dass Aktionärsinteressen innerhalb einer Aktiengesellschaft divergieren und sogar gegenläufig zum Unternehmensinteresse sein können.

Damit wird dem Gegensatz zwischen Aktionärs- und Managerinteressen eine zusätzliche Dimension hinzugefügt, bei der es sich um die Berücksichtigung der weiteren stakeholders handelt. Letztere geht zurück auf den sogenannten stakeholder-Ansatz in der Corporate Governance-Debatte.<sup>67</sup>

---

<sup>65</sup> Zur ungeeigneten Informationsweitergabe durch proxy-Beratungsfirmen Windbichler (Fn. 50), 32; zur fehlenden Angabe von Gründen einer Nichtbefolgung MacNeil/Li (Fn. 47), 489.

<sup>66</sup> Donald Nordberg, *Unfettered Agents? The Role of Ethics in Corporate Governance*, in: *Corporate Governance; A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, hg. von H.K. Baker/R. Anderson, 2010, 175, 176

<sup>67</sup> Grundlegend Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, 1984.

Zwar mag es naheliegen, den Beitrag von Lieferanten, Kunden und Angestellten zum Wohl des Unternehmens bei der Bestimmung der genannten Interessen im Rahmen der Unternehmensführung im Auge zu behalten. Gleichwohl geht die stakeholder-Theorie über eine solche eher unspezifische Berücksichtigung von Interessen hinaus, wenn sie die Pflichtenbindung des Managements nicht auf dessen Verhältnis zu den Aktionären beschränkt sehen will.<sup>68</sup> Diese Erweiterung des Kreises der zu berücksichtigenden Interessen diene in der Folge als Basis, um den stakeholder-Ansatz mit dem Imperativ zur Wertschaffung zu verbinden, was letztlich den Boden für den Nachhaltigkeitsgedanken in der Debatte zur Corporate Social Responsibility bereitet hat.<sup>69</sup> Mit ihm verbindet sich die Berücksichtigung von ökonomischen, sozialen und ökologischen Werten breiter Interessengruppen, die weit über die Anteilseigner hinausgreifen.

## B. REGELUNGSINITIATIVEN

Dies macht zwangsläufig Interessenabwägungen erforderlich und trägt dem gesamten Konzept die Kritik zu großer Unbestimmtheit ein.<sup>70</sup> Mittlerweile gibt es freilich Versuche, Grundsätze und Leitlinien der CSR festzuschreiben. Exemplarisch seien hier einige wichtige genannt. Der *Brundtland* Report der UN World Commission on Economic Development definiert zunächst 1987 den Begriff der nachhaltigen Entwicklung mit besonderem Blick auf die Bedürfnisse der gegenwärtigen und der nachfolgenden Generationen und formuliert eine Agenda nachhaltiger Geschäftspraktiken.<sup>71</sup> Die OECD gab eine Reihe von Leitlinien zum verantwortungsvollen sozialen und umweltbezogenen Handeln

---

<sup>68</sup> Freeman (Fn. 67), 25 ff.; Edward Freeman/William Evan, *Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation*, J. Beh. Econ. 19 (1990) 337 ff., 346-354; Kenneth Goodpaster, *Business Ethics and Stakeholder Analysis*, *Bus. Ethics Q.* 1 (1991) 53 ff., 58

<sup>69</sup> David Wheeler/Barry Colbert/Edward Freeman, *Focusing on Value: Reconciling Corporate Social Responsibility, Sustainability and a Stakeholder Approach in a Network World*, *J. of Gen. Mgmt.* 28 (2003) 1-28; als "Alter Ego" der CSR bezeichnet bei David Grayson/Mark Lemon/Sarah Slaughter/Miguel Rodriguez/Zhouying Jin/Simon Tay, *A New Mindset for Corporate Sustainability*, A White Paper sponsored by BT and Cisco, 2008, 3

<sup>70</sup> Michael Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, *Bus. Ethics Q.* 12 (2002) 235-244; Anant Sundaram/Andrew Inkpen, *The Corporate Objective revisited*, *Org. Sci.* 15 (2004) 350-363; Andreas Suchanek/Rüdiger Waldkirch, *The Task of Business Ethics*, Diskussionsbeiträge der Katholischen Universität Eichstätt, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Ingolstadt, Nr. 159, 2002, 7 f.

<sup>71</sup> World-Commission On Environment And Development, *Our Common Future*, 1987 Part I, Chapter 2 Tz. 1, download unter: <http://www.un-documents.net/wced-ocf.htm>

multinationaler Unternehmen heraus. 1999 schlossen die International Labor Organization, Non-Governmental Organizations und führende multinationale Unternehmen unter Schirmherrschaft der Vereinten Nationen den UN Global Compact.<sup>72</sup> Bei ihm handelt es sich um ein Abkommen, das erst neun später zehn Standards für verantwortungsvolles globales unternehmerisches Verhalten definierte, deren Befolgung von den Unterzeichnern erwartet wird. Die Standards betreffen Menschenrechte, Arbeitsstandards, die Umwelt und Korruption. In Kooperation mit dem UN Global Compact arbeitet seit 2000 die Global Reporting Initiative.<sup>73</sup> Deren Leitlinien dienen als Rahmen für Berichte der Unternehmen über ihre sozialen, ökonomischen und ökologischen Leistungen. Ungeachtet mehrerer Überarbeitungen kommen sie keinen Leistungsvorgaben gleich und sind auch keine Instrumente zur Unternehmensführung, wenngleich sie als solche genutzt werden können.<sup>74</sup> Ihre Verwendung geschieht jedoch auf freiwilliger Basis der teilnehmenden Organisationen. Letztlich dienen sie als gemeinsamer Maßstab für Unternehmen zur Verbesserung von deren nichtfinanziellen Leistungsindikatoren und für die Strategien zur Verbesserung derselben.

Schließlich sind noch die Initiativen der Europäischen Kommission auf diesem Gebiet zu nennen, wie insbesondere das Grünbuch von 2001 mit einem Überblick über mögliche staatliche Fördermaßnahmen zur Unterstützung von CSR sowie zu den verschiedenen best CSR practices.<sup>75</sup> Ihm folgten weitere Bekanntmachungen etwa 2002 und 2006.<sup>76</sup> Im Anschluss an diese Mitteilungen

---

<sup>72</sup> Jan Jonker/Wolfgang Stark/Stefan Tewes., *Corporate Social Responsibility und nachhaltige Entwicklung; Einführung, Strategie, Glossar*, 2011, 14; Jeremy Moon/David Vogel, *Corporate Social Responsibility, Government, and Civil Society*, in: *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, hg. von A. Crane/A. McWilliams/D. Matten/J. Moon/D. Siegel, 2008, 303 ff., 315

<sup>73</sup> Güler Aras/David Crowther, *Convergence: A Prognosis*, in: *Global Perspectives on Corporate Governance and CSR*, hg. von G. Aras/D. Crowther, 2009, 313 ff., 328

<sup>74</sup> Zu den Vorgaben im Einzelnen David Owen/Brendan O'Dwyer, *Corporate Social Responsibility; The Reporting and Assurance Dimension*, in: *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, hg. von A. Crane/A. McWilliams/D. Matten/J. Moon/D. Siegel, 2008, 384 ff., 394 f.

