

UNIVERSITÄT LEIPZIG

**Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Faculty of Economics and Business
Administration**

Working Paper, No. 67

Wolfgang Bernhardt

5 Jahre

Deutscher Corporate Kondex

Eine Erfolgsgeschichte?

Januar, 2008

ISSN 1437-9384

Vorwort

Bundespräsident Köhler hat am 3. Dezember 2007 in Berlin eine Rede über "Freiheit und Verantwortung"¹ gehalten (nach einem parallelen Interview mit dem Handelsblatt am 29. November 2007).² Seine Worte und (Er-)Mahnungen, u.a. zur Entwicklung der Vorstandsbezüge in der Wirtschaft, haben ein großes Echo gefunden.

Die Bundeskanzlerin hat schon einen Tag später, am 04.12.2007 auf dem CDU-Bundesparteitag, die Kritik des Bundespräsidenten aufgenommen³ und sie am 11.12.2007 vor dem Arbeitgebertag in Berlin noch einmal verstärkt.⁴ Seitdem sind die "Managergehälter" in aller Munde.

Am 14. November 2007, also vor der Rede des Bundespräsidenten, habe ich im Rahmen des Walter Eucken Instituts in Freiburg / Breisgau einen Vortrag gehalten, dessen Manuskript nachstehend wiedergegeben wird. Ich habe den Text, der sehr viel breiter angelegt ist, unverändert gelassen, allerdings ein Nachwort hinzugefügt.

¹ Grußwort von Bundespräsident Hort Köhler anlässlich der Verleihung des Preises "Freiheit und Verantwortung" am 03.12.2007 in Berlin unter www.bundespraesident.de/Reden-und-Interviews.

² Handelsblatt vom 29.11.2007, S. 2 ("Arbeit für alle, Bildung für alle").

³ F.A.Z. vom 04.12.2007, S. 11 (Angela Merkel geißelt hoch Managergehälter").

⁴ Financial Times Deutschland vom 12.12.2007, S. 8 ("Das Vertrauen verloren").

Der Deutsche Corporate Governance Kodex hat im Frühsommer 2007 Geburtstag gefeiert – wie jedes Jahr; und noch etwas mehr als sonst, denn es war der fünfte Geburtstag. An Lob hat es nicht gefehlt, schon gar nicht an Selbstlob aus der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. Zu Recht?⁵ Das ist die Frage, der ich nachgehen will.

I. Kodex-Ausgangspunkte

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2001) und der Deutsche Corporate Governance Kodex (2002) können ihre Herkunft nicht verbergen. Sie sind Kinder der rot-grünen Koalition und dem damaligen Bundeskanzler zum Verwechseln ähnlich, nach dem Motto: warum der (Groß-) Industrie und ihren führenden Vertretern einen Wunsch abschlagen, der – scheinbar – nichts kostet. Rechts- und ordnungspolitische Einwände spiel(t)en ohnehin keine Rolle, schon gar nicht wenn – wie geschehen – das Bundesjustizministerium mitmacht.

Die große Koalition hat sich in 2005 mit der (Kodex-)Sache nicht lange aufgehalten und der Einfachheit halber fortgeschrieben, was sie vorgefunden hat, zumal die alte auch die neue Bundesjustizministerin ist.

So einfach ist das.

Dabei hätte es genug gute Gründe für eine Rückkehr zu (aktien-)rechtlich geordneten Verhältnissen gegeben.

⁵ Eröffnungsrede des Vorsitzenden der Kodex-Kommission anlässlich der 6. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex am 6. Juli 2007 in Berlin unter www.corporate-governance-code.de, desgleichen Cromme in „DIE WELT“ vom 22.09.2007 / S. 9 („Hat die Wirtschaft Vertrauen verdient?“). Deutlich kritischer dagegen Börsen-Zeitung vom 03.07.2007 / S. 8 („Kodex in der Midlife-Crisis“) oder Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger in F.A.Z. vom 27.07.2007 / S. 21 („Anlegerschützer verlangen Umbau der Kodex-Kommission“); zudem ist der Vorsitzende der Kodex-Kommission selbst in die Kritik geraten, vgl. F.A.S. vom 21.01.2007 / S. 44 („Der Schutzpatron der Aktionäre und seine Sündenfälle“).

II. Recht oder Kodex?

1. Der Kodex ist kein Gesetz, keine Rechtsverordnung, keine Rechtsquelle gleich welcher Art – beschönigend ist vielfach von "soft law" die Rede, ein Widerspruch in sich selbst.

Die einzige Brücke zum Recht stellt § 161 AktG mit seiner Entsprechenserklärung dar. Doch die Brücke trägt nicht, weil der Gesetzgeber die Regelung als solche aus der Hand gibt, gleichsam privatisiert, und auch keinen Einfluss auf die Zusammensetzung des (Kodex-)Gremiums und das dort geltende Verfahren nimmt, von inhaltlichen "Eckwerten" gar nicht zu reden. Alles dies wird dem freien Spiel der (Wirtschafts-)Kräfte und – soweit überhaupt – dem Bundesministerium der Justiz, also der Verwaltung anstelle der Gesetzgebung, übertragen und überlassen, ein rechtlich schwer begreiflicher Vorgang.

§ 161 AktG ist als Verstoß gegen das Demokratieprinzip verfassungswidrig,⁶ was aber das federführende Bundesjustizministerium nicht daran hindert, so zu tun, als ob alles seine beste Ordnung hätte.

Es geht um Standes"recht" nach dem Vorbild des mittelalterlichen Zunftwesens oder – in moderner Sprache – um ein Public-Private-Partnership-Projekt im gesetzgeberischen Bereich, wo es nicht hingehört.

⁶ Hommelhoff/Schwab in Hommelhoff, Hopt, v. Werder (Hrsg.), Handbuch der Corporate Governance 2003, S. 59 – 61 mit umfangreichen Nachweisen, ebenso Seidel, ZIP 2004, S. 255 ff. und NZG 2004, S. 1095, Hüffer, Aktiengesetz, 7. Aufl. 2006, Rdn. 4; vgl. auch Ulmer, ZHR 166 (2002), S. 150 ff. (161) und Rosengarten in Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2001, 2002, S. 71 ff. (74); anders u.a. Semler in Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 5/1, 2. Aufl. 2003, Rdn. 42 und 45, Lutter, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 3 – 1. Teillieferung, 3. Aufl. 2006, Rdn. 12 und Ringleb in Ringleb/Kremer/Lütter/v. Werder, Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, 2003, 2. Aufl., Rdn. 51 ff, wobei Lutter und Ringleb unmittelbar bzw. mittelbar zur Regierungskommission gehören.

Die Besetzung der Kodex-Kommission ist – passend zu dem früheren Bundeskanzler – ein Stück Deutschland AG in neuer Form.⁷ Die Deutsche Bank, die Allianz und die Deutsche Börse sind vertreten, des Weiteren Aufsichtsratsvorsitzende oder Aufsichtsratsmitglieder aus Unternehmen, auf die es hierzulande ankommt, wie BASF oder ThyssenKrupp und Siemens mit ihrem Aufsichtsratsvorsitzenden Gerhard Cromme, der gleichzeitig der Kodex-Kommission vorsitzt. Im Hintergrund hat das Deutsche Aktiinstitut (DAI) die Fäden gezogen.

"Außen vor" bleiben die Aktionäre (Anteilseigner), um die es doch eigentlich gehen müsste, von gewissen "Verzierungen" aus dem Kreis der Schutzvereinigungen pp. abgesehen, die durch einen DGB-Vertreter, Stichwort Mitbestimmung, wieder "ausgeglichen" werden.

Der Principal-Agent-Konflikt ist einmal mehr entschieden. Die Gutsverwalter (Agents) bestimmen das Geschehen, nicht die Gutsherren (Principals), um in der Sprache des Bundesgerichtshofs bei der mündlicher Begründung des Mannesmann-Urteils zu bleiben.⁸

2. So ist der Kodex nichts anders als ein (Selbst-)Regulierungsinstrument der Wirtschaft (Großindustrie / Banken), die davon nach Gutdünken – mal mehr, mal weniger – Gebrauch machen kann, ohne den Gesetzgeber und ohne jedes parlamentarische Verfahren. Es spielt sich alles hinter verschlossenen Türen ab. Die unterschiedlich Betroffenen dürfen die Ergebnisse nur noch zur Kenntnis nehmen – die Regierungskommission im Verbund mit dem Bundesjustizministerium als Ersatzparlament, wobei mit gesetzlicher Hilfe über § 161 AktG öffentlicher Druck ausgeübt wird.

Eine Privatisierung von – wichtigen – Teilen des Gesellschaftsrechts / Aktienrechts.

⁷ Vgl. zur Besetzung der Kodex-Kommission www.corporate-governance-code.de.

⁸ Hoffmann-Becking, NZG 2006, S. 127 ff. (130 unter VIII).

Diesem Zweck dient auch die Exklusivität der Kommission und die Ausgestaltung – ihres – Kodex als Einheitskodex über § 161 AktG, unter Ausschaltung eines möglichen (Kodex-)Wettbewerbs.

Das DAI und die DAX-Unternehmen, vorrangig die DAX 30-Gesellschaften, wollten – wen wundert es – unter sich bleiben und jeden (Kodex-)Wettbewerb von vornherein ausschließen. Auch das hat der Gesetzgeber des § 161 AktG – schielenden oder blinden – Auges zugelassen.

Dabei gibt es in den – als Vorbild viel gerühmten – angelsächsischen Ländern, zumal in USA, keinerlei Einheitskodex, sondern (nur) unterschiedliche Firmenkodices, die miteinander konkurrieren und um die Aktionäre werben.

Nicht nur rechtlich, auch ordnungspolitisch ist der Einheitskodex eine Fehlentscheidung und seine Fortführung eine Fehlentwicklung.

Der Gesetzgeber als Kartell-Helfer!

Am Rande:

Das Beispiel ist zu schön, es sollte Schule machen, z.B. über eine Regierungskommission und einen Kodex in / für Wettbewerbsfragen, um das deutsche Kartellgesetz mit den Erfordernissen der Globalisierung zu "versöhnen".

