



Oliver Rode

## Der Deutsche Corporate Governance Kodex

Funktionen und  
Durchsetzungsmechanismen im Vergleich  
zum britischen Combined Code



PETER LANG

## EINLEITUNG

### § 1 Einführung in die Thematik und Bestimmung des Untersuchungsgegenstandes

Die Thematik der Corporate Governance ist eine vergleichbar neue Erscheinung in der deutschen Gesellschaftsrechtsdiskussion. Der Begriff „Corporate Governance“ ist in Deutschland wohl erst seit etwa zehn bis fünfzehn Jahren einer breiteren akademischen Öffentlichkeit bekannt.<sup>1</sup> Die Schwierigkeiten fangen bereits damit an, dass eine präzise Übersetzung dieses aus dem angelsächsischen Rechtsraum stammenden Begriffes in die deutsche Sprache nicht möglich ist. Im Wesentlichen geht es um den großen Bereich der Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle, Problemfelder, die natürlich in Deutschland von jeher, wenngleich auch unter anderen Überschriften diskutiert worden sind. In den letzten Jahren hat das Thema Corporate Governance jedoch weltweit eine sprunghafte Bedeutungssteigerung erfahren. Die Zahl der erschienenen Publikationen ist Legion.<sup>2</sup> Die Erklärung hierfür kann nicht allein darin gesehen werden, dass es sich bei der Corporate Governance um ein bloßes „Modethema“<sup>3</sup> handelt. Vielmehr stehen handfeste Gründe hinter dieser rasanten Entwicklung.

Zum einen ist das Vertrauen der Anleger in die Kapitalmärkte in den letzten Jahren durch mehrere Skandale nachhaltig erschüttert worden. Bekannte Beispiele aus den USA sind die Vorkommnisse bei Enron, WorldCom und GlobalCrossing, auf die der amerikanische Gesetzgeber mittlerweile mit dem Sarbanes-Oxley Act reagiert hat. Doch auch in Deutschland hat es, insbesondere am Neuen Markt, katastrophale Börsenentwicklungen gegeben. Nicht zuletzt diese Ereignisse haben dazu geführt, dass der Begriff Corporate Governance in aller Munde ist.<sup>4</sup> Wie in den folgenden Untersuchungen noch zu zeigen sein wird, geht die Frage nach der Unternehmenskontrolle häufig auf aktuelle Fehlentwicklungen zurück.<sup>5</sup>

Auf der anderen Seite ist die Hinwendung zum Thema Corporate Governance mit dem verbunden, was landläufig Globalisierung genannt wird. Die internationalen Finanzplätze stehen in einem intensiven Wettbewerb zueinander. Die gute Corporate Gover-

---

<sup>1</sup> *Schneider*, AG 2004, 429, behauptet gar, dass der Begriff noch vor einigen Jahren in Deutschland weitgehend unbekannt war.

<sup>2</sup> An dieser Stelle sei zunächst nur auf die Sammelwerke von *Hommelhoff/Hopt/v.Werder*, Handbuch Corporate Governance, *Feddersen/Hommelhoff/Schneider*, Corporate Governance und *Scheffler*, Corporate Governance verwiesen. *Schneider*, AG 2004, 429, sieht gar „vielfältige Anzeichen für eine Überhitzung“.

<sup>3</sup> So aber von *Rosen*, Die Bank 2001, 283; *Behrens*, FS Drobniß, S. 491; dagegen *Feddersen/Hommelhoff/Schneider*, S. 1 f., die in der Corporate Governance gerade kein akademisches Modethema sehen. *Claussen/Bröcker*, AG 2000, 481, 485, sehen die Frage wiederum als offen an, ob es sich um einen kurzlebigen Modetrend oder ein dauerhaftes Phänomen handelt.

<sup>4</sup> Vgl. zu den Auswirkungen dieser Skandale auf die Corporate Governance-Diskussion *Schiessl*, AG 2002, 593, ff.

