

Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Theodor Baums

**Zur Offenlegung von
Vorstandsvergütungen**

Nr. 122 (6/2005)



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen

Theodor Baums

I.

Die zu erwartende vorzeitige Auflösung des Bundestages wird wohl dazu führen, daß der derzeit dem Parlament vorliegende „Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen“ nicht mehr verabschiedet wird¹. Das bietet die Gelegenheit, die diesem Entwurf und dem in den Bundestag eingebrachten Entwurf der FDP-Fraktion² zugrundeliegende Grundkonzeption darzustellen und im Hinblick auf eine spätere Gesetzgebung zu prüfen, ob die Entwürfe ihren Zielen gerecht werden (dazu unter II.). Zu erwägen ist überdies grundsätzlich, ob eine detaillierte gesetzliche Regelung zur Offenlegung der Vorstandsvergütungen anzuraten, oder ob es, wie vielfach vorgeschlagen, beim bisherigen Rechtszustand verbleiben sollte, wonach die gesetzliche Pflicht zu den pauschalen Vergütungsangaben gemäß §§ 285 Nr. 9, 314 Abs. 1 Nr. 6 HGB ergänzt wird durch die Empfehlung des Deutschen Corporate Governance – Kodex (Ziff. 4.2.4 DCGK), in börsennotierten Gesellschaften die Vorstandsvergütungen individuell auszuweisen (dazu unten III.).

II.

1. Für eine detaillierte Offenlegung von Vorstandsvergütungen werden verschiedene Gründe angeführt: Erstens, eine solche Offenlegung diene der Kontrolle durch die Aktionäre, ob der Aufsichtsrat seiner Pflicht zur Vereinbarung angemessener Vergütungen nachgekommen ist (*Offenlegung als Kontrollinstrument*). Zweitens, insbesondere der Zwang zur Offenlegung mit individueller Namensnennung werde die Vorstandsmitglieder davon abhalten, unangemessen hohe Vergütungen zu fordern, und so zu einer Dämpfung zu hoher Vergütungsniveaus beitragen (*Offenlegung als Präventionsinstrument*). Drittens, die Offenlegung der Vorstandsvergütungen in börsennotierten Gesellschaften könne potentiellen Investoren wichtige Informationen über die Anreize der Unternehmenslenker und die Kontrollstruktur in der betreffenden

¹ BT-Drucksache 15/5577, vorgelegt aus der Mitte des BT von Abgeordneten der Regierungskoalition und der Fraktionen SPD und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN; der Entwurf ist wortgleich mit dem vom Bundeskabinett am 18. 5. d.J. verabschiedeten Regierungsentwurf (im folgenden daher: RegE). Die erste Lesung im Bundestag hat am 3. 6. d.J. stattgefunden; zugleich wurde dort in erster Lesung über den von Abgeordneten der FDP und der Fraktion der FDP vorgelegten „Entwurf eines ersten Gesetzes zur Stärkung der Eigentümerrechte einer Aktiengesellschaft“ (im folgenden: EigStG-E) - BT-Drucks. 15/5582 – beraten; vgl. BT, Stenogr. Bericht, 179. Sitzung, Plenarprotokoll 15/179, S. 16932 – 16943.

² Vgl. vorige Fn.

Gesellschaft vermitteln (*Offenlegung als Instrument der Kapitalmarktinformation und Integritätssignal*).

Die beiden vorliegenden Entwürfe stützen sich vornehmlich auf den ersten Beweggrund. Diesem Ansatz der Entwürfe bei der Kontrolle des Aufsichtsrats durch die Anteilseigner entspricht es, daß beide Entwürfe – in unterschiedlicher Ausgestaltung – eine Entscheidung der Hauptversammlung darüber vorsehen, ob die Offenlegungsvorschriften in ihrer Gesellschaft beachtet werden sollen³. Ergänzend wird in der Begründung zum Regierungsentwurf allerdings erwähnt, daß die Offenlegung auch der Information potentieller Anleger dienen soll⁴. Wie noch zu zeigen sein wird, ergeben sich aus diesen verschiedenen Begründungsansätzen Zielkonflikte, die nicht überzeugend gelöst worden sind.