III. Kodex-Kommission als Regulierungs"behörde"

Frei von jeder rechtlichen (Ein-)Ordnung und Verantwortung hat sich die Cromme-Kommission – je länger, je mehr – zu einer Regulierungs"behörde" entwickelt. Das Regulierungsnetz wird immer enger und dichter gezogen, je nach öffentlicher oder sonstiger "Stimmungslage", mit Hilfe der artifiziellen, aber höchst nützlichen Trennung in "Empfehlungen" und "Anregungen", um das Eine tun und das Andere lassen zu können.

Während die deutsche Wirtschaft sonst immer für Liberalisierung und Flexibilisierung eintritt, die Regelungswut der öffentlichen Hände beklagt und einen Bürokratieabbau fordert, scheint das hier nicht zu gelten. Die "Entstaatlichung" des Aktienrechts über § 161 AktG ist Liberalisierung genug! Und die Kommission hat Freude an ihrer "Privatisierungstätigkeit" als Daueraufgabe gefunden!

IV. Störfaktor Aktiengesetz

Zur Not werden die aktienrechtlichen Vorschriften auch "umgebogen", wenn sie im Wege stehen und vermeintlich von gestern sind. Der Versuch ist ja nicht strafbar, zumal mit dem Bundesministerium der Justiz im Hintergrund.

Ein Beispiel sind die Bestimmungen über die Bestellung / Wiederbestellung der Vorstände und die Laufzeiten / Bedingungen der Vorstandsverträge. Es geht um eine, wenn nicht **die** Kernfrage der Unternehmensverfassung.

Der Kodex-Kommission passt die ganze Richtung des § 84 AktG nicht und will sie – trickreich am Gesetz und seinen Grundentscheidungen vorbei – durch eigene Vorgaben ersetzen. Das jüngste Beispiel sind "Anregungen" zur Abfindung von Vorständen, die "bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit ohne wichtigen Grund einschl. Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht übersteigen (Abfindungs-Cap) soll(t)en". Die sog. Change-of-Control-Klauseln sollen ebenfalls "gedeckelt" werden (und die Ausgleichszahlung nicht mehr als 150% des "normalen" Abfindungshöchstbetrages betragen).⁹

Nun geht es nicht darum, diesen oder jenen Skandal der letzten Jahre zu beschönigen, sicher nicht! Doch es müsste genügen, an die gesetzlichen Maßstäbe zu erinnern, statt mit "Anregungen" in die aktienrechtlichen Handlungsspielräume einzugreifen, die einfach und klar sind (§ 84 Abs. 1 AktG):

⁹ Vgl. Ziff. 4.2.3 Deutscher Corporate Governance Kodex i. d. F. vom 14.07.2007.

1. Der Aufsichtsrat bestellt Vorstandsmitglieder auf höchstens fünf Jahre; eine wiederholte Bestellung oder Verlängerung der Amtszeit ist zulässig, jeweils für höchstens fünf Jahre, sie bedarf eines erneuten Aufsichtsratsbeschlusses, der frühestens ein Jahr vor Ablauf der bisherigen Amtszeit gefasst werden darf.

Das Gesetz setzt also feste Grenzen und lässt jeden Spielraum, innerhalb dieser Grenzen mit Augenmaß zu verfahren (was in gleicher Weise für die Dienstverträge gilt).

Manche Aufsichtsräte (und Vorstände) großer Dax-Gesellschaften haben sich – vor nicht allzu langer Zeit – an diesen Grenzen gestoßen und sie nach "oben" auszuhebeln versucht, durch grundlose Aufhebung alter und den vorzeitigen Abschluss neuer Vorstandsverträge.

Darauf hat die Cromme-Kommission überaus großzügig "geantwortet", statt "nein" zu sagen, im Rahmen einer Empfehlung, die noch heute im Kodex steht (Ziff. 5.1.2 Abs. 2), wonach "eine Wiederbestellung vor Ablauf eines Jahres vor dem Ende der Bestelldauer bei gleichzeitiger Aufhebung der laufenden Bestellung nur bei Vorliegen besonderer Umstände erfolgen (soll)." Eine Empfehlung am Gesetz vorbei.

2. Jetzt schlägt die Kommission den gegenteiligen Weg ein (nachdem vorübergehend auch im Gespräch war, die Laufzeiten generell auf höchstens zwei oder drei Jahre zu verkürzen):¹⁰ Es soll zwar bei dem gesetzlichen Rahmen und den fünfjährigen Vorstandsperioden, die hierzulande bei Wiederbestellung die Regel bilden, in Übereinstimmung mit dem Aktiengesetz bleiben (dürfen); aber die Abfindung soll bei einer zwangsweisen(?) vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit – auch ohne wichtigen Grund – auf zwei Jahresbezüge beschränkt werden (vgl. Ziff. 4.2.3). Mit welchem Recht, bleibt offen, sofern es sich nicht um eine Kündigung / Abberufung aus wichtigem Grund handelt (bei der richtigerweise jede Abfindung entfällt). Entweder gilt ein mehrjähriger Vertrag mit allen Rechten

¹⁰ Vgl. dazu Bernhardt, BB, 61. Jg., Heft 24, S. I.

und Pflichten – oder er gilt nicht; etwas dazwischen kann es nicht geben. Allenfalls ist eine Beurlaubung möglich, die aber – sofern kein wichtiger Grund zur Kündigung des Anstellungsverhältnisses besteht – dazu führt, dass die bisherigen Vorstandsbezüge weiterlaufen. Zu Abfindungen besteht kein Anlass, wie umsichtige Aufsichtsräte wissen und handeln: die Vergütung wird Monat für Monat wie bisher weiter gezahlt (mit Anrechnungsklauseln und Fortsetzung des Konkurrenzverbots); erst wenn der beurlaubte Vorstand eine anderweitige Tätigkeit findet und aufnehmen will, ist über eine Auflösung seines Vertrages mit oder ohne bescheidene Entschädigung zu verhandeln!

Die neue Kodex-Vorgabe als Muster ohne Wert.

3. Eine Limitierung der Abfindung wäre im Übrigen allenfalls dann zu erreichen, wenn eine solche Regelung von vorn herein in den Dienstvertrag hineingeschrieben würde (ggf. als Koppelungsklausel), mit Zustimmung des neuen oder verlängerten Vorstandsmitglieds,¹¹ eine Vorstellung, die mit der Lebenswirklichkeit wenig gemein hat! Welcher namhafte Vorstandskandidat von außen (oder zur Verlängerung anstehender Vorstand) wird sich wohl auf eine solche Regelung einlassen, die einen längerfristigen Vertrag Lügen strafen und ihn dem jederzeitigen Wohlwollen oder Misswohlwollen seines Aufsichtsrats aussetzen würde? – Letztlich sollen mit Hilfe des Kodex die langen Laufzeiten untergraben werden.
 - Der Hinweis auf das "Ausland", der – wie stets – nicht fehlen darf, ist für alles und jedes gut (oder ungut), aber nicht ausreichend, um in sich geschlossene – unterschiedliche – Rechts- / Unternehmenskulturen "auszuhebeln".

¹¹ Vgl. dazu Bernhardt, BB, 62. Jg., H. 34, S. I ("Vorstände an der kurzen Abfindungs-Leine der Aufsichtsräte?"), Bauer und Arnold, BB, 62. Jg., H. 34, S. 1793 ff. (Abfindungs-Caps in Vorstandsverträgen – gute Corporate Governance?), die die neue Kodex-Empfehlung für rechtswidrig halten, und Hoffmann-Becking, ZIP 2007, S. 2101 ff.

Lange Laufzeiten schaffen – notwendige – Freiräume und halten Vorständen auf – angemessene – Zeit den Rücken frei: für langfristige Investitionsvorhaben, die sich nicht von heute auf morgen auszahlen (müssen), dafür die Unternehmen aber dauerhaft voranbringen und (ab)sichern. Dasselbe trifft für ggf. notwendige Neuordnungs- / Sanierungsmaßnahmen zu. Im großen Tagesgeschäft gilt Ähnliches. Wer etwas bewirken will, braucht einen langen Atem, auch und gerade um Unternehmen in einer globalisierten Welt zukunftsfest zu machen.

V. Vorstandsbezüge –

- Gegenleistung oder (Selbst-)Bedienung?

Eines der Kernanliegen vieler DAX 30-Vorstände (und ihrer Berater) ist, im Windschatten bzw. mit Rückendeckung des Kodex (Ziff. 4.2.3 Abs. 3),¹² in großem Stil verwirklicht: ihre Vergütung innerhalb kurzer Zeit – unter dem Leitwort Globalisierung / Internationalisierung – auf den Kopf zu stellen, an neuen Modellen auszurichten und häufig ins Maßlose zu steigern. Vorbild waren die angelsächsischen, vornehmlich US-amerikanischen "Compensation Packages".

Bei vielen DAX-30-Aufsichträten ist offenkundig die "Angemessenheits"-Vorgabe des § 87 AktG Abs. 1 Satz 1 / 2 in Vergessenheit geraten.¹³

1. Die (Vergütungs-)Bausteine lauten:

- Festvergütungen, die in guten und schlechten Geschäftsjahren – mehr als – großzügig sind (und als Grundlage für entsprechende Pensionszusagen dienen);
- daneben messbare Erfolgs- und "freie" Ermessenstantiemen;

¹² sog. dritte Vergütungssäule.

¹³ zum aktuellen Stand u.a.: Handelsblatt vom 29.03.2007, S. 13 ("Deutschlands Topverdiener"), DIE ZEIT vom 04.04.2007, S. 34 ("Manager am Pranger"), managermagazin 07/2007, S. 38 ff. ("Cash as cash can") und Handelsblatt vom 14./15./16.09.2007, S. 19 ("Kartell der Schweiger ist geknackt").