<sup>5</sup> So schon beim britischen Cadbury-Report, vgl. S. 61 ff.

nance hat deshalb nicht zuletzt unter Marketing-Gesichtspunkten kontinuierlich an Bedeutung gewonnen. In diesem Zusammenhang wird immer wieder auf eine Studie von McKinsey verwiesen, der zufolge Anleger bereit seien, für die Papiere einer Gesellschaft mit guter Corporate Governance wesentlich mehr zu bezahlen.<sup>6</sup> Diese Zuschläge betrugen für die Vereinigten Staaten und Europa im Jahr 2000 zwischen 18 und 22 Prozent (für Deutschland sind 20 Prozent ermittelt worden), für Anlagen in Asien und Lateinamerika betrug der Zuschlag sogar bis zu 28 Prozent. Auch wenn die Studie zum Teil methodisch angezweifelt wird,<sup>7</sup> so wird doch deutlich, weshalb das Thema Corporate Governance Konjunktur hat.

Eine Schlüsselrolle in der Debatte nehmen dabei die mittlerweile in vielen Ländern entwickelten Corporate Governance Kodizes ein. Dabei handelt es sich um Richtlinien, was zum Standard guter Unternehmensführung und –überwachung gehört. Allein für die Europäische Union wurden in den letzten zehn Jahren etwa vierzig nationale und internationale Kodizes angenommen.<sup>8</sup> Maßgebend war die Entwicklung in Großbritannien, dessen Combined Code mehreren europäischen Ländern, so Frankreich, Belgien, Spanien, den Niederlanden, Italien und nicht zuletzt Deutschland als Vorbild galt.<sup>9</sup> Darüber hinaus veröffentlichte die OECD im Jahre 1999 ihre OECD Principles of Corporate Governance, die im Jahre 2004 einer Revision unterzogen wurden.<sup>10</sup> Es existierten sogar bereits Überlegungen, einen eigenen europäischen Kodex zu schaffen, eine Idee, die letztlich aber von der von Binnenmarktkommissar Bolkestein eingesetzten Hochrangigen Expertengruppe (der so genannten Winter-Gruppe<sup>11</sup>) in ihrem am 4.11.2002 vorgelegten Endbericht<sup>12</sup> verworfen wurde. Dies entsprach auch einem von der Generaldirektion Binnenmarkt in Auftrag gegebenen Gutachten der Anwaltssozietät Weil, Gotshal & Manges vom April 2002.<sup>13</sup> Man ging davon aus, dass die Entwicklung eines europäischen Corporate Governance Kodex als zusätzliche Schicht neben den auf internationaler Ebene aufgestellten Grundsätzen und den auf internationaler Ebene angenommenen Kodizes keinen erheblichen zusätzlichen Nutzen mit sich

---

<sup>6</sup> McKinsey investor opinion survey, 1999-2000. Dazu *Coombes/Watson*, McKinsey Quarterly IV/2000, 74 ff. Eine weitere Umfrage von McKinsey aus dem Jahre 2002 mit ähnlichen Ergebnissen ist bislang nur unter [www.mckinsey.com/governance](http://www.mckinsey.com/governance) abrufbar.

<sup>7</sup> Hopt in Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer (Hrsg.), *Corporate Governance*, S. 27, 52.

<sup>8</sup> Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament vom 21.5.2003, S. 13; eine Übersicht über die weltweit existierenden Corporate Governance Kodizes findet sich unter [www.ecgi.org/codes/all\\_codes.htm](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.htm). Eine schriftliche Übersicht über die bis zum Oktober 2000 weltweit bestehenden Kodizes bietet der Bundesverband der Deutschen Industrie/PwC Deutsche Revision AG (Hrsg.), *Corporate Governance in Deutschland, 2000*, Anlage 3, S. 46 ff.

<sup>9</sup> *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 5.

<sup>10</sup> Dazu *Schneider*, AG 2004, 429 ff.

<sup>11</sup> Vorsitzender der Expertengruppe war Jaap Winter (Rotterdam), als deutsches Mitglied gehörte Klaus J. Hopt (Hamburg) der Gruppe an.