2. Für das Konzept der *Offenlegung als Kontrollinstrument* lassen sich gute Gründe anführen: Aufsichtsratsstätigkeit ist pflichtgebundener Umgang mit fremdem Geld, für den sich eine Rechenschaftspflicht gegenüber dem Geldgeber von selbst versteht. Die Notwendigkeit einer Rechenschaftslegung besteht insbesondere dort, wo in Aufsichtsratsausschüssen ohne Mitglieder mit relevantem eigenem Anteilsbesitz über die Vergütungspakete der Vorstände entschieden wird. Die Arbeitnehmervertreter in den Aufsichtsratspräsidien oder Personalausschüssen haben sich nach allem, was hierüber in Erfahrung zu bringen ist, bislang auch exorbitanten Vergütungsforderungen nicht besonders nachdrücklich in den Weg gestellt⁵; und die Anteilseignervertreter im Präsidium sind nicht selten ihrerseits Vorstände oder ehemalige Vorstandskollegen, stehen soziologisch den Vorstandsmitgliedern nahe und haben u.U. ein persönliches Interesse an hohen Vergütungsniveaus. Das spricht dafür, den Eigenkapitalgebern eine „Kontrolle der Kontrolleure“ darauf zu ermöglichen, ob diese ihrer Pflicht zur Bewilligung angemessener Vergütungen nachgekommen sind. Allerdings kann es sich hierbei nur um eine Plausibilitäts- und Lauterkeitskontrolle handeln; es kann nicht darum gehen, den Ermessens- und Beurteilungsspielraum des Aufsichtsrats einzuschränken und den Aktionären zu ermöglichen, im Einzelnen nachzuprüfen, ob das jeweilige Vergütungspaket tatsächlich den Aufgaben und Leistungen des einzelnen Vorstandsmitglieds gerecht wird, oder gar die Entscheidung der Hauptversammlung an die Stelle der Entscheidung des Aufsichtsrats oder seines Personalausschusses zu setzen.

Ein denkbarer Ansatz wäre, das vereinbarte Vergütungspaket bei Abschluß des Anstellungsvertrages aufzuschlüsseln, dabei künftige Leistungen soweit wie

³ Vgl. § 286 Abs. 5 HGB i.d.F. des RegE (Fn.1): Verzicht auf Offenlegung ist durch zeitlich auf 5 Jahre begrenzten Hauptversammlungsbeschluß mit $\frac{3}{4}$ - Mehrheit möglich (*opt out* – Lösung). Abweichend § 285a HGB i.d.F. des EigStG–E (Fn. 1): Individualisierte Angaben nur, wenn die Hauptversammlung dies durch - auf 3 Jahre beschränkten – Beschluß mit einfacher Mehrheit beschlossen hat (*opt in* – Lösung).

⁴ Begründung zum RegE (Fn. 1), sub. I.1.

⁵ Erinnert sei nur an die Rolle des Aufsichtsratsmitglieds *Zwickel* im Zusammenhang mit der Bewilligung von Anerkennungsprämien im Fall Mannesmann. Inzwischen scheint bei den Gewerkschaften aber ein Umdenken einzusetzen; vgl. *Hans Böckler – Stiftung* (Hrsg.), *Publizität der Vorstandsvergütung*, 2005.