- Aktienoptionsprogramme, manchmal mehrere Programme nebeneinander, mit Ausübungshürden, die zum Teil den Namen "Hürde" nicht verdienen, und die sich ggf. mit Aktienrückkaufsprogrammen aufhelfen lassen, um ins große Geld zu kommen, häufig ohne Cap, wie zuletzt die Berichte über den Wert der Schrempp-Optionen bei DaimlerChrysler von 50 Mio. € und mehr zeigen (der dabei – noch dazu – von seinem unternehmerischen Versagen profitiert).¹⁴
- Die Entwicklung war seit 1996 offenkundig. Damals haben die Deutsche Bank und Daimler Benz Hand in Hand damit begonnen, Aktienoptionen in Deutschland heimisch zu machen, als "Gratisaktien" für die Vorstände, wie die Bedingungen erkennen ließen.¹⁵

Die Aktionäre haben über die Jahre eine deutliche und nachhaltige Verwässerung ihres Anteilsbesitzes hinnehmen müssen;¹⁶

- nicht zu vergessen Nebenleistungen wie Haus, Gärtner, Wagen, Fahrer, Sekretärin / Büroleiterin auf Zeit oder auf Dauer, also auch jenseits der Vertragsgrenze,¹⁷

¹⁴ Vgl. Handelsblatt vom 04.06.2007, S. 1 ("Später Geldsegen für Schrempp") und Handelsblatt vom 05.06.2007, S. 14 ("Schrempps Optionsplan war ein Ausrutscher"), SZ vom 05.06.2007, S. 26 ("Scheitern und kassieren"), F.A.Z. vom 17.08.2007, S. 18 ("Der Meister der Gehaltszulagen") und DER SPIEGEL 21/2007, S. 74/75 ("Aufmarsch der Höllenhunde").

¹⁵ Bernhardt in Blick durch die Wirtschaft Nr. 88 vom 08.05.1998 und Nr. 91 vom 13.05.1998 ("Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value?") und Bernhardt, Finanzbetrieb, 3. Jg., H. 7-8, . 427-433 ("Stock Options – Modalitäten der Besteuerung, Bewertung und Offenlegung im internationalen Kontext").

¹⁶ Stuttgarter Nachrichten vom 03.07.2007, S. 9 ("Aktienoptionen zehren am Kapital der Daimler-Anleger")

¹⁷ Vgl. Handelsblatt vom 20./21./22.01.2006, S. 13 (Lebenslänglich Vorstandschef"), F.A.Z. vom 11.02.2006, S. 16 ("Deuss behält Dienstwagenprivileg"), F.A.Z. vom 23.11.2007, S. 21 ("Die Frau im Haus").

- schließlich Pensionen, also Ruhegeldszusagen mit Witwen- und Waisengeldern (die mit den früheren Vorstellungen einer angemessenen Altersversorgung z. T. wenig gemein haben).

Es ist das Beste aus allen Welten, gleichgültig wie unterschiedlich die Traditionen und Strukturen auch sonst sind.¹⁸

2. Neben den laufenden Bezügen (fest und variabel) gibt es nichts, was es nicht gibt – oder anders ausgedrückt: es gibt alles, was man sich nur denken und wünschen kann (wenn die Fantasie reicht):

- Antrittsgelder ("Begrüßungsgeld"),¹⁹
- Abgangsgelder,²⁰
- Übergangsgelder in jeder "Güte" und Höhe (wobei der Übergang auch in mittleren Jahren zum Teil bis zum Pensionsalter reicht),²¹
 - mit und ohne Anrechnungsklauseln anderweitiger Bezüge,
- ordentliche und außerordentliche Abfindungen,²² auch Abfindungen auf dem Wege vom Vorstand in den Aufsichtsrat (wie bei dem Wechsel von Deutsche Bank-Vorstand Clemens Börsig in den Aufsichtsrat

¹⁸ F.A.Z. vom 18.08.2007, S. 14 ("Abfindungen, Übergangsgelder und Pensionen versüßen den Abschied vom Vorstandsamt").

¹⁹ Vgl. Handelsblatt vom 27.09.2006, S. 13 ("Fragwürdige Antrittsprämie"); F.A.Z. vom 26.05.2007, S. C 5 ("Aufreger Handgeld").

²⁰ Vgl. F.A.Z. vom 12.05.2007, S. 16 ("Bei RWE brodeln die Gerüchteküche"); Börsen Zeitung vom 21.08.2007, S. 9 ("Gezerre um den Chefposten lähmt RWE").

²¹ Handelsblatt vom 15.08.2007, S. 1 ("Kritik an Frührenten für Vorstände"); Börsen Zeitung vom 21.08.2007, S. 8 ("Der versorgte Manager").

²² Vgl. dazu Döring in Börsen-Zeitung vom 10.06.2006, S. 8 ("Die Abfindungsmillionen Deutscher Vorstände"); F.A.S. vom 30.09.2007, D. 35 ("Ein Bonus für jede Lebenslage").

mit einer Auszahlung seines Vorstandsvertrags in Höhe von 17,6 Mio. €, sozusagen "Wechselgeld").²³

- Change-of-Control-Klauseln (z. T. selbst bei Eigenkündigung).²⁴

Diese Klauseln sind ein modischer Missbrauch neueren Datums aus der Welt der Unternehmensübernahmen und Finanzinvestoren: Vorstandsverträge sind für ihre Laufzeit – uneingeschränkt – zu vergüten, nicht weniger, aber auch nicht mehr, gleichgültig, wer die bestimmenden Aktionäre sind (zumal Vorstandsverträge in aller Regel für die Zeit nach ihrem Auslaufen angemessene bis üppige Übergangs- und Pensionsregelungen enthalten). Vertraglich zugestandene Eigenkündigungen bei Kontrollwechsel mit umfangreichen Abfindungspaketen stellen eine besonders missbräuchliche Gestaltung dar.

Rundum-Sorglospakete.

Mitte, Maß und ein Gespür für das, was "recht und billig" ist, sind verloren gegangen – mit nachhaltigen Rückwirkungen auf das Ansehen der Wirtschaft in der deutschen Gesellschaft (und auf das vordem ausgewogene gesellschaftliche Koordinatensystem hierzulande).

3. Die Arbeitnehmersvertreter in den mitbestimmten Präsidial- und Personalausschüssen der DAX-Gesellschaften, die Gewerkschaften eingeschlossen, haben in der Regel mitgemacht (Vertragsverlängerungen zur Unzeit und Abfindungen eingeschlossen), durch Zustimmung oder Stimmenthaltung. Die Gründe lassen sich häufig unschwer ausmachen (Wohlwollen gegen Wohltaten). Jedenfalls haben die deutschen Gewerkschaften es mit zu vertreten, dass Balance und Zurückhaltung in Vergütungsfragen, wie sie früher in deutschen Führungsetagen üblich waren, der Vergangenheit angehören.

²³ Vgl. Handelsblatt vom 10.04.2006, S. 30 ("Personalwechsel wird teuer für Deutsche Bank"), F.A.Z. vom 02.06.2006, S. 15 (Börsigs teurer Wechsel in den Aufsichtsrat).

²⁴ vgl. dazu Hoffmann-Becking, ZIP 2007, S. 2103 ff.

Am Rande:

Wer unbegrenzt und unbeschränkt viel verdienen will, muss Unternehmer werden; dann hat er alle Möglichkeiten, zu Recht (allerdings gleichzeitig alle Risiken).

So löst sich auch der vermeintliche "Widerspruch" auf, den manche Vorstände sehen, wenn sie ihre Vergütung mit den Einkünften / Gagen gefeierter Sportler oder Schauspieler / Sänger vergleichen und dann noch immer unzufrieden sind: Sportler und Künstler sind Unternehmer, sie stehen jeden Tag im – öffentlichen – Blickfeld und im Wettbewerb um Sieg und Niederlage. Wenn ihre Leistungen nachlassen, verlieren sie sehr schnell die Gunst des Publikums (und der Medien) und von heute auf morgen ihren – gerade finanziellen – Sonderstatus. Selbst im guten / günstigen Fall geht es nur um eine beschränkte Zahl von Jahren (ohne Ruhegehälter pp.).

VI. Aufsichtsratsstaniemen – Tätigkeitsvergütung oder Erfolgsprämie?

Nachdem die Vorstände "versorgt" sind, sind jetzt die Aufsichtsräte mit ihrem – vermeintlichen – Nachholbedarf an der Reihe, obwohl auch die Aufsichtsrats-Bezüge in den letzten Jahren steil nach oben gegangen sind.²⁵ Doch dabei soll es (noch) nicht bleiben. Den Vorreiter machen im Jahre 2007 die Deutsche Bank und die Commerzbank.²⁶ Andere werden mit mehr oder weniger großem Abstand folgen.²⁷

²⁵ Vgl. manager-magazin 3/2007, S 34; Handelsblatt vom 17.04.2007, S. 14 ("Aufsichtsräte profitieren vom Erfolg"); F.A.Z. vom 02.10.2007, S. 26 ("Aufsichtsräte verdienen abermals deutlich mehr").

²⁶ Vgl. TOP 11 der Hauptversammlung 2007 der Deutsche Bank AG unter www.deutsche-bank.de/ir/de/content/hauptversammlung_2007.htm, F.A.Z. vom 18.05.2007, S. 18 ("Lob und Tadel für Commerzbank").

²⁷ Handelsblatt vom 11.09.2007, S. 19 ("Mehr Geld für Aufsichtsräte").

Hier ist die Cromme-Kommission mit ihren Empfehlungen (Ziff. 5.4.7) nicht in der dort gewünschten Weise vorangekommen, auch weil sie sich einmal mehr "verrannt" hat, vor allem mit der empfohlenen "erfolgsorientierten Vergütung" nach amerikanischen Mustern.

Die Cromme-Kommission hat die aktienrechtlichen Grundstrukturen von Vorstand und Aufsichtsrat "übersehen" und sich einmal mehr an den (aktien-)gesetzlichen Grenzen gestoßen. Der deutsche Aufsichtsrat hat – anders als der angelsächsische Board – eben keine operativen Aufgaben, ist vielmehr Kontrollorgan (§ 111 AktG). Je schnelllebiger und riskanter die (Vorstands-)Zeiten werden, um so mehr muss sich der Aufsichtsrat um seine Kernaufgabe, die Überwachung des Vorstands, kümmern, und "gegenhalten". Da zeigt ein Erfolgshonorar, das in irgendeiner Verbindung mit dem laufenden Geschäft und seinen Ergebnissen steht, in die falsche Richtung!

