

# Corporate Governance in Europa als Mehrebenensystem

## Vielfalt und Verflechtung der Gesetzgeber, Standardsetzer und Verhaltenskodizes

Prof. Dr. HOLGER FLEISCHER, Dipl.-Kfm., LL.M.,  
Max-Planck-Institut, Hamburg

*Inhaltsübersicht*

ZGR 2012, 160–196

I. Einführung . . . . .	161
II. Corporate Governance als „Multi-Level Governance“ . . . . .	162
1. Multi-Level Governance in der politikwissenschaftlichen Europaforschung	162
2. Mehrebenengeflecht der Corporate Governance in Europa . . . . .	163
3. Interaktionseffekte in Mehrebenensystemen . . . . .	163
III. Corporate Governance zwischen nationalem und europäischem Gesetzgeber	164
1. Kompetenzfragen der Corporate Governance . . . . .	164
2. Empfehlungen der Kommission und „Offene Methode der Koordinierung“ . . . . .	176
IV. Corporate Governance durch Verhaltenskodizes und Selbstregulierung . . . .	182
1. Verhaltenskodizes für börsennotierte Unternehmen und ihre Befolgung .	182
2. Verhaltenskodizes zwischen Einheit und Vielfalt . . . . .	185
3. Verhaltenskodizes für Corporate Governance-Berater . . . . .	188
4. Verhaltenskodizes für institutionelle Investoren . . . . .	191
V. Corporate Governance durch private Standardsetzer . . . . .	191
1. Börsen . . . . .	192
2. Institutionelle Investoren . . . . .	193
3. Stimmrechtsberater . . . . .	194
VI. Schluss . . . . .	195

*Der vorliegende Beitrag analysiert das Zusammenspiel der verschiedenen Regelgeber und Steuerungsformen der Corporate Governance in Europa. Als konzeptionelle Klammer dient ihm der Begriff der „Multi-Level Governance“ aus der politikwissenschaftlichen Europaforschung. Einen ersten Schwerpunkt bilden Kompetenzfragen der Corporate Governance: Erörtert werden Unionskompetenzen für verschiedene Corporate Governance-Maßnahmen, die Rolle des Subsidiaritätsprinzips und die Bedeutung von Soft Law im Europäischen Gesellschaftsrecht einschließlich möglicher Anwendungsfelder für die sog. offene Methode der Koordinierung. Sodann geht es um Verhaltenskodizes für börsennotierte Unternehmen, Corporate Governance-Berater (Vergütungs-, Stimmrechts- und Rechtsberater) und institutionelle Investoren. Schließlich wird gezeigt, wie nichtstaatliche Akteure als faktische Standardsetzer für eine weltweite Zirkulation bestimmter Corporate Governance-Muster sorgen.*

*This article explores the interplay between different rule makers and modes of governance in European Corporate Governance. As an analytical framework it borrows the concept of „Multi-Level Governance“ from European political science literature. Focus is placed firstly*

*on matters of legal competence: The discussion covers questions regarding the EU competence for various corporate governance rules, the role of the subsidiarity principle and the significance of soft law in European company law including the potential application of the „open method of coordination“. It then goes on to look at Codes of Conduct for publicly listed companies, the corporate governance industry (compensation consultants, proxy advisors, corporate lawyers) and institutional investors. Finally, it shows how non-state actors have become de facto standard setters for the global circulation of specific corporate governance patterns.*

## I. Einführung

Corporate Governance ist unser Schicksal – so möchte man angesichts der unablässigen Reformdebatten<sup>1</sup> vergangener Jahre mit einem Schuss Fatalismus ausrufen. Jüngster Kristallisations- und Reibungspunkt sind die Grünbücher der Europäischen Kommission zur Corporate Governance<sup>2</sup>, die allenthalben ein enormes Echo hervorgerufen haben.<sup>3</sup> Die Kommission möchte die Erkenntnisse aus dem Konsultationsprozess mit den Anregungen der Reflexionsgruppe über die Zukunft des Europäischen Gesellschaftsrechts<sup>4</sup> zusammenführen und zu einem kohärenten Regelungsrahmen ausformen.<sup>5</sup> Corporate Governance in Europa *und* Europäisches Gesellschaftsrecht: Stoff genug für eine aktuelle Standortbestimmung und konzeptionelle Neuorientierung. Nicht ohne Grund steht auch das offizielle Arbeitsprogramm der Kommission für das Jahr 2012 unter dem Motto „Europäische Erneuerung“.<sup>6</sup>

- 1 Zu Stand und Entwicklungslinien der nationalen und internationalen Corporate-Governance-Forschung zuletzt HOPT, ZHR 175 (2011), 444; zu Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa FLEISCHER, ZGR 2011, 155.
- 2 Vgl. insbesondere Kommission, Grünbuch vom 2. Juni 2010, Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, KOM(2010) 284 endg.; dazu etwa ARMOUR/RINGE, CMLR 48 (2011), 125, 169 ff; BUSCHMANN, NZG 2011, 87; HILGERS/KURTA, ZBB 2010, 471, 477 ff; HOPT, EuZW 2010, 561; MÜLBERT, ZHR 174 (2010), 375, 377 ff; WITTIG, WM 2010, 2337; sowie Kommission, Grünbuch vom 5. April 2011, Europäischer Corporate Governance-Rahmen, KOM (2011) 164/3; dazu etwa BACHMANN, WM 2011, 1301; DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2011, 164; DAVIES/FERRARINI/HOPT/PIETRANCOSTA/SKOG/SOLTYSINSKI/WINTER/WYMEERSCH, Rev. trim dr. fin. 2011, 153; HAUSMANN/BECHTOLD-ORTH, GesKR 2011, 359; HENNRICHS, GmbHR 2011, R257; HOPT, EuZW 2011, 609; Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln, NZG 2011, 975; JAHN, AG 2011, 454; JUNG, BB 2011, 1987; PELTZER, NZG 2011, 961; TOMASIC, European Company Law 8 (2011), 142; VAN DER ELST/VERMEULEN, European Company Law 8 (2011), 165; WOLLMERT/OSER/ORTH, DB 2011, 1432.
- 3 Näher zu den über 400 Stellungnahmen European Commission, Feedback Statement, Summary of Responses to the Commission's Green Paper, 15 November 2011, D(2011).
- 4 Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, 5 April 2011.
- 5 Neuestens Kommission, Konsultation über die Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts vom 20. Februar 2012.
- 6 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen

## II. Corporate Governance als „Multi-Level Governance“

### 1. Multi-Level Governance in der politikwissenschaftlichen Europaforschung

Wer nach einer konzeptionellen Klammer für Europäische Corporate Governance sucht, wird in der politikwissenschaftlichen Europaforschung fündig. Dort haben Gary Marks und Liesbet Hooghe den Begriff „Multi-Level Governance“ geprägt<sup>7</sup> und zu einem höchst einflussreichen Forschungsansatz ausgebaut.<sup>8</sup> Als griffige Metapher beschreibt er nicht nur die bloße Verteilung von Handlungskompetenzen auf verschiedene Ebenen, sondern betont zugleich deren notwendige Verknüpfung zu einem umfassenden Gesamtsystem.<sup>9</sup> Der weit verstandene Governance-Begriff bezieht neben verschiedenen Regierungsebenen (supranational – national) auch unterschiedliche Steuerungsformen (hierarchisch – nicht hierarchisch) und eine neue Akteursvielfalt (staatlich – nicht staatlich) ein.<sup>10</sup> Ein besonderes Augenmerk gilt dem Vordringen weicher Steuerungsinstrumente<sup>11</sup> sowie dem Bedeutungszuwachs privater Akteure als Promotoren europäischer Politik<sup>12</sup>. Als idealtypische Interaktionsmus-

Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Arbeitsprogramm der Kommission für 2012 – Europäische Erneuerung, KOM(2011) 777 endg.

- 7 Grundlegend MARKS, Structural Policy and Multilevel Governance in the EC, in: Cafruny/Rosenthal, The State of the European Community, 1993, S. 391, 392: „I suggest that we are seeing the emergence of *multilevel governance*, a system of continuous negotiation among nested governments at several territorial tiers – supranational, national, regional, and local – as the result of a broad process of institutional creation and decisional reallocation that has some previously centralized functions of the state up to the supranational level and some down to the local/regional level.“; vertiefend HOOGHE/MARKS, Multi-Level Governance and European Integration, 2001.
- 8 Vgl. HOOGHE/MARKS, Unraveling the Central State, but How? Types of Multi-Level Governance, American Political Science Rev. 97 (2003), 233; ferner die Sammelbände von BACHE/FLINDERS, Multi-level Governance, 2004; KOHLER-KOCH/LARAT, European Multi-Level Governance, 2009; HEINELT/KNODT, Policies within the EU Multi-Level System, 2011.
- 9 Vgl. HOOGHE/MARKS, aaO (Fn. 7), S. 4: „Third, political arenas are interconnected rather than nested. While national arenas remain important arenas for the formation of national government preferences, the multi-level governance model rejects the view that sub-national actors are nested exclusively within them.“; ferner GRANDE, in: Grande/Jachtenfuchs, Wie problemlösungsfähig ist die EU? Regieren im europäischen Mehrebenensystem, 2000, S. 11, 16, der von einem „verflochtenen Mehrebenensystem“ spricht.
- 10 Dazu etwa BÖRZEL, in: Schuppert, Governance-Forschung, 2. Aufl., 2006, S. 72, 73 f, 78 f.
- 11 Näher die Beiträge in dem Sammelband von TÖMMEL, Die Europäische Union. Governance und Policy-Making, 2008, S. 61 ff unter der Zwischenüberschrift „Harte‘ versus ‚weiche‘ Modi der Governance“.
- 12 Vgl. MARKS/HOOGHE/BLANK, Journal of Common Market Studies 34 (1996), 341, 366 ff; aus dem deutschsprachigen Schrifttum BÖRZEL, in: Schuppert/Pernice/Halter, 2006, S. 107 ff.

ter im Mehrebenensystem der Europäischen Union pflegen Politologen Hierarchie, Verhandlung, Konkurrenz und Kooperation zu unterscheiden.<sup>13</sup>

## 2. Mehrebenengeflecht der Corporate Governance in Europa

Der interdisziplinäre Brücken- oder Verbundbegriff der Multi-Level Governance<sup>14</sup> eignet sich auch vorzüglich zur Konzeptualisierung der *Corporate Governance in Europa*<sup>15</sup>: Eine erste Problemebene betrifft die Aufgabenverteilung im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht zwischen nationalem und supranationalem Gesetzgeber (Stichwort: Kompetenzfragen der Corporate Governance). Auf einer zweiten Untersuchungsebene geht es um das rechte Verhältnis von hoheitlicher Regelsetzung und Selbstregulierung (Stichwort: Corporate Governance durch Verhaltenskodizes). Die dritte Ebene handelt von privaten Marktakteuren als faktischen Standardsetzern (Stichwort: Corporate Governance durch Börsen, institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater). Ebenso wie in anderen Regelungsbereichen changiert die Politikkoordination im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht zwischen hierarchischer Steuerung, wechselseitiger Anpassung und interjurisdiktionellem Wettbewerb.<sup>16</sup>

## 3. Interaktionseffekte in Mehrebenensystemen

Mehrebenensysteme zeichnen sich durch charakteristische Interaktionseffekte aus, die man in der politikwissenschaftlichen Europaforschung sorgfältig herausgearbeitet hat.<sup>17</sup> Auf der *Negativseite* sind Entscheidungsblockaden

Europawissenschaft, 2005, S. 613, 623: „An der Regelsetzung und -durchsetzung sind nicht nur öffentliche, sondern auch private Akteure maßgeblich beteiligt.“

13 Vgl. TÖMMEL, aaO (Fn. 11), S. 13, 26 ff; ferner SCHARPF, *Leviathan* 30 (2002), 65, 71 ff, der folgende Typen der Europäisierung unterscheidet: wechselseitige Anpassung, intergouvernementale Vereinbarungen, supranationale Zentralisierung und Politikverflechtung.

14 Aus rechtswissenschaftlicher Sicht jüngst SCHUPPERT, *Governance und Rechtsetzung*, 2011, Fünfter Teil: „Regelsetzung in Mehrebenensystemen“, S. 321 ff; ferner LORZ, *DVB* 2006, 1061.

15 Aus politikwissenschaftlicher Perspektive zur Harmonisierung des Europäischen Gesellschaftsrechts CALLAGHAN, *Journal of European Public Policy* 17 (2010), 564; monographisch mit einem kritischen politökonomischen Blick zuletzt HORN, *Regulating Corporate Governance in the EU*, 2012.

16 Für eine aufschlussreiche politikwissenschaftliche Fallstudie DONNELLY, in: Tömmel, aaO (Fn. 11), S. 253, die mit dem Gesellschaftsrecht, der Finanzmarktregulierung und den Rechnungslegungsstandards drei verschiedene Regime beschreibt, welche sich in ihren Strukturen, ihren Verfahren und ihrer Dynamik stark unterscheiden.

17 Für einen Überblick GRANDE, aaO (Fn. 9), S. 11, 21 ff.

und institutionelle Vetopositionen zu verbuchen, wie sie Gesellschaftsrechtler etwa von der unternehmerischen Mitbestimmung kennen. Von *Fritz Scharpf*, dem scharfzüngigen Kritiker des Europäisierungsprozesses, stammt hierfür das Wort von der „Politikverflechtungs-Falle“<sup>18</sup>. Hinzu gesellen sich aus demokratietheoretischer Sicht Verantwortlichkeits- und Kontrollprobleme. Andererseits gibt es in verflochtenen Mehrebenensystemen auch *positive* Interaktionseffekte. Dazu gehören insbesondere günstigere Bedingungen und größere Anreize für „policy learning“ sowie die erleichterte inkrementelle Anpassung von Politiken an sich verändernde Umweltbedingungen.<sup>19</sup> Hierauf ist für die Corporate Governance in Europa zurückzukommen.<sup>20</sup>

### III. Corporate Governance zwischen nationalem und europäischem Gesetzgeber

#### 1. Kompetenzfragen der Corporate Governance

Fragen des Europäischen Gesellschaftsrechts sind seit seinen frühen Anfängen zunächst *Kompetenzfragen*. Für die Abgrenzung der Unionszuständigkeiten gilt nach Art. 5 Abs. 1 Satz 1 EUV der Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung.

##### a) Einzelkompetenzen der Europäischen Union

Die Magna Charta der Gesellschaftsrechtsangleichung in Europa bildet Art. 50 Abs. 2 lit. g) AEUV. Danach können Parlament und Rat, soweit *erforderlich*, die *Schutzbestimmungen* koordinieren, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Interesse der Gesellschafter sowie *Dritter* vorgeschrieben sind. Nach herrschender Lesart lassen sich hierunter auch Corporate Governance-Regeln unterschiedlichsten Zuschnitts subsumieren: Zu den „Schutzbestimmungen“ gehören nämlich nicht nur unmittelbar gesellschafter- oder gläubigerschützende Regelungen, sondern auch organisationsrechtliche Anforderungen der mitgliedstaatlichen Gesellschaftsrechte, die nur mittelbar Schutzwirkungen entfalten.<sup>21</sup> Der Begriff des „Dritten“ ist ebenfalls weit aus-

18 SCHARPF, Die Politikverflechtungs-Falle: Europäische Integration und deutscher Föderalismus im Vergleich, Politische Vierteljahresschrift 26 (1985), 323; zur Legitimität im europäischen Mehrebenensystem zuletzt DERS., Leviathan 37 (2009), 244.