möglich mit ihrem Zeit- oder Barwert anzugeben, und spätere Änderungen wie z.B. Anerkennungsprämien jeweils nach Vereinbarung offenzulegen. Die beiden vorliegenden Entwürfe gehen einen anderen Weg, nämlich den der periodischen Berichterstattung im Anhang zum Jahresabschluß bzw. Konzernabschluß. Das hat hinsichtlich der bereits erfüllten oder entstandenen Ansprüche (Fixum; u.U. ergebnisbezogene Ansprüche) den Vorteil, daß sie besser auf die Entwicklung der Gesellschaft in der abgelaufenen Tätigkeitsperiode bezogen werden können. Für die erst künftig fällig werdenden Leistungen und Zahlungen (Abfindungen; Ruhegehaltsansprüche; Aktienoptionen und vergleichbare aktienbasierte Vergütungsvereinbarungen) müßten dann aber die Entstehensvoraussetzungen sowie die Zeitwerte oder, soweit diese nicht zu berechnen sind, jedenfalls die die Höhe der Ansprüche betreffenden Vereinbarungen offengelegt werden. Beide Entwürfe sehen dies nur in sehr eingeschränktem Umfang vor⁶. Eine Plausibilitäts- und Lauterkeitskontrolle erfordert ferner, daß sämtliche Bezüge, auch soweit sie von einem mit der Gesellschaft verbundenen Unternehmen⁷ oder von einem Dritten in Bezug auf die Vorstandstätigkeit⁸ oder von der Gesellschaft an einen dem Vorstand nahestehenden Dritten geleistet oder versprochen werden⁹, aufzuführen sind; hierzu schweigen sich beide Entwürfe aus. Es fehlt auch die Möglichkeit der Kontrolle nachträglich bewilligter Leistungen wie Anerkennungsprämien oder Abfindungen für inzwischen ausgeschiedene Vorstandsmitglieder; darauf ist noch zurückzukommen¹⁰. Ein weiterer Punkt in diesem Zusammenhang, der freilich die öffentliche Debatte über die Transparenz der Vorstandsbezüge nahezu vollständig beherrscht, betrifft die Frage der individuellen Offenlegung der Vergütung für

⁶ Nach dem RegE ist zu unterscheiden: Leistungen, die dem Vorstandsmitglied für den Fall der Beendigung seiner Tätigkeit zugesagt worden sind (Abfindungen; Ruhegehaltsversprechen), sind in börsennotierten Gesellschaften zwar individualisiert aufzuführen (§§ 285 S. 1 Nr. 9 a) Satz 6, 314 Abs. 1 Nr. 6 a) Satz 6 HGB i.d.F. des RegE). Eine Barwertangabe oder der Rückstellungen hierfür oder eine Angabe der Höhe und Entstehensvoraussetzungen ist insoweit jedoch nicht vorgesehen; ob die neue Sollvorschrift, im Lagebericht bzw. Konzernlagebericht auf die „Grundzüge des Vergütungssystems“ einzugehen (§§ 289 Abs. 2 Nr. 5, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB i.d.F. des RegE) hier künftig zu entsprechenden Angaben veranlassen wird, bleibt abzuwarten. Aktienbasierte Vergütungen sind mit dem Zeitwert zum Zeitpunkt ihrer Gewährung anzugeben (§§ 285 S. 1 Nr. 9 a) Satz 4; 314 Abs. 1 Nr. 6 a) Satz 4 HGB i.d.F. des RegE); hinzu treten für börsennotierte Gesellschaften die Angaben nach IFRS 2, der gemäß VO (EG) Nr. 2111/2005 der Kommission vom 4.2. 2005 (ABl. EU Nr. L 41 S. 1) in europäisches Recht übernommen worden ist.- Der EigStG-E der FDP sieht keine Angabepflicht für künftige Abfindungen, Ruhegehaltszusagen und dergleichen vor.

⁷ Beispiel: Der Tochtervorstand nimmt am Aktienoptionsprogramm der Mutter teil (dazu zuletzt *Habersack*, in: Festschrift für Th. Raiser, 2005, S. 111 ff. m. Nachw.). - Die Pflichtangaben im Konzernanhang (§ 314 Abs. 1 Nr. 6. a) HGB) betreffen bekanntlich nur die Bezüge, die der Vorstand des *Mutterunternehmens* aus dem Konzern bezieht.