Der BGH hat das in seinem Urteil vom 16.02.2004 über die Unzulässigkeit von Aktienoptionen für Aufsichtsräte deutlich gemacht,²⁸ offenbar nicht deutlich genug.

Für den Aufsichtsrat geht es um eine angemessene Fest-Tantieme und ggf. um eine variable Komponente in Abhängigkeit von der Höhe der Dividendenzahlung – weil die Aufsichtsräte hier mit ihren "Auftraggebern", den Aktionären, und nicht mit dem Vorstand in einem Boot sitzen.

VII. Vergütung der Betriebsräte – Ehrenamt oder Co-Management?

Von der Vergütung der Aufsichtsräte und ihrer Entwicklung in den vergangenen Jahren war schon die Rede. Betroffen und begünstigt sind die Vertreter der Anteilseigner und der Arbeitnehmer in gleicher Weise, wobei letztere gewerkschaftsintern verpflichtet sind, ihre AR-Tantiemen bis auf einen Grundbetrag an

²⁸ BGH, 16.02.2004 – II ZR 316/02

die Hans Böckler-Stiftung abzuführen (die ihrerseits die Mitbestimmungsfor-
derungen der Gewerkschaften gegen die Unternehmen unterstützen und voran-
bringen soll)!²⁹

1. Im Kreuzfeuer steht – nicht zuletzt nach VW – die Vergütung der Betriebs-
räte, namentlich der Betriebsratsvorsitzenden, die neben der AR-
Vergütung steht (Betriebsverfassungsgesetz hier, Mitbestimmungsgesetz
dort).

Wegen der betrieblichen und persönlichen Nähe der Beteiligten im Tages-
geschäft ist die Grenzziehung besonders wichtig und kritisch.

VW ist in mehrfacher Hinsicht und aus mehreren Gründen ein –extremer–
Sonderfall, aber kein Einzelfall.³⁰ Das zeigt Siemens mit "seiner" hausei-
genen Gewerkschaft "Arbeitsgemeinschaft unabhängiger Betriebsangehö-
riger" (AUB);³¹ und die Commerzbank hat beispielsweise ihre Betriebsräte
bei Bonuszahlungen jahrelang bevorzugt, wie im Sommer 2005 zu lesen
war.³²

- Auch ohne Mitbestimmung scheint die Finanzierung von Gewerkschaf-
ten durch die Industrie nicht ungewöhnlich zu sein, zumindest sieht es
in Frankreich so aus.³³

²⁹ Bernhardt, BB, 59. Jg., H. 47, S. 2480 ff. (2481), ("Deutsche Unternehmens-Mitbestim-
mung zwischen Wünschen und Wirklichkeit").

³⁰ Handelsblatt vom 03.04.2007, S. 8 ("Heuchelei hoch drei").

³¹ Vgl. dazu SZ vom 30.07.2007, S. 19 ("Holpriger Neuanfang").

³² F.A.Z. vom 08.08.2005, S. 9 (Commerzbank zahlte Sonderboni an Betriebsräte"); Han-
delsblatt vom 08.08.2005, S. 17 ("Commerzbank hat Betriebsräte bei Bonuszahlungen jah-
relang bevorzugt").

³³ Vgl. F.A.Z. vom 01.10.2007, S. 13 ("Geldtransfers belasten Frankreichs Arbeitgeber");
F.A.Z. vom 18.10.2007, S. 24 ("Geld gegen Kompromissbereitschaft"); F.A.Z. vom
24.10.2007, S. 21 ("Gautier-Sauvagnac stolpert über Korruptionsverdacht").

2. Lösungsvorschläge gibt es, aber sie führen letztlich nicht weiter. Hubertus Schmoldt, der Vorsitzende der Gewerkschaft Bergbau Chemie und Energie, befürwortet, dass "Betriebsräte, die in einer besonderen Verantwortung stehen, angemessen – d.h. ihrer Funktion entsprechend – bezahlt werden", was immer das bedeuten mag.³⁴ Die Versuchungen werden auch danach nicht ausbleiben, denn es geht stets um "mehr".

In die gleiche Richtung zielt ein Vorschlag von Herrmann Scherl. Er findet das Leitbild vom ehrenamtlichen Betriebsrat weltfremd; nach seiner Meinung sollten "führende Betriebsräte wie Manager bezahlt werden".³⁵

Wenn bei Vorständen und Aufsichtsräten alles über das Geld geregelt wird und nichts anderes mehr zählt, passt ein solcher Vorschlag in die Landschaft. In Betriebsratsgremien und der Betriebsratsarbeit würde er aber alles andere als gut tun, weil er dort zu großen – internen – sozialen Spannungen und Verwerfungen führen würde.

VIII. (Kodex-)Entsprechenserklärungen – Verhalten oder Rituale?

Für die Kodex-Kommission und ihre Erfinder / Förderer ist – wie könnte es anders sein – der Kodex eine Erfolgsgeschichte. Eine Auswertung der Entsprechenserklärungen, die Jahr für Jahr, zuletzt im April 2007, für die Kommission erfolgt, bestätigt dieses Urteil, jedenfalls gemessen an der Zahl der Empfehlungen (81) und Anregungen (20). Die Statistik stimmt.³⁶ Doch das Bild täuscht, jedenfalls sind Fragezeichen angebracht:

³⁴ Interview in / mit der SZ vom 05.06.2007, S. 27 ("Betriebsräte besser bezahlen").

³⁵ DIE ZEIT vom 22.03.2007, S. 44 ("Führende Betriebsräte sollten wie Manager bezahlt werden"); ähnlich Pflüger, der von "Co-Managern" und vom "Co-Management" der Betriebsräte spricht, in BB, 62. Jg. H. 41, S. I ("Vorschläge für ein Vergütungsmodell für Betriebsräte – Abschied vom Ehrenamt"). Vgl. auch F.A.Z. vom 06.11.2007, S. 16 ("BASF-Betriebsrat gibt Gehälter preis").

³⁶ v. Werder / Talaulicar, DB, 60. Jg. H. 16, S. 869 ff.: Kodex Report 2007; Cromme in DIE WELT vom 22.09.2007, S. 9 ("Hat die Wirtschaft Vertrauen verdient?").

1. Die Empfehlungen ("soll") sind so allgemein gehalten, dass sich damit meist ohne sonderliche Mühen leben lässt.

Die Anregungen ("sollten") stehen ohnehin in jedermanns Belieben.

2. Die Empfehlungen eröffnen Auswege (Schlupflöcher), wenn die Anforderungen strenger werden. Sie sollen dann "in der Regel" gelten. Jedes Unternehmen kann sich also auf eine Ausnahmesituation berufen; und viele tun es. Die "Regel" gilt immer nur für die anderen.
3. Die Zustimmungsraten zu den Empfehlungen sinken, wenn es "eng" wird und wehtut. Nachdrückliche Beispiele sind:
 - Offenlegung / Transparenz in Vergütungsfragen (Vorstand und Aufsichtsrat)
Hier hat – nach langem Zuwarten – der Gesetzgeber mit dem Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG) vom 03.08.2005 "nachgeholfen" (wobei das Vorstandsvergütungsgesetz wegen der Nebenbezüge, z.B. der Ruhegehälter, dringend einer Nachbesserung bedarf).³⁷ Der Gesetzgeber als Feuerwehr!
 - Flächendeckender Wechsel vom Vorsitz des Vorstands in den Vorsitz des Aufsichtsrats (Ziff. 5.4.3).³⁸
 - Selbstbehalt bei D&O-Versicherungen (Ziff: 3.8 Abs. 2).³⁹

³⁷ Vgl. F.A.Z. vom 18.08.2007, S. 16 ("Vorstände weichen aus"); Baums im Handelsblatt vom 14./15./16.09.2007, S. 19 ("Abfindungen können weiter versteckt werden").

³⁸ vgl. dazu WELT am SONNTAG Nr. 18 vom 04.05.2003, S. 27 ("Warum haben Sie nicht Nein gesagt"), Handelsblatt Nr. 88 vom 08.05.2003, S. 10 (Der Club der alten Herren), Süddeutsche Zeitung Nr. 111 vom 15.05.2003, S. 21 ("Die Deutschland AG lebt"), Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 188 vom 15.08.2003, S. 18 ("Früherer Bayer-Chef ist gerne Aufsichtsrat"), Handelsblatt Nr. 165 vom 26.08.2004, S. 6 ("Grüne drohen mit Gesetz für Aufsichtsräte"), DIE WELT vom 27.08.2004, S. 11 ("Chef-Kontrolleure am Pranger").

³⁹ Handelsblatt vom 21.11.2007, S. 35 ("Börsenfirmer verletzen Kodex").

4. Die Entsprechenserklärungen, die statistisch ausgewertet werden, erfahren keine Überprüfung durch außenstehende Dritte; es handelt sich um Selbstauskünfte der Unternehmen. Form und Inhalt, d.h. Wortlaut und tatsächliches Verhalten, können übereinstimmen, aber ebenso auseinanderfallen.

Vieles spricht dafür, dass letzteres über weite Strecken der Fall ist.

Theisen / Raßhofer haben kürzlich das Ergebnis einer umfangreichen empirischen Untersuchung zur Informations- und Berichtspflicht des Vorstands an den Aufsichtsrat vorgelegt.⁴⁰ Es geht um Ziff. 3.4 Abs. 3 Satz 1 des Deutschen Corporate Governance-Kodex:

"Der Aufsichtsrat soll die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands näher festlegen."

Alle börsennotierten Gesellschaften haben diese Empfehlung ohne Ausnahme unterschrieben (DAX, M-DAX und S-DAX). Theisen / Raßhofer wollten herausfinden, wie sich die "Entsprechenserklärung zur Erklärungsentsprechung (verhält)", mit anderen Worten, wie weit die Gesellschaften ihre Entsprechenserklärung "leben und umsetzen". Sie sind dabei zu dem Ergebnis gekommen, dass die "Vorstände und Aufsichtsräte der untersuchten DAX-Gesellschaften – und noch weniger der M-DAX- und S-DAX-Gesellschaften – nach den Untersuchungsergebnissen intern ... nicht zu einem wirklichen bilateral gestalteten und verantworteten Informationsaustausch über konkrete Corporate Governance-Fragen bereit (sind)".⁴¹

Es hat sich also trotz aller Entsprechenserklärungen in einem zentralen Punkt seit 2002 nichts wirklich geändert!