<sup>75</sup> Kommission der Europäischen Gemeinschaften, *Grünbuch Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung der Unternehmen*, KOM 2001, 366 endg., 18.7.2001, download unter: [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/com/2001/com2001\\_0366de01.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/com/2001/com2001_0366de01.pdf)

<sup>76</sup> Kommission der Europäischen Gemeinschaften, *Mitteilung der Kommission betreffend die soziale Verantwortung der Unternehmen; ein Unternehmensbeitrag zur nachhaltigen Entwicklung*, 2.7.2002, KOM 2002, 347 endg., 2.7.2002, download unter: [http://eur-](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/com/2002/com2002_0347de01.pdf)

folgte im Oktober 2011 die Mitteilung „Eine neue EU-Strategie (2011-14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen (CSR)“, die neben einem Aktionsplan für den Zeitraum von 2011-2014 einen wesentlichen Richtungswechsel enthält.<sup>77</sup> Letztere wird insbesondere beim Wegfall des Merkmals der Freiwilligkeit in der Definition von CSR deutlich, die als „die Verantwortung von Unternehmen für Ihre Auswirkungen auf die Gesellschaft“ umschrieben und mit der Ankündigung eines Vorschlags für eine Rechtsvorschrift zur Transparenz von sozialen und ökologischen Unternehmensinformationen verbunden wird.<sup>78</sup>

### C. LEGITIMATIONSGRUNDLAGEN

Die erstgenannten Leitlinien und Maßnahmen sind noch durch die Freiwilligkeit der Befolgung sowie ihre fehlende gesetzliche Bindungswirkung gekennzeichnet. Gleichwohl verdeutlicht der letztgenannte Strategiewechsel der Europäischen Kommission in deren Aktionsplan für 2011-2014, dass der staatliche Regelungskontext den notwendigen Hintergrund für CSR-Aktivitäten bildet, da letztere insbesondere dort ins Leben gerufen werden, wo ein Versagen, Mängel oder Grenzen staatlicher Regulierungen wahrgenommen werden.<sup>79</sup> Demzufolge können viele dieser Initiativen nur sogenanntes soft law hervorbringen, das das erwünschte unternehmerische Verhalten unterstützt, ohne es erzwingen zu können.<sup>80</sup> Zugleich hat dies nunmehr dazu geführt, dass diese Selbstregulierungsprozesse trotz kontroverser Beurteilung in der

---

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0347:FIN:de:PDF; Kommission der Europäischen Gemeinschaften, *Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat und den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss; Umsetzung der Partnerschaft für Wachstum und Beschäftigung: Europa soll auf dem Gebiet der sozialen Unternehmen führend werden*, 22.3.2006, KOM 2006, 136 endg., 22.3.2006, download unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2006:0136:FIN:de:PDF>

<sup>77</sup> Europäische Kommission, *Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat und den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen; Eine neue EU-Strategie (2011-14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen (CSR)*, KOM 2011 681 endg., 25.11.2011

<sup>78</sup> Europäische Kommission (Fn. 77), S. 7, 11 f.

<sup>79</sup> Moon/Vogel (Fn. 72), 317

<sup>80</sup> Zu Begriff und Problematik des soft law jüngst freilich aus öffentlich- und völkerrechtlicher Sicht Matthias Knauff, *Der Regelungsverbund: Recht und Soft Law im Mehrebenensystem*, 2010, 1 f. und passim.

Öffentlichkeit nach Einschätzung der Kommission durch staatliches Handeln zu ergänzen sind.<sup>81</sup>

## 1. „BUSINESS CASES“

Das Nebeneinander und Ineinandergreifen von freiwilliger Selbstregulierung und staatlicher Ergänzung wirft zwangsläufig die Frage nach den Gründen für eine Anerkennung seitens der Unternehmen auf. In der Diskussion über CSR läuft dies in aller Regel auf die ungelöste Frage nach dem „business case“ hinaus, der positiven Korrelation zwischen verantwortungsvollem Handeln und Unternehmenserfolg.<sup>82</sup> Im Wesentlichen lassen sich in der Literatur die folgenden vier ökonomischen Rechtfertigungen für CSR finden, die letztlich eine Wertschöpfung beinhalten.<sup>83</sup> Aus der Sicht einer Verminderung von Kosten und Risiken dienen CSR-Aktivitäten dazu, im Entscheidungsprozess des Unternehmens mit Blick auf die guten Beziehungen zu den Stakeholders deren Belange bestmöglich zum Ausgleich zu bringen.<sup>84</sup> Mögliche Forderungen von außen können hiernach die Existenzfähigkeit eines Unternehmens auf die

---

<sup>81</sup> Siehe hierzu etwa die ablehnende Gemeinsame Presseerklärung des Bundes der Arbeitgeber, des Bundesverbands der Deutschen Industrie, des Deutschen Industrie- und Handelskammertages und des Zentralverbands des Deutschen Handwerkes, *Spitzenverbände der deutschen Wirtschaft lehnen bürokratische Berichtspflichten über gesellschaftliches Engagement ab*, Presse – Information Nr. 053/11, 26.10.2011, download unter: [http://www.arbeitgeber.de/www/arbeitgeber.nsf/res/PI05311-Gem.pdf/\\$file/PI05311-Gem.pdf](http://www.arbeitgeber.de/www/arbeitgeber.nsf/res/PI05311-Gem.pdf/$file/PI05311-Gem.pdf); in eine ähnliche Richtung gehend die Bundesregierung nach Klaus Stratmann, *Berlin warnt Brüssel vor neuen Berichtspflichten*, Handelsblatt v. 24.10.2011, download unter <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/mittelstand/mittelstand-berlin-warnt-bruessel-vor-neuen-berichtspflichten/5683508.html>; positiv hingegen die Stellungnahme der Hilfs- und Entwicklungsorganisation Oxfam e.V. *Stellungnahme von Oxfam Deutschland zur CSR-Mitteilung KOM(2011) 681 vom 25.10.2011*, 2 f., download unter: [http://www.oxfam.de/sites/www.oxfam.de/files/stellungnahme\\_von\\_oxfam\\_deutschland\\_csr-mitteilung\\_dk\\_0.pdf](http://www.oxfam.de/sites/www.oxfam.de/files/stellungnahme_von_oxfam_deutschland_csr-mitteilung_dk_0.pdf).