⁸ Beispiel aus der Praxis: Ein *private equity*-Fonds gewährt dem Vorstand einer börsennotierten Publikumsgesellschaft Wertsteigerungsrechte, die sich auf die Entwicklung der vom Fonds gehaltenen Beteiligung an der Portfoliogesellschaft bezieht.

⁹ So hat die Lebensgefährtin des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der AGIV Real Estate AG einen Rentenanspruch von € 40 Mio zur Insolvenztabelle angemeldet, er selbst einen Rentenanspruch von € 120 Mio; vgl. Amtsgericht Hamburg, Geschäftsnr. 67a IN 555/04, S. 28 und 34. Vgl. dazu auch den Bericht im Handelsblatt „Udo Stark bittet zur Kasse“ vom 28. 4. 2005 S. 13. Hinzu kamen in diesem Fall beim Ausscheiden aus dem Vorstand eine Abfindung von € 12 Mio sowie ein hoch dotierter Beratervertrag (Monitor vom 9. 6. 2005). Vgl. zur Abfindung desselben Vorstandsvorsitzenden bei *mg technologies* unten Fn. 25.

¹⁰ Text zu Fn. 25, 26.

jedes Vorstandsmitglied. Eine pauschale Angabe für alle Vorstandsmitglieder ohne individuelle Aufschlüsselung, wie bislang vorgeschrieben (§§ 285 Nr. 9 a), 314 Abs. 1 Nr. 6 a) HGB), läßt eine Plausibilitäts- und Lauterkeitskontrolle jedenfalls dann nicht oder nur sehr eingeschränkt zu, wenn die Bezüge der Vorstandsmitglieder stark voneinander abweichen. Gegen einen zwingenden individuellen Ausweis aller Bezüge für jedes Vorstandsmitglied werden freilich gewichtige und weniger überzeugende Argumente angeführt (Nivellierung der Vergütung im Vorstand; Anpassung des allgemeinen Vergütungsniveaus nach oben¹¹; künftig Anreiz zur Sitzverlegung ins nicht offenkundigspflichtige Ausland; Persönlichkeitsrechte der Vorstandsmitglieder), die an dieser Stelle nicht im einzelnen gewichtet und abgewogen werden können. Ein Kompromiß läge hier darin, einen individualisierten Ausweis nur für das am höchsten bezahlte Vorstandsmitglied zu fordern und es für die übrigen bei anonymisierten Angaben zu belassen, wenn sich nicht die Gesellschaft dazu entschließt, der Empfehlung des Corporate Governance – Kodex (Ziff. 4.2.4 S. 2 DCGK) zu folgen und die Vergütungen aller Vorstandsmitglieder individualisiert offenzulegen¹². Beide Entwürfe entscheiden sich demgegenüber – der internationalen Entwicklung¹³ und der Empfehlung der EU-Kommission hierzu¹⁴ folgend – dafür, den individuellen Ausweis für jedes einzelne Vorstandsmitglied vorzusehen, allerdings nur, wenn die Aktionäre dies wünschen (*opt in* – Lösung des EigStG-E¹⁵) bzw. sich nicht dagegen entscheiden (*opt out* – Lösung des RegE¹⁶). Wie noch auszuführen sein wird, überzeugt diese Anwendungsoption zugunsten der Aktionäre, die nicht nur den individuellen Ausweis, sondern sämtliche neuen materiellen Angabepflichten zur Disposition der Aktionäre stellen will, für börsennotierte Gesellschaften aber nicht (unten 4.).

Damit ist bereits der grundsätzliche konzeptionelle Bruch angesprochen, der beiden Entwürfen attestiert werden muß, was ihren Anwendungsbereich anbetrifft. Beide Entwürfe sind auf börsennotierte Aktiengesellschaften beschränkt. Wenn es aber, wie beide Entwürfe ausdrücklich in ihren Motiven betonen, bei der Offenlegung um die Kontrolle der Tätigkeit des Aufsichtsrates durch die Anteilseigner und nicht nur um Kapitalmarktinformation geht, dann überzeugt die Beschränkung auf börsennotierte Gesellschaften nicht¹⁷.