⁴⁰ Theisen / Raßhofer, DB, 60. Jg. H. 24, S. 1317 ff. ("Wie gut ist "Gute Corporate Governance"? – Ein aktueller Praxistest").

⁴¹ a.a.O., S. 1320.

Auch manche "Schieflagen" der letzten Zeit zeigen in diese Richtung (z. B. Siemens): Entweder hat dort der notwendige Informationsfluss nicht stattgefunden und / oder die Aufsichtsräte haben es an kritischen Fragen und dem notwendigen Risikobewusstsein fehlen lassen, eines so schlimm wie das andere.

Mit vielen anderen Kodex-Bestimmungen wird es ähnlich sein (z.B. bei der Effizienzprüfung des Aufsichtsrats nach Ziff. 5.6).

Die Entsprechenserklärungen als Rituale und "Marketing Instrumente", nicht mehr. Keine große Überraschung.

5. Mit dem Stichwort von der "Erfolgsgeschichte" des Kodex verbinden sich zudem (Grundsatz-)Fragen; worin soll sie bestehen?
 - In der Verfassungswidrigkeit der Ausgangslage (§ 161 AktG) und der "Privatisierung" von Gesetzesvorhaben?
 - In der Schaffung eines exklusiven Standes"rechts" für die Führung der großen Publikumsgesellschaften?
 - In der Aufgabe der deutschen Rechtstradition und eines Teils der europäischen / deutschen Unternehmenskultur?
 - In der Umgehung gesetzlicher (Vorstands-)Vorgaben und der "Legalisierung" jedweder Vergütungsmodelle auch für Aufsichtsräte?

Eine Erfolgsgeschichte sieht anders aus, zumal aus Sicht der Aktionäre.

IX Kodex und Börse – Nutzen oder Schaden?

Was und wem nutzt der (Einheits-)Kodex?

1. Seine Befürworter werden nicht müde zu betonen, dass sich der Kodex und seine Befolgung "auszahle", weil der Kapitalmarkt, voran die Börse, Kodex-Treue belohne. Die Börse müsste demzufolge diejenigen Unternehmen abstrafen, die in zentralen Fragen aus der Kodex-Front ausscheiden, allen Entsprechenserklärungen zum Trotz, und/ oder sich nicht kodexgerecht verhalten. Davon kann in den Börsenjahren 2006 und 2007 keine Rede sein, eher ist das Gegenteil richtig, wie 3 Beispiele exemplarisch zeigen:

1.1 Volkswagen

Wenn ein Unternehmen den Kodex in 2006 / 2007 "links liegen" gelassen hat, dann ist es VW, zumal in Vorstands- und AR-Fragen; das bedarf keiner näheren Begründung. Die Börse war gerade damit sehr zufrieden,⁴²

- schon vor der Übernahmephantasie (Porsche) und dem "Fall" des VW-Gesetzes.

– Chart 1
(Anlage)

1.2 Siemens

Dasselbe gilt – aus anderen Gründen – für Siemens. Die Korruptionsaffären / -geschäfte mit den damit verbundenen Vorstands- und AR-Wechseln haben den Siemenskurs nicht aus dem Tritt gebracht,⁴³ auch nicht die "eigene" Gewerkschaft AUB und auch nicht

⁴² F.A.S. vom 10.12.2006, S. 60 ("Die VW-Aktionäre hoffen auf den Befreiungsschlag"). Ähnliches trifft für MAN zu, wo Ferdinand Piëch gleichfalls durchgegriffen hat; vgl. F.A.Z. vom 28.06.2007, S. 15 ("Kley verlässt MAN-Aufsichtsrat") und F.A.Z. vom 14.04.2007, S. 17 ("Ferdinand Piëch 70 Jahre").

⁴³ F.A.Z. vom 21.05.2007, S. 11 ("Der Traditionskonzern beendet das Chaos").

die Kartellstrafe in Höhe von 396,6 Mio. € (Schaltanlagen) vom 24.01.2007.⁴⁴

Immerhin lässt sich hier entgegenhalten, die Börse honoriere die Aufräumarbeiten der neuen Führung (Vorstand / Aufsichtsrat) und setze auf die Zukunft.

– Chart 2
(Anlage)

Am Rande:

Der Ausflug deutscher Aktiengesellschaften an die Wall Street war von vornherein teuer und hat sich kaum ausgezahlt, vom vermeintlichen Prestige einmal abgesehen. Es war eine Modeerscheinung wie andere auch und entsprechend kurzlebig; das zeigt der jetzige Rückzug der deutschen Unternehmen von der Wall Street.⁴⁵

Unausgesprochen spielen dabei die SEC (FBI-) Erfahrungen von Siemens eine maßgebende Rolle. Wer findet sich gerne in ausländischen (Rechts-) Händen wieder, wenn etwas schief läuft? Das gilt angesichts des – ganz anderen – amerikanischen Rechtssystems mit seinen – zwangsläufigen – teuren Anwaltsheeren schon für den Alltag, und um ein Vielfaches mehr in Krisenfällen.

1.3 ThyssenKrupp

Mit den 2 Entsendungsrechten für die Krupp-Stiftung zum ThyssenKrupp-Aufsichtsrat sieht es ähnlich aus.

Man kann eine solche – aktienrechtlich zulässige – Gestaltung mit guten Gründen verfechten, noch dazu in einer deutschen Schlüs-

⁴⁴ F.A.Z. vom 25.01.2007, S. 1 ("Hohe Kartellbuße für Siemens").

⁴⁵ Handelsblatt vom 31.07.2007, S. 1 ("BASF nimmt Abschied von der Wall Street"); SZ vom 29.08.2007, S. 26 ("Die Hoffnungen haben sich nicht erfüllt"); F.A.Z. vom 06.09.2007, S. 22 ("Einmal Wall Street und zurück").

selindustrie. Selbsthilfe ist allemal besser als staatliche Schutzmaßnahmen.

Doch es macht keinen überzeugenden Eindruck, wenn der Vorsitzende der Kodex-Kommission als Vorsitzender des Aufsichtsrats der ThyssenKrupp AG seinen eigenen Empfehlungen zuwider handelt (one share, one vote in Ziff. 2.1.2), hier und in anderen Fällen.⁴⁶

Am Rande:

Auch die sonst so strittige Mitbestimmung steht nicht nur nicht im Wege, sondern stellt eine der Grundvoraussetzungen der Entsendungsrechte und ihrer Zielvorstellung dar: nur in Verbindung mit den AR-Stimmen der Arbeitnehmerseite im Thyssen-Aufsichtsrat kann die Krupp-Stiftung mit ihren AR-Entsendungsrechten blockieren!

Dem ThyssenKrupp-Börsenkurs hat dieser Kodex-Verstoß nicht geschadet, im Gegenteil. Auch die parallele Kartellstrafe vom 21.02.2007 in Höhe von 479,7 Mio. €⁴⁷ (Aufzugskartelle) ist ohne Rückwirkungen auf die Aktie geblieben.⁴⁸

– Chart 3
(Anlage)

⁴⁶ Vgl. Handelsblatt vom 18.01.2007, S. 2 ("Stählerne Festung" und "Cromme hadert mit seinen eigenen Regeln"), F.A.Z. vom 20.01.2007, S. 15 ("Aktionäre fürchten um Börsenkurs von ThyssenKrupp"); Nicola Leibinger-Kammüller, Handelsblatt vom 15.10.2007, S. 2 ("Der, der die Regeln mitaufgestellt hat, hat sie selbst auch nicht befolgt. Daran kann man sehen, wie zweischneidig das Thema ist.").

⁴⁷ Handelsblatt vom 20./21./22.04.2007, S. 11 ("Liftkartell wird zur Kasse gebeten").

⁴⁸ F.A.Z. vom 12.05.2007, S. 20 ("ThyssenKrupp erntet").

2. Anhand dieser – namhaften – Beispiele könnte der Eindruck entstehen, als ob sich gerade Kodex-Durchbrechungen auszahlen. Soweit geht es sicher nicht. Doch die Frage stellt sich: Der Kodex als Muster ohne oder von zweifelhaftem Wert?

Jedenfalls ist es mit dem vermeintlichen Kodex-Nutzen offenkundig so eine Sache! Und eines ist sicher : Die Kodex-Kommission sollte – in ihrem eigenen Interesse – davon absehen, alles regeln zu wollen, was ihr von irgendeiner Seite auf den Tisch kommt, und damit immer mehr zu einer "Regulierungsbehörde" zu werden, mit dem Ergebnis, dass man vor lauter (Kodex-)Bäumen den Wald (unternehmerischer Wirklichkeit) nicht mehr sieht.⁴⁹ Wir haben schon genug Bürokratie und Rituale (und einen "Normenkontrollrat zum Bürokratieabbau", den man gelegentlich bei der Cromme-Kommission vorbeischicken sollte).

"In der Beschränkung zeigt sich der Meister", sagt ein deutsches Sprichwort.

Am Rande:

Wichtig(er) wäre es für die Glaubwürdigkeit der Kommission, eine uneingeschränkte Transparenz der Vorstandsbezüge (Nebenleistungen) zu erreichen und eine volle Offenlegung der AR-Vergütungen durchzusetzen, bevor der Gesetzgeber ein weiteres Mal "nachhilft".

⁴⁹ Was das DAI am Gesetzgeber beklagt ("Überregulierung" – F.A.Z. vom 28.03.2007, S. 21), gilt erst recht für den KODEX.

X Kein Mittelstandskodex

Der Kodex ist über die Publikumsgesellschaften hinaus in jedem Fall ein "Muster ohne Wert"; insbesondere gibt es keinen Raum und schon gar keinen Bedarf für eine Übertragung auf nicht börsennotierte Gesellschaften, auch wenn der Deutsche Corporate Governance Kodex das in seiner Präambel meint.