<sup>12</sup> Report of The High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for company law in Europe. Der Abschlußbericht der Wintergruppe ist abrufbar unter [www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/modern/consult/report\\_de.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/report_de.pdf).

<sup>13</sup> *Wiesener*, BB 2003, 213, 214.

bringen würde.<sup>14</sup> Jedoch sollen die europäischen Unternehmen nach dem Willen der Expertengruppe durch Entsprechenserklärung auf einen nationalen Kodex Bezug nehmen. Die Europäische Kommission, die im Mai 2003, aufbauend auf die Ergebnisse der Winter-Gruppe, einen Aktionsplan zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und zur Stärkung der Corporate Governance vorlegte,<sup>15</sup> will dabei die Bemühungen der Mitgliedstaaten, die Corporate Governance mit Hilfe ihrer Kodizes zu verbessern, aktiv koordinieren.<sup>16</sup> Am 18. Oktober 2004 wurde zu diesem Zweck das Europäische Corporate Governance Forum auf einer Amsterdamer EU-Konferenz aus der Taufe gehoben. Das Forum besteht aus fünfzehn auf drei Jahre ernannten Mitgliedern, welche Investoren, Emittenten, Regulierungsbehörden und Abschlussprüfer repräsentieren sollen. Dabei ist Deutschland durch zwei Teilnehmer vertreten, nämlich durch Oetker, den Vorsitzenden der Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) und Müller, den Aufsichtsratsvorsitzenden der Commerzbank AG und derzeitigen Vorsitzenden der Regierungskommission Corporate Governance, der Cromme sowohl als Vorsitzender der Regierungskommission als auch als Mitglied des Europäischen Corporate Governance Forums nachfolgte. Bei Gründung des Forums wurde von Binnenmarktkommissar Bolkestein noch einmal bekräftigt, dass es nicht Ziel sein solle, einen einheitlichen EU-Kodex zu schaffen, eine Aussage, die nicht nur von der europäischen Industrie eher skeptisch aufgenommen wurde, da der EU-Kommission in dieser Hinsicht auf breiter Front ein ausgeprägtes Bedürfnis an Regulierung unterstellt wird.<sup>17</sup> Darüber hinaus wurde auf europäischer Ebene Mitte 2005 von der EU-Kommission ein Sachverständigenausschuss eingesetzt, der sie bei der Ausarbeitung von Maßnahmen im Bereich Corporate Governance und Gesellschaftsrecht in technischen Einzelfragen beraten soll. Insgesamt gehören dem Sachverständigenausschuss zwanzig regierungsunabhängige Sachverständige an, welche regelmäßig von der Kommission zu Rate gezogen werden sollen. Von deutscher Seite wurden Baums, der bereits Vorsitzender der deutschen Regierungskommission Corporate Governance war, und Weber-Rey, Mitglied des Vorstands des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, berufen. Diese fortdauernden Aktivitäten auf europäischer Ebene zeigen, dass das Thema der Corporate Governance auch in den nächsten Jahren im Zentrum der Diskussion stehen wird.

Seit dem Jahre 2002 existiert auch ein Deutscher Corporate Governance Kodex, der von der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex erarbeitet wurde.<sup>18</sup> Die in ihn gesetzten Erwartungen sind vielfältig. Zum einen sollen erkannte Schwachpunkte in der deutschen Corporate Governance durch neue Regelungen ausgebessert werden und dies in einem permanenten Prozess, da der Kodex auf aktuelle

---

<sup>14</sup> Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament vom 21.5.2003, S. 14.

<sup>15</sup> Zu den im Aktionsplan vorgesehenen Maßnahmen vgl. *van Hulle/Maul*, ZGR 2004, 484, 486 ff.

<sup>16</sup> Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament vom 21.5.2003, S. 20.

<sup>17</sup> So berichtet *Wiesner*, BB 2004, Heft 35, I, dass intern schon gewettet wird, ob es noch fünf oder noch zehn Jahre dauert, bis ein europäischer Einheitskodex seinen nationalen Vorgängern den Garaus macht.