<sup>82</sup> Hierzu Joshua Margolis/James Walsh, *People and Profits? The Search for a Link between a Company's Social and Financial Performance*, 2001; für einen solchen Zusammenhang z.B. Marc Orlitzky/Frank Schmidt/Sara Rynes, *Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis*, *Organization Studs.* 24 (2003) 403-441; a.A. z.B. Lee Preston/Douglas O'Bannon, *The Corporate Social-Financial Relationship; A Typology and Analysis*, *Bus. & Soc.* 35 (1997) 419-429; Skepsis auch bei David Vogel, *Is there a Market for Virtue? The Business Case for Corporate Social Responsibility*, *Cal. Mgmt. Rev.* 47 (2005) 19-45.

<sup>83</sup> Klassifizierung nach Elizabeth Kurucz/Barry Colbert/David Wheeler, *The Business Case for Corporate Social Responsibility*, in: *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, hg. von A. Crane/A. McWilliams/D. Matten/J. Moon/D. Siegel, 2008, 83 ff., 85-92.

<sup>84</sup> Shawn Berman/Andrew Wicks/Suresh Kotha/Thomas Jones, *Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance*, *Acad. of Mgmt. J.* 42 (1999) 488-506; zum instrumentellen Charakter des Stakeholder Managements Thomas Donaldson/Lee Preston, *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications*, *Acad. of Mgmt. Rev.* 20 (1995) 65-91; für einen nichtinstrumentellen Ansatz der Unternehmensführung Dennis Quinn/Thomas Jones, *An Agent Morality View of Business Policy*, *Acad. of Mgmt. Rev.* 20 (1995) 22-42.

Probe stellen und durch ein bestimmtes Niveau von sozial verantwortlichem Verhalten abgemildert werden, indem etwa Verbraucherproteste oder Haftungsprozesse bereits im Ansatz vermieden werden.<sup>85</sup> Eine weitere Sichtweise von CSR sucht ihren Grund im Streben der Unternehmen nach wettbewerblichen Vorteilen gegenüber der Konkurrenz im Wege einer verbesserten Anpassung an die veränderten äußeren Bedingungen, indem CSR-Aktivitäten als Wettbewerbsstrategie etwa zum Zweck einer zusätzlichen Produkt- und Angebotsdifferenzierung verfolgt werden.<sup>86</sup> Positive Synergien haben auch andere Stimmen bei der Entfaltung von CSR-Aktivitäten im Auge, die zu win-win-Situationen für diverse Stakeholders und den mit ihnen verbundenen gesellschaftlichen Gruppen und Netzwerken beitragen können.<sup>87</sup>

In die Richtung von Wertsteigerung und Wettbewerbsvorteil weisen auch die Ansätze, die auf die Bedeutung von Reputation für die Unternehmensstrategie hinweisen und CSR-Aktivitäten insbesondere auf das Reputationsinteresse der Unternehmen zurückführen.<sup>88</sup> Ähnlich gibt es für den oben behandelten DCGK durchaus überzeugende empirische Hinweise auf das

---

<sup>85</sup> Analyse zu dem adäquaten Umgang eines Unternehmens mit solchen Forderungen und dessen Reaktionen bei Norman Bowie/Thomas Dunfee, *Confronting Morality in Markets*, *J. Bus. Ethics* 38 (2002) 381-393.

<sup>86</sup> Z.B. Heike Bruch/Frank Walter, *The Keys to Rethinking Corporate Philanthropy*, *Sloan Mgmt. Rev.* 47 (2005) 49-55; Stuart Hart/Mark Milstein, *Creating sustainable value*, *Acad. of Mgmt. Executive* 17 (2, 2003) 59-69; Abigail McWilliams/Donald Siegel, *Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective*, *Acad. of Mgmt. Rev.* 26 (2001) 117-127; Michael Porter/Claas Van der Linde, *Green and Competitive: Ending the Stalemate*, *Harv. Bus. Rev.* 73 (Sept./Oct. 1995) 120-134; Koimbatore Prahalad/Allen Hammond, *Serving the World's Poor, Profitably*, *Harv. Bus. Rev.* 80 (Sept. 2002) 48-58

<sup>87</sup> Zum daraus resultierenden positiven Verhältnis zwischen CSR-Aktivitäten und Finanzleistung eines Unternehmens Moses Pava/Joshua Krausz, *The Association Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost*, *J. Bus. Ethics* 15 (1996) 321-357; mit Blickwinkel auf das Verhältnis der CSR-Aktivitäten zu Unternehmensgröße und –profitabilität sowie zur Höhe der Schadstoffemissionen ein positiver Befund bei Peter Stanwick/Sarah Stanwick, *The Relationship Between Corporate Social Performance and Organizational Size, Financial Performance and Environmental Performance: An Empirical Examination*, *J. Bus. Ethics* 17 (1998) 195-204; David Wheeler/Barry Colbert/Edward Freeman, *Focusing on Value: Reconciling Corporate Social Responsibility, Sustainability and a Stakeholder Approach in a Network World*, *J. Gen. Mgmt.* 28 (Spring 2003) 1-28; David Wheeler/Kevin McKague/Jane Thomson/Rachel Davies/Jacqueline Medalye/Marina Prada, *Creating Sustainable Local Enterprise Networks*, *MIT Sloan Mgmt. Rev.* 47 (Fall 2005) 33-40.