"Der Kodex richtet sich in erster Linie an börsennotierte Gesellschaften. Auch nicht börsennotierten Gesellschaften wird die Beachtung des Kodex empfohlen."

In der Sache selbst ist das nicht nur unmöglich, sondern auch alles andere als wünschenswert. Warum?

Ausgangspunkt des Kodex ist das weithin - zwingende - deutsche Aktiengesetz und seine Aufgaben- / Rollenverteilung zwischen Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand. Die Rechtsformen des Mittelstandes sind die Gesellschaft mit beschränkter Haftung und die Kommanditgesellschaft, letztere in Gestalt der GmbH & Co. KG oder - in seltenen Fällen - der AG & Co. KG. Ausschlaggebend hierfür sind die weitreichenden Gestaltungsmöglichkeiten des GmbH-Gesetzes und des Handelsgesetzbuches, die den jeweiligen Gesellschaftern freie Hand lassen, wie sie ihre Beziehungen regeln wollen: im Verhältnis zwischen Geschäftsführung und Gesellschafterversammlung, mit oder ohne Überwachungs- und Beratungsgremien (Aufsichtsrat / Verwaltungsrat / Beirat) und der jeweiligen Zuständigkeitsverteilung zwischen solchen Gremien und der Geschäftsführung.

Es spricht nichts dafür, die vorhandenen Gestaltungsspielräume zu beschneiden und durch irgendwelche Kodizes aus dem Kreis der Aktiengesellschaften zu reglementieren, mögen Banken und Beratungsgesellschaften aller Art das so verlockend finden – im Sinne ihrer (eigenen) Geschäftstätigkeit. Korporatismus und Fremd"bestimmung" sind dem Mittelstand fremd und sollten ihm auch fremd bleiben. Eigenwilligkeit und Eigeninteresse der Gesellschaften und - vor allem - ihrer Gesellschafter sind bestimmend und haben Vorrang.

XI Wirtschaftsethik – Wirtschaft und / oder Ethik?

Wenn von Corporate Governance mit und ohne Kodex die Rede ist, ist die Ethik nicht fern. So schreibt Cromme,⁵⁰ dass "die Publikumsgesellschaften quasi coram publico ihre Daseinsberechtigung, ihre Wettbewerbsfähigkeit und ihre nachhaltigen Zukunftschancen erläutern (müssen): vom Unternehmensergebnis bis hin zur Unternehmensethik". Der Kodex sei ein Versuch, "das Leitbild des ehrbaren Kaufmanns in einer sich wandelnden Welt in ethisch verantwortbare Spielregeln umzusetzen."

Zur modernen Form der Corporate Governance gehört – wen wundert es – eine "passende" Form der Wirtschaftsethik.

Von Markt und Moral, die keine Gegensätze mehr sein sollen, von Wettbewerb und Ethik und von einer – angeblich notwendigen – neuen Sichtweise ist die Rede. "Ethik lohnt sich auch ökonomisch", heißt es bei führenden Wirtschaftsethikern.⁵¹

"Die Marktwirtschaft verbindet Moral und Eigeninteresse; eine Ethik der Mäßigung passt nicht in die moderne Welt", hat Christoph Lütge, ein Homann-Schüler, geschrieben⁵² und einen Widerspruch zwischen Moral und Eigeninteresse verneint.⁵³ Homann, einer der führenden deutschen Wirtschaftsethiker, hat die neue Sichtweise in das Bild gekleidet:⁵⁴ "Der heilige Martin würde heute nicht mehr seinen Mantel teilen, sondern eine Mantelfabrik bauen und dem

⁵⁰ DIE WELT vom 22.09.2007, S. 9.

⁵¹ Wilhelm Krelle, "Unternehmensethik, Konzepte – Grenzen – Perspektiven", ZfB-Ergänzungsheft 1/92 / S. 35 ff.

⁵² F.A.Z. vom 06.03.2004, S. 15.

⁵³ Homann und Ungethüm, die über die "Ethik des Wettbewerbs" nachdenken, klingen ähnlich; manche Passagen lesen sich so, als ob Eigennutz die bestmögliche Form von Fremdnutz wäre. F.A.Z. vom 23.06.2007, S. 11.

⁵⁴ F.A.Z. vom 15.05.2007, S. 12.

Bettler Arbeit geben, so dass er sich den Mantel selbst kaufen kann." So einfach sind die Dinge, wenn einer friert und andere nicht genug kriegen können.

Es ist hier nicht der Ort, eine – auch nur kurze – Bestandsaufnahme über den derzeitigen Stand der Wirtschafts- und Unternehmensethik vorzunehmen. Wichtig sind aber ein paar Klarstellungen "vor der Klammer", um nicht allzusehr ins Rutschen zu kommen:

1. Ethische Fragen beginnen für die Unternehmen erst jenseits der gesetzlichen Bestimmungen (Gebote und Verbote), es geht um ein Mehr gegenüber der (bloßen) Einhaltung von Zivil-, Steuer- oder Strafgesetzen.

Daran ist auch deshalb zu erinnern, weil z. B. die Siemens-Schmiergeldzahlungen zum Teil unter wirtschaftsethischen und nicht unter strafrechtlichen Vorzeichen abgehandelt werden. Doch Korruption / Bestechung waren (nur) so lange und so weit ethische Problemstellungen, wie sie straffrei und zudem steuerlich abzugsfähig waren. Das ist schon lange Vergangenheit. Heute sind Strafrechtler zuständig, keine Wirtschaftsethiker.

Dieselbe Aussage gilt in Verbindung mit dem Mannesmann-Verfahren. Strittig waren strafrechtliche Tatbestände (Untreue) unter Rückgriff auf zivil- / aktienrechtliche Voraussetzungen wie das Vorliegen oder Nicht-Vorliegen eines Vertrages. Was ein Vertrag ist, fällt in die Zuständigkeit von Juristen – nicht von Wirtschaftsethikern. "Implizierte Verträge", von denen Karl Homann in seinen "wirtschaftsethischen Anmerkungen zum Fall Ackermann" spricht, "erschließbar aus den internationalen Usancen und der besonderen Wertsteigerung durch Essers exorbitante Anstrengungen", mögen sich zwar gut anhören, sind aber keine juristische Kategorie, auf die es hier ankäme.⁵⁵ Posé, der Präsident des Ethikverbandes der deutschen Wirtschaft, hat sich in ähnlicher Weise geäußert und eine Verbindung zwischen "ethischen Normen" und den "Wertsteige-

⁵⁵ In SZ vom 23.05.2006, S. 22 ("Der Fall Ackermann und die Wirtschaftsethik").

rungen (hergestellt), die Klaus Esser im Übernahmekampf erreicht hatte."⁵⁶

Es ist mit der Ethik wie mit dem Kodex und der Privatisierung des (Wirtschafts-)Rechts in Richtung "Standesrecht". In Rede steht eine Wirtschaftsethik, die sich als Standesethik versteht und ausschließlich am geschäftlichen Erfolg gemessen werden will.

Ethik ist mehr als Utilitarismus. Es reicht nicht, das Ethische auf das Ökonomische zu verkürzen. Diese Gefahr besteht – wie es aussieht – mehr und mehr.

2. Doch vielen lautstarken Umdeutungen in Vorträgen und Veröffentlichungen zum Trotz: Es gibt sie noch, die (vorbildlichen) Unternehmerpersönlichkeiten, allemal im deutschen Mittelstand und in den großen geschlossenen Gesellschaften (Familien- und Stiftungsunternehmen). Berthold Leibinger, ein – weltweit – überaus erfolgreicher schwäbischer Unternehmer, hat kürzlich davon gesprochen:⁵⁷

"Die Tugenden des Pietismus – Fleiß, Bescheidenheit, persönliche Verantwortung – sind Werte, die unsere Gesellschaft bitter nötig hat".

3. Wie immer der Wertekatalog lautet, woher er kommt und worauf er beruht, eines ist wichtig. Es müssen Werte sein – und nicht nur Geldwerte (eine Verwechslung, die heute nicht zufällig gang und gäbe ist). Vorbilder sind gefragt. Mitarbeiter suchen Orientierung, Unternehmer, "die in erster Linie glaubwürdig sind. Es geht gar nicht so sehr darum, immer alle Wünsche zu erfüllen. Es geht darum, durch Leben und Tun die Überzeugung zu

⁵⁶ In DIEWELT vom 24.10.2006, S. 15.

⁵⁷ "Über das Verhältnis von Wirtschaft und Religion – Die Entwicklung Baden-Württembergs vom armen Agrarstaat zur Hightech-Region", Vortrag am 11.10.2004 in Schramberg (S. 9). Vgl. auch Hans Küng, "Ökonomie und Gottesfrage", Reutlinger Reden, H 5, (1980), S. 6 – 7).

vermitteln, dass man ernsthaft und redlich bei der Sache ist", so Leibinger.⁵⁸

Das alles ist nichts Neues, aber vielfach in Vergessenheit geraten.

Ohne einen Rückgriff auf die sog. alten Tugenden wird es nicht gehen, allermodischen Wirtschaftsethik zum Trotz.

⁵⁸ "Von der Verantwortung des Unternehmers in unserer Gesellschaft", Vortrag bei der 3. Marcus-Bierich-Lecture der Königswinter Stiftung am 16.02.2005 in Stuttgart (S. 10).