19 Vgl. GRANDE, aaO (Fn. 9), S. 11, 22.

20 Näher unten III. 2. b) im Zusammenhang mit der „Offenen Methode der Koordinierung“.

21 Vgl. JUNG/MÜLLER-HUSCHKE, in: Schwarze, EU-Kommentar, 2. Aufl., 2009, Art. 44 EGV Rdn. 13; LEIBLE, ZHR 162 (1998), 594, 599; RANDELSHOFER/FORSTHOFF, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, 18. Ergänzungsliefer-

zulegen<sup>22</sup> und erfasst neben Gläubigern auch potentielle Kapitalanleger (Anlegerschutz) sowie Arbeitnehmer (Mitbestimmung).<sup>23</sup>

Selektionskraft könnte allenfalls das in Art. 50 Abs. 1 Satz 1 AEUV enthaltene Tatbestandsmerkmal „zur Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit“ entfalten. Hierüber hat sich die Kommission freilich schon in dem *Berkhouwer*-Bericht aus dem Jahre 1965 hinweggesetzt, in dem sie umfassende Kompetenzen auf dem Feld der Gesellschaftsrechtsangleichung für sich reklamierte.<sup>24</sup> Frühe Literaturstimmen haben dies kritisiert und Koordinierungsrichtlinien nur dann als erforderlich angesehen, wenn sie auf eine direkte Beseitigung bestehender Niederlassungsschranken abzielten.<sup>25</sup> Die heute<sup>26</sup> herrschende Lehre zeigt sich großzügiger und lässt es genügen, wenn die betreffende Regelung irgendeine Grundfreiheit fördert<sup>27</sup>, betont aber zuweilen das ein-

- rung 2001, Art. 44 EGV Rdn. 13; sehr klar bereits BÄRMANN, *Europäische Integration im Gesellschaftsrecht*, 1970, S. 48: „Versuche, den Begriff der Schutzbestimmungen als ein Minus zum Gesellschaftsrecht insgesamt zu interpretieren, müssen schon deswegen scheitern, weil im Grunde jede gesetzliche Vorschrift Schutzcharakter besitzt.“.
- 22 Vgl. EuGH, Rs. C-97/96 (*Daihatsu*), Slg. 1997, I-6843 Rdn. 18 ff; bestätigt durch EuGH, verb. Rs. C-435/02 und C-103/03 (*Springer*), Slg. 2004, I-8667 Rdn. 34: „Folglich ist dieser Begriff weit auszulegen und erfasst u. a. die Konkurrenten der betreffenden Gesellschaften.“.
- 23 Vgl. BRÖHMER, in: *Calliess/Ruffert, EUV/AEUV*, 4. Aufl., 2011, Art. 50 AEUV Rdn. 12; JUNG/MÜLLER-HUSCHKE, aaO (Fn. 21), Art. 44 EGV Rdn. 12.
- 24 Vgl. *Rapport fait au nom de la Commission du marché intérieur*, par M. BERKHOUWER, *Rev. Trim. Dr. Eur.* 1966, 441.
- 25 Vgl. EVERLING, *Das Niederlassungsrecht im Gemeinsamen Markt*, 1963, S. 41; RODIÈRE, *Rev. Trim. Dr. Europ.* 1965, 336, 342 ff; SCHOLTEN, *CMLR* 1966/67, 377, 382; zusammenfassend E. STEIN, *Harmonization of European Company Laws*, 1971, S. 174 ff; aus jüngerer Zeit auch STEINDORFF, *EuZW* 1990, 251, 253.
- 26 Dies betonend EDWARDS, *EC Company Law*, 1999, S. 7: „The arguments in favour of a restrictive interpretation of Article 54(3)(g), however compelling they may have seemed thirty years ago when the company law harmonization programme was still embryonic, can no longer be regarded as convincing.“; vorsichtig konzедierend auch ANDENAS/WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, 2009, S. 8.
- 27 So oder ähnlich GRUNDMANN, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl., 2010, Rdn. 98; LEIBLE, *ZHR* 162 (1998), 594, 598 f; LUTTER, *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. Aufl., 1996, S. 10 f („Funktionsbezug zu den Freiheiten“); LUTTER/BAYER/SCHMIDT, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 5. Aufl., 2012, § 2 Rdn. 8; MÜLLER-GRAFF, in: *Streinz, EUV/AEUV*, 2. Aufl., 2012, Art. 50 AEUV Rdn. 17 („markt-integrative Ziele“); RANDELSHOFER/FORSTHOFF, aaO (Fn. 21), Art. 44 EGV Rdn. 16; SCHÖN, *ZGR* 1995, 1, 14; TEICHMANN, *Binnenmarktkonformes Gesellschaftsrecht*, 2006, S. 201 f; sehr weit HABERSACK/VERSE, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., 2011, § 3 Rdn. 42 („Angleichung des *gesamten Gesellschaftsrechts* einschließlich der Frage der unternehmerischen Mitbestimmung der Arbeitnehmer, des Bilanz- und des Kollisionsrechts“); ferner EYLES, *Das Niederlassungsrecht der Kapitalgesellschaften in der Europäischen Gemeinschaft*, 1990, S. 136 f („pragmatische Lösung“); sowie EDWARDS, aaO (Fn. 26), S. 7: „While company law harmonization is not an end in itself,

schränkende Kriterium der *Erforderlichkeit*.<sup>28</sup> Auf einer ähnlichen Linie liegt die *Daihatsu*-Entscheidung des EuGH, nach der Art. 50 Abs. 2 lit. g) AEUV im Lichte der Integrationsregel des Art. 3 lit. h) EG (heute ähnlich Art. 26 Abs. 1 AEUV) auszulegen ist.<sup>29</sup> Dessen ungeachtet stellt eine aktuelle holländische Monographie in Abrede, dass diese Vorschrift den Unionsorganen *per se* Kompetenzen dafür einräume, die Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu fördern und Aktionärsrechte zu stärken<sup>30</sup>, wie dies der Aktionsplan der Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance aus dem Jahre 2003 vollmundig formuliert hatte.<sup>31</sup> Vielmehr müssten die betreffenden Rechtsakte stets auch einen Beitrag zur Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit leisten.<sup>32</sup>

Richtig an dieser Fundamentalkritik ist, dass die Kommission der Kompetenzfrage lange Zeit wenig Beachtung schenkte, sei es, weil ihr etwaige Untiefen wohl bewusst waren oder weil sie sich nach jahrzehntelang geübter Praxis auf sicherem Grund wähnte. Auch im Schrifttum ist dieser Fragenkreis vernachlässigt worden.<sup>33</sup> Will man ähnliche Begründungslücken zukünftig vermeiden,

so that Article 54(3)g) undoubtedly requires a link between the legislation adopted thereunder and the facilitation of companies' right of establishment, that goal calls for a generous construction in accordance with the general approach developed by the Court of Justice over the last three decades to the interpretation of Treaty provisions.“.

28 Dazu HABERSACK/VERSE, aaO (Fn. 27), § 3 Rdn. 42 und 45; SCHÖN, ZGR 1995, 1, 19 ff; strenger JUNG/MÜLLER-HUSCHKE, aaO (Fn. 21), Art. 44 EGV Rdn. 15: „Erforderlich sind [...] nur solche Rechtsangleichungsmaßnahmen, die die durch die Unterschiede zwischen den Gesellschaftsrechten der Mitgliedstaaten bedingten Hemmnisse für eine Wahrnehmung der primären und sekundären Niederlassungsfreiheit effektiv beseitigen oder zumindest vermindern.“.

29 Vgl. EuGH, Rs. C-97/96 (*Daihatsu*), Slg. 1997, I-6843 Rdn. 18.

30 Vgl. VOSSESTEIN, *Modernization of European Company Law and Corporate Governance. Some Considerations on its Legal Limits*, 2010, S. 103 ff und passim.

31 Vgl. Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament, *Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan*, KOM(2003) 284 endg.; rückblickend dazu neuerdings GEENS/HOPT, *The European Company Law Action Plan Revisited. Reassessment of the 2003 Priorities of the European Commission*, 2011.

32 Zusammenfassend VOSSESTEIN, aaO (Fn. 30), S. 232: „Art. 44(1) EC and Art. 44(2)(g) EC, however, do not confer the power to act for purposes of fostering efficiency and competitiveness of business and strengthening shareholders rights *per se*, without a contribution to attainment of freedom of establishment.“; aus deutscher Sicht auch JUNG/MÜLLER-HUSCHKE, aaO (Fn. 21), Art. 44 EGV Rdn. 15 („Erfordernis der Niederlassungsrelevanz“); ferner ANDENAS/WOOLDRIDGE, aaO (Fn. 26), S. 8: „A broad construction of Article 44(2)(g) EC may now be justified, but there must be a link between the legislation adopted under this provision and the fostering of a company's right of establishment.“; s. auch EuGH, Rs. C-122/96 (*Saldanha*), Slg. 1997, I-5325 Rdn. 23: „zur Durchführung der Niederlassungsfreiheit“.

33 Zutreffend VOSSESTEIN, aaO (Fn. 30), S. 2: „There is relatively little attention for the subject in academic literature too [...]“.“.

so führt kein Weg daran vorbei, die in den Grünbüchern erwogenen Corporate Governance-Maßnahmen einzeln auf den kompetenzrechtlichen Prüfstand zu stellen. Am leichtesten fällt die Herleitung der *Unionskompetenzen bei aktionärsbezogenen Vorschriften*: Angesichts der internationalen Aktionärsstruktur in den börsennotierten Gesellschaften vieler Mitgliedstaaten und beträchtlicher Mühe bei der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung lässt sich eine Harmonisierung einzelner Mitgliedschaftsrechte zur Förderung der Kapitalverkehrsfreiheit gut begründen. Vorgespurt hat hier die Aktionärsrichtlinie<sup>34</sup>, die neben Art. 50 AEUV auch auf die allgemeine Binnenmarktkompetenz in Art. 114 AEUV gestützt ist.<sup>35</sup> Hieran anknüpfend könnte man etwa unionsweite Regeln für Stimmrechtsberater auf der Grundlage des Art. 114 AEUV erlassen, weil deren Dienste häufig von ausländischen Investoren in Anspruch genommen werden und daher die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung erleichtern.<sup>36</sup>

Der Begründungsaufwand steigt bei *unionsweiten Vorgaben für Risikomanagement und Vergütungsstrukturen in Vorstand und Aufsichtsrat*. Ein Binnenmarktbezug lässt sich hier zumindest für den Finanzdienstleistungssektor herstellen, wenn man den Gesichtspunkt der Systemrelevanz und Finanzstabilität innerhalb der EU betont.<sup>37</sup> Diesen Weg beschreitet der Kommissionsvorschlag der CRD IV-Richtlinie zur Bankenregulierung vom Juli 2011<sup>38</sup>, der sich auf die Unionskompetenz zur Koordinierungsrechtsetzung in Art. 53 Abs. 1 AEUV stützt. Bei Nicht-Banken wird diese Begründung aber brüchig.<sup>39</sup>

In noch größere Begründungsnöte gerät man bei *unionsweiten Vorschriften für die board-Zusammensetzung und -Evaluierung*. Gewiss mag es für Frauenquoten einen „business case“ geben<sup>40</sup>, doch verfolgen sie tatsächlich markt-

34 Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften vom 11. 7. 2007, ABl. Nr. L 184/17.

35 Dazu etwa HABERSACK/VERSE, aaO (Fn. 27), § 3 Rdn. 43; kritisch zur Berufung auf Art. 50 AEUV VOSSESTEIN, aaO (Fn. 30), S. 100 ff.

36 Vgl. FLEISCHER, AG 2012, 2, 7 f.

37 Im Ergebnis ebenso OOSTWOUDER, *Onderneming en Financiering*, 2011 (19) 4, S. 5, 24: „Beloning van bestuurders bij financieel instellingen met systeemrelevantie is ook een onderwerp waarin een grensoverschrijdend element een rol speelt.“

38 Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, KOM(2011) 453 endg.

39 So auch OOSTWOUDER, *Onderneming en Financiering*, 2011 (19) 4, S. 5, 24: „Regulering op EU-niveau waarbij extern toezicht op het risicomanagement en beloningsstructuren bij gewone (beurs)vennootschappen verplicht wordt gesteld, is echter niet noodzakelijk en wenselijk.“

40 Dazu etwa LANGENBUCHER, JZ 2011, 1038 f; kritisch aber mit Blick auf die weltweit erste Frauenquote in Norwegen AHERN/DITTMAR, *Quarterly Journal of Economics* 127 (2012), 137.

integrative Ziele? Mir scheint dies zweifelhaft.<sup>41</sup> Wer stattdessen auf den Gesichtspunkt der Antidiskriminierung abstellt<sup>42</sup>, tut sich kaum leichter: Art. 157 Abs. 3 und Art. 153 Abs. 1 AEUV, die sozialpolitischen Hauptkompetenznormen, sind nicht einschlägig, weil sie keine Organmitglieder erfassen<sup>43</sup>, jedenfalls aber keine umgekehrte Diskriminierung erlauben.<sup>44</sup> Man wäre daher auf die allgemeine Unionskompetenz zum Erlass von Antidiskriminierungsmaßnahmen in Art. 19 AEUV zurückgeworfen, bei der freilich unklar ist, ob sie auch „affirmative action“-Maßnahmen trägt.<sup>45</sup>

### *b) Subsidiaritäts- und Verhältnismäßigkeitsprinzip*

Innerhalb des unionsrechtlichen Kompetenzrahmens werden supranationalen Corporate Governance-Regeln durch das Subsidiaritäts- und Verhältnismäßigkeitsprinzip (Art. 5 Abs. 2 und 3 EUV) weitere Schranken gezogen. Insbesondere auf das Subsidiaritätsprinzip berufen sich viele Gesellschaftsrechtler, die gegen überbordende Vorgaben aus Brüssel und Straßburg zu Felde ziehen.<sup>46</sup> Hiervon zeugen zahlreiche Stellungnahmen aus Politik<sup>47</sup> und Wissenschaft zum Grünbuch „Europäischer Corporate Governance Rah-

41 Ablehnend auch DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2011, 936, 937: „Ebenso fehlt mit einiger Sicherheit eine Regelungskompetenz der EU z.B. für die Anordnung einer ‚geschlechterspezifischen Diversität‘ zur Besetzung von Verwaltungs- und Aufsichtsräten börsennotierter Gesellschaften, bei der es sich um eine allgemeine gesellschaftspolitische Zielsetzung handelt, die keinen spezifischen Bezug zu börsennotierten Unternehmen aufweist.“; sowie OOSTWOUDER, *Onderneming en Financiering*, 2011 (19) 4, S. 5, 21: „geen grensoverschrijdend element“; mit anderer Begründung auch KOCH, ZHR 175 (2011), 827, 843 ff („kompetenzielle Fehlverortung“).

42 Allein auf Art. 157 Abs. 4 AEUV abstellend HENSSLER/SEIDENSTICKER, KSzW 2012, 10, 18 f.

43 Gegen eine Ausdehnung des Art. 157 AEUV auf Gesellschaftsorgane WANK, FS Hüffer, 2010, S. 1051, 1060 f („Kategorienfehler“); ferner SCHLADEBACH/STEFANOPOULOU, BB 2010, 1042, 145 im Hinblick auf den Beschäftigungsbegriff; s. auch BACHMANN, WM 2011, 1301, 1304.

44 So KOCH, ZHR 175 (2011), 827, 834 f m. w. N. zum Streitstand.

45 Zum Meinungsstand STREINZ, EUV/AEUV, 2. Aufl., 2012, Art. 19 AEUV Rdn. 20 m. w. N.

46 Vgl. DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2011, 936, 937 und öfter; HENNRICHS, GmbHR 2011, R257, R258; Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln, NZG 2011, 975: „Darüber hinaus haben wir gegen die im Grünbuch erwogenen Maßnahmen ganz überwiegend erhebliche europarechtliche Bedenken unter dem Gesichtspunkt des Subsidiaritätsprinzips und des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes.“.