<sup>88</sup> C.B. Bhattacharya/Sankar Sen, *Doing Better at Doing Good*, *Cal. Mgmt. Rev.* 47 (Fall 2004) 9-24; Tom Brown/Peter Dacin, *The Company and the Product: Corporate Associations and Consumer Product Responses*, *J. of Marketing* 61 (Jan. 1997) 68-84; Charles Fombrun/Mark Shanley, *What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy*, *Acad. Mgmt. J.* 33 (June 1990) 233-258

Reputationsinteresse als maßgeblichem Faktor für seine Befolgung.<sup>89</sup> So ergab etwa eine Fragebogenerhebung unter Einbeziehung der Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden aller in Frankfurt gelisteten Gesellschaften 2011, dass 41% des genannten Personenkreises einen erheblichen Befolgungsdruck verspürt, der in erster Linie auf die professionellen Stimmrechtsvertreter, in zweiter auf die Medien und erst in dritter Linie auf die Eigenkapitalgeber zurückgeführt wird.<sup>90</sup>

Die genannten business cases weisen in unterschiedlicher Intensität Berührungspunkte zu ökonomischen Beweggründen auf, weshalb zwischen ihnen in der Literatur Differenzierungen nach Maßgabe ihrer sozialen und kognitiven Bezüge vorgenommen worden sind, denen hier nicht im Einzelnen nachgegangen werden kann.<sup>91</sup> Gleichwohl lassen sich die dargelegten Ursachenzusammenhänge auch auf ökonomische Motive stützen, die mit dem Streben nach Wertsteigerung eng verknüpft sind. Hier könnte sich demnach der Kreis zum Ausgangsmodell, den Prämissen der agency-Theorie schließen. Insbesondere die speziellen Interessen, die über die CSR Eingang in ein Unternehmen finden, öffnen jedoch das Feld für ein von dieser Analyse abweichendes Managerverhalten, das zunehmend ins Blickfeld getreten ist und die Grenzen einer Motivation durch die Rationalität des Marktes aufzeigt. So kann sich ein Manager als Sachwalter („steward“) eines einzelnen der im Zentrum des Unternehmens stehenden sozialen Interesses sehen, ohne die übrigen Aktionärsinteressen im Auge zu haben.<sup>92</sup> Bei dieser Sicht ist der Manager weniger Agent als vielmehr Sachwalter des Unternehmens, so dass damit zwangsläufig ein alternatives Konzept der Aktiengesellschaft einhergeht („stewardship theory“).<sup>93</sup>

---

<sup>89</sup> Reggy Hooghiemstra/Hans v.Ees, Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code, *Regulation & Governance* 5 (2011) p. 480 ff.; vergleichbar so zur Einhaltung gewisser Höchstgrenzen bei der Managervergütung Lucian Bebchuk, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, *Univ. Chi. L. Rev.* 69 (2002) 751 ff., 786 f.

<sup>90</sup> Axel v. Werder/Jenny Bartz, Corporate Governance Report 2012: Kodexregime und Kodexinhalt im Urteil der Praxis, *DB* 2012, 869 ff., 872

<sup>91</sup> Im Überblick Kurucz/Colbert/Wheeler (Fn. 84), 96 f.

<sup>92</sup> Nordberg (Fn. 66) 182

<sup>93</sup> Lex Donaldson, The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory, *Acad. Mgmt. Rev.* 15 (1990) 369-381; Lex Donaldson/James David, Stewardship Theory or



## 2. GRENZEN DES TRADITIONELLEN RATIONALMODELLS

Ein solches stützt sich in Anbetracht des damit gleichzeitig in Zweifel gezogenen zugrunde liegenden Verhaltensmodells auf neue verhaltenstheoretische Prämissen, die nicht uneingeschränkt mit dem rationaltheoretischen Konzept vereinbar sind. Geht es wie bei der CSR nicht mehr um den Anspruch, unternehmerisches Verhalten staatlich zu steuern, mag das bloße Modell des homo oeconomicus nicht für die vollumfängliche Erfassung der individuellen Normbefolgung geeignet sein. In der Tat hat die neuere Strömung der Behavioral Law and Economics eine in diese Richtung zielende Kritik am Verhaltensmodell der Rechtsökonomik formuliert und verhaltenswissenschaftlich untermauert.<sup>94</sup> Als die drei wesentlichen Begrenzungen des traditionellen Rationalmodells heben *Jolls*, *Sunstein* und *Thaler* in ihrem grundlegenden Beitrag zur Verhaltensökonomik, die beschränkte Rationalität, die beschränkte Willensstärke sowie das beschränkte Eigeninteresse hervor.<sup>95</sup> In Anbetracht möglicher Abweichungen von CSR-Aktivitäten vom Prinzip der Eigennutzmaximierung erscheinen im Hinblick auf eine Normanerkennung in diesem Bereich insbesondere nur ein beschränktes Eigeninteresse wirksam zu sein.

### a) Homo Oeconomicus und Fairness

Die hergebrachte Prämisse des homo oeconomicus blendet zunächst schon dem Grunde nach eine Facette des jeweiligen Verhaltens und der Präferenzbildung aus, die die Erweiterung des Analyserahmens unmittelbar plausibel macht. Per definitionem strebt der homo oeconomicus nach der optimalen Verwirklichung seines Vorteils innerhalb bestehender Restriktionen.<sup>96</sup>

---

Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, *Australian J. Mgmt.* 16 (1991) 49-64; James David/David Schoorman/Lex Donaldson, Toward a Stewardship Theory of Management, *Acad. Mgmt. Rev.* 22 (1997) 20-47; Überblick bei Nordberg (Fn. 66), 179-181.

<sup>94</sup> Grundlegend Christine Jolls/Cass Sunstein/Richard Thaler, A Behavioral Approach to Law and Economics, *Stan. L. Rev.* 50 (1998), S. 1471 ff.; Russell Korobkin/Thomas Ulen, Law and Behavioral Science, *Cal. L. Rev.* 88 (2000) 1053; Cass Sunstein (Hrsg.), *Behavioral Law and Economics*, 2000, repr. 2001, 2003.

<sup>95</sup> Jolls/Sunstein/Thaler (Fn. 94), 1476-1479

<sup>96</sup> Carl Menger, Zwei Richtungen der theoretischen Forschung, in: *Grundlagen der ökonomischen Analyse*, hg. von Ekkehart Schlicht, 1977, 119 ff. 122 f.; in Kontrastierung zu den Annahmen von behavioral law and economics Ekkehart Schlicht, Der homo oeconomicus unter experimentellem Beschuss, in: *Experimente in der Ökonomik. Jahrbuch normative und*

Hierbei wird der Nutzen anderer nicht berücksichtigt, so dass soziale Präferenzen in diesem Modell per se nicht einfließen können.<sup>97</sup> Zwar lassen sich bei einer schwächeren Eigennutzannahme auch durchaus immaterielle Güter einbeziehen, auf die Menschen ihren materiellen Wohlstand stützen. Dies gilt z.B. für Zuneigung und Anerkennung sowie soziale Missbilligung, die vom Menschen positiv geschätzt oder negativ als Übel wahrgenommen werden. Dies geschieht jedoch nicht im Hinblick auf deren Folgen für andere, sondern unter dem Blickwinkel der Eigennutzannahme um ihrer selbst willen.<sup>98</sup> Präferenzen können demzufolge erst dann als sozial eingestuft werden, wenn sie die Kostenverursachung für Dritte berücksichtigen.