Nachwort

Gerhard Schwarz, Leiter der Wirtschaftsredaktion der Neue Zürcher Zeitung und zugleich Vorsitzender der Friedrich August von Hayek-Gesellschaft in Freiburg / Breisgau, ein (Ordo-)Liberaler, wie er im Buch steht, hat am 23. November 2004 im Industrieclub in Düsseldorf zu dem Thema

"Wider die Wellenreiter – Überlegungen zur Entschädigungspolitik und Ethik auf den Vorstandsetagen"

gesprochen.⁵⁹ Aus dem Schlusskapitel seines Vortrags stammen die nachfolgenden Sätze:

"Zu viele Top-Manager bringen mit ihrem Verhalten nach innen und nach außen, mit ihrer Präpotenz und schier unermesslichen Gier, ...mit ihrem Mangel an Feingefühl und Anstand, das liberale System, die Wirtschaft insgesamt und die Unternehmenswelt im besonderen in Verruf. Zum Glück gibt es jedoch auch noch die anderen, welche die Tugenden der Klugheit und des Maßhaltens, vor allem diese beiden, pflegen und hochhalten. Diese Unternehmensführer ... sind, so scheint es mir, deutlich rarer geworden als früher. Umso mehr gilt es, ihnen Sorge zu tragen und sie als positive Beispiele hochzuhalten. Und solange es sie noch gibt, besteht Hoffnung, dass wir dereinst nicht ausgerechnet die Manager als Totengräber der Marktwirtschaft bezeichnen werden müssen."

Seit dem November 2004 sind 3 Jahre ins Land gegangen. Viele Vorstandsbezüge haben sich in diesen Jahren weiter steil nach oben entwickelt, die Schere ist noch mehr auseinandergegangen. Es war deshalb nur eine Frage der Zeit, wann der – vornehmlich schweigende – Missmut einem "Aufschrei" weichen würde.

Der Bundespräsident hat mit seiner Rede am 03.12.2007 über "Freiheit und Verantwortung" die öffentliche Debatte angestoßen.

⁵⁹ siehe Veröffentlichung des Industrieclubs Düsseldorf, Heft 06/2004.

Seitdem sind die "Managergehälter" Tagesgespräch; und die Parteien haben, zumal kurz vor mehreren Landtagswahlen, ein Thema entdeckt, wie es "plakativ" nicht sein könnte. So ist auch an – scheinbar guten – Vorschlägen kein Mangel, die allerdings in der Mehrzahl wenig zielführend sind und an der Sache vorbeigehen.

1. Gesetzliche Gehaltsobergrenzen ("Höchstlöhne") kann es schon aus praktischen Gründen nicht geben, von verfassungsrechtlichen Fragen ganz abgesehen.
 - Wie sollten sie sich bestimmen? Wie sollten sie (ab)gemessen und wie (nach)gemessen werden?
 - Für wen sollten sie gelten, für börsennotierte oder für alle Aktiengesellschaften, also beispielsweise auch für geschlossene Familien- oder Stiftungsunternehmen in der Rechtsform der AG, nur für Aktiengesellschaften oder auch für Gesellschaften mit beschränkter Haftung ab einer bestimmten – welcher – Größenordnung?
 - Was gilt für Gehaltsbestandteile in Form von Aktienoptionen, die im Augenblick – mehr noch als Abfindungen – der Stein des Anstoßes sind? Was gilt für Gründungsunternehmer (die im Erfolgsfall ihre Führungsspitze in Aktien bezahlen)?
2. Der Gedanke an eine Sondersteuer ("Strafsteuer") für Vorstände (und Geschäftsführer?) ab einer bestimmten Gehaltsklasse hält ohnehin einer nüchternen (praktischen und rechtlichen) Überlegung nicht stand.
3. Entsprechendes gilt für die Idee einer steuerlichen Nicht-Abzugsfähigkeit der Vorstandsbezüge ab einer bestimmten – welcher? – Größenordnung. Betriebsausgaben sind und bleiben Betriebsausgaben. Im Übrigen würden hierdurch letztlich die Aktionäre bestraft, um deren (Gesellschafts-)Vermögen es sich handelt; dabei sind die Aktionäre durch das "Übermaß" der Vorstandsvergütung schon "bestraft" genug.

- 3.1. Der Hinweis auf die USA, wo es in bestimmten Fällen steuerliche (Abzugs-) Grenzen gibt, hilft nicht weiter. Nach Sec. 162(m) IRC sind bei Publikumsgesellschaften zwar bestimmte Bezüge der Executives ("certain excessive employee remuneration") steuerlich nicht abzugsfähig, soweit sie 1 Mio. US \$ übersteigen. Von dieser Beschränkung ist jedoch eine "performance based compensation" (= performance based bonuses und stock options) nicht betroffen. Mit anderen Worten: die Beschränkung der steuerlichen Abzugsfähigkeit hat in den USA für die exorbitante Höhe der Compensation Packages keine wirtschaftliche Bedeutung.⁶⁰
- 3.2. Hinzu kommt, dass die – eigentlichen – Aktienoptionsprogramme, im Gegensatz zu den Phantom Stocks, keinen Aufwand darstellen, also nicht über die G & V laufen. Sie gehen zu Lasten der Aktionäre, weil durch die Ausgabe neuer Aktien ihr Anteilsbesitz verwässert wird.
- 3.3. Der Hinweis, dass die Aufsichtsrats-Vergütungen (nur) zur Hälfte abzugsfähig sind, taugt nicht als Vorbild; denn es handelt sich um einen Anachronismus, der längst überholt ist (weil Aufsichtsräte und Aktionäre nur noch selten identisch sind) und allein aus fiskalischen Gründen fortbesteht. Diese Regelung hatte im Übrigen früher keine wirkliche Bedeutung, weil sich die AR-Bezüge in einem sehr bescheidenen Bereich bewegt haben.

⁶⁰ s. auch Bernhardt, FINANZ BETRIEB 7-8/2001, S- 427 ff.

4. Was gibt es an – sinnvollen – Möglichkeiten?

- 4.1. Zunächst eine verschärfte Publizität, um alles zu erfassen, auch Pensionen, Nebenvergütungen jeder Art pp. Hier liegt noch vieles im Dunkeln.
- 4.2. Denkbar wäre es, die Aktionäre nicht nur nachträglich zu unterrichten, sondern – im Vorhof – in die Entscheidungsfindung mit einzu beziehen; in welcher Form und in welchem Umfang, müsste überlegt werden (auch um für Kleinst- / Berufsaktionäre kein neues Spielfeld zu schaffen).

Eine zwingende (Rück-)Verlagerung der Vorstandsverträge in das Plenum des Aufsichtsrats (statt in AR-Ausschüsse), wie sie gelegentlich erwogen wird, hilft nicht weiter; denn in den Ausschüssen sind die "Stimmführer" versammelt.

- 4.3. Eine Alternative bestünde darin, den Aufsichtsrat stärker in die (Aktionärs-)Pflicht zu nehmen, d.h. entsprechende Klagemöglichkeiten zu eröffnen, um die Angemessenheits-Vorgabe des § 87 Abs. 1 AktG überprüfbar(er) zu gestalten und mit Haftungsfolgen auszustatten. Es kann nicht sein, dass Strafgerichte – wie im Falle Mannesmann – und nicht Zivilgerichte die aktienrechtlichen Voraussetzungen und Grenzen bestimmen.

Doch alles dies sind / wären nur Hilfs"krücken". "Richten" müssten es die fraglichen DAX-Vorstände / Aufsichtsräte selbst,

- es sind ja bei weitem nicht alle Aufsichtsräte und Vorstände, indem sie lernen, wieder Maß zu halten.

Ein "Ehrenkodex" wird es nicht bringen, wir haben schon Kodices genug, die nicht weiterhelfen. Zurückhaltung und kluge Selbstbescheidung lassen sich nicht "verordnen".

Am Rande (und nicht nur am Rande)

Der derzeitige politische Populismus geht am Ausgangspunkt vorbei: Wer aus Teilen des Aktienrechtes ein PPP-Projekt mit Vorständen und Aufsichtsräten der DAX-30-Gesellschaften macht und in einem - **deutschen** – Gesetz von "Corporate Governance" (statt von Unternehmensführung) spricht, wie es in § 161 AktG geschieht, darf sich über das Ergebnis nicht wundern.

Ordnungspolitische Eckpfeiler lassen sich nicht auf Dauer "über den Haufen werfen".

UNIVERSITÄT LEIPZIG
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Diskussionsbeiträge

Nummer 67

Januar 2008

5 Jahre Deutscher Corporate Governance Kodex

Eine Erfolgsgeschichte?