¹¹ Dazu noch unten 3.

¹² Vgl. Baums, ZIP 2004 S. 1877.

¹³ Etwa USA, Großbritannien, Frankreich; Schweden; eingehender rechtsvergleichender Überblick zu den EU-Staaten bei Ferrarini/Moloney/Vespro, The J. of Corporate L. Studies, No. 2, 2004; eingehende Darstellung der Rechtslage in den USA und Großbritannien bei Braunstein, 29 Brooklyn J. Int'l L. 2004 S. 747 ff. In der Schweiz wird derzeit ein entsprechender Gesetzentwurf beraten; Botschaft des Bundesrates vom 23. 6. 2004, BBl 2004, 4471.

¹⁴ Empfehlung der Kommission zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2004/913/EG), Amtsblatt EU L 385/55 vom 29. 12. 2004.

¹⁵ Vgl. Fn. 3.

¹⁶ Vgl. Fn. 3.

¹⁷ Der RegE begründet dies damit, in geschlossenen Gesellschaften hätten die Gesellschafter andere Mechanismen, um die Vergütungstätigkeit eines Aufsichtsrats kontrollieren zu können, Begründung zum RegE

Überzeugen würde dann vielmehr, den Geltungsbereich der neuen Offenlegungsvorschriften auf alle Aktiengesellschaften zu erstrecken, und es für die nicht börsennotierten Gesellschaften der Hauptversammlung zu überlassen zu entscheiden, ob es bei der für börsennotierte Gesellschaften vorgeschriebenen detaillierten (und evtl. individualisierten, vgl. oben) Offenlegung der Vorstandsvergütung bleiben sollte oder eben nicht. Eine stimmige Alternative hierzu wäre, mit den beiden Entwürfen die Anwendbarkeit der neuen Offenlegungsvorschriften auf börsennotierte Gesellschaften zu beschränken, dann aber auf eine Anwendungsoption zugunsten der Aktionäre ganz zu verzichten (vgl. unten 4.).

Das beiden Entwürfen zugrunde liegende Konzept der Aufsichtsratskontrolle durch die Anteilseigner wirft zwei weitere Fragen auf, die hier nur angedeutet werden können. Die erste Frage betrifft die Art der vorgesehenen Anwendungsoptionen und die hierfür erforderlichen Mehrheiten. Der Entwurf des EigStG sieht vor, daß die Hauptversammlung mit einfacher Mehrheit (§ 133 Abs. 1 AktG) auf jeweils drei Jahre die Anwendung der neuen Regeln beschließen kann (*opt in* – Modell)¹⁸. Dieser Vorschlag geht an den Realitäten der unmittelbar (§ 134 Abs. 3 S. 2 AktG) oder mittelbar (über die Depotbankempfehlungen gemäß §§ 128 Abs. 2, 135 Abs. 5 AktG) durch die Verwaltungsvorschläge bestimmten Hauptversammlungen der Publikumsgesellschaft mit überwiegendem Streubesitz vorbei. Wie die Erfahrung lehrt¹⁹, finden nicht von der Verwaltung getragene Vorschläge (Zusatz- und Gegenanträge) in solchen Gesellschaften nur in ganz seltenen Ausnahmefällen die erforderliche Mehrheit. Das ist nicht Ausdruck freier Aktionärsentscheidung, sondern eines oft beschriebenen Marktversagens²⁰. Überzeugender erscheint daher jedenfalls auf den ersten Blick der Regierungsentwurf, der eine *opt out* – Lösung mit $\frac{3}{4}$ – Mehrheit vorschlägt²¹. Hieran ist aber, wie bereits angedeutet, zu bemängeln, daß der Anwendungsbereich der neuen Vorschriften und damit auch die *opt out* – Lösung sich ausschließlich auf börsennotierte Gesellschaften bezieht, was aus Gründen der notwendigen Kapitalmarktinformation (dazu noch unten 4.) nicht überzeugt. Eine Anwendungsoption sollte nur für die Gesellschafter nicht börsennotierter Gesellschaften in Betracht gezogen werden.