Für die Rechtfertigung einer solchen Einstufung hat man in der experimentellen Ökonomie die theoretischen Analysen der Spieltheorie zu den strategischen Interaktionen rationaler eigennütziger Akteure in Laborexperimenten auf den Prüfstand gestellt. Als bekannteste Experimente seien hier das Ultimatum- und Diktator-Spiel herausgegriffen. Beim Ultimatum-Spiel haben zwei Spieler die Aufgabe, eine bestimmte Geldsumme miteinander zu teilen.<sup>99</sup> Nur wenn der Mitspieler den ihm von dem ersten Spieler angebotenen Anteil akzeptiert, wird das Geld aufgeteilt, ansonsten erhält keiner der beiden etwas. Eine rationale Strategie ließe hier nun erwarten, dass auch ein niedriges Angebot für den mit Vetorecht ausgestatteten Mitspieler ausreicht, der in jedem Fall besser steht, als wenn er gar nichts bekommt. Diese Vorhersage tritt jedoch nicht ein, sogar ein Drittel des Gesamtbetrages wird zum Teil abgelehnt, so dass die Angebote des Spielers mit Initiativrecht sich um 40 bis 50 Prozent bewegen. Demzufolge entspricht das beobachtete häufigste Angebot einer hälftigen Teilung auf Seiten des ersten Spielers durchaus rationalem Verhalten. Demgegenüber lässt sich das Verhalten des Mitspielers und die Ausübung seines Vetorechts mit dem Bestreben erklären, eine faire

---

*institutionelle Grundfragen der Ökonomie*, Bd. 2, hg. von Martin Held/Gisela Kubon-Gilke/Richard Sturn 2003.

<sup>97</sup> Gebhard Kirchgässner, *Homo Oeconomicus*, 3. Aufl. 2008, S. 16 f., 47-49; Stefan Magen, Fairness, Eigennutz und die Rolle des Rechts; Eine Analyse auf der Grundlage der Verhaltensökonomik, in: *Recht und Verhalten, Beiträge zu Behavioral Law and Economics*, hg. von Christoph Engel/Markus Englerth/Jörn Lüdemann/Indra Spiecker gen. Döhmman, 2007, 261, 271 f.

<sup>98</sup> Im Einzelnen Magen (Fn. 97), 271.

<sup>99</sup> Grundlegend Werner Güth/Rolf Schmittberger/Bernd Schwarze, An Experimental Analysis of Ultimatum Bargaining, *J. Econ. Beh. & Org.* 3 (1982) 367-388.

Aufteilung zu erzielen und den anderen gegebenenfalls zu bestrafen.<sup>100</sup> Beim Diktator-Spiel hingegen entfällt für den vorschlagenden Spieler 1 das Risiko einer Ablehnung seitens des Mitspielers, dem hier kein Vetorecht zusteht.<sup>101</sup> Dessen ungeachtet ist auch hier zu beobachten, dass der erste Spieler einen erheblichen Anteil an den Mitspieler abgibt, so dass die Erwartung des Vetos des Mitspielers im Ultimatum-Spiel nicht als alleinige Erklärung für das Verhalten des Spielers 1 herangezogen werden kann. Vielmehr scheinen hier Fairnessnormen wirksam zu sein, die eine entsprechende intrinsische Motivation nach sich ziehen, wenngleich die Durchführung des Diktator-Spiels unter double blind-Bedingungen auf den Wunsch der Versuchspersonen hindeutet, als fair angesehen zu werden.<sup>102</sup>

## **b) Homo Oeconomicus und intrinsische Motivation**

Demnach wird man aus den genannten Spielen nicht den Schluss ziehen können, dass die Prämisse des Eigennutzens durchgehend unzutreffend ist, zumal die dort gewählten Voraussetzungen des one-shot und der völligen Anonymität insbesondere im Wirtschaftsverkehr nicht anzutreffen sind. Dessen ungeachtet gibt es im Bereich der anreizbasierten Vergütung, die sich notwendigerweise mit der Frage befassen muss, ob ein Manager als Agent oder als Sachwalter seines Unternehmens ausschließlich im eigenen Interesse oder im Unternehmensinteresse tätig ist, Hinweise auf Grenzen der Eigennutzmaxime und eine intrinsische Motivation.<sup>103</sup> Letztere führt dazu, dass

---

<sup>100</sup> Güth/Schmittberger/Schwarze (Fn. 99), 381 f.

<sup>101</sup> Robert Forsythe/Joel Horowitz/N.E. Savin/Martin Saftin, Fairness in Simple Bargaining Experiments, *Games and Economic Behavior* 6 (1994) 347-369; umfassend Christoph Engel, Dictator Games: A Meta Study, *Experimental Economics* 14 (2011) 583-610.

<sup>102</sup> Zum double blind-Diktator-Spiel Elizabeth Hoffman/Kevin McCabe/Keith Shachat/Vernon Smith, Preferences, Property Rights, and Anonymity in Bargaining Games, *Games & Econ. Behavior*, 7 (1994) 346-380.

<sup>103</sup> Zur Schwierigkeit der Verknüpfung von Unternehmensleistung und dem individuellen Beitrag des Managers hierzu bei der Bemessung der Vergütung Kevin Murphy, Executive Compensation, in: *Handbook of Labor Economics* Vol. 3B, hg. von O. Ashenfelter/D. Card, 1999, 2485 ff.; Kevin Murphy, *Executive Compensation: Where We Are and How We Got There*, [Marshall School of Business Working Paper No. FBE 07.12](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2041679), 2012, 33-39, download unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2041679](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2041679); Nachweis positiver Effekte im Zeitraum 1992-95 jeweils im Vergleich zum Vorjahr infolge der Einführung von Pay for Performance in S & P 500 Unternehmen nur für bereits vor Einführung einer anreizbasierten Vergütung erfolgreiche Unternehmen in der Studie von Angela Morgan/Annette Poulson, Linking pay to performance: Compensation proposals in the S & P 500, *J. Fin. Econ.* 62 (2001) 489-523; Hinweis auf den Eintritt einer Einkommenssteigerung der Aktionäre, die jedoch zu Lasten der Anleihegläubiger geht, bei Matthew Bilet/David Mauer/Yilei Zhang, Stockholder and