Prof. Dr. Wolfgang Bernhardt

ISSN: 1437-9384

Universität Leipzig
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

| | | |
|--------|--|---|
| Nr. 1 | Wolfgang Bernhardt | Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value? Vergütungsmodelle für Vorstände und Führungskräfte 04/98 |
| Nr. 2 | Thomas Lenk / Volkmar Teichmann | Bei der Reform der Finanzverfassung die neuen Bundesländer nicht vergessen! 10/98 |
| Nr. 3 | Wolfgang Bernhardt | Gedanken über Führen – Dienen – Verantworten 11/98 |
| Nr. 4 | Kristin Wellner | Möglichkeiten und Grenzen kooperativer Standortgestaltung zur Revitalisierung von Innenstädten 12/98 |
| Nr. 5 | Gerhardt Wolff | Brauchen wir eine weitere Internationalisierung der Betriebswirtschaftslehre? 01/99 |
| Nr. 6 | Thomas Lenk / Friedrich Schneider | Zurück zu mehr Föderalismus: Ein Vorschlag zur Neugestaltung des Finanzausgleichs in der Bundesrepublik Deutschland unter besonderer Berücksichtigung der neuen Bundesländer 12/98 |
| Nr. 7 | Thomas Lenk | Kooperativer Föderalismus – Wettbewerbsorientierter Föderalismus 03/99 |
| Nr. 8 | Thomas Lenk / Andreas Mathes | EU – Osterweiterung – Finanzierbar? 03/99 |
| Nr. 9 | Thomas Lenk / Volkmar Teichmann | Die fiskalischen Wirkungen verschiedener Forderungen zur Neugestaltung des Länderfinanzausgleichs in der Bundesrepublik Deutschland: Eine empirische Analyse unter Einbeziehung der Normenkontrollanträge der Länder Baden-Württemberg, Bayern und Hessen sowie der Stellungnahmen verschiedener Bundesländer 09/99 |
| Nr. 10 | Kai-Uwe Graw | Gedanken zur Entwicklung der Strukturen im Bereich der Wasserversorgung unter besonderer Berücksichtigung kleiner und mittlerer Unternehmen 10/99 |
| Nr. 11 | Adolf Wagner | Materialien zur Konjunkturforschung 12/99 |
| Nr. 12 | Anja Birke | Die Übertragung westdeutscher Institutionen auf die ostdeutsche Wirklichkeit – erfolgversprechendes Zusammenspiel oder Aufdeckung systematischer Mängel? Ein empirischer Bericht für den kommunalen Finanzausgleich am Beispiel Sach 02/00 |
| Nr. 13 | Rolf H. Hasse | Internationaler Kapitalverkehr in den letzten 40 Jahren – Wohlstandsmotor oder Krisenursache? 03/00 |
| Nr. 14 | Wolfgang Bernhardt | Unternehmensführung (Corporate Governance) und Hauptversammlung 04/00 |
| Nr. 15 | Adolf Wagner | Materialien zur Wachstumsforschung 03/00 |
| Nr. 16 | Thomas Lenk / Anja Birke | Determinanten des kommunalen Gebührenaufkommens unter besonderer Berücksichtigung der neuen Bundesländer 04/00 |
| Nr. 17 | Thomas Lenk | Finanzwirtschaftliche Auswirkungen des Bundesverfassungsgerichtsurteils zum Länderfinanzausgleich vom 11.11.1999 04/00 |
| Nr. 18 | Dirk Büttel | Continuous linear utility for preferences on convex sets in normal real vector 05/00 |
| Nr. 19 | Stefan Dierkes / Stephanie Hanrath | Steuerung dezentraler Investitionsentscheidungen bei nutzungsabhängigem und nutzungsunabhängigem Verschleiß des Anlagenvermögens 06/00 |
| Nr. 20 | Thomas Lenk / Andreas Mathes / Olaf Hirschfeld | Zur Trennung von Bundes- und Landeskompetenzen in der Finanzverfassung Deutschlands 07/00 |
| Nr. 21 | Stefan Dierkes | Marktwerte, Kapitalkosten und Betafaktoren bei wertabhängiger Finanzierung 10/00 |
| Nr. 22 | Thomas Lenk | Intergovernmental Fiscal Relationships in Germany: Requirement for Regulations? 03/01 |
| Nr. 23 | Wolfgang Bernhardt | Stock Options – Aktuelle Fragen Besteuerung, Bewertung, Offenlegung 03/01 |
| Nr. 24 | Thomas Lenk | Die „kleine Reform“ des Länderfinanzausgleichs als Nukleus für die Finanzverfassungsreform“? 10/01 |
| Nr. 25 | Wolfgang Bernhardt | Biotechnologie im Spannungsfeld von Menschenwürde, Forschung, Markt und Moral Wirtschaftsethik zwischen Beredsamkeit und Schweigen 11/01 |

| | | |
|--------|---|---|
| Nr. 26 | Thomas Lenk | Finanzwirtschaftliche Bedeutung der Neuregelung des bundestaatlichen Finanzausgleichs - Eine allokoative und distributive Wirkungsanalyse für das Jahr 2005 11/01 |
| Nr. 27 | Sören Bär | Grundzüge eines Tourismusmarketing, untersucht für den Südraum Leipzig 05/02 |
| Nr. 28 | Wolfgang Bernhardt | Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Zuwahl (comply) oder Abwahl (explain)? 06/02 |
| Nr. 29 | Adolf Wagner | Konjunkturtheorie, Globalisierung und Evolutionsökonomik 08/02 |
| Nr. 30 | Adolf Wagner | Zur Profilbildung der Universitäten 08/02 |
| Nr. 31 | Sabine Klinger / Jens Ulrich / Hans-Joachim Rudolph | Konjunktur als Determinante des Erdgasverbrauchs in der ostdeutschen Industrie 10/02 |
| Nr. 32 | Thomas Lenk / Anja Birke | The Measurement of Expenditure Needs in the Fiscal Equalization at the Local Level Empirical Evidence from German Municipalities 10/02 |
| Nr. 33 | Wolfgang Bernhardt | Die Lust am Fliegen Eine Parabel auf viel Corporate Governance und wenig Unternehmensführung 11/02 |
| Nr. 34 | Udo Hielscher | Wie reich waren die reichsten Amerikaner wirklich? (US-Vermögensbewertungsindex 1800 – 2000) 12/02 |
| Nr. 35 | Uwe Haubold / Michael Nowak | Risikoanalyse für Langfrist-Investments - Eine simulationsbasierte Studie - 12/02 |
| Nr. 36 | Thomas Lenk | Die Neuregelung des bundesstaatlichen Finanzausgleichs – auf Basis der Steuerschätzung Mai 2002 und einer aktualisierten Bevölkerungsstatistik - 12/02 |
| Nr. 37 | Uwe Haubold / Michael Nowak | Auswirkungen der Renditeverteilungsannahme auf Anlageentscheidungen - Eine simulationsbasierte Studie - 02/03 |
| Nr. 38 | Wolfgang Bernhard | Corporate Governance Kodex für den Mittel-Stand? 06/03 |
| Nr. 39 | Hermut Kormann | Familienunternehmen: Grundfragen mit finanzwirtschaftlichen Bezug 10/03 |
| Nr. 40 | Matthias Folk | Launhardtsche Trichter 11/03 |
| Nr. 41 | Wolfgang Bernhardt | Corporate Governance statt Unternehmensführung 11/03 |
| Nr. 42 | Thomas Lenk / Karolina Kaiser | Das Prämienmodell im Länderfinanzausgleich – Anreiz- und Verteilungsmittel 11/03 |
| Nr. 43 | Sabine Klinger | Die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung des Haushaltsektors in einer Matrix 03/04 |
| Nr. 44 | Thomas Lenk / Heide Köpping | Strategien zur Armutsbekämpfung und –vermeidung in Ostdeutschland: 05/04 |
| Nr. 45 | Wolfgang Bernhardt | Sommernachtsfantasien Corporate Governance im Land der Träume. 07/04 |
| Nr. 46 | Thomas Lenk / Karolina Kaiser | The Premium Model in the German Fiscal Equalization System 12/04 |
| Nr. 47 | Thomas Lenk / Christine Falken | Komparative Analyse ausgewählter Indikatoren des Kommunalwirtschaftlichen Gesamtergebnisses 05/05 |
| Nr. 48 | Michael Nowak / Stephan Barth | Immobilienanlagen im Portfolio institutioneller Investoren am Beispiel von Versicherungsunternehmen -Auswirkungen auf die Risikosituation- 08/05 |
| Nr. 49 | Wolfgang Bernhardt | Familiengesellschaften – Quo Vadis? Vorsicht vor zu viel „Professionalisierung“ und Ver-Fremdung 11/05 |
| Nr. 50 | Christian Milow | Der Griff des Staates nach dem Währungsgold 12/05 |
| Nr. 51 | Anja Eichhorst / Karolina Kaiser | The Institutional Design of Bailouts and Its Role in Hardening Budget Constraints in Federations 03/06 |
| Nr. 52 | Ullrich Heilemann / Nancy Beck | Die Mühen der Ebene – Regionale Wirtschaftsförderung in Leipzig 1991 bis 2004 08/06 |
| Nr. 53 | Gunther Schnabl | Die Grenzen der monetären Integration in Europa 08/06 |
| Nr. 54 | Hermut Kormann | Gibt es so etwas wie typisch mittelständige Strategien? 11/06 |

- Nr. 55 Wolfgang Bernhardt (Miss-)Stimmung, Bestimmung und Mitbestimmung
Zwischen Juristentag und Biedenkopf-Kommission
11/06
- Nr. 56 Ullrich Heilemann / Annika Blaschzik Indicators and the German Business Cycle - A Multivariate Perspective on
Indicators of Ifo, OECD, and ZEW
01/07
- Nr. 57 Ullrich Heilemann "THE SOUL OF A NEW MACHINE" ZU DEN ANFÄNGEN DES RWI-
KONJUNKTURMODELLS
12/06
- Nr. 58 Ullrich Heilemann / Roland Schuhr / Annika Blaschzik ZUR EVOLUTION DES DEUTSCHEN KONJUNKTURZYKLUS 1958 BIS
2004-
ERGEBNISSE EINER DYNAMISCHEN DISKRIMINANZANALYSE
01/07
- Nr. 59 Christine Falken / Mario Schmidt Kameralistik versus Doppik
Zur Informationsfunktion des alten und neuen Rechnungswesens der
Kommunen
Teil I: Einführende und Erläuternde Betrachtungen zum Systemwechsel im
kommunalen Rechnungswesen
01/07
- Nr. 60 Christine Falken / Mario Schmidt Kameralistik versus Doppik
Zur Informationsfunktion des alten und neuen Rechnungswesens der
Kommunen
Teil II
Bewertung der Informationsfunktion im Vergleich
01/07
- Nr. 61 Udo Hielscher MONTI DELLA CITTA DI FIRENZE
Innovative Finanzierungen im Zeitalter Der Medici. Wurzeln der modernen
Finanzmärkte
03/07
- Nr. 62 Ullrich Heilemann / Stefan Wappler SACHSEN WÄCHST ANDERS - KONJUNKTURELLE; SEKTORALE
UND REGIONALE BESTIMMUNGS GRÜNDE DER ENTWICKLUNG
DER BRUTTOWERTSCHÖPFUNG 1992 BIS 2006
07/2007
- Nr. 63 Adolf Wagner REGIONALÖKONOMIK:
KONVERGIERENDE ODER DIVERGIERENDE REGIONALENTWICK-
LUNGEN
08/2007
- Nr. 64 Ullrich Heilemann / Jens Ulrich GOOD BYE; PROFESSOR PHILLIPS?
ZUM WANDEL DER TARIFLOHNDETERMINANTEN IN DER
BUNDESREPUBLIK 1952 – 2004
08/2007
- Nr. 65 Gunther Schnabl / Franziska Schobert Monetary Policy Operations of Debtor Central Banks in MENA Countries
10/07
- Nr. 66 Andreas Schäfer / Simone Valente Habit Formation, Dynastic Altruism, and Population Dynamics
11/07
- Nr. 67 Wolfgang Bernhardt 5 Jahre Deutscher Corporate Governance Kodex
Eine Erfolgsgeschichte?
01/2008