Eine letzte Frage betrifft die Durchsetzung der durch die Offenlegung ermöglichten Kontrolle. Die (zivilrechtlichen) Kontrollalternativen sind neben der Anfechtungsklage wegen verweigerter oder unvollständiger Information (§§ 131, 243, 120, 173 AktG) bzw. einem Auskunftsverfahren (§ 132 AktG)

(Fn. 1), sub II. Die Gerichte haben aber jedenfalls über § 285 HGB hinausgehende Auskunftsansprüche des Aktionärs verneint; Nachweise bei *Hüffer*, AktG, 6. Aufl. 2004, § 131 Rdz. 18, 19.

¹⁸ Vgl. Fn. 3.

¹⁹ Vgl. nur die – vor Einführung des Verwaltungsstimmrechts erhobenen – Zahlen bei *Baums/Fraune*, Die AG 1995, 97, 110 Tab. 18.

²⁰ Nachweise dazu bei *Baums*, Gutachten F zum 63. DJT, 2000, S. F 24 f.

²¹ Vgl. Fn. 3.

eine Schadensersatzklage gegen die betreffenden Aufsichtsratsmitglieder (§§ 116, 93, 87, 147 AktG) oder aber - dies entspräche dem Vorschlag der EU-Kommission²² und dem britischen Vorbild²³ – die Erörterung des Vergütungspakets auf der Hauptversammlung auf Vorschlag der Verwaltung oder auf Antrag einer Minderheit (§ 122 Abs. 2 AktG) sowie gegebenenfalls Beschlußfassung im Sinne eines Mißbilligungsbeschlusses. Beide Entwürfe verlassen sich ausschließlich auf den ersten Weg, eine kaum überzeugende Lösung, wenn man den breiten Ermessens- und Beurteilungsspielraum des Aufsichtsrats und das beschränkte Auskunftsrecht der Aktionäre in diesen Fragen bedenkt²⁴. Überdies wird nach künftigem Recht das Verfolgungsrecht der Minderheit gemäß § 148 AktG²⁵ davon abhängen, daß „Tatsachen vorliegen, die den Verdacht rechtfertigen, daß der Gesellschaft durch Unredlichkeit oder grobe Verletzung des Gesetzes oder der Satzung ein Schaden entstanden ist“. Das wird bei der Bewilligung von Vorstandsbezügen nur selten dargetan werden können. Wenn aber aus Fällen wie Mannesmann, AGIV oder *mg technologies* eine rechtspolitische Lehre gezogen werden sollte²⁶, dann die, daß ein Aufsichtsrat in seinem Bericht an die Hauptversammlung (§ 171 Abs. 2 S. 2 AktG; für börsennotierte Gesellschaften vgl. Ziff. 4.2.3 Satz 10 DCGK) mindestens über nachträgliche, noch nicht offengelegte Änderungen des Anstellungsvertrages, zum Beispiel im nachhinein bewilligte Anerkennungsprämien, Abfindungen, Beraterverträge usw. berichten und es dann der Hauptversammlung möglich sein sollte, das Verhalten des Aufsichtsrats zu billigen oder eben zu mißbilligen. Eine allgemeine, inhaltlich den Verwaltungen überlassene Erläuterung der „Grundzüge des Vergütungssystems der Gesellschaft“ im Lagebericht und Konzernlagebericht, wie sie der Regierungsentwurf als Sollvorschrift vorsieht (§§ 289 Abs. 2 Nr. 5, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB i.d.F. des RegE), genügt hier nicht und entspricht auch nicht der Empfehlung der EU-Kommission in diesem Punkt²⁷.