<sup>18</sup> Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist abrufbar unter [www.corporate-governance-code.de](http://www.corporate-governance-code.de), der Text ist auch veröffentlicht in: AG 2002, 236 ff. = ZIP 2002, 452 ff. = NZG 2002, 273 ff.

Entwicklungen und neue Erkenntnisse flexibel reagieren soll. Zum anderen wird erwartet, dass der Kodex ausländischen Investoren die deutschen Besonderheiten wie die Unternehmensmitbestimmung oder die dualistische Führungsstruktur deutscher Aktiengesellschaften auf einfache Weise erläutert, um dadurch die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts zu steigern.

Die vorliegende Arbeit will nun der Frage nachgehen, ob der Deutsche Corporate Governance Kodex die mit ihm verfolgten Ziele in seiner jetzigen Konzeption erreichen kann. Dabei ist hinsichtlich der Frage, ob der Kodex zu einer tatsächlichen Verbesserung der Corporate Governance geführt hat, die Zusammensetzung und die Arbeitsweise der Regierungskommission DCGK näher zu beleuchten. Die erarbeiteten Regelungen sind ebenso auf ihre Wirksamkeit zu untersuchen, wie auch die Frage nach bisher von der Regierungskommission nicht aufgegriffenen Problematiken zu stellen ist. Ein Schwerpunkt der Arbeit soll auf die Untersuchung der Durchsetzungsmechanismen des Kodex gesetzt werden. Dabei ist es einer genaueren Betrachtung zu unterziehen, in welchem Umfang die bisherigen Regelungen des Kodex befolgt werden und aus welcher Motivation heraus dies geschieht. Die Frage nach der Durchsetzung des erarbeiteten Regelwerks hat dadurch zusätzliche Aktualität erfahren, dass die Europäische Kommission ihre oben erwähnte Koordinierungsbemühungen nicht nur auf die Erarbeitung nationaler Kodizes erstreckt, sondern auch die Verfahren einschließen will, die die Mitgliedstaaten anwenden, um die Einhaltung des Kodexes und die Offenlegung zu überwachen und durchzusetzen.<sup>19</sup>

Rechtsvergleichend soll der britische Combined Code herangezogen werden, der nicht nur für den Deutschen Corporate Governance Kodex erklärtermaßen eine Vorbildfunktion ausübte.<sup>20</sup> Die anhand dieses ersten europäischen Corporate Governance Kodex gesammelten Erfahrungswerte können einen Eindruck vermitteln, was ein Kodex mit freiwilligen Verhaltensregeln leisten kann und wo seine natürlichen Grenzen liegen. Darüber hinaus stellt sich bei rechtsvergleichenden Untersuchungen zwangsläufig die Frage, was die nationalen Verantwortlichen aus den Erfahrungen mit dem ausländischen Regelwerk lernen können bzw. welche Fehler vermieden werden können.

## **§ 2 Grundbegriffe und Zielsetzungen der Corporate Governance**

Eine Arbeit, die sich mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex beschäftigt, kann sich insbesondere angesichts der bereits vorhandenen Fülle an Literatur notwendigerweise nur mit einem Überblick über die allgemeinen Begriffe und Problemstellungen der Corporate Governance begnügen. Dennoch ist es dringend erforderlich, sich vor der Beschäftigung mit dem deutschen Kodex im Vergleich zum britischen Combined Code die grundlegenden Begriffe der Corporate Governance zu verdeutli-

---

<sup>19</sup> Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament vom 21.5.2003, S. 20.

<sup>20</sup> Vgl. die Bezugnahmen auf den Combined Code in *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 5 ff.

chen und sich die mit der Corporate Governance angestrebten Ziele vor Augen zu führen.