47 Vgl. nur Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drs.17/6506, S. 4: „Eine Entwicklung von Maßnahmen auf europäischer Ebene ist unter Wahrung des Subsidiaritätsprinzips vorzunehmen. Sobald eine Maßnahme zur Corporate Governance ebenso einfach wie effektiv durch die Mitgliedstaaten eingeführt werden kann, obliegt ihnen die Regelungskompetenz.“.

men“, die sich allerdings nicht selten auf eine schlagwortartige Erwähnung des Subsidiaritätsprinzips beschränken.<sup>48</sup> In diesen *cantus firmus* stimmt auch die Reflexionsgruppe zur Zukunft des Europäischen Gesellschaftsrechts ein<sup>49</sup>, ohne die Kompetenzfrage allerdings zu vertiefen. Demgegenüber hatte *Wolfgang Schön* für das „Gesellschaftsrecht nach Maastricht“<sup>50</sup> schon im Jahre 1995 vorausgesagt, dass das Subsidiaritätsprinzip nur wenige rechtliche Schranken errichten werde, die über eine präzise Anwendung der jeweiligen Kompetenzgrundlagen hinausgingen.<sup>51</sup> In Übereinstimmung damit hat der EuGH in keinem der drei gesellschaftsrechtlichen Fälle aus den vergangenen Jahren, in denen die unionsrechtliche Kompetenzgrundlage gerügt wurde, die Nichtigkeit des betreffenden Rechtsaktes festgestellt.<sup>52</sup> Anlass zu abermaliger Selbstvergewisserung bietet mittlerweile der Vertrag von Lissabon. Dabei sind Kompetenz- („Ist eine unionsrechtliche Regelung *statthaft*?“) und Sachfragen („Ist eine solche Regelung *sinnvoll*?“) streng voneinander zu scheiden.<sup>53</sup>

#### aa) *Rechtliche Struktur*

##### aaa) *Allgemeines*

Europaverfassungsrechtlich bildet das Subsidiaritätsprinzip nach wie vor keine Kompetenzverteilungsregel, sondern eine Kompetenzausübungsschranke im Bereich der geteilten oder sonst konkurrierenden Zuständigkeiten.<sup>54</sup> Kon-

48 Für eine Ausnahme der differenziert und tiefgründig argumentierende Beitrag von OOSTWOUDER, Onderneming & Financiering, 2011 (19) 4, S. 5, unter dem Titel: „Corporate governance, de financiële crisis en het subsidiariteitsbeginsel“.

49 Report of the Reflection Group, aaO (Fn. 4), S. 7f: „A balanced approach is needed in answering both (i) the question of which rules might work best and (ii) at which level – EU or national level – such rules should be adopted. In this respect, the starting point is the subsidiarity and proportionality principles enshrined in Article 5 of the TEU.“

50 So sein Aufsatztitel in ZGR 1995, 1.

51 Vgl. SCHÖN, ZGR 1995, 1, 28.

52 Vgl. EuGH, Rs. C-191/95 (Kommission/Deutschland), Slg. 1998, I-5485 Rdn. 65 ff betreffend die 1. Richtlinie; EuGH, verb. Rs. C-435/02 und C-103/03 (Springer), Slg. 2004, I-8863 Rdn. 15 ff betreffend die 4. und 7. Richtlinie; EuG, Rs. T-47/02 (Danzer), Slg. 2006, II-1779 Rdn. 49 betreffend die 1. und 4. Richtlinie; EuGH, Rs. C-436/03 (Parlament/Rat), Slg. 2006, I-3733 Rdn. 35 ff betreffend die Verordnung über die Europäische Genossenschaft.

53 Dazu auch TEICHMANN, aaO (Fn. 27), S. 202: „Noch komplizierter werden die Argumentationslinien, wenn man bedenkt, dass Plädoyers für einen bescheideneren Harmonisierungsansatz im Kern häufig ihre Ursache in der Ablehnung der konkret vorgeschlagenen gesellschaftsrechtlichen Sachregelung haben.“

54 Vgl. BAST/v. BOGDANDY, in: Grabitz/Hilf, Das Recht der Europäischen Union, 44. Ergänzungslieferung 2011, Art. 5 EUV Rdn. 49; CALLIESS, in: Ruffert/Calliess, EUV/AEUV, 4. Aufl., 2011, Art. 5 AEUV Rdn. 21; GEIGER, EUV/AEUV, 5. Aufl., 2010, Art. 5 EUV Rdn. 11; HARATSCH/KÖNIG/PECHSTEIN, Europarecht, 7. Aufl., 2010, Rdn. 167; STREINZ, aaO (Fn. 45), Art. 5 EUV Rdn. 25.

zeptionell beruht es auf der Vorstellung, dass die kleinere Einheit gegenüber der größeren über eine Zuständigkeitsprerogative nach Maßgabe ihrer Leistungsfähigkeit verfügt.<sup>55</sup> *Materiell* kombiniert Art. 5 Abs. 3 Satz 1 EUV zwei Kriterien, die kumulativ vorliegen müssen<sup>56</sup>: Er verlangt *erstens*, dass die Regelungsziele des Rechtsaktes von den Mitgliedstaaten nicht ausreichend verwirklicht werden können („Negativ- oder Insuffizienzkriterium“); *zweitens* ist darzulegen, warum diese Regelungsziele wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkungen auf Unionsebene besser zu verwirklichen sind („Positiv- oder Effizienz-kriterium“). Der EuGH steuert bei dieser zweistufigen Prüfung zielstrebig auf das Positivkriterium zu und folgert aus dessen Bejahung zumeist die Einhaltung des Negativkriteriums.<sup>57</sup>

In der praktischen Handhabung bereitet das Subsidiaritätsprinzip beträchtliche Schwierigkeiten.<sup>58</sup> Seine Offenheit und Flexibilität machen es zu einem „Relationsbegriff“<sup>59</sup>, dessen Inhalt sich nur kontextbezogen konkretisieren lässt.<sup>60</sup> Zudem handelt es sich um ein *dynamisches* Konzept, das die Unionskompetenzen je nach den Umständen sowohl erweitern als auch einschränken kann.<sup>61</sup> Im konkreten Zugriff wendet die Kommission einen Test vergleichender Effizienz an und fragt nach dem „Mehrwert“ eines Handelns der Union gegenüber einem Handeln der Mitgliedstaaten.<sup>62</sup> Die Literatur stellt häufig auf den *transnationalen* Bezug eines Rechtsaktes ab, der sich aus der Art, Größe oder Schwere des jeweils zu lösenden Problems sowie aus der spürbaren Betroffenheit mehrerer Mitgliedstaaten ergeben kann.<sup>63</sup> Dabei wird ein wertender Vergleich zwischen zusätzlichem Integrationsgewinn und mitgliedstaatlichem Kompetenzverlust vorgenommen.<sup>64</sup> Der EuGH zeigt in seiner bisherigen Spruchpraxis wenig Bereitschaft, die Konkretisierung des Subsidiaritätsprinzips durch die EU-Organe einer echten Kontrolle zu unterziehen<sup>65</sup>,

55 Grundlegend ISENSEE, Subsidiarität und Verfassungsrecht, 1968, S. 71; für das Europarecht CALLIESS, Subsidiaritäts- und Solidaritätsprinzip in der Europäischen Union, 2. Aufl., 1999, S. 25 ff.

56 Dazu BAST/v. BOGDANDY, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 54 ff; CALLIESS, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 31 ff; LIENBACHER, in: Schwarze, EU-Kommentar, 2. Aufl., 2009, Art. 5 EGV Rdn. 20 ff.

57 Einzelnachweise bei CALLIESS, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 35.

58 Vgl. statt vieler GEIGER, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 12.

59 JESTAEDT, Arbeitgeber 1993, 725.

60 Vgl. CALLIESS, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 20 und 22; MOERSCH, Leistungsfähigkeit und Grenzen des Subsidiaritätsprinzips, 2001, S. 51 ff.

61 Dazu HARATSCH/KÖNIG/PECHSTEIN, aaO (Fn. 54), Rdn. 168.

62 Vgl. Kommissionsdokument SEC (92) 1990 final, S. 10; aus dem Schrifttum CALLIESS, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 40; STREINZ, aaO (Fn. 45), Art. 5 EUV Rdn. 28.

63 Vgl. ALBIN, NVwZ 2006, 629, 631; CALLIESS, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 42.

64 Vgl. CALLIESS, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 42.

65 So die Einschätzung von OPPERMAN/CLASSEN/NETTESHEIM, Europarecht, 5. Aufl.,

wenngleich an dessen grundsätzlicher Justiziabilität kein Zweifel bestehen sollte.<sup>66</sup>

Der Vertrag von Lissabon hat zu einer „Entmaterialisierung der Subsidiaritätsprüfung“<sup>67</sup> geführt und setzt stattdessen auf eine prozedurale Vorfeldkontrolle<sup>68</sup>: Gemäß Art. 5 Abs. 3 Satz 2 EUV wenden die Unionsorgane das Subsidiaritätsprinzip nach dem Protokoll über die Anwendung der Grundsätze der Subsidiarität und der Verhältnismäßigkeit<sup>69</sup> an. Dieses Protokoll stellt beträchtliche Anforderungen an die Begründung von Gesetzgebungsakten *sub specie* Subsidiarität (Art. 5 SubsProt) und verpflichtet die Kommission, ihre Gesetzgebungsentwürfe vorab an die nationalen Parlamente weiterzuleiten (Art. 4 SubsProt). Die nationalen Parlamente können dann binnen acht Wochen in einer begründeten Stellungnahme darlegen, weshalb der Entwurf ihres Erachtens nicht mit dem Subsidiaritätsprinzip vereinbar ist (Art. 6 SubsProt).

Zusammenfassend wirkt das Subsidiaritätsprinzip in der Rechtspraxis bisher weniger als eine Regelungsbremse<sup>70</sup>, sondern eher als konsentierter Referenzpunkt im politischen Diskurs.<sup>71</sup> Allerdings scheint die Kommission ihre neuen Begründungspflichten außerordentlich ernst zu nehmen. Wer die aktuellen Kommissionsvorschläge zum Kapitalmarktrecht, etwa zur Marktmissbrauchs-<sup>72</sup> oder zur Rating-Verordnung<sup>73</sup>, durchmustert, findet dort keine „textbausteinartigen Vereinbarkeitsbekundungen“<sup>74</sup>, sondern detaillierte Begründungsansätze. Dies hat den Deutschen Bundesrat freilich nicht davon

2011, § 11 Rdn. 30; ähnlich BAST/v. BOGDANDY, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 49 und 58.

66 Dazu BAST/v. BOGDANDY, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 58; STREINZ, aaO (Fn. 45), Art. 5 EUV Rdn. 38 unter Hinweis auf die spezielle Subsidiaritätsklage in Art. 8 des Subsidiaritäts-Protokolls.

67 CALLIESS, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 26.

68 Näher STREINZ, aaO (Fn. 45), Art. 5 EUV Rdn. 33.

69 Protokoll v. 13. 12. 2007, ABl. Nr. C/150.

70 So auch HERDEGEN, *Europarecht*, 11. Aufl., 2009, § 7 Rdn. 27: „Die Steuerungskraft des Subsidiaritätsprinzips als ‚Regelungsbremse‘ ist nüchtern einzuschätzen.“; allgemein zum „judicial self restraint“ des EuGH TEICHMANN, FS Scheuring, 2011, S. 735, 747 f.

71 So BAST/v. BOGDANDY, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 49; ESTELLA, *The EU Principle of Subsidiarity and its Critique*, 2002, S. 177 ff; ferner der Hinweis von v. DANWITZ, FS Sellner, 2010, S. 37, 40, dass das Subsidiaritätspostulat in politischen Diskussionen regelmäßig nicht auf die Einhaltung des Subsidiaritätsprinzips im Rechtssinne bezogen, sondern allgemein als Ausdruck für die Selbstbeschränkung unionsrechtlichen Handelns auf zwingend erforderliche Maßnahmen verstanden werde.

72 Kommission, Vorschlag für Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, KOM(2011) 651 endg., S. 6.

73 Kommission, Vorschlag für Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, KOM(2011) 747 endg., S. 6 f.

74 So die frühere Kritik von ALBIN, NVwZ 2006, 629, 630.

abgehalten, eine Subsidiaritätsrüge hinsichtlich der auf Art. 83 Abs. 2 AEUV gestützten strafrechtlichen Sanktionen zu erheben.<sup>75</sup>

*bbb) Schlussfolgerungen für das Europäische Gesellschaftsrecht*

Was folgt aus alledem für die Bedeutung des Subsidiaritätsgedankens im Europäischen Gesellschaftsrecht, sei es im Rahmen des Art. 5 Abs. 3 EUV oder des Erforderlichkeitskriteriums nach Art. 50 Abs. 2 lit. g) AEUV<sup>76</sup>? Hier sollte man zwischen Vergangenheit und Zukunft trennen: Für die Vergangenheit erscheint es weder sinnvoll noch erfolgsversprechend, nachzukarten und die Unionskompetenzen für den überkommenen gesellschaftsrechtlichen Besitzstand in Zweifel zu ziehen. In Übereinstimmung damit hat die Kommission ihre zwischenzeitlichen Überlegungen fallen gelassen, sich auf grenzüberschreitende Probleme zu konzentrieren und die 2., 3., 6. und 12. Richtlinie vollständig aufzuheben.<sup>77</sup> Zukünftige Rechtsakte sollten allerdings von vornherein einer Subsidiaritätsprüfung „auf Herz und Nieren“ unterzogen werden.

Dies bedeutet keineswegs das Ende europäischer Rechtsetzung im Gesellschaftsrecht, gibt es doch nicht wenige Regelungsbereiche, welche die Problemlösungskapazität einzelner Mitgliedstaaten bei weitem übersteigen. Paradigmatische Bedeutung hat hier die Regulierung der Ratingagenturen, die auf Art. 114 AEUV beruht<sup>78</sup>, oder die anderer transnationaler Marktakteure wie der Stimmrechtsberater. Gleiches gilt für grenzüberschreitende Sachverhalte und die bessere Verzahnung der nationalen Gesellschaftsrechte („interlocking national legal systems“<sup>79</sup>) in Restrukturierungsfällen<sup>80</sup>, die von der grenzüberschreitenden Sitzverlegung<sup>81</sup> über das Gesellschaftskollisionsrecht<sup>82</sup>

75 Vgl. BR-Drucks. 646/11.

76 Für eine solche vorgelagerte Prüfung SCHÖN, ZGR 1995, 1, 19 ff; BEHRENS, FS Mestmäcker, 1996, S. 831, 837 f; HABERSACK/VERSE, aaO (Fn. 27), § 3 Rdn. 45; denen zufolge das Subsidiaritätsprinzip neben dem Erforderlichkeitskriterium nach Art. 50 Abs. 2 lit. g) AEUV keine eigenständige Bedeutung hat.

77 Vgl. Mitteilung der Kommission über ein vereinfachtes Unternehmensumfeld in den Bereichen Gesellschaftsrecht, Rechnungslegung und Abschlussprüfung, KOM(2007), 394: Option 1; dazu BAYER/SCHMIDT, BB 2008, 454, 457 f; NEYE, FS Hopt, 2010, S. 1079, 1081 ff.

78 Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rats über Rating-Agenturen vom 16. 3. 2009, ABl. Nr. L 302/1.

79 RICKFORD, EBLR 2004, 1225, 1232.

80 Vgl. RICKFORD, EBLR 2004, 1225, 1232: „To achieve this on a Community-wide uniform basis inevitably requires specific legislation at the Community level, adjusting both legal systems and it requires more than approximation or harmonization of laws.“.

81 Dazu jüngst LEIBL, FS G.H. Roth, 2011, S. 447.

82 Vgl. SONNENBERGER/BAUER, Vorschlag des Deutschen Rats für Internationales Privatrecht für eine Regelung des Internationalen Gesellschaftsrechts auf europäischer/natio-

bis hin zu einer möglichen Harmonisierung im Recht der Unternehmensbewertung<sup>83</sup> reichen.