3. Der Zwang zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen, insbesondere zur individualisierten Offenlegung mit Namensnennung, wird nicht selten auch damit gerechtfertigt, daß dieser Zwang die Vorstandsmitglieder davon abhalten werde, unangemessen hohe Vergütungen zu fordern. Da der Aufsichtsrat gleichfalls die mit einer Offenlegung bezweckte Kontrolle (vgl. dazu oben 2.)

²² Vgl. Fn. 14.

²³ S. Braunstein, a.a.O. (Fn.13), S. 787 ff.

²⁴ S. dazu Fn. 17.

²⁵ I.d. F. des UMAG; vgl. BT-Drucks. 15/5092.

²⁶ Vgl. nur Jahn, „Lehren aus dem „Fall Mannesmann“, ZRP 2004 S. 179 ff. – Im Fall *mg technologies* war nach den Presseberichten hierüber mit dem Vorstandsvorsitzenden (es handelte sich um denselben Vorstandsvorsitzenden wie im Fall AGIV, vgl. Fn. 9), der fristlos hätte abberufen und gekündigt werden können, statt dessen gegen den Widerstand des zum Aufsichtsrat gehörenden Großaktionärs eine Vertragsaufhebung mit einer nicht geschuldeten Abfindung von € 6, 3 Mio bewilligt worden. - Bericht über weitere Abfindungen im zweistelligen Millionenbereich aus jüngerer Zeit in Frankfurter Allg. Sonntagszeitung, 15. 5. 2005, S. 37.

²⁷ Vgl. Fn. 14.

antezipieren dürfte, könnte dies zu einer Dämpfung zu hoher Vergütungsniveaus beitragen (*Offenlegung als Präventionsinstrument*). Die beiden Entwürfe machen sich diese Argumentation allerdings nicht zu eigen. Gegen sie wird gelegentlich eingewandt, in Ländern mit individueller Offenlegung habe die Einführung detaillierter Offenlegungsregeln, so in den USA 1992, im Gegenteil sogar einen Wettbewerb um das höchste Gehalt und damit den gegenteiligen Effekt ausgelöst²⁸. Die exorbitanten Gehaltssteigerungen der Vorstände in den USA im letzten Jahrzehnt könnten freilich auch auf ganz andere Ursachen zurückzuführen sein, insbesondere die zunehmende Verwendung aktienbasierter Vergütungen mit Anknüpfung an Aktienkursentwicklungen seit Anfang der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts²⁹. Außerdem ist zweifelhaft, ob nicht die durch professionelle Vergütungsberater unterstützten Vorstände einen guten Überblick über die Vergütungen ihrer Kollegen und Wettbewerber haben, auch wenn es an individualisierten öffentlichen Informationen hierüber fehlt. Wenn demnach die verschärften Offenlegungsvorschriften nicht belegbar für den starken Anstieg der Vorstandsvergütungen (in den USA) verantwortlich gemacht werden können, haben sie doch, so könnte man zu bedenken geben, vielleicht nicht den dämpfenden Effekt gehabt, den man sich von ihnen versprochen haben mag. Ob sich dieses Bedenken auch auf Deutschland übertragen läßt, ist allerdings zweifelhaft. Es mag sein, daß hier andere Gerechtigkeitsvorstellungen und eine stärkere soziale Kontrolle bei verschärften Offenlegungsvorschriften durchaus einen disziplinierenden Effekt ausüben würden. Wie dem auch sei, die Argumentation, daß Offenlegungsvorschriften geradezu einen unerwünschten Anstieg von Vorstandsvergütungen auslösen und solche Vorschriften schon aus diesem Grund nicht befürwortet werden sollten, erscheint nicht fundiert und sollte von einer entsprechenden Regelung nicht abhalten, wenn dafür andere triftige Gründe (vgl. dazu oben 2. und sogleich unter 4.) angeführt werden können.