die Motivation zu guter Leistung durch extrinsische monetäre Anreize vermindert werden, so dass es letztlich bei anreizbasierter Vergütung zu einer Leistungsabsenkung kommt (sog. Crowding out-Effekt).<sup>104</sup> Eine intrinsische Motivation als Verhaltensgrundlage lässt sich zunächst insbesondere bei allgemeinen sozialen Aktivitäten empirisch nachweisen.<sup>105</sup> Einzelstudien zeigen aber auch unternehmensspezifisch für einzelne Bereiche Ähnliches für den Fall der Abschaffung einer leistungsorientierten Bezahlung. So führte nach einer Studie die Wiedereinführung der Festvergütung bei Schweißern zwar zunächst zu einem starken Produktivitätsrückgang, der aber nach 32 Wochen wieder ausgeglichen war.<sup>106</sup> Nach 48 Wochen lag die Produktivität sogar um 5% höher als im Ausgangszeitpunkt. In einer Studie zur Schuhindustrie wurde zwar zunächst ein Produktivitätsanstieg festgestellt, dem jedoch insgesamt eine Einbuße bei der Profitabilität gegenüberstand.<sup>107</sup> Die genannten und weitere Studien zeigen, dass die Anreizwirkung von leistungsbasierter Vergütung nicht eindeutig nachweisbar ist und dass eine leistungsorientierte Vergütung eine Selektionswirkung nach sich ziehen kann.<sup>108</sup>

Diese Selektionswirkung impliziert zweierlei: Erstens ist die Annahme eigennützigem Verhalten nicht durchweg unzutreffend. Zweitens liegt dem eine positivere Einschätzung der Managermotivation zugrunde als dies bei der agency-Theorie der Fall ist. In der Literatur wurde aus psychologischer Sicht bereits 1991 auf die intrinsische Motivation der Beteiligten hingewiesen, denen es um die Ausübung von Verantwortung und Autorität und die damit

---

Bondholder Wealth Effects of CEO Incentive Grants, *Financial Mgmt.* 39 (2010) 463-487; Hinweis auf eine Einkommenssteigerung von freilich nur \$ 3.35 auf Seiten eines Managers bei je \$ 1.000,- Wertsteigerung pro Aktionär bei Michael Jensen/Kevin Murphy, Performance Pay and Top-Management Incentives, *J. Pol. Econ.* 98 (1990) 225-264.

<sup>104</sup> Bruno Frey, *Not Just for the Money: An Economic Theory of Motivation*, 1997; Uri Gneezy/Aldo Rustichini, A Fine is a Price, *J. Leg. Stud.* 29 (2000) 1-17

<sup>105</sup> So für Blutspenden Lorenz Goette/Alois Stutzer, *Blood Donations and Incentives: Evidence from a Field Experiment*, Research Center for Behavioral Economics and Decision Making, Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper Series no. 08-3, 2008.

<sup>106</sup> Harold Rothe, Output Rates among Welders: Productivity and Consistency following Removal of an Incentive System, *J. Appl. Psychology* 54 (1970) 549-551

<sup>107</sup> Richard Freeman/Morris Kleiner, The Last American Shoe Manufacturers: Increasing Productivity and Decreasing Profits in the Shift from Piece Rates to Continuous Flow Production, *Ind. Relations* 44 (2005) 307-330

<sup>108</sup> Zu den Studien siehe Überblick bei Margit Osterloh/Katja Rost/Philip Madjdpour, Pay without Performance, *Forum Wirtschaftsethik* 16 No. 4 (2008) 28 ff., 31-33.

verbundene Anerkennung durch Kollegen und Vorgesetzte gehe.<sup>109</sup> Die Schwierigkeit liegt nun in der Frage, wie man der Gemengelage von ökonomischer Anreizsteuerung und psychologischer intrinsischer Motivation im Interesse optimaler Corporate Governance, die sich innerhalb eines Unternehmens kaum einheitlich wird bewerten lassen, Rechnung trägt. In der Literatur wurde hierzu zum Teil ein Kontingenz-Ansatz gewählt, der die psychischen Eigenheiten des Managers sowie die Lage des Unternehmens zu berücksichtigen habe.<sup>110</sup>

## V. RATIONALMODELL UND NACHHALTIGKEIT IM DEUTSCHEN GESETZ ZUR VORSTANDSVERGÜTUNG

### A. GESETZLICHER RAHMEN ZUR SICHERUNG EINER NACHHALTIGEN UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Dass sich diese wenig eindeutigen Befunde vor dem Hintergrund der jüngsten Finanzkrise und der damit einhergehenden pauschalisierenden Kritik nur schwer in einer differenzierten Gesetzgebung umsetzen lassen, liegt auf der Hand. Als Beispiel möge hier eine Regelung aus dem am 5.8.2009 in Kraft getretenen Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)<sup>111</sup> dienen und zwar § 87 Abs. 1 S. 2 AktG, wonach eine Leitlinie für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung die nachhaltige Unternehmensentwicklung ist, an der auch die Struktur der Vergütung der Vorstandsmitglieder auszurichten ist. Die tatbestandliche Anknüpfung einer solchen Nachhaltigkeit ist nicht ganz unproblematisch, da unklar ist, wie sich die Ausrichtung auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung i.S.d. § 87 Abs. 1 S. 2 AktG implementieren lässt.<sup>112</sup> Der Gesetzgeber sieht in § 87 Abs. 1 S. 3 Halbs. 1 AktG für variable Vergütungsbestandteile ausdrücklich die Verwendung von mehrjährigen, d.h. mindestens zweijährigen Bemessungsgrundlagen vor. Gleichwohl lässt sich die neue Fassung des § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG, die nunmehr zwingend eine vierjährige Ausübungsfrist für

---

<sup>109</sup> Donaldson/Davis (Fn. 93), 51

<sup>110</sup> Davis/Schoorman/Donaldson (Fn. 93)

<sup>111</sup> Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung vom 31.7.2009, BGBl. 2009 I, S. 2509

<sup>112</sup> Brigitte Haar, Executive Compensation under German Corporate Law: Reasonableness, Managerial Incentives and Sustainability in order to Enhance Optimal contracting and to Limit Managerial Power, in: *Research Handbook on Executive Pay*, hg. von R. Thomas/J. Hill, 2012, 486 ff., 495 f.