Andererseits zieht Art. 5 Abs. 3 AEUV dem unionsrechtlichen Zugriff im Gesellschaftsrecht auch äußere Grenzen: Nimmt man sein Negativ- oder Insuffizienz Kriterium ernst, dürften nicht wenige Corporate Governance-Regeln durch das unionsrechtliche Kompetenzraster fallen – zumal dann, wenn man das Subsidiaritätsprinzip als eine Argumentationslastregel begreift, die schon bei einem *non licet* in der Optimierungsfrage eine Unionskompetenz verneint.<sup>84</sup> Hinsichtlich der in den Grünbüchern erwogenen Maßnahmen trifft dies etwa für unionsrechtliche Vorgaben zur Aufsichtsratsbesetzung oder -evaluierung zu.<sup>85</sup> Dem lässt sich nicht entgegenhalten, dass die Verwirklichung des Binnenmarktziels (auch) durch einheitliche gesellschaftsrechtliche Schutzstandards erfolge.<sup>86</sup> Wie der EuGH in seinem Tabak-Urteil zu Art. 114 AEUV hervorgehoben hat, genügt der bloße Hinweis auf Rechtsunterschiede in den nationalen Rechten gerade nicht zur Begründung einer EU-Kompetenz.<sup>87</sup> Im Einklang hiermit ist auch im Rahmen des Art. 50 AEUV eine substantiierte Begründung dafür erforderlich, warum ein Harmonisierungsakt die grenzüberschreitende Tätigkeit erleichtert.<sup>88</sup>

naler Ebene, RIW 2006, Beilage 1 zu Heft 4; zuletzt KIENINGER, in: Müller-Graff/Teichmann, Europäisches Gesellschaftsrecht auf neuen Wegen, 2010, S. 57.

- 83 Zum Problem konkurrierender Bewertungsmethoden bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen ADOLFF, ZHR 173 (2009), 67; KIEM, ZGR 2007, 542; zum Recht der Unternehmensbewertung entsteht derzeit am MPI eine größere, rechtsvergleichend angelegte Studie; für eine erste „Probepfung“ FLEISCHER/STROTHOTTE, RIW 2012, 2 ff zur Anteils- und Unternehmensbewertung im englischen Kapitalgesellschaftsrecht.
- 84 In diesem Sinne BAST/v. BOGDANDY, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 57; STREINZ, aaO (Fn. 45), Art. 5 EUV Rdn. 31.
- 85 Im Ergebnis ebenso Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drs. 17/6506, S. 4; BUSCHMANN, NZG 2011, 87, 90; Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln, NZG 2011, 975, 977; kritisch früher schon LUTTER, ZGR 1992, 435, 439 f; SCHÖN, ZGR 1995, 1, 9.
- 86 Zu diesem häufig vorgebrachten Gegenargument etwa HABERSACK/VERSE, aaO (Fn. 27), § 3 Rdn. 44.
- 87 Vgl. EuGH, Rs. C 376/98 (Deutschland/Parlament), Slg. 2000-I, 8419 Rdn. 84; zuletzt EuGH, Rs. C-58/08 (Vodafone), EuZW 2010, 539 Rdn. 32.
- 88 Wie hier MÜLLER-GRAFF, aaO (Fn. 27), Art. 50 AEUV Rdn. 8; ferner GRUNDMANN, aaO (Fn. 27), § 4 Rdn. 99; allgemein dazu v. DANWITZ, aaO (Fn. 71), S. 37, 46: „Im Zentrum der gerichtlichen Kontrolle dürfte indes die Begründung des Gemeinschaftsgesetzgebers stehen, die er zur Wahrung der Subsidiaritätsanforderungen gibt. [...] Pauschale Begründungen und abstrakte Rechtserwägungen können diesen Anforderungen ebenso wenig genügen wie salvatorische Klauseln.“

*bb) Ökonomischer Sinngehalt*

*aaa) Allgemeines*

Weiteren Erkenntnisgewinn versprechen weniger die geistesgeschichtlichen Grundlagen des Subsidiaritätsprinzips, die in der katholischen Soziallehre wurzeln<sup>89</sup>, sondern vielmehr sein ökonomischer Sinngehalt, den das europarechtliche Schrifttum bisher erst ansatzweise erschlossen hat.<sup>90</sup> Verstanden als „heuristisches Prinzip“<sup>91</sup> bei der Suche nach der effizientesten Regulierungsebene, schärft ein rechtsökonomisch verstandenes Subsidiaritätsprinzip den Blick dafür, welche Zielkonflikte bei der Wahl zwischen dezentraler und zentraler Regelung zu bewältigen sind. Den Ausgangspunkt bildet die ökonomische Föderalismustheorie, die sich mit Fragen der Aufgabenerfüllung in mehrstufig gegliederten Staatsgebilden beschäftigt.<sup>92</sup> Sie sucht den *optimalen Zentralisierungs- bzw. Dezentralisierungsgrad* und sieht das Subsidiaritätsprinzip als grundsätzlich ergebnisoffen an: Es kann im Einzelfall sowohl eine dezentrale als auch eine zentrale Regelung rechtfertigen.<sup>93</sup>

Ein wesentlicher Vorteil *dezentraler* Rechtsetzung liegt in der besseren Berücksichtigung unterschiedlicher Präferenzen in den Mitgliedstaaten („preference matching“<sup>94</sup>). Außerdem bildet sie ein Entdeckungsverfahren für institutionelle Neuerungen<sup>95</sup> („laboratory federalism“<sup>96</sup>) und kann so grenzüberschreitende

89 Dazu LECHER, FS Thieme, 1993, S. 431, 436 mit Verweis in Fn. 16 auf die Sozialenzyklika „Quadragesimo anno“, AAS XXIII (1931), S. 177 ff Nr. 79.

90 Weiterführend aber BÖTTGER, Ansätze für eine ökonomische Analyse des Subsidiaritätsprinzips des EG Art. 5 Abs. 2, 2004; EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, Assessing Subsidiarity, in: Gelauff/Grilo/Lejour, Subsidiarity and Economic Reform in Europe, 2008, S. 19 ff; PORTUESE, The Principle of Subsidiarity as a Principle of Economic Efficiency, 17 Columbia Journal of European Law 231 (2011).

91 HOMANN/KIRCHNER, in: Gerken, Europa zwischen Ordnungspolitik und Harmonisierung: Europäische Ordnungspolitik im Zeichen der Subsidiarität, 1995, S. 45.

92 Grundlegend TIEBOUT, Journal of Political Economy 64 (1956), 416, 423; aus der deutschsprachigen Literatur etwa NEUMANN, Kyklos 24 (1971), 493, 506.

93 Vgl. EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 20: „Note that the principle of subsidiarity is neutral about the optimal degree of centralization. [...] The subsidiarity principle involves a careful analysis of the optimal level at which decisions should be taken, which can result in centralization but also in decentralization.“; ähnlich PORTUESE, 17 Columbia Journal of European Law 231, 232 (2011): „The principle of subsidiarity is double-edged; it can be used to justify both increased centralisation and increased decentralisation.“

94 EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 22.

95 Vgl. PORTUESE, 17 Columbia Journal of European Law 231, 238 (2011): „Ultimately, decentralization renders an innovative and experimental policy-making strategy possible.“

96 OATES, Journal of Economic Literature 37 (1999), 1120, 1131; aus rechtlicher Sicht bereits *New State Ice Co. v. Liebmann*, 285 U.S. 262, 311 (1932): „It is one of the happy incidents of the federal system that a single courageous State may, if its citizens choose,

Lernprozesse in Gang setzen<sup>97</sup> – ein Gesichtspunkt, auf den sogleich im Zusammenhang mit der offenen Methode der Koordinierung im Unionsrecht zurückzukommen ist.<sup>98</sup> Schließlich hält man der Dezentralisierung häufig zugute, dass sie den Leviathan in Brüssel bändige und für eine bessere Politik-Kontrolle Sorge. Letzteres erscheint allerdings zweifelhaft; aus der Perspektive der politischen Ökonomie spricht vielmehr manches dafür, dass dezentrale Regelgeber anfälliger für Lobby-Gruppen sind als zentrale Regelgeber.<sup>99</sup> Für eine *zentrale* Rechtsetzung sprechen vor allem Skalen- und Verbundeffekte in einem größeren Rechtsraum.<sup>100</sup> Zudem vermag sie zur Öffnung und Stabilisierung eines gemeinsamen Marktes beizutragen.<sup>101</sup> Ferner kann ein supranationaler Gesetzgeber grenzüberschreitende Externalitäten internalisieren. Endlich fördert ein zentral gesteuerter Informationsaustausch das „cross-national learning“.

Im Ergebnis herrscht Einigkeit darüber, dass eine Entscheidung über die Vorteilhaftigkeit zentraler oder dezentraler Regelsetzung nur kontextbezogen getroffen werden kann und daher stets einer sorgfältigen Einzelfallprüfung bedarf.<sup>102</sup> Außerdem kann sich der optimale Zentralisierungs- bzw. Dezentralisierungsgrad im Zeitablauf ändern.<sup>103</sup> Aufs Ganze gesehen könnten die geschilderten Vor- und Nachteile beider Verfahren immerhin einen Fingerzeig dafür geben, dass sich die besten Ergebnisse mit einer *mehrstufigen* Kompetenzverteilung erzielen lassen.<sup>104</sup>

serve as a laboratory; and try novel social and economic experiments without risk to the rest of the country.“ (*Brandeis, dissenting*).

- 97 Vgl. EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 31: „Decentralization may stimulate policy learning. Decentralization creates diversity in policy which yields experiences with policy in one jurisdiction that may benefit another.“
- 98 Dazu unten III. 2.; aus dem ökonomischen Schrifttum EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 31: „One of the intentions of the open method of coordination (OMC) is to enhance this kind of policy learning. Member States benefit from experiences in other Member States through soft coordination at the EU level.“
- 99 Vgl. PORTUESE, 17 *Columbia Journal of European Law* 231, 240 (2011).
- 100 Vgl. EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 23; PORTUESE, 17 *Columbia Journal of European Law* 231, 239 (2011).
- 101 Vgl. PORTUESE, 17 *Columbia Journal of European Law* 231, 243 (2011): „Consequently, centralisation reinforces the functioning of markets and, as a result, increases economic efficiency and economic growth.“
- 102 Vgl. EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 39.
- 103 Vgl. EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 38.
- 104 In diesem Sinne PORTUESE, 17 *Columbia Journal of European Law* 231, 262 (2011): „Because of the respective costs and benefits attached to both subsidiarity and legal harmonization, the most efficient answer would be to adopt a multi-level governance framework between supranational, national, and local levels of the exercise of powers.“; ferner GRUNDMANN, aaO (Fn. 27), § 5 Rdn. 159; allgemein auch HOOGHE/MARKS, 97 *American Political Science Rev.* 233 (2003).

*bbb) Schlussfolgerungen für das Europäische Gesellschaftsrecht*

Für die Kompetenzausübung in Corporate Governance-Fragen folgt aus alledem, dass starke Präferenzunterschiede in den Mitgliedstaaten eine dezentrale Regelsetzung nahe legen. Dies dürfte etwa für Fragen der Unternehmenszielbestimmung (*shareholder value versus stakeholder value*)<sup>105</sup> und der *corporate social responsibility* zutreffen. Gleiches wird man für Vergütungsregeln<sup>106</sup>, Vorgaben zur Arbeitnehmermitbestimmung sowie für *diversity*-Programme annehmen dürfen. In allen diesen Punkten wären durch eine supranationale Regelung auch keine nennenswerten Skalen- oder Verbundeffekte zu erwarten; ebenso wenig kommt ihnen eine marktöffnende oder systemstabilisierende Wirkung zu.

*2. Empfehlungen der Kommission und „Offene Methode der Koordinierung“*

Nach alledem sprechen sowohl europaverfassungsrechtliche als auch rechtsökonomische Erwägungen tendenziell *gegen* eine größere Europazentriertheit in Corporate Governance-Fragen. Wie bereits angedeutet, kann der supranationale Regelgeber aber auch bei dezentraler Rechtssetzung eine wichtige *Koordinierungsfunktion* im Rahmen des „policy learning“ übernehmen. Dies lenkt den Blick auf unionsrechtliches Soft Law im Allgemeinen und das Regelungsinstrument der Empfehlungen im Besonderen.

*a) Soft Law und Empfehlungen im Europäischen Gesellschaftsrecht*

Seit den neunziger Jahren ist die Bedeutung weicher Steuerungsinstrumente im Unionsrecht sprunghaft gestiegen.<sup>107</sup> Zu ihnen gehören neben Erklärungen, Mitteilungen und Leitlinien vor allem Empfehlungen von Rat und Kommission. Sie sind nach Art. 288 Abs. 5 AEUV zwar „nicht verbindlich“, können aber gleichwohl indirekte Rechtswirkungen erzeugen: So verlangt der EuGH in ständiger Rechtsprechung, dass (nationale) Gerichte Empfehlungen berücksichtigen müssen, insbesondere dann, wenn diese Aufschluss über die Auslegung nationaler oder unionsrechtlicher Bestimmungen geben („empfehlungskonforme Auslegung“<sup>108</sup>).<sup>109</sup> Zur Sicherung ihrer einheitlichen

105 Rechtsvergleichendes Panorama bei FLEISCHER, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl., 2009, S. 186.

106 Rechtsvergleichendes Panorama bei FLEISCHER, RIW 2010, 497.

107 Monographische Bestandsaufnahme bei SENDEN, Soft Law in European Community Law, 2004; aus der Lehrbuchliteratur OPPERMAN/CLASSEN/NETTESHEIM, aaO (Fn. 65), § 10 Rdn. 141 ff.

108 Vgl. v. BOGDANDY/BAST/ARNDT, ZaöRV 2002, 77, 116.

109 Vgl. EuGH, Rs. C-322/88, Slg. 1989, 4407 Rdn. 18 (Grimaldi); Rs. C-188/91, Slg. 1993,

Anwendung kann der EuGH sogar um Vorabentscheidung ersucht werden.<sup>110</sup>

Im systematischen Zugriff lassen sich Empfehlungen (1.) als Alternative zu verbindlicher Rechtssetzung („para-law function“), (2.) zur Vorbereitung verbindlicher Rechtssetzung („pre-law function“) und (3.) zur Auslegung oder Konkretisierung bestehender verbindlicher Rechtsakte („post-law function“) unterscheiden.<sup>111</sup> Als autonomieschonende Handlungsform eignen sie sich sowohl für eine „sanfte“ Harmonisierung bei rechtlichen oder politischen Blockaden als auch zur bloßen Koordinierung mitgliedstaatlicher Politiken.<sup>112</sup> Nach herrschender Lehre gilt für sie ebenfalls der Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung.<sup>113</sup>

Dem Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht ist die Handlungsform der Empfehlung keineswegs fremd. Eine Vorreiterrolle spielte die Empfehlung betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen aus dem Jahre 1977.<sup>114</sup> Hinsichtlich der *externen Corporate Governance* sind aus jüngerer Zeit Empfehlungen der Kommission zur Unabhängigkeit<sup>115</sup> und externen Qualitätssicherung bei Abschlussprüfern<sup>116</sup> sowie zur Beschränkung ihrer zivilrechtlichen Haftung<sup>117</sup> zu nennen. Für die *interne Corporate Governance* gibt es Empfehlungen zur Vergütung der Unternehmensleitung<sup>118</sup> und zu den Aufgaben nicht geschäftsführender Direktoren börsennotierter Gesellschaften<sup>119</sup> sowie zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor<sup>120</sup>. Alle diese Empfehlungen stützen sich auf Art. 211 zweiter Gedankenstrich EGV, der inzwischen in Art. 292 Satz 4 AEUV aufgegangen ist. Als weitere Kompetenzgrundlage kommt Art. 50 Abs. 2 lit. g) AEUV in Betracht, der in seinem Anwendungsbereich auch einen

I-363, Rdn. 18 (Deutsche Shell AG); RUFFERT, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, 4. Aufl., 2011, Art. 288 AEUV Rdn. 95.