## I. Der Begriff der „Corporate Governance“

Bereits in der Einführung ist darauf hingewiesen worden, dass eine griffige Übersetzung des Begriffs „Corporate Governance“ in die deutsche Sprache nicht möglich ist. Der deutsche Begriff „Unternehmensverfassung“ wird der Materie nicht wirklich gerecht. Deshalb beschränken sich die einschlägigen Publikationen auf eine Umschreibung des Begriffes Corporate Governance. Definiert werden kann er als die Summe der für eine verantwortliche, auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtete Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle und Transparenz geltenden Maximen.<sup>21</sup> Eine umfassendere Definition liefern die OECD Principles of Corporate Governance aus dem Jahr 1999:

*„Corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined.“*<sup>22</sup>

Eine äußerst spartanische, aber durchaus nützliche Definition bietet hingegen die Britische Cadbury Kommission. Nach ihrer Umschreibung ist Corporate Governance *„the system by which companies are directed and controlled“*.<sup>23</sup>

Diese kurze Definition verdeutlicht, dass es bei Corporate Governance im Grunde um die zwei wesentlichen Pfeiler Leitung und Kontrolle geht.

## II. Der Prinzipal-Agent-Konflikt

Wenn man somit also festhalten kann, dass es sich bei der Corporate Governance um Fragen der Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle handelt, sind damit aber noch nicht die grundsätzlichen Ziele formuliert, die mit der Corporate Governance verfolgt werden sollen. Unter einer guten Unternehmensführung können unterschiedliche Interessengruppen durchaus etwas anderes verstehen. Um sich der Problematik weiter zu nähern, ist es empfehlenswert, sich interdisziplinär einiger Anleihen aus der Wirtschaftswissenschaft zu bedienen. Der Gedanke, zivilrechtliche Fragen aus dem Blickwinkel der Ökonomie zu betrachten, ist in Deutschland im deutlichen Gegensatz zu den USA leider noch unterentwickelt. Eine Verknüpfung von Rechts- und Wirtschaftswissenschaften findet auch heute nur selten statt.<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> So *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, § 26 II 3. b).

<sup>22</sup> Eine deutsche Übersetzung der OECD Principles und eine Vorbemerkung von *Seibt* finden sich in AG 1999, 337 ff.

<sup>23</sup> Cadbury-Report, para. 2.5. Der Cadbury-Report ist abrufbar unter [www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf).

<sup>24</sup> Wenige Beiträge zu dieser Thematik sind in Deutschland bereits in den achtziger Jahren veröffentlicht worden, so *Fezer*, JZ 1986, 817 ff., *Schäfer/Ott*, JZ 1988, 213 ff. Viele bedeutende Publikationen datieren aber erst aus den letzten Jahren, so *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl., 2005; *Adams*, Ökonomische Theorie des Rechts, 2. Aufl., 2004;

Die Ökonomie beschäftigt sich bereits seit den 70er Jahren mit dem sogenannten Prinzipal-Agent-Konflikt. Was darunter zu verstehen ist, definieren Jensen und Meckling in ihrem grundlegenden Aufsatz folgendermaßen:

*"We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal."*<sup>25</sup>

Das Verfolgen von Zielen, die denjenigen des Prinzipals widersprechen, wird nach der ökonomischen Theorie durch eine asymmetrische Information nach Vertragsschluss möglich. Zum einen kann die Tätigkeit des Agenten vom Prinzipal nicht unmittelbar beobachtet werden, zum anderen wird der Agent Beobachtungen machen, die der Prinzipal nicht macht.<sup>26</sup>