Aktienoptionen vorsieht, durchaus als eine gewisse Auslegungshilfe verstehen.<sup>113</sup> Demnach wäre ein Vierjahreszeitraum als Regel zugrunde zu legen, von der jedoch abgewichen werden kann. In besonderem Maße hat dies für diejenigen variablen Vergütungsinstrumente zu gelten, die Aktienoptionen in ihrer Gestaltung ähnlich sind, wie etwa phantom stocks, share appreciation rights und vergleichbare aktienbasierte schuldrechtliche Vergütungsinstrumente.<sup>114</sup>

## B. EMPIRISCH UNZUREICHEND ABGESICHERTE WIRKUNGSZUSAMMENHÄNGE

Entscheidend für die Verwirklichung einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung ist demnach insgesamt der Gedanke, das Verhalten des Vorstands bei der Unternehmensleitung mit Hilfe langfristiger Vergütungsinstrumente im Interesse einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung zu steuern und schädlichen kurzfristigen Verhaltensanreizen entgegenzuwirken. Letztere wurden als ein maßgebliches Problem privatautonomer Vergütungsvereinbarungen im Zuge der Finanzkrise wahrgenommen. Es fragt sich nunmehr, inwieweit der Gesetzgeber mit dem VorstAG hat Abhilfe schaffen können und in der Tat die erwünschte Nachhaltigkeit bei der Unternehmensentwicklung effektiv unterstützen kann. Im Ansatz setzt dies zunächst einmal voraus, dass finanzielle Anreize aufgrund von Aktienoptionen überhaupt Wirkungen auf die Aktienrendite entfalten. Einige der genannten Studien haben zwar positive Zusammenhänge zwischen solchen Anreizen und Aktienrenditen festgestellt,<sup>115</sup> ohne hierbei jedoch wirklich überzeugende Hinweise auf die Wirkung von Aktienoptionen zu liefern.<sup>116</sup> Selbst wenn man den positiven Zusammenhang zwischen finanziellem Anreiz und Unternehmenswert zugrunde legt, ist damit die Wirkrichtung dieses Zusammenhangs noch nicht geklärt. So erscheint es bei einem Gleichlauf von

---

<sup>113</sup> Stefan Suchan/Stefan Winter, Rechtliche und betriebswirtschaftliche Überlegungen zur Festsetzung angemessener Vorstandsbezüge nach Inkrafttreten des VorstAG, *DB* 2009, 2531 ff., 2537

<sup>114</sup> Deutscher Bundestag, *Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD, Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)*, Bundestags-Drucksache 16/12278 vom 17.3.2009, 5

<sup>115</sup> So insbesondere Brian Hall/Jeffrey Liebman, Are CEOs Really Paid like Bureaucrats? *Q.J. Econ.* 113 (1998) 653-691; Jensen/Murphy (Fn. 104).

<sup>116</sup> Morgan/Poulson (Fn. 103); Billet/Mauer/Zhang (Fn. 103); Jensen/Murphy (Fn. 103)

Aktienoptionen und steigendem Unternehmenswert nicht zwingend, dass erstere zu einem höheren Leistungsanreiz führen, der sich dann in einem höheren Unternehmenswert niederschlägt. Ebenso lässt sich argumentieren, dass erfolgreiche Unternehmen ihren Vorständen eine höhere Vergütung zahlen. Darüber hinaus beruht ein steigender Unternehmenswert in aller Regel zumindest auch auf anderen äußeren Umständen, wie einem günstigen wirtschaftlichen Umfeld.<sup>117</sup> Außerdem gibt es Umfragen, die zeigen, dass Finanzanalysten bei ihren Analysen die Art der Entschädigungen des Top-Managements in ihren Empfehlungen an die Anleger berücksichtigen und Aktienoptionen hierbei positiv bewerten.<sup>118</sup> Hier handelt es sich beim Zusammenhang zwischen Börsenerfolg und Aktienoptionen also um eine self-fulfilling prophecy<sup>119</sup> und weniger um einen gesicherten Nachweis für eine besonders gute Managementleistung. Alles in allem haben wir es demnach mit einer außerordentlich dünnen empirischen Grundlage für eine disziplinierende Wirkung von Aktienoptionen zu tun. Der Gesetzgeber stützt sich bei seinem Versuch, eine nachhaltige Unternehmensentwicklung zu befördern, daher auf eine Richtgröße, die als Leitlinie unternehmerischen Verhaltens keineswegs abgesichert und zweifelsfrei erscheint.

### C. UNDIFFERENZIERTE ZUGRUNDELEGUNG EXTRINSISCH MOTIVIERTER VERHALTENSMUSTER

Über diese Zweifel an der empirischen Absicherung geht die grundsätzliche Kritik hinaus, die eine leistungsorientierte Vergütung aus verhaltensökonomischer und psychologischer Sicht wegen deren negativer Auswirkung auf die Leistungsbereitschaft ablehnt und daher die Förderung

---

<sup>117</sup> Marianne Bertrand/Sendhil Mullainathan, Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are, *Q.J. Econ* 116 (2001) 901-932; Garvey, Gerald, Milbourn, Todd, Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives are Paid for (Good) Luck But Not Punished for Bad, *AFA 2004 San Diego Meetings*, September 30, 2003), download unter <http://ssrn.com/abstract=392701>

<sup>118</sup> Umfrage von Pearl Meyer & Partners; Nachweis bei Matthias Benz/Marcel Kucher/Alois Stutzer, Aktienoptionen für Top-Manager, Möglichkeiten und Grenzen eines Motivationsinstruments, in: *Managing Motivation*, hg. von M. Osterloh/B. Frey, 2.Aufl. 2002, 107 ff., 116; zur Entstehung eines solchen Mythos von einer Leistungsverbesserung durch anreizbasierte Vergütung auch David de Cremer, Fixing Bonuses, *Bus. Strat. Rev.* 2010 (Issue 4), 90 f.; auch Jaap Winter, Corporate Governance Going Astray – Executive Remuneration Built to Fail, *DSF Policy Paper Series No. 5*, August 2011, 9 f.

<sup>119</sup> Robert Merton, The self-fulfilling prophecy, *Antioch Rev.* 8 (1948) 193-210

einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung auf der Grundlage langfristiger Vergütungsinstrumente bereits vom Ansatz in Zweifel zieht.<sup>120</sup> Dies stützt sich oft auf die oben bereits angesprochene intrinsische Motivation auf Seiten wichtiger Mitarbeiter, die bei leistungsorientierter Vergütung verdrängt zu werden droht.<sup>121</sup> Intrinsische Motivation lässt sich durch das Bedürfnis der Betroffenen nach Autonomie kennzeichnen, die sie insbesondere bei eigenverantwortlicher Tätigkeit mit eigenen Entscheidungsspielräumen verwirklichen können.<sup>122</sup> Dies sind auch die Anforderungen, die an den Vorstand einer Aktiengesellschaft gestellt werden (§ 76 Abs. 1 AktG). Es liegt auf der Hand, dass eine solche Motivation durch Eigenverantwortung dann nicht mehr wirksam werden kann, wenn der Eindruck überwiegt, der Kontrolle extern vorgegebener Faktoren, wie der des Aktienmarktes aufgrund einer leistungsorientierten Vergütung, zu unterliegen.<sup>123</sup> Demzufolge konterkariert eine aktienbasierte Vergütung unter Umständen die gewünschte Eigenverantwortung bei der Unternehmensführung durch den Vorstand. Langfristig kann dies einen starken Selektionseffekt dahingehend entfalten, dass eine leistungsorientierte Vergütung extrinsisch motivierte Personen stärker anzieht, während sie intrinsisch motivierte Menschen demotiviert.<sup>124</sup> Es liegt auf der Hand, dass die gesetzgeberische Herausforderung darin liegt, Regelungen zu konzipieren, die eine Differenzierung zwischen extrinsisch motiviertem eigennützigem Agenten und intrinsisch motiviertem Sachwalter ermöglichen und diesen verschiedenen Typen Rechnung trägt.<sup>125</sup>

Demzufolge hat der Gesetzgeber sich im VorstAG nicht nur auf empirisch nicht abgesicherte Marktwirkungen gestützt, sondern darüber hinaus undifferenziert Verhaltensmuster zugrunde gelegt, die seinem übergeordneten

---

<sup>120</sup> Vielschichtige Wirkungsanalyse bei Edward Lazear/Kathryn Shaw, *Personnel Economics: The Economist's View of Human Resources*, *J. Econ. Persps.* 21 (2007) 91 ff., 96-108.

<sup>121</sup> Edward Deci/Richard Koestner/Richard Ryan, *A Meta-Analytic Review of Experiments Examining the Effects of Extrinsic Rewards on Intrinsic Motivation*, *Psych. Bull.* 125 (1999) 627-668; Bruno Frey/Reto Jegen, *Motivation Crowding Theory*, *J. Econ. Surveys* 15 (2001) 589-611

<sup>122</sup> Edward Deci/Richard Ryan, *Intrinsic Motivation and Self-Determination in Human Behavior*, 1985

<sup>123</sup> Deci/Koestner/Ryan (Fn. 121); Frey/Jegen (Fn. 121)

<sup>124</sup> Iris Bohnet/Felix Oberholzer-Gee, *Leistungslohn: Motivations- und Selektionseffekte*, *Zeitschrift Führung und Organisation* 69 (2000) 77-82

<sup>125</sup> Allgemein zu dieser Schwierigkeit bei der Gesetzgebung auf dem Gebiet der Corporate Governance Nordberg (Fn. 66) 187.



Ziel, eine eigenverantwortliche Unternehmensführung im Interesse einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung zu unterstützen, möglicherweise zuwiderlaufen. Die Grundlagen einer Normanerkennung und –befolgung werden ohne empirische Absicherung zum Tragen gebracht.

## VI. FAZIT

Kapitalmarktmechanismen, staatlich gestützte Implementierung und soziale Normen kennzeichnen die Verbindlichkeitsstrukturen im Bereich der Corporate Governance, deren Ineinandergreifen sich bisher noch einer klar strukturierten Theorie entzieht. Die ökonomisch fundierte Gesellschaftsrechtstheorie insbesondere des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts stützt sich für ihre Legitimation auf den Gesellschaftsvertrag der Anteilseigner. Der Gesetzgeber erfüllt bei dieser Sachlage nur eine lückenfüllende Funktion. Diesem Konzept liegt notwendigerweise ein Regelungsprimat des Kapitalmarktes zugrunde, der insbesondere auch für die Regelbildung auf internationaler Ebene wichtige Implikationen hat.

Dieses primär marktliche Legitimationsprinzip wird bei den meisten Corporate Governance Kodizes durch den staatlichen Sanktionsmechanismus des *comply or explain* ergänzt. Im Gegensatz zum traditionellen Gesellschaftsrecht stellen sich die von diesen Kodizes erfassten Regelungsbereiche aufgrund der größeren Flexibilität und Anpassungsfähigkeit als Experimentierfeld der Beteiligten dar. Allerdings liegt dem *comply or explain*-Ansatz auf Seiten des Gesetzgebers eine nicht ganz zweifelsfreie Vorstellung von dem Druck des Kapitalmarkts auf die Unternehmen zugrunde, so dass auch hierauf abzielende Informationsregeln empirisch nicht ausreichend abgesichert sind.

Aufgrund der Freiwilligkeit der CSR-Initiativen lassen sich als Grundlagen für ihre Anerkennung im Wesentlichen vor allem deren positive Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg, d.h. der sogenannte *business case*, und jenseits ökonomischer Motivation liegende, rational nicht begründbare Fairnessnormen anführen.

Die Schwierigkeit, die Gemengelage dieser verschiedenen Anerkennungsgrundlagen in ein stimmiges Verhältnis zueinander zu bringen lässt sich exemplarisch anhand des VorstAG und dessen Regelung zur Ausgestaltung der Vorstandsvergütung im Interesse einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung aufzeigen. Dem Gesetzgeber ist es hier nicht gelungen, ein stringentes Konzept der Normanerkennung für die Verhaltenssteuerung des Vorstands zugrunde zu legen. Insbesondere sind in Rechtspraxis und –theorie noch keine Instrumente ersichtlich, um die erforderlichen Differenzierungen bei der Normanerkennung und –befolgung vorzunehmen. Dies hat zwangsläufig eine „modellzerstörende“ Analyse in der heutigen Corporate Governance-Forschung zur Folge.<sup>126</sup> Langfristig wird sie zu besseren Lösungen führen als das vielfach zugunsten der hergebrachten Theorie geäußerte Motto „It takes a model to beat a model“<sup>127</sup>. Stattdessen hat das Recht den Unsicherheiten und Ungewissheiten des Wettbewerbs und des menschlichen Verhaltens Rechnung zu tragen. Dass es sich dabei die Erkenntnisse der ökonomischen Theorie sinnvollerweise zunutze machen kann, liegt auf der Hand.

Anschrift der Autorin: Prof. Dr. Brigitte Haar, LL.M. (Univ. Chicago), Goethe-Universität Frankfurt, House of Finance, Grüneburgplatz 1, 60323 Frankfurt

---

<sup>126</sup> Joo, *Theories and Models of Corporate Governance*, in: Baker/Anderson (Hrsg.), *Corporate Governance; A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Hoboken 2010, S. 157, 170.

<sup>127</sup> Siehe z.B. Ludan Liu, *It takes a model to beat a model: Volatility bounds*, *J. Emp. Fin.* 15 (2008) 80-110