110 Vgl. EuGH, Rs. C-322/88, Slg. 1989, 4407 (Grimaldi); Rs. C-188/91, Slg. 1993, I-363, Rdn. 18 (Deutsche Shell AG); BIEBER/EPINEY/HAAG, Die Europäische Union, 9. Aufl., 2011, § 6 Rdn. 41.

111 Zu dieser funktionalen Klassifizierung SENDEN, aaO (Fn. 107), S. 457 ff.

112 Näher v. BOGDANDY/BAST/ARNDT, ZaöRV 2002, 77, 117; ferner RUFFERT, aaO (Fn. 109), Art. 288 AEUV Rdn. 95, der von einer „weichen, influenzierenden Steuerung“ und von „psychologisch-politischen Wirkungen“ spricht.

113 Vgl. BAST/v. BOGDANDY, aaO (Fn. 54), Art. 5 EUV Rdn. 26; RUFFERT, aaO (Fn. 109), Art. 288 AEUV Rdn. 97; abw. HABERSACK/VERSE, aaO (Fn. 27), § 3 Rdn. 47; KOTZUR, in: Geiger, EUV/AEUV, 5. Aufl., 2010, Art. 288 AEUV Rdn. 26.

114 Empfehlung v. 25. 7. 1977, ABl. Nr. L 212/37.

115 Empfehlung 2002/590/EG v. 16. 5. 2002, ABl. Nr. L 191/22.

116 Empfehlung 2008/362/EG v. 6. 5. 2008, ABl. Nr. L 120/20.

117 Empfehlung 2008/473/EG v. 6. 6. 2008, ABl. Nr. L 162/39.

118 Empfehlung 2009/385/EG v. 30. 4. 2009, ABl. Nr. L 120/28.

119 Empfehlung 2005/162/EG v. 15. 2. 2005, ABl. Nr. L 52/51.

120 Empfehlung 2009/384/EG v. 30. 4. 2009, ABl. Nr. L 120/22.

Rückgriff auf Empfehlungen und Stellungnahmen als „mildere“ Gestaltungsmittel zulässt.<sup>121</sup> M.E. sollte die Kommission auf diesem autonomieschonenden Weg auch in Zukunft behutsam voranschreiten, *sofern* ein Koordinierungsbedarf in Corporate Governance-Fragen besteht.

*b) Offene Methode der Koordinierung im Europäischen Gesellschaftsrecht*

Will man die Koordinierungsaufgaben der Kommission institutionell noch weiter aufwerten will, so erscheint es bedenkenswert, die sog. *Offene Methode der Koordinierung* („OMK“) an das Europäische Gesellschaftsrecht heranzutragen. Sie gehört seit dem Europäischen Rat vom März 2000<sup>122</sup> zum Handlungsrepertoire der Union<sup>123</sup>: Zunächst in der Beschäftigungs- und Sozialpolitik erprobt (Art. 153 Abs. 2 AEUV) und später auf weitere Bereiche wie Bildung, Gesundheit und Industrie ausgedehnt (vgl. Art. 6 Satz 2 AEUV), beruht sie auf dem Gedanken wechselseitigen Lernens zwischen den Mitgliedstaaten.<sup>124</sup> Durch den Austausch von Informationen und bewährten Verfahren sowie die Bewertung von Erfahrungen soll sie deliberative Problemlösungen stimulieren. Im Einzelnen umfasst die „OMK“ folgende Komponenten: (1) Festlegung von Leitlinien für die Union mit einem jeweils genauen Zeitplan für die Verwirklichung der von ihnen gesetzten kurz-, mittel- und langfristigen Ziele; (2) Festlegung quantitativer und qualitativer Indikatoren und Benchmarks im Vergleich zu den Besten der Welt als Mittel für den Vergleich der bewährten Praktiken; (3) Umsetzung dieser Europäischen Leitlinien in die nationale Politik durch Vorgabe konkreter Ziele und den Erlass entsprechender Maßnahmen unter Berücksichtigung nationaler Unterschiede; (4) regelmäßige Überwachung, Bewertung und gegenseitige Prüfung im Rahmen eines Prozesses, bei dem alle Seiten voneinander lernen.<sup>125</sup> Wissenschaftliche Bei-

121 Vgl. BRÖHMER, aaO (Fn. 23), Art. 50 AEUV Rdn. 4; JUNG/MÜLLER-HUSCHKE, aaO (Fn. 21), Art. 44 EGV Rdn. 1.

122 Europäischer Rat: Schlussfolgerungen des Vorsitizes in Lissabon, SN 100/00, 23. und 25. März 2000, Punkt 37.

123 Vgl. Kommission, Europäisches Regieren. Ein Weißbuch, KOM(2001) 428 endg., S. 28: „Die ‚offene Koordinierungsmethode‘ wird fallweise angewandt. Sie fördert die Zusammenarbeit, den Austausch bewährter Verfahren sowie die Vereinbarung gemeinsamer Ziele und Leitlinien von Mitgliedstaaten [...]. Diese Methode beruht auf einer regelmäßigen Überwachung der bei der Verwirklichung dieser Ziele erreichten Fortschritte und bietet den Mitgliedstaaten die Möglichkeit, ihre Anstrengungen zu vergleichen und aus den Erfahrungen der anderen zu lernen.“

124 Näher OPPERMANN/CLASSEN/NETTESHEIM, aaO (Fn. 65), § 10 Rdn. 145 f; aus ökonomischer Sicht KERBER/ECKARDT, Journal of European Public Policy 14 (2007), 227.

125 Kommission, Mitteilung an den Rat, das Europäische Parlament, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Stärkung der sozialen Dimension der Lissabonner Strategie: Straffung der offenen Koordinierung im Bereich Sozialschutz, KOM(2003) 261 endg./2, S. 10.

träge zur offenen Methode der Koordinierung sind vor allem in der politikwissenschaftlichen Literatur Legion.<sup>126</sup> Die Rechtswissenschaft hinkt hier hinterher.<sup>127</sup>

Als Nukleus einer *gesellschaftsrechtlichen* „OMK“ lässt sich die Einrichtung des Corporate-Governance-Forums durch die Kommission im Jahre 2005 ansehen<sup>128</sup>, das allerdings keine *benchmarking*- oder *peer review*-Prozesse durchgeführt hat<sup>129</sup> und dessen Mandat im Juli 2011 endete. Verweisen könnte man außerdem auf die Einsetzung einer Gruppe von Nicht-Regierungsexperten für Corporate Governance und Gesellschaftsrecht durch Kommissionsbeschluss aus demselben Jahr.<sup>130</sup> *Simon Deakin*, Rechtsprofessor aus Cambridge, hat sich im Rahmen eines übergreifenden Forschungsprojektes zur „Reflexive Governance“ für eine Verbreiterung dieser Methode ausgesprochen<sup>131</sup> und hierin bei *Peer Zumbansen*<sup>132</sup>, einem in Toronto lehrenden deutschen Rechtstheoretiker, sowie in einer aktuellen Hamburger Doktorarbeit<sup>133</sup> (Betreuer: *Rüdiger Veil*) Unterstützung gefunden. In der Tat sprechen gute Gründe dafür, der offenen Methode der Koordinierung gerade auf dem Gebiet der Corporate Governance näher zu treten: Die Kommission könnte hier einen noch stärkeren Erfahrungs- und Informationsaustausch zwischen den Mitgliedstaaten organisieren, Beispiele guter Praxis identifizieren und sie uni-

126 Vgl. etwa BENZ, in: Tömmel, *Die Europäische Union. Governance und Policy-Making*, 2008, S. 36, 47 ff; BÖRZEL, aaO (Fn. 12), S. 613, 635 ff; DIES., aaO (Fn. 10), S. 72, 85 f; JACHTENFUCHS/KOHLER-KOCH, *Europäische Integration*, 2. Aufl., 2003, S. 11, 31 ff.

127 Vgl. aber immerhin GÖBEL, *Von der Konvergenzstrategie zur offenen Methode der Koordinierung*, 2002; HÖCHSTETTER, *Die offene Koordinierung in der EU: Bestandsaufnahme, Probleme und Perspektiven*, 2007; BODIROGA/VUKOBRAT, *Die offene Methode der Koordinierung in der Europäischen Union*, 2010; aus der Aufsatzliteratur etwa BODEWIG/VOSS, *EuR* 2003, 310; LANG/BERGMANN, *EuR* 2005, 381.

128 Beschluss 2004/706/EG der Kommission zur Einsetzung eines Corporate-Governance-Forums vom 15. 10. 2004, *ABl. Nr. L* 321/53.

129 Dazu DEAKIN, *European L.J.* 15 (2009), 224, 243 f: „Fragments of an OMC for company law can also be identified in the activities of the European Corporate Governance Forum. However, this currently falls far short of a full information exchange, nor is there any effective benchmarking or peer review, as yet.“

130 Beschluss 2005/380/EG der Kommission zur Einsetzung einer Gruppe von Nicht-Regierungsexperten für Corporate Governance und Gesellschaftsrecht v. 28. 4. 2005, *ABl. EU Nr. L* 126/40.

131 Zusammenfassend und vertiefend zuletzt DEAKIN, *European L. J.* 15 (2009), 224 unter der Überschrift „Reflexive Governance and European Company Law“; zuvor bereits DERS., *Cambridge Yearbook of European Legal Studies* 2 (1999), 231; DERS., *European L.J.* 12 (2006), 440.

132 Vgl. ZUMBANSEN, *European L.J.* 15 (2009), 246, 253 ff.

133 Vgl. KAHNERT, *Rechtssetzung im Europäischen Gesellschaftsrecht – Harmonisierung, Wettbewerb, Modellgesetze*, Diss. Bucerius Law School 2012, § 5 A und B; für eine ähnliche Erwägung bereits zuvor DECKERT, *RabelsZ* 64 (2000), 478, 495.

onsweit zirkulieren lassen. Geeignete „Kandidaten“ hierfür wären (1) Regelungen zur *diversity*-Förderung in Leitungs- und Aufsichtsorganen, (2) Erfahrungen mit internen und externen *board*-Evaluierungen, (3) Melde- und Prüfverfahren für Corporate Governance-Erklärungen sowie (4) Erfahrungen mit einem Verhaltenskodex für institutionelle Investoren. Tunlichst vermeiden sollte man indes die Redeweise von der *best practice*, weil sie suggeriert, dass es stets „die“ beste Lösung gibt, obwohl es in verschiedenen Rechtsordnungen multiple Regulierungsoptima geben kann.<sup>134</sup>

In der Sache könnte eine gesellschaftsrechtliche „OMK“ die Vorteile einer *top-down*-Regulierung mit denen eines *bottom-up*-Ansatzes verbinden<sup>135</sup>: *Einerseits* verfügt die Kommission aufgrund ihrer beträchtlichen Erfahrung und ihres größeren Überblicks über gute Voraussetzungen für eine Sichtung nationaler Corporate Governance-Praktiken. Deren Auswertung und Verbreitung in den Mitgliedstaaten könnte dort Lerneffekte auslösen und nationale Reformblockaden überwinden helfen. *Andererseits* trägt ein rechtlich unverbindlicher Erfahrungsaustausch, bei dem die Kommission vor allem eine Mittlerrolle übernimmt, dem Subsidiaritätsprinzip Rechnung<sup>136</sup>: Er bindet die Mitgliedstaaten nicht auf das Prokrustesbett schematischer Einheitslösungen, sondern berücksichtigt die Systemgebundenheit von Corporate Governance-Regeln. Demgegenüber ist die Gefahr eines „crowding out“ der Unionskompetenzen im Gesellschaftsrecht geringer zu veranschlagen, zumal die supranationale Kompetenzgrundlage in manchen Fragen der internen Corporate Governance nicht über jeden Zweifel erhaben scheint.

Wunderdinge darf man sich von der „OMK“ allerdings nicht versprechen: „Weich“ sind nämlich nicht nur ihre Steuerungsmechanismen (Gruppen- und Rankinglisten, *naming and shaming*), sondern auch die Befolgungsanreize für die (Regierungen der) Mitgliedstaaten.<sup>137</sup> Wie die bisherigen Erfahrungen aus anderen Politikbereichen zeigen, ist die Bereitschaft zum

134 Ebenso mit Blick auf die Wirtschaftspolitik ECKARDT/KERBER, in: Schäfer, Institutionelle Grundlagen effizienter Wirtschaftspolitik, 2005, S. 121, 145: „Bestehen in unterschiedlichen Ländern unterschiedliche Ziele und/oder unterschiedliche Bedingungen und Problemlagen, so folgt aus Sicht der Theorie der Wirtschaftspolitik, dass man nicht davon ausgehen kann, dass es *die* ‚beste Politik‘ gibt, die in allen Ländern einheitlich durchgeführt werden sollte.“

135 Allgemein dazu TRUBEK/TRUBEK, European L.J. 11 (2005), 343, 356: „Some theorists emphasise the top-down effects of the OMC, stressing how ideas developed at the EU level gradually influence developments at national or subnational level. Others assume that the transmission of ideas and the vectors of influence for policy change may be as much bottom-up as top-down.“; ferner ECKARDT/KERBER, aaO (Fn. 134), S. 121, 133: „inhärente Kombination eines Top-down- und Bottom-up-Ansatzes“.

136 Allgemein dazu Kommission, aaO (Fn. 125), S. 10: „Die neue Methode basiert auf der konsequenten Wahrung des Subsidiaritätsprinzips.“

137 Sehr klar KERBER/ECKARDT, Journal of European Public Policy 14 (2007), 227, 236: „However, even if the OMC succeeds in identifying best practices, the incentives of the

gegenseitigen Lernen unterschiedlich stark ausgeprägt.<sup>138</sup> Im Rahmen der Corporate Governance sei an die reservierte Aufnahme der Kommissionsempfehlung zu Vergütungsfragen in den Mitgliedstaaten erinnert.<sup>139</sup> Zudem gilt es der Versuchung zu widerstehen, die ursprünglich zur Förderung größerer Flexibilität eingeführte „OMK“ als Motor einer schleichenden Normangleichung zu instrumentalisieren.<sup>140</sup> Dass die Kommission im Rahmen einer offenen Koordinierung bestimmte Felder für eine spätere „harte“ Rechtssetzung sondiert, wird man allerdings hinnehmen (müssen). Ein tatsächliches „Hochzonen“ auf die europäische Ebene will aber wohlüberlegt sein, nicht zuletzt deshalb, weil es sich nur vergleichsweise schwer wieder rückgängig machen lässt – Zuwarten hat also einen „option value“<sup>141</sup>.

*c) Verhältnis zwischen der offenen Methode der Koordinierung und dem Regulierungswettbewerb*

Es bleibt die Frage, wie sich die offene Methode der Koordinierung zu dem Regulierungswettbewerb im Europäischen Gesellschaftsrecht verhält, der durch die *Centros*-Rechtsprechung des EuGH an Momentum gewonnen hat.<sup>142</sup> Gemeinsam ist beiden Konzepten die Betonung wechselseitigen Lernens aus mitgliedstaatlichen Politikexperimenten; sie unterscheidet die Strukturierung des Lernprozesses, der bei der „OMK“ *zentral* gesteuert wird, beim

(governments of the) member states to implement policy recommendations are unclear and often weak.“

- 138 Vgl. EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 31: „Empirical evidence on the impact of the OMC on policy learning is still limited and yields mixed results. The most successful empirical results pertain to evidence about convergence of ideas.“; KERBER/ECKARDT, *Journal of European Public Policy* 14 (2007), 227, 230.
- 139 Dazu aus deutscher Sicht LUTTER, *EuZW* 2009, 799; rechtsvergleichend FERRARINI/MOLONEY/UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, 2009, [ssrn.com/abstract=1418463](http://ssrn.com/abstract=1418463), S. 78: „As shown by this study, the Commission's efforts to improve standards for the setting and disclosure of directors' remuneration have had limited take-up at national level.“
- 140 Zu dieser Gefahr auch ZUMBANSEN, *European L.J.* 15 (2009), 246, 255: „Paradoxically, the operational method of the OMC, originally designed to promote greater flexibility and pressure to foster a race to the top in social standards, transforms itself in the context of the ECGR [= European corporate governance regulation] into an engine towards ‚best practice in corporate governance.‘; ferner ECKARDT/KERBER, aaO (Fn. 134), S. 121, 152.
- 141 Vgl. EDERVEEN/GELAUFF/PELKMANN, aaO (Fn. 90), S. 19, 28: „Although theoretically it is no problem to change the degree and form of centralisation, in practice a decision to centralise certain policies in the European Union may be hard to reverse. That means the decision to centralise has to be taken with care so as not to reduce the option value of waiting.“
- 142 Allgemein dazu FLEISCHER, in: *Münchener Komm. z. GmbHG*, 2010, Einl. Rdn. 217 ff m. w. N.