Wo im Bereich des Kapitalgesellschaftsrechts der beschriebene Prinzipal-Agent-Konflikt liegt, wird auf Anhieb klar: Die Hauptprobleme liegen im Auseinanderfallen von Unternehmensleitung und Kapitaleigentümern. So besteht für die Manager der Unternehmen häufig ein großer Anreiz darin, sich risikoavers zu verhalten, auch wenn dies nicht im langfristigen Interesse der Kapitaleigentümer liegt, weil ihnen ein realisiertes Risiko als persönliches Versagen vorgehalten werden könnte.<sup>27</sup> Da zumeist eine Abhängigkeit des Managers von der Fortdauer des Anstellungsverhältnisses besteht, könnte der Manager versucht sein, die Lage des Unternehmens in ein unangemessen positives Licht zu rücken, um mögliche Kapitalgeber zu einer Finanzierung zu bewegen.<sup>28</sup> Auch darüber hinaus gibt es zahlreiche Beispiele dafür, dass das Interesse der Manager absolut nicht mit denen der Kapitalgeber übereinstimmt. So dürfte der Manager als *homo oeconomicus* sowohl an einem überhöhten Gehalt als auch an einem niedrigen Arbeitseinsatz interessiert sein, die Vorstellungen der Kapitalgeber dürften diametral entgegengesetzt liegen.<sup>29</sup> Da der Agent sich aber im Informationsvorsprung gegenüber dem Prinzipal befindet, ist es für den Prinzipal äußerst schwierig, dem entgegenzusteuern.

Letztlich ist auch dieser Konflikt so alt wie die Kapitalgesellschaften selbst. Schon Adam Smith stellte fest: *„Von den Direktoren einer solchen (Aktien)Gesellschaft, die ja bei weitem eher das Geld anderer Leute verwalten, kann man daher nicht gut erwarten, dass sie es mit der gleichen Sorgfalt einsetzen und überwachen würden, wie es die Partner in einer privaten Handelsgesellschaft mit dem eigenen zu tun pflegen. [...] Daher müssen Nachlässigkeit und Verschwendung in der Geschäftsführung einer sol-*

---

Kötz/Schäfer, *Judex oeconomicus*, 2003. In der akademischen Lehre nimmt die ökonomische Betrachtung des Rechts immer noch wenig Raum ein.

<sup>25</sup> Jensen/Meckling, *Journal of Financial Economics* 1976, 305, 308; zum Principal-Agent-Konflikt auch Sauter/Babel in Kessler/Sauter, *Handbuch Stock Options*, Rn. 11 ff. und Rode, *DStZ* 2005, 404.

<sup>26</sup> Richter/Furubotn, *Neue Institutionenökonomik*, S. 174.

<sup>27</sup> Schäfer/Ott, *Ökonomische Analyse des Zivilrechts*, S. 645.

<sup>28</sup> Knobling, *Interdependenz*, S. 41.

<sup>29</sup> Zu den denkbaren Interessenkonflikten im einzelnen Kühnberger/Kessler, *AG* 1999, 453, 454; Knobling, *Interdependenz*, S. 40 ff.

chen Gesellschaft stets mehr oder weniger vorherrschen.“<sup>30</sup> Wenn somit der Prinzipal-Agent-Konflikt mit Sicherheit keine neue Erscheinung ist, hat er sich in der modernen Industriegesellschaft gleichwohl verschärft. So ist die Behauptung nicht von der Hand zu weisen, dass es im globalen Prinzipal-Agent-Konflikt für die Agenten inzwischen darum geht, die in Europa und den USA für sie jeweils besten Bedingungen zu kombinieren, nämlich langfristige Verträge mit hohen Abfindungen auf der einen Seite und voluminöse variable Vergütungsbestandteile auf der anderen Seite, bei denen die Erfolgsbezogenheit häufig nur äußerst unzureichend berücksichtigt wird.<sup>31</sup>

Da wegen unvorhersehbarer Ereignisse kein vollständiger Prinzipal-Agent-Vertrag geschlossen werden kann, versuchen die Kapitalgeber und die Manager, den bestehenden Konflikt eben durch ein Corporate Governance System in den Griff zu bekommen.<sup>32</sup> Die Corporate Governance hat somit, zugespitzt formuliert, die Funktion, die Prinzipal-Agent-Konflikte zu lösen und die sogenannten „agency costs“,<sup>33</sup> die der Prinzipal zur Überwachung des Agenten einsetzen muss, möglichst zu minimieren.<sup>34</sup> Im Grunde ist dies das Ziel, das mit der Errichtung von Aufsichtsräten, der Erstellung von Jahresbilanzen und Geschäftsberichten und deren Überprüfung durch Wirtschaftsprüfer verfolgt wird.<sup>35</sup> Letztlich können die Fragen der Corporate Governance zum großen Teil auf diese Grundidee der Konfliktlösung reduziert werden, auch wenn dieser Ansatz nicht immer im Blickpunkt der Diskussion steht.<sup>36</sup>