Regulierungswettbewerb dagegen *dezentral* verläuft.<sup>143</sup> Dies mag zur Folge haben, dass bei ersterer die Verbreitung bewährter Praktiken im Vordergrund steht und der Prozess der Politikinnovation zu kurz kommt.<sup>144</sup> Indes schließen sich beide Konzepte nicht gegenseitig aus. Zentrale und dezentrale, harte und weiche, formelle und informelle Steuerungsmechanismen können sich vielmehr fruchtbar ergänzen. So stimmen ganz unterschiedliche Forscherpersönlichkeiten aus verschiedenen Disziplinen wie der Kölner Gesellschaftsforscher *Fritz Scharpf*<sup>145</sup>, der US-amerikanische Rechtswissenschaftler *David Trubek*<sup>146</sup> und der Marburger Evolutionsökonom *Wolfgang Kerber*<sup>147</sup> darin überein, dass hybride bzw. kombinatorische Regulierungsansätze im Europäischen Mehrebenensystem nützlich sein können.

#### IV. Corporate Governance durch Verhaltenskodizes und Selbstregulierung

##### 1. Verhaltenskodizes für börsennotierte Unternehmen und ihre Befolgung

Zu den Kernelementen der Corporate Governance in der westlichen Welt gehören Verhaltenskodizes für börsennotierte Unternehmen.<sup>148</sup> *Robert Monks* und *Nell Minow*, zwei führende US-amerikanische Aktionärs-Aktivisten, sprechen gar von einem „triumph of the code“<sup>149</sup>. Trotz oder gerade wegen dieses Triumphzuges gibt es noch vielfältige Folgefragen.

##### a) Europäischer Corporate Governance Kodex?

Rasch zu den Akten legen sollte man Vorschläge für einen Europäischen Corporate Governance Kodex. Ein solcher *Mega-* oder *Meta-Code* wäre aus verschiedenen Gründen zum Scheitern verurteilt:

143 Vgl. KERBER/ECKARDT, *Journal of European Public Policy* 14 (2007), 227, 240.

144 So KERBER/ECKARDT, *Journal of European Public Policy* 14 (2007), 227, 241.

145 Vgl. SCHARPF, *Journal of Common Market Studies* 40 (2002), 645, 652 ff.

146 Vgl. TRUBEK/TRUBEK, *European L.J.* 11 (2005), 343, 361: „Finally, we have to get beyond the idea that there must be a choice between hard and soft law. These are not mutually incompatible, and perhaps the most promising ideas are those that would yoke the two together.“

147 Vgl. ECKARDT/KERBER, aaO (Fn. 134), S. 121, 157: „Wird die OMK dagegen primär als eine Methodik des freiwilligen wechselseitigen Lernens aus dezentralen Politikexperimenten begriffen, d. h. dass die OMK durch zentrale Evaluation primär zusätzliche Informationen generiert bzw. nationalen Regierungen hilft, unpopuläre aber sinnvolle Politiken gegen den Widerstand von Interessengruppen durchzusetzen, so können sich Wettbewerbsföderalismus und OMK sogar wechselseitig unterstützen.“

148 Vgl. HOPT, *ZHR* 175 (2011), 444, 455 ff.

149 MONKS/MINOW, *Corporate Governance*, 2004, S. 297.

- *Erstens* könnte er die beträchtlichen Unterschiede der nationalen Aktienrechte und *board*-Verfassungen auf knappem Raum kaum angemessen abbilden. Insoweit stößt schon der Deutsche Corporate Governance Kodex an seine Grenzen, der die Besonderheiten der monistischen SE nur am Rande erwähnt<sup>150</sup> und die rechtsformspezifischen Unterschiede der KGaA gänzlich ausspart.<sup>151</sup> Noch schwieriger wäre dies für das italienische Aktienrecht, das den Gesellschaftsgründern gleich ein dreifaches Wahlrecht hinsichtlich der Verwaltungsstruktur eröffnet.<sup>152</sup>
- *Zweitens* nehmen die einzelnen Verhaltenskodizes in ihrer nationalen Rechtsumgebung unterschiedliche Aufgaben wahr. Dies veranschaulicht eine Gegenüberstellung des deutschen und britischen Regelwerks: Während der Deutsche Corporate Governance Kodex eine wichtige Erläuterungsfunktion für ausländische Investoren übernimmt<sup>153</sup> und in den letzten Jahren zunehmend zur Vorbereitung verbindlicher Rechtsetzung im Sinne einer „pre-legal function“<sup>154</sup> eingesetzt wurde, dient der *UK Corporate Governance Code* zu einem Gutteil der Gesetzesergänzung im Sinne einer „para-legal function“<sup>155</sup>.<sup>156</sup> In diesen Funktionsunterschieden spiegelt sich nicht zuletzt der Einfluss unterschiedlicher Interessengruppen wider<sup>157</sup>: Während der britische *Code* unter dem maßgeblichen Einfluss institutioneller Investoren ausgearbeitet wurde, wirkten in Deutschland alle traditionellen gesellschaftsrechtlichen Bezugsgruppen mit.<sup>158</sup>

150 Deutscher Corporate Governance Kodex, Präambel: „Alternativ eröffnet die Europäische Gesellschaft (SE) die Möglichkeit, sich auch in Deutschland für das international verbreitete System der Führung durch ein einheitliches Leitungsorgan (Verwaltungsrat) zu entscheiden.“

151 Kritisch dazu BINZ/BEYER, Der Aufsichtsrat 2011, 153, welche die Ausarbeitung entsprechender Empfehlungen für die monistische SE und die KGaA verlangen.

152 Rechtsvergleichender Überblick zuletzt bei KINDLER, ZEuP 2012, 72, 74 ff.

153 Dazu etwa Begr. RegE, BT-Drs. 14/87/69, S. 21; PELTZER/v. WERDER, AG 2001, 1; SCHNEIDER/STRENGER, AG 2000, 106, 109.

154 Vgl. den Text zu Fn. 111.

155 Auch dazu der Text zu Fn. 111.

156 Näher DAVIES, ZGR 2001, 268, 276 f.

157 Aufschlussreich aus sozioökonomischer Sicht LÜTZ/EBERLE/LAUTER, Socio-Economic Review 9 (2011), 315: „Drawing on institutional approaches of Comparative Political Economy, we argue that national code developments are strongly shaped by national state-economy relationships, in particular by domestic ‚key coalitions‘.“; allgemein zum Hintergrund des englischen „Combined Code“ MOORE, Journal of Corporate Law Studies 9 (2009), 95, 104 ff.

158 Vgl. LÜTZ/EBERLE/LAUTER, Socio-Economic Review 9 (2011), 315, 331: „In the UK, the investor-oriented London City, traditionally a highly influential actor in the British liberal market economy, has been the dominant player in the process of code formulation. [...] In Germany, members of the old ‚stakeholder coalition‘, in particular non-financial and financial corporations and also the trade unions, played the most influential role in the process of code formulation.“

- *Drittens* variieren die nationalen Verhaltenskodizes zum Teil beträchtlich. Nach einer empirischen Untersuchung von 23 europäischen Kodizes hängen ihre Themen und Schwerpunkte wesentlich vom jeweiligen *Verfasser* ab: Von Börsen erarbeitete Regelwerke betonen vor allem Fragen der internen *board*-Organisation; staatsnahe Regelwerke legen mehr Gewicht auf externe Rechts- und Regulierungsfragen; von Industrieverbänden herausgegebene Kodizes widmen den Bilanzierungs- und Transparenzanforderungen vergleichsweise wenig Raum.<sup>159</sup>
- *Viertens* ist die vergleichende Kodex-Forschung, auf die ein wie auch immer geartetes Europäisches Regelwerk notwendig angewiesen wäre, trotz verdienstvoller Einzeluntersuchungen noch immer unterentwickelt.<sup>160</sup>

*b) Bindende Vorgaben oder „Comply-or-explain“-Mechanismus?*

Zurückhaltung ist auch bei Überlegungen angezeigt, freiwillige Verhaltensempfehlungen in bindende Vorgaben zu überführen. Hiergegen spricht vor allem die schwache *empirische* Fundierung vieler Corporate Governance-Maßnahmen.<sup>161</sup> So hat die empirische Forschung zum Deutschen Corporate Governance Kodex noch keinen überzeugenden Nachweis für einen positiven Zusammenhang zwischen guter Corporate Governance und Unternehmenserfolg erbracht.<sup>162</sup> Auch die zahlreichen Studien zu den Corporate Governance-Katalogen privater Dienstleister, insbesondere zu dem Corporate Gover-

159 Näher CICON/FERRIS/KAMMEL/NORONHA, European Corporate Governance: a Thematic Analysis of National Codes of Governance, European Financial Management (Early View). Doi:10.1111/j.1468-036X.2010.00542.x: „We find that the identity of the code issuer is important in establishing a code’s primary theme. We also discover that theme importance changes over time and that these changes differ across issuer types. Exchange issued codes emphasize the importance of board organization and the firm’s internal governance structures while those codes issued by government agencies or composite groups of interested parties place greater weight on state legal and regulatory policy considerations. The greatest set of changes, however, occurs within the set of industry issued codes that are decreasing the importance of accounting/disclosure requirements as well as shareholder protections.“

160 Dazu bereits FLEISCHER, ZGR 2011, 155, 158: „bis heute unterentwickelte Kodex-Vergleichung“.

161 Vgl. AGUILERA/DESENDER/RICARDO/KABBACH DE CASTRO, in: Clarke/Branson, The SAGE Handbook of Corporate Governance, 2012, S. 379, 380: „Despite the large body of research, the empirical findings on the link between governance practices and firm outcomes continue to be mixed and inconclusive.“

162 Vgl. BASSEN/KLEINSCHMIDT/PRIGGE/ZÖLLNER, DBW 66 (2006), 375; BASSEN/PRIGGE/ZÖLLNER, Corporate Ownership & Control 6 (2009), 388; NOWAK/ROTT/MAHR, ZGR 2005, 252; zuletzt TALAULICAR, Boardroom-Studie 2012, Ergebnis Nr. 1, S. 9: „Es lässt sich empirisch jedoch keine positive Beziehung zwischen der Zahl der befolgten Kodexempfehlungen und dem Erfolg des Unternehmens nachweisen.“

nance-Quotienten (CGQ) von ISS, sind überaus gemischt ausgefallen.<sup>163</sup> Angesichts dieser beträchtlichen Wissenslücken über die tatsächliche Kosten/Nutzen-Bilanz von Corporate Governance-Regeln ist es ein Gebot rechts-politischer Klugheit, einstweilen an dem weicheren „Comply-or-Explain“-Ansatz festzuhalten.<sup>164</sup> Zudem lassen sich mit seiner Hilfe – gleichsam als Koppelprodukt – wertvolle Datensätze gewinnen, welche die weitere empirische Forschung erleichtern.<sup>165</sup> Bei gesetzlichen Vorgaben, die von allen Gesellschaften befolgt werden müssen, fehlt demgegenüber eine geeignete Kontrollgruppe.

Eine noch schneidigere Reaktion auf die schwache empirische Fundierung könnte dahin gehen, auf konkrete Corporate Governance-Empfehlungen gänzlich zu verzichten. Sie ist in der Tat von prominenter Seite vorgeschlagen worden: *Sanjai Bhagat*, *Brian Bolton* und *Roberta Romano* lehnen materielle Corporate Governance-Vorgaben ab und befürworten lediglich ein umfassendes Transparenzregime.<sup>166</sup> Mir erscheint ein solcher Agnostizismus gleichwohl übertrieben, weil viele Corporate Governance-Empfehlungen trotz fehlender empirischer Evidenz *theoretisch* durchaus plausibel sind.<sup>167</sup>

## 2. *Verhaltenskodizes zwischen Einheit und Vielfalt*

### a) *Ausdifferenzierung von Regelwerken und Einzelempfehlungen*

Zu den wichtigsten Entwicklungslinien der internationalen Kodex-Bewegung gehört die weitere Ausdifferenzierung und Verfeinerung der vorhandenen Regelwerke, und zwar gleich in dreierlei Richtung: nach Branchenbesonderheiten, Anteilseignerstrukturen und Rechtsformen. Selbst innerhalb einzelner Branchen ertönt der Ruf nach weiterer Binnendifferenzierung: So hat *Susan Emmenegger* auf der Schweizerischen Bankrechtstagung kürzlich ausgeführt, dass man im Bankenbereich nicht mit der „one size fits all“-Doktrin operieren solle.<sup>168</sup> Für die Promotoren von *Soft Law*-Instrumenten führt dies zu der Frage nach der *Kodex-Reife* einzelner Regelungsmaterien. Sie ist noch weithin

163 Vgl. zuletzt DAINES/GOW/LARCKER, *Journal of Financial Economics* 98 (2010), 439.

164 So auch PRIGGE, Stellungnahme vom 21. 7. 2011 zum Grünbuch der EU Kommission Europäischer Corporate Governance-Rahmen, S. 9.

165 Dazu PRIGGE, aaO (Fn. 164), S. 9.

166 Vgl. BHAGAT/BOLTON/ROMANO, 108 *Col. L. Rev.* 1803, 1869 (2008): „A more appropriate regulatory approach, in our view, is a straightforward governance disclosure regime, which is fully cognizant of the costs and benefits of disclosure. Such a regime acknowledges that there is no one best benchmark or set of best practices, that is appropriate for all, or even most, firms.“

167 Im Ergebnis ebenso PRIGGE, aaO (Fn. 164), S. 11.

168 Vgl. EMMENEGGER, *Corporate Governance*, 2011, S. 1, 25.

Entdeckungsland. Neben der Verfügbarkeit bereichsspezifischen Erfahrungswissens dürfte es vor allem auf die *Homogenität der Adressatengruppe* ankommen. Insoweit scheint mir der Präambeltext des Deutschen Corporate Governance Kodex, der auch nicht börsennotierten Gesellschaften die Beachtung des Kodex empfiehlt<sup>169</sup>, allzu ambitioniert. Man könnte eher umgekehrt fragen, ob es für börsennotierte Gesellschaften nicht zweier *verschiedener* Kodizes bedarf, je nachdem, ob sie einen beherrschenden Großaktionär haben oder nicht.<sup>170</sup>

### *b) Einzelbeispiele bereichsspezifischer Kodizes*

Aus der verwirrenden Vielfalt bereichsspezifischer Verhaltenskodizes<sup>171</sup> seien hier drei beispielhaft herausgegriffen.

#### *aa) Prudential Corporate Governance*

Wer Wortneuschöpfungen liebt, mag Gefallen an der „Prudential Corporate Governance“ (*Susan Emmenegger*<sup>172</sup>) finden. Hinter diesem Neologismus verbirgt sich die Corporate Governance der Banken, die sich in verschiedener Hinsicht von der traditionellen Corporate Governance unterscheidet: Zum einen hat sie einen spezifisch aufsichtsrechtlichen Einschlag<sup>173</sup>; zum anderen wird ihr zugemutet, Aktionärsinteressen („equity governance“) und Einlegerinteressen („debt government“) in Einklang zu bringen.<sup>174</sup> Es gilt daher heute als gesichert, dass Banken besonderer Corporate Governance-Vorgaben bedürfen.<sup>175</sup> Ungesichert ist hingegen, ob ein separater Bankenkodex sinnvoll ist,

169 Deutscher Corporate Governance Kodex, Präambel: „Der Kodex richtet sich in erster Linie an börsennotierte Gesellschaften. Auch nicht börsennotierten Gesellschaften wird die Beachtung des Kodex empfohlen.“

170 In diese Richtung für Corporate Governance-Ratings BEBCHUK/HAMDANI, 157 U. Pa. L. Rev. 1263, 1317 (2009): „Going forward, the quest to design a single, global rating methodology should be replaced by an effort to design two separate methodologies for assessing the governance of companies with and without a controlling shareholder.“

171 Guter Überblick bei LIEDER, in: Schneuwly, Aktuelle Regulierungsformen an der Schnittstelle zwischen Recht und Wirtschaft, 2011, S. 65.

172 EMMENEGGER, aaO (Fn. 168), S. 1, 10: „Wer bei Google den Begriff ‚Corporate Governance‘ eingibt, stößt auf über 10 Millionen Einträge. Wer dagegen die ‚Prudentielle Corporate Governance‘ oder ‚Prudential Corporate Governance‘ sucht, stößt bislang einzig auf die Schweizerische Bankrechtstagung 2011.“

173 Näher EMMENEGGER, aaO (Fn. 168), S. 1, 11 ff.

174 Dazu Hopt, FS Nobbe, 2009, S. 853, 866 ff; MÜLBERT, ZHR 174 (2010) 375, 377 ff.

175 Vgl. BACHMANN, Referat P zum 68. DJT 2010, P 15 ff; EMMENEGGER, aaO (Fn. 168), S. 1; MÜLBERT, ZHR 173 (2009), 1; DERS., EBOR 10 (2009), 411; WOHLMANNSTETTER, in: Hopt/Wohlmannstetter, Handbuch Corporate Governance für Banken, 2011, S. 31 ff.

wie ihn der Deutsche Juristentag 2010 mit denkbar knapper Mehrheit empfohlen hat.<sup>176</sup> Seine Befürworter betonen, er könne rechtsformübergreifend und unabhängig von einer Börsennotierung *alle* Finanzinstitute erfassen.<sup>177</sup> Außerdem sei er geeignet, einer vorschnellen Verallgemeinerung bankspezifischer Regeln entgegenzuwirken. Denkbar ist freilich auch der – höchst bedenkliche – gegenteilige Effekt (*spillover* statt *containment*). Mir erscheint der Gedanke eines Banken-Kodex noch unausgereift, solange zwei Grundfragen nicht hinreichend geklärt sind.<sup>178</sup> *Erstens*: Welche genaue Zielsetzung sollte ein Bankenkodex angesichts der bereits vorhandenen Normendichte auf deutscher und europäischer Ebene verfolgen? *Zweitens*: Wer sollte ihn verfassen: der Bankenverband (wie in den Niederlanden), die Zentralbank (wie in Irland) oder die Bankaufsicht (wie in der Schweiz)?

### *bb) Public Corporate Governance*

Bereichsspezifische Sonderregeln bilden sich im In- und Ausland allmählich auch für öffentliche Unternehmen heraus. Hierzulande ist vor allem der Public Corporate Governance Kodex des Bundes aus dem Jahre 2009 zu nennen.<sup>179</sup> Weil bei Staatsunternehmen aus rechtlichen und tatsächlichen Gründen vieles anders ist<sup>180</sup>, sprechen in der Tat gute Gründe für einen eigenständigen Verhaltenskodex.<sup>181</sup> Einzelheiten sowie die Folgefrage, ob dieser Kodex auch eine Folie für kommunale Unternehmen bietet<sup>182</sup>, können hier nicht vertieft werden.

### *cc) Family Business Governance*

Schließlich sei noch ein kurzer Blick auf die Corporate Governance in geschlossenen Gesellschaften geworfen. Einen Sonderforschungsbereich bildet hier die *Family Business Governance*.<sup>183</sup> In Anlehnung an *Eugene Famas* be-

176 Vgl. Beschlüsse des 68. DJT 2010, P 67, Beschluss Nr. 13. a): „Es ist ein speziell auf Finanzinstitute zugeschnittener Corporate Governance Kodex zu formulieren. ANGENOMMEN 26:25:10.“

177 Vgl. HOPT, aaO (Fn. 174), S. 853, 879.

178 Ablehnend auch BACHMANN, aaO (Fn. 175), P 17.

179 Dazu aus dem Schrifttum etwa ELLERICH/SCHULTE/RADDE, ZCG 2009, 201; MÜHL-JÄCKEL, LKV 2010, 209; SCHÜRNBRAND, ZIP 2010, 1105.

180 So SCHNEIDER, AG 2005, 493, 494; aus schweizerischer Sicht zuletzt BÜHLER, SJZ 107 (2011), 513; aus US-amerikanischer Sicht KAHAN/ROCK, 89 Tex. L. Rev. 1293 (2011).

181 Wie hier auch SCHÜRNBRAND, ZIP 2010, 1105.

182 Dazu ELLERICH/SCHULTE/RADDE, ZCG 2009, 201, 208; zweifelnd MÜHL-JÄCKEL, LKV 2010, 209, 213.

183 Dazu die Sammelbände von KOEBERLE-SCHMID/FAHRION/WITT, *Family Business Governance – Erfolgreiche Führung von Familienunternehmen*, 2. Aufl., 2012; LANGE/LEIBLE, *Governance in Familienunternehmen*, 2010, außerdem GRAF/BISLE, DStR 2010, 2409; LANGE, BB 2005, 2585; MAY/KOEBERLE-SCHMID, DB 2011, 485.

rühmte Frage „What’s different about banks?“<sup>184</sup> lautet ihre Ausgangsfrage: Worin liegen die Besonderheiten von Familienunternehmen? Drei markante Unterschiede gegenüber börsennotierten Publikumsgesellschaften springen sofort ins Auge: *Erstens* verfolgen Familienunternehmen häufig nicht nur das Ziel, den Marktwert des Eigenkapitals zu erhöhen, sondern auch den dynastischen Willen, das Unternehmen an die nächste Generation weiterzugeben.<sup>185</sup> *Zweitens* kommt neben der *Business Governance* auch der *Family Governance*, also der Organisation der Inhabersfamilie, enorme Bedeutung zu.<sup>186</sup> *Drittens* sind Familiengesellschaften im Hinblick auf ihre Rechts- und Finanzierungsformen, Größenordnungen und Inhaberstrukturen außerordentlich heterogen. Hieraus folgt, dass ein vorformulierter Einheitskodex für sie wenig sinnvoll ist.<sup>187</sup> Bestenfalls kann er Anregungen für einen firmenindividuellen Ordnungsrahmen geben, wie dies der „Governance Kodex für Familienunternehmen“ vom Juli 2010 versucht.

### 3. Verhaltenskodizes für Corporate Governance-Berater

#### a) Arbeitsteilung und Agenturkonflikte in der Corporate Governance-Industrie

Mit dem zunehmenden Komplexitätsgrad der Corporate Governance wächst das Bedürfnis nach arbeitsteiliger Spezialisierung. Es nimmt daher nicht Wunder, dass neue Beraterbranchen (Vergütungs- und Stimmrechtsberater) aus dem Boden geschossen sind, die mit den angestammten Platzhirschen (Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte) um Mandate buhlen. Spöttisch sprechen manche von einer wahren Corporate Governance-Industrie.<sup>188</sup> Weil Arbeitsteilung Effizienzvorteile verspricht, muss dies nicht wohlfahrtsmindernd wirken. Zu berücksichtigen ist aber, dass zusätzliche Corporate Governance-Wächter neue Prinzipal-Agenten-Konflikte heraufbeschwören. Diese Konflikte wollen manche mit beraterspezifischen Verhaltenskodizes bewältigen.

184 FAMA, *Journal of Monetary Economics* 15 (1985), 29.

185 Vgl. KOEBERLE-SCHMID/MAY, ZRFC 2011, 54; LANGE, FS Hennerkes, 2009, S. 135, 138.

186 Vgl. BAUS, in: Lange/Leible, aaO (Fn. 183), S. 123 ff; KOEBERLE-SCHMID/MAY, ZRFC 2011, 54, 57; LANGE, aaO (Fn. 185), S. 135, 146 ff.

187 Dezidiert in diesem Sinne GRAF/BISLE, DStR 2010, 2409.

188 Begriffsprägend ROSE, *The Corporate Governance Industry*, 32 J. Corp. L. 887 (2007).

*b) Einzelbeispiele bereichsspezifischer Kodizes**aa) Vergütungsberater*

Ein treffliches Demonstrationsobjekt bieten Vergütungsberater, denen man handfeste Interessenkonflikte vorgehalten hat, weil sie häufig nicht nur dem Aufsichtsrat, sondern auch dem Vorstand zu Diensten sind.<sup>189</sup> Im Vereinigten Königreich hat sich die Branche auf Empfehlung des *Walker*-Berichts einen „Voluntary Code of Conduct“ gegeben.<sup>190</sup> Hierzulande ist der Marktführer *Towers Watson* mit einem firmeneigenen Kodex vorgeprescht<sup>191</sup>, bevor im Januar 2011 ein branchenweiter Kodex für unabhängige Vergütungsberatung eingeführt wurde<sup>192</sup> – ein Beispiel für funktionierende Selbstregulierung auf sanften Druck der Kapitalmarktöffentlichkeit.

Nur am Rande sei noch auf ein bemerkenswertes Phänomen der Selbstlegitimierung innerhalb der Beraterbranche hingewiesen, das Soziologen etwas hochgestochen als *normativen Isomorphismus*<sup>193</sup> bezeichnen: Vergütungsberater empfehlen ihr favorisiertes Modell bei so vielen Unternehmen, bis es tatsächlich zur Marktpraxis wird.<sup>194</sup> Aus Sicht ratsuchender Aufsichtsräte ist ein solches Herdenverhalten durchaus rational, weil es Haftungsgefahren verringert. Gesamtgesellschaftlich droht ein beratergetriebener Isomorphismus allerdings, Corporate Governance-Innovationen zu blockieren – ein Nachteil, der nicht nur bei Vergütungsberatern<sup>195</sup>, sondern in der ganzen Beraterzunft zu gewärtigen ist.<sup>196</sup>

189 Näher FLEISCHER, BB 2010, 67, 68 m. w. N.

190 Remuneration Consultants Group (RCG), Voluntary Code of Conduct, 2009.

191 Dazu auch BAUMS, AG 2010, 53.

192 Vereinigung unabhängiger Vergütungsberater, Kodex für unabhängige Vergütungsberatung, 2011.

193 Grundlegend DiMAGGIO/POWELL, The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields, 48 Am. Soc. Rev. 147, 150 (1983), die zwischen „coercive, mimetic and normative isomorphism“ unterscheiden.

194 Dazu auch BENDER, 64 Vand. L. Rev. 361, 366 (2011): „In an example of normative isomorphism, the practices they follow are promulgated around the various companies they advise, until often they become seen as ‚best‘ practice.“; anschaulich ferner CO- NYON, The Structure of Executive Compensation Contracts: UK Evidence, 33 Long Range Planning 478, 488 (2000).

195 Dazu FLEISCHER/BEDKOWSKI, AG 2009, 677, 686; GORDON, 46 Harv. J. Legisl. 323, 325 f (2009).

196 Für Stimmrechtsberater FLEISCHER, AG 2012, 2, 5; ROSE, 32 J. Corp. L. 887, 918 (2007).

### bb) Stimmrechtsberater

Eine Variation dieses Themas ist neuerdings bei Stimmrechtsberatern anzutreffen, denen man ebenfalls Interessenkonflikte vorwirft.<sup>197</sup> Als Reaktion auf eine zunehmend kritischere Wirtschaftspresse – the „power of the pen“<sup>198</sup> – hat der Marktführer ISS im August 2009 einen firmeneigenen Verhaltenskodex verabschiedet. Andere Stimmrechtsberater haben daraufhin nachgezogen. Im Interesse besserer Vergleichbarkeit wäre allerdings ein einheitlicher Kodex für die gesamte *Proxy-Advisor*-Industrie vorzugswürdig.<sup>199</sup>

### cc) Rechtsberater?

Endlich ist in den letzten Jahren das Bewusstsein dafür gewachsen, dass auch Rechtsberater (einschließlich der gutachtenden Professorenschaft) zu den Gestaltungskräften der Corporate Governance gehören. *John Coffee* hat den US-amerikanischen Anwälten schon im Jahre 2006 nach den Skandalen um Enron und Worldcom ins Stammbuch geschrieben, dass sie *gatekeeper*-Funktionen wahrnehmen.<sup>200</sup> Aus britischer Sicht hat sich jüngst *Joan Loughrey* des Themas unter dem Titel „Corporate Lawyers and Corporate Governance“ angenommen.<sup>201</sup> Dabei kommen die Rechtsberater vergleichsweise glimpflich davon; grundstürzende Reformen hält sie nicht für erforderlich.<sup>202</sup> Immerhin empfiehlt sie, den anwaltlichen Umgang mit regulatorischen Schlupflöchern („creative compliance“) zu überdenken<sup>203</sup> und die Berichterstattungspflicht der Anwälte bei kapitalmarktrechtlichen Missständen in Anlehnung an sec. 307 *Sarbanes-Oxley Act* (obligatorisches „reporting up the ladder“, optionales „reporting out“) zu verschärfen.<sup>204</sup> In Deutschland ist die rechtspolitische Debatte über die Rolle von Rechtsanwälten im Rahmen der Corporate Governance bisher kaum in Gang gekommen<sup>205</sup>; Ein aktueller Aufsatz setzt sich mit Verve für gemeinwohlorientierte anwaltliche Rechtswahrungspflichten nach US-amerikanischem Vorbild ein.<sup>206</sup> Nicht minder vehement widerspricht dem

197 Vgl. FLEISCHER, AG 2012, 2, 4; KLÖHN/SCHWARZ, ZIP 2012, 149, 152 f.

198 Vgl. den Aufsatztitel von CORE/GUAY/LARCKER, The Power of The Pen and Executive Compensation, *Journal of Financial Economics* 88 (2008), 1.

199 Dazu FLEISCHER, AG 2012, 2, 8.

200 Vgl. COFFEE, Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance, 2006, S. 191 ff. DE LEGE FERENDA befürwortet er, aaO, S. 347 ff, die Einführung eines unabhängigen „disclosure counsel“, der regelmäßig die Richtigkeit aller kapitalmarktrechtlichen Verlautbarungen der Gesellschaft überprüft.

201 Vgl. LOUGHREY, Corporate Lawyers and Corporate Governance, 2011.

202 Vgl. LOUGHREY, aaO (Fn. 201), S. 223 ff.

203 Vgl. LOUGHREY, aaO (Fn. 201), S. 259 ff.

204 Vgl. LOUGHREY, aaO (Fn. 201), S. 249 ff.

205 So auch KNÖFEL/MOCK, AnwBl. 2010, 230, 232; s. nun aber FLEISCHER, Der Aufsichtsrat 2012, Heft 4: „Die Diskussion ist eröffnet!“.