### III. Das collective-action-Problem

Verstärkt wird das Prinzipal-Agent-Problem noch durch das sogenannte „collective-action-Problem“.<sup>37</sup> Es ergibt sich aus dem Umstand, dass an einer Aktiengesellschaft typischerweise nicht nur einige wenige Kapitalgeber beteiligt sind, sondern sich die

---

<sup>30</sup> *Smith*, *The Wealth of Nations*, Übersetzung der 5. Auflage von Recktenwald, München 1974, S. 629.

<sup>31</sup> So *Bernhardt*, *RIW* 2004, 401, 402, der darüber hinaus davon ausgeht, dass der Prinzipal-Agent-Konflikt in den börsennotierten Unternehmen zunehmend zugunsten der Agenten entschieden wurde.

<sup>32</sup> *Richter/Furubotn*, *Neue Institutionenökonomik*, S. 180.

<sup>33</sup> *Jensen/Meckling* führen zu den agency costs aus: „Agency costs are as real as any other costs. The level of agency costs depends among other things on statutory and common law and human ingenuity in devising contracts.“, *Journal of Financial Economics* 1976, 305, 357; siehe auch *Knobling*, *Interdependenz*, S. 46 und *Sauter/Babel* in *Kessler/Sauter*, *Handbuch Stock Options*, Rn. 16 ff.

<sup>34</sup> Ganz deutlich in diesem Sinne z.B. *Neubürger* in *Handbuch Corporate Governance*, S. 177, 186: „Die zunächst in den angloamerikanischen Ländern entstandene und kapitalmarktgetriebene Corporate Governance Diskussion hat ihren Ausgangspunkt in der Frage, durch welche Mechanismen das sogenannte Prinzipal-Agent-Problem gelöst werden kann, das sich in größeren Kapitalgesellschaften stellt.“

<sup>35</sup> *Baums*, *Der Aufsichtsrat*, S. 2.

<sup>36</sup> *Berrar*, *Entwicklung der Corporate Governance*, S. 35, bekräftigt dies am Beispiel der Veröffentlichung der Managergehälter: Auch wenn dies in der Diskussion nicht immer hinreichend klar wird, geht es eigentlich darum, dass die Aktionäre (Prinzipals) überprüfen können, ob die Manager (Agents) angemessen bezahlt werden.

<sup>37</sup> *Grundlegend Olson*, *The Logic of Collective Action*, 1965.



Aktien zumeist im breiten Streubesitz befinden. Die Anleger setzen sich im Regelfall aus Privatpersonen, Investmentfonds, anderen Finanzunternehmen etc. zusammen. Diese verschiedenen Anteilseigner müssten sich somit untereinander koordinieren. Letztlich führt dies aber zum kompletten Verlust der funktionierenden Managementkontrolle.<sup>38</sup> Denn für den einzelnen Aktionär, der unter Umständen nur eine kleine Beteiligung hält, lohnt es sich einfach nicht, von seinen Mitwirkungsrechten Gebrauch zu machen. Die Kosten, die ihm für die Kontrolle und die Koordination mit den anderen Anteilseignern entstehen würden, stehen in keinem Verhältnis zum daraus erwachsenden Nutzen. Darüber hinaus würde ein Erfolg seiner Bemühungen auch den Aktionären zugute kommen, die sich rein passiv verhalten haben. Dies alles führt in der Sprache der Ökonomie zu einem rationalen Desinteresse des einzelnen Kapitalgebers.<sup>39</sup> Zielvorgabe der Corporate Governance muss es deshalb auch sein, das collective-action-Problem weitestgehend zu lösen und die entstehenden Koordinationskosten so gut wie möglich zu verringern.

#### IV. Agency-Probleme im weiteren Sinne

Zunehmend wird darauf hingewiesen, dass außer dem klassischen Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Kapitaleignern und Managern innerhalb eines Unternehmens noch zwei weitere Konflikte bestehen, die man als Agency-Probleme im weiteren Sinne bezeichnen könnte.<sup>40</sup> Es handelt sich dabei um die Konflikte zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären einerseits<sup>41</sup> und dem Konflikt zwischen den Aktionären und anderen Stakeholdergruppen andererseits. Die Fokussierung auf den Konflikt zwischen den Kapitaleignern und den Arbeitnehmern entspringt dem Stakeholder-Ansatz, welcher der Shareholder-Perspektive gegenübersteht. Der Stakeholder-Ansatz hat in den letzten Jahren erkennbar an Bedeutung gewonnen.<sup>42</sup> Dennoch ist dieser Aspekt der Corporate Governance Diskussion zu vernachlässigen, zumal sich der DCGK mit dieser letztlich politisch zu lösenden Problematik nicht weiter auseinandersetzt. Was den Konflikt zwischen Minderheits- und Mehrheitsaktionären betrifft, so hat die Rechtsprechung den Interessenkonflikt zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionär zum Teil durch die Anerkennung von Treuepflichten zwischen den Gesellschaftern ent-

---

<sup>38</sup> Dazu das Standardwerk von *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property* aus dem Jahre 1933.

<sup>39</sup> *Schäfer/Ott*, *Ökonomische Analyse des Zivilrechts*, S. 645; *Baums*, *Der Aufsichtsrat*, S. 2.

<sup>40</sup> *Berrar*, *Entwicklung der Corporate Governance*, S. 30 ff.

<sup>41</sup> Der Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Großaktionären und vielen Minderheitsaktionären wird auch von *Ehrhardt/Nowak*, AG 2002, 336, 338, hinsichtlich der Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln in den Vordergrund gestellt.

<sup>42</sup> v. *Werder* in *Handbuch Corporate Governance*, S. 3, 4: „In der (continental)europäischen Debatte und zunehmend auch in der angelsächsischen Literatur wird der Fokus dagegen breiter angelegt. Neben Governanceproblemen zwischen Aktionären und Management werden auch solche im Verhältnis zwischen dem Management und anderen Stakeholdern sowie zwischen verschiedenen Stakeholdergruppen thematisiert.“

schärft.<sup>43</sup> Diese Treuepflichten wirken dabei in beide Richtungen: Nicht nur der Minderheitsaktionär wird geschützt, sondern auch der Mehrheitsaktionär vor ungerechtfertigten Blockadesituationen durch den Minderheitsaktionär.

## V. Zusammenfassung

Wenn also die Frage, was denn letztlich eine gute Corporate Governance ausmacht, einer Beantwortung zugeführt werden soll, lässt sich zusammenfassend festhalten, dass in erster Linie das klassische Prinzipal-Agent-Problem gelöst oder zumindest gemildert werden soll, in dem die Interessen der Aktionäre gegenüber denen des Vorstands und des Aufsichtsrates in den Vordergrund gerückt werden. Dem Wissensvorsprung des Agenten vor den Prinzipalen zur Verfolgung eigener Zwecke ist entgegenzuwirken. Dies wird jedoch nur dann möglich sein, wenn sich das Desinteresse des einzelnen Anlegers nicht mehr als rational darstellt, wenn also das collective-action-Problem weitestgehend überwunden werden kann. Corporate Governance Systeme und damit auch die Corporate Governance Kodizes werden sich daran messen lassen müssen, inwieweit sie praktikable Lösungen zur Entschärfung der vorhandenen Konflikte anbieten.

---

<sup>43</sup> BGHZ 103, 184 ff.; *Wiedemann*, FS Heinsius, S. 949 ff; *Immenga*, FS 100 Jahre GmbH-Gesetz, S. 189 ff.