206 In diesem Sinne KNÖFEL/MOCK, AnwBl. 2010, 230, 234 ff.

eine andere Literaturstimme: Der Anwalt sei Berater der Gesellschaft und nehme – anders als der Abschlussprüfer – keine Überwachungs- oder Kontrollfunktion wahr, weshalb es unangemessen sei, ihm eigenständige Corporate Governance-Pflichten zuzuweisen.<sup>207</sup> Eine vermittelnde dritte Stellungnahme befürwortet eine interne Berichterstattungspflicht für die Anwälte von Kapitalgesellschaften, lehnt eine externe Berichterstattungspflicht aber als überzogen und verfassungsrechtlich untragbar ab.<sup>208</sup> Auf all dies ist anderer Stelle ausführlicher einzugehen.<sup>209</sup> Hingewiesen sei aber noch in aller Kürze auf das ISION-Urteil des BGH, das zuletzt Maßstäbe für das Verhältnis von Verwaltungsmitgliedern und Rechtsberatern gesetzt hat (Stichworte: Unabhängigkeit, fachliche Qualifizierung, Plausibilitätskontrolle).<sup>210</sup> Diese Maßstäbe lassen sich ohne weiteres verallgemeinern und gelten für sämtliche Corporate Governance-Berater.<sup>211</sup>

#### 4. *Verhaltenskodizes für institutionelle Investoren*

Eine gänzlich andere Motivlage liegt den Vorschlägen eines Verhaltenskodex für institutionelle Investoren zugrunde. Mir scheint ihnen gegenüber, wie an anderer Stelle ausführlich dargelegt<sup>212</sup>, eine gehörige Portion Skepsis angezeigt, doch sollte dies die Kommission nicht hindern, die Erfahrungen mit dem britischen *Stewardship Code* in einen europaweiten Informationsaustausch einzuspeisen.

#### V. *Corporate Governance durch private Standardsetzer*

Die politikwissenschaftliche Europaforschung hat im Rahmen der Multi-Level Governance auf die notwendige Inklusion *nichtstaatlicher* Akteure hingewiesen.<sup>213</sup> Belege für einen solchen Akteurspluralismus finden sich auch auf dem Gebiet der Corporate Governance, wo *private* Standardsetzer eine immer größere Rolle spielen. Bei ihnen handelt es sich häufig um *transnationale* Akteure<sup>214</sup>, die für eine weltweite Zirkulation bestimmter Corporate Gover-

207 So v. FALKENHAUSEN, *Liber Amicorum Winter*, 2011, S. 117, 127.

208 In diesem Sinne MANN, *Anwaltliche Verschwiegenheit und Corporate Governance*, 2009, S. 265 ff und 308 (Ergebnis).

209 Vgl. FLEISCHER/SCHMOLKE, *Whistleblowing und Corporate Governance*, WM 2012 (demnächst).

210 Vgl. BGH ZIP 2011, 2097.

211 Für Vergütungsberater FLEISCHER, BB 2010, 67, 70f.

212 Vgl. FLEISCHER, ZGR 2010, 155, 164 ff; vertiefend DERS./STROTHOTTE, AG 2011, 221, 223 ff.

213 Vgl. oben II 1.

214 Dazu etwa CALLIESS/ZUMBANSEN, *Rough Consensus and Running Code. A Theory of*

nance-Muster sorgen – bildhaft als „migrating standards“<sup>215</sup> beschrieben. Ein von Gesellschaftsrechtlern bisher wenig beachteter Literaturstrang ordnet diese Entwicklung in den größeren Zusammenhang eines neuen *transnationalen Rechtspluralismus* ein<sup>216</sup> und empfiehlt einen möglichst durchlässigen und geschmeidigen Corporate Governance-Rahmen.<sup>217</sup>

### 1. Börsen

Zu den frühesten Standardsetzern im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht gehörten die Börsen. Noch bevor der US-amerikanische Gesetzgeber mit dem *Securities Act 1933* und dem *Securities Exchange Act 1934* den Grundstein für die moderne Kapitalmarktgesetzgebung legte, hatte die privatrechtlich organisierte *New York Stock Exchange* (NYSE) den Emittenten in ihren *listing rules* bereits weitreichende Publizitätspflichten auferlegt.<sup>218</sup> Ein indirektes Kompliment für deren hohen Qualitätsstandard heimste sie von der neu geschaffenen *Securities and Exchange Commission* ein, die viele NYSE-Berichts-

Transnational Private Law, 2010, S. 195: „Instead, rules and standards are developed and disseminated by transnational actors such as multinationals, stock exchanges (whose listing rules are of overriding importance for domestic and foreign companies), or International Organisations such as the OECD, that altogether must be seen to contribute to the evolution of the transnational law on corporate governance.“.

215 ZUMBANSEN, *European L. J.* 15 (2009), 246, 253 f: „Instead, the production and dissemination of corporate governance rules has, for some time now, taken on the nature of migrating standards, and a cross-fertilisation of norms is now regarded as eminent and necessary in shaping future corporate activity.“.

216 Vgl. CALLIESS/ZUMBANSEN, aaO (Fn. 214), Chapter 4: Transnational Corporate Governance, S. 183 ff; allgemein zum transnationalen Rechtspluralismus der Theorieüberblick bei BUCKEL/CHRISTENSEN/FISCHER-LESCANO, *Neue Theorien des Rechts*, 2006, S. 199 ff.

217 Zuletzt ZUMBANSEN, *Journal of Law and Society* 38 (2011), 50, 74: „The framework of transnational corporate governance regulation can only be understood against the background of, and in light of, the complex, intertwined nature of corporate governance regulation as it unfolds in a context marked by tensions between national and, for example, European aspirations for market competitiveness, market and polity integration dynamics and the increasingly transnational nature of firms' operations and regulations. A viable theory of transnational law making must seek to acknowledge these contextual tensions and draw on the various learning experiences with regard to market regulation in order to integrate them into an enriched concept of regulatory governance.“.

218 Näher MAHONEY, 83 *Va. L. Rev.* 1453, 1466 (1997): „By 1934, the NYSE had for many years required listed companies to provide stockholders with a balance sheet and income statement in advance to each annual meeting. By 1928, the annual financial statements had to be audited by an independent auditor. Beginning in the early 1920s, the Exchange began to push for companies to agree to quarterly reporting, and such undertakings were already common in listing agreements by the mid-1920s.“.

muster in ihren eigenen Formularen übernahm.<sup>219</sup> Auch in der Folgezeit spielten Börsen häufig eine Vorreiterrolle bei der Einführung neuer Corporate Governance-Regeln: So wurde etwa die Einrichtung von *audit committees* durch die NYSE-Zulassungsregeln schon im Jahre 1978 faktisch erzwungen, lange bevor sie der Bundesgesetzgeber im *Sarbanes-Oxley-Act* von 2002 zur Rechtspflicht erhoben hat.<sup>220</sup>

Heute sind die führenden Börsen unverändert treibende Corporate Governance-Kräfte, indem sie durch ihre Zulassungsbedingungen für Mindeststandards guter Unternehmensführung sorgen und das gesetzliche Anforderungsprofil zuweilen sogar verschärfen.<sup>221</sup> Beispiele hierfür finden sich in den *listing rules* der *London Stock Exchange*, der NYSE und der Frankfurter Wertpapierbörse. Zudem haben die Börsen in vielen Ländern an der Erarbeitung nationaler Corporate Governance-Regelwerke mitgewirkt; teilweise beteiligen sie sich auch an deren Durchsetzung und Überwachung.<sup>222</sup> Ob und wie sie zukünftig ihre Rolle als Regulierer<sup>223</sup> im Lichte der sich rasant wandelnden internationalen Börsenlandschaft wahrnehmen können, bedürfte einer gesonderten Untersuchung.<sup>224</sup>

## 2. Institutionelle Investoren

Außerdem werden Corporate Governance-Regeln durch institutionelle Investoren maßgeblich mitgeprägt.<sup>225</sup> Unter ihnen nimmt CalPERS<sup>226</sup>, der Pensionsfonds für die öffentlichen Bediensteten in Kalifornien, eine herausgehobene

219 Dazu MAHONEY, 83 Va. L. Rev. 1453, 1466 (1997) m. w. N.

220 Vgl. FLEISCHER, NZG 2004, 1129, 1132.

221 Vgl. etwa HOPT, ZHR 175 (2011) 444, 453 f.

222 Dazu die tabellarische Übersicht bei CHRISTIANSEN/KOLDERTSOVA, *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance 2009*, Rdn. 18.

223 Prägnant der Aufsatztitel von MAHONEY, 83 Va. L. Rev. 1453 (1997): „The Exchange as Regulator“; weiterführend zu der sich daraufhin entspinneenden Diskussion, ob die Börsen oder die staatlichen Aufsichtsbehörden die besseren Regelgeber sind, KAHAN, 83 Va. L. Rev. 1509 (1997); ROMANO, 107 Yale L.J. 2359, 2399 ff (1998).

224 Weiterführende Überlegungen dazu bei CHRISTIANSEN/KOLDERTSOVA, aaO (Fn. 222), Rdn. 33 ff.

225 Näher dazu im Zusammenhang mit „legal transplants“ FLEISCHER, NZG 2004, 1129, 1135; ferner WYMEERSCH, ZGR 2001, 294, 307, der von einer „de facto-Harmonisierung“ aufgrund freiwilliger Befolgung der maßgeblichen Marktstandards spricht; ferner BERKOWITZ/PISTOR/RICHARD, 51 Am. J. Comp. L. 163, 164 (2003): „Moreover, many countries borrowed from legal systems, not infrequently, in an attempt to signal to foreign investors from different countries that they comply with their domestic legal standards.“.

226 California Public Employees' Retirement System, der mit Abstand größte US-amerikanische Pensionsfonds.

bene Stellung ein.<sup>227</sup> Dies hat sich zuletzt wieder an der aktiven Mitgestaltung des *Dodd-Frank-Act* in den Vereinigten Staaten gezeigt.<sup>228</sup> Auch hierzulande hat sich CalPERS als höchst einflussreicher Standardsetzer erwiesen: Seine eigens für Deutschland entwickelten „Corporate Governance Guidelines“ haben im hiesigen Corporate Governance Kodex tiefe Spuren hinterlassen; zum Teil wird CalPERS sogar eine (Mit-)Initiatorenstellung für dessen Ausarbeitung zugeschrieben.<sup>229</sup> Über diese anekdotischen Belege hinaus stellt eine aktuelle empirische Studie für den Zeitraum von 2003 bis 2008 fest, dass ausländische institutionelle Investoren vornehmlich US-amerikanischer Herkunft zur Verbesserung der Corporate Governance in Portfoliounternehmen außerhalb der Vereinigten Staaten beigetragen hätten.<sup>230</sup> Aus britischer Sicht ist namentlich Hermes Fund Managers Limited mit eigens für Deutschland entwickelten „Corporate Governance Principles“ hervorgetreten, die manche Änderungen der hiesigen Praxis fordern.<sup>231</sup> Dass die mächtigen Pensionsfonds bei ihrer Reise rund um die Welt<sup>232</sup> angelsächsisch geprägte Corporate Governance-Standards im Gepäck haben<sup>233</sup>, führt nicht notwendig zur Entwertung ihrer Reformvorschläge. Angezeigt ist aber deren gelegentliche Relativierung: „Different horses for different courses“, wie es eine englische Redensart auf den Punkt bringt.

### 3. Stimmrechtsberater

Als heimliche Corporate Governance-Macht hat man in neuester Zeit die Stimmrechtsberater ausgemacht.<sup>234</sup> Ihre rechtspolitische Rolle, namentlich

227 Vgl. CHOI/FISH, 61 Vand. L. Rev. 315 (2008): „In recent years, the California Public Employees Pension System („CalPERS“) has received extensive attention for its active participation in corporate governance. CalPERS's activities established it as a leader among activist institutions.“; aus deutscher Sicht FLEISCHER, NZG 2004, 1129, 1135.

228 Dazu M. ROTH, ZGR 2011, 536 f.

229 Vgl. v. WERDER, in: Ringleb/Lutter/Kremer/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 4. Aufl., 2010, Rdn. 83; dazu auch DAVIES, ZGR 2001, 268, 291 f.; VETTER, DNotZ 2003, 748, 749 f.

230 Vgl. AGGARWAL/EREL/FERREIRA/MATOS, Journal of Financial Economics 100 (2011), 154, 178: „We find that international institutional investors export good corporate governance practices around the world. In particular, foreign institutional investors and institutions from countries with strong shareholder protection are the main promoters of good corporate governance outside of the US.“.

231 Vgl. den Beitrag von HIRT, ZGR 2012 (in diesem Heft).

232 In Anlehnung an den Aufsatztitel bei AGGARWAL/EREL/FERREIRA/MATOS, Journal of Financial Economics 100 (2011), 154: „Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors“.

233 Vgl. zu den CalPERS-*Guidelines* für Deutschland DAVIES, ZGR 2001, 268, 292: „Es ist nicht schwierig, in diesen Prinzipien den Einfluss der US-amerikanischen Corporate-Governance-Grundsätze wiederzufinden [...]“.

234 Vgl. zuletzt FLEISCHER, AG 2012, 2 ff m. w. N.; sowie KLÖHN/SCHWARZ, ZIP 2012, 149.

die des unangefochtenen Marktführers ISS, ist ambivalent: Einerseits erbringen sie wertvolle Dienstleistungen für institutionelle Investoren, indem sie im Wege arbeitsteiliger Spezialisierung eine informierte Ausübung von Stimmrechten fördern und so zur Verbesserung der Corporate Governance beitragen. Andererseits sind sie zu faktischen Standardsetzern aufgestiegen<sup>235</sup>, denen selbst der frühere Chefsyndikus von CalPERS ehrfürchtig Respekt zollt: „An institution voting against the ISS recommendation better have a pretty good reason.“<sup>236</sup> Für börsennotierte Unternehmen genügt es unter Umständen nicht, Gesetz und Kodex zu befolgen; sie müssen sich auch ISS-konform verhalten – und dies, obwohl Stimmrechtsberater weder ein öffentliches Corporate Governance-Mandat besitzen noch unter aufsichtsbehördlicher Kontrolle stehen.<sup>237</sup> Hieran wird deutlich, dass mit der Pluralisierung der faktischen Normproduktion durch private Standardsetzer zugleich der Bedarf an neuen Legitimationsbausteinen steigt.

## VI. Schluss

Corporate Governance in Europa ist hier als ein Musterbeispiel der Multi-Level Governance beschrieben worden. Mein Kernbefund lässt sich für Regelgeber, Regelungsadressaten und Regelungsinhalt wie folgt zusammenfassen:

- Auf der *Regelgeber*-Ebene fehlt heute ein dominantes Machtzentrum. Das Schiff der Corporate Governance in Europa wird nicht durch einen einzigen Steuermann (*gubernare*: ein Schiff steuern), sondern durch eine Vielzahl von Normgebern und Standardsetzern auf Kurs gehalten. Dies muss keineswegs schädlich sein. Anlass zu Sorge gibt aber, dass der Kompass der Corporate Governance durch deren zunehmende Zweckentfremdung (Gesellschaftspolitik, Aufsichtsrecht) allmählich seine einheitliche Ausrichtung verliert.
- Hinsichtlich der *Regelungsadressaten* liegt eine wichtige Zukunftsaufgabe der Corporate Governance-Forschung darin, kontextspezifische Corpo-

235 So ROSE, 109 Mich. L. Rev. First Impressions 62, 68 (2011): „It is not a stretch to say that corporate governance rating firms serve as a *de facto* regulator [...]“.

236 Dazu LAISE, SmartMoney, Is this the Most Influential Man on Wall Street?, October 16, 2002.

237 Den letzten Aspekt hervorhebend HANSELL/MURPHY, The Role of the Proxy Advisory Firm, 2011, p. 5: „For this reason, many people regard the proxy advisors as the true standard setters of governance and compensation practices and question whether the capital markets should accept the fact that this role is being played by private companies with no public mandate or oversight.“; aus deutscher Sicht SCHNEIDER/ANZINGER, NZG 2007, 88, 89: „Bei Gesellschaften, in denen ISS [...] über 25% der Stimmen durch Beratung oder Vertretung der Aktionäre kontrollierte, dürften die von ISS gesetzten Standards mindestens die gleiche Bedeutung bekommen haben, wie die gesetzergänzenden Empfehlungen im Deutschen Corporate Governance Kodex.“.

rate Governance-Empfehlungen für möglichst homogene Gruppen von Gesellschaften herauszuarbeiten.

- Bezüglich des *Regelungsinhalts* ist guter Rat nach wie vor teuer: Zwar wissen wir häufig, was *schlechte* Corporate Governance ist. Viel seltener und weniger eindeutig lässt sich hingegen feststellen, worin *gute* Corporate Governance besteht.