4. Jedenfalls der Regierungsentwurf stützt die Notwendigkeit detaillierterer Offenlegung der Vorstandsvergütung als bisher neben dem Ziel der Aufsichtsratskontrolle auch auf die Erwägung, die Offenlegung der Vorstandsvergütungen in börsennotierten Gesellschaften könne potentiellen Investoren wichtige Informationen vermitteln. Diese Informationen könnten sich zum einen auf die durch die Vergütung vermittelten Anreize der Unternehmenslenker beziehen, zum anderen aber auch darauf, ob in der betreffenden Gesellschaft eine Kontrolle des Gebarens der Unternehmensorgane durch die Aktionäre in dem oben (unter 2.) beschriebenen Sinne möglich ist (*Offenlegung als Instrument der Kapitalmarktinformation und als*

²⁸ *Khurana*, FAZ vom 23. 8. 2004 S. 14, *Sünner*, Börsen-Zeitung vom 27. 4. 2005 S. 8. Eine eingehende Diskussion der ökonomischen Literatur zu Vor- und Nachteilen der erzwungenen Offenlegung von Managervergütungen findet sich etwa bei *Kin Lo*, J. of Accounting and Economics 35 (2003) S. 285 ff.

²⁹ Vgl. dazu *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance, 2004, S. 137 ff. Die Autoren datieren den Aufschwung der Aktienoptionsprogramme in die frühen 90er Jahre des letzten Jahrhunderts, a.a.O. S. 137.

Integritätssignal)³⁰. Hiergegen wird vereinzelt eingewandt, der Kapitalmarkt interessiere sich für diese Informationen nicht, jedenfalls nicht für individuelle Vorstandsvergütungen, und ziehe aus der Bekanntgabe solcher Informationen keinerlei Schlüsse³¹. Die empirische Kapitalmarktforschung gelangt hier aber zu anderen Ergebnissen³².

Was die Information der Investoren über die durch die Vergütung vermittelten Anreize anbetrifft, so dürften allerdings weniger die vergangenheitsbezogenen Angaben zu der bereits erhaltenen Vergütung als vielmehr zukunftsbezogene Informationen von Interesse sein. Hierzu gehört die in beiden Entwürfen vorgesehene Information über die Aufteilung der Vergütung in Fixum, erfolgsbezogene Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und ihre relative Gewichtung³³. Hierzu gehört aber bei erfolgsbezogenen Komponenten (Boni, Tantiemen) und Abfindungszusagen auch die Angabe der Parameter, von denen solche Zahlungen abhängen, ähnlich wie dies bei aktienbasierten Vergütungsplänen der neue Rechnungslegungsstandard vorsieht³⁴. Beide Entwürfe fordern aber explizit hierzu keine Angaben. Ob sich diese künftig den Erläuterungen der „Grundzüge des Vergütungssystems der Gesellschaft“ im Lagebericht und Konzernlagebericht entnehmen lassen werden, die der Regierungsentwurf als Sollvorschrift den Verwaltungen auferlegt (§§ 289 Abs. 2 Nr. 5, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB i.d.F. des RegE), bleibt abzuwarten. Eine empirische Studie, die die bislang bereits freiwillig vorgelegten Vergütungsberichte analysiert und verglichen hat, stimmt nicht optimistisch, was den Informationsgehalt und die Vergleichbarkeit der Angaben angeht³⁵. Eine sinnvolle Information potentieller Investoren erfordert ferner, daß sämtliche Bezüge, auch soweit sie von einem mit der Gesellschaft verbundenen Unternehmen³⁶ oder von einem Dritten in Bezug auf die Vorstandstätigkeit³⁷ geleistet oder versprochen werden, aufzuführen sind; auch dazu schweigen sich beide Entwürfe aus.

Ein Einwand gegen eine zwingende Offenlegung dieser Informationen zugunsten potentieller Anleger könnte darin bestehen, daß es der Gesellschaft und ihren Aktionären überlassen bleiben sollte zu entscheiden, ob und wieweit sie dem Kapitalmarkt derartige Informationen zur Verfügung stellen oder die mit einer negativen Entscheidung verbundenen Kurseinbußen³⁸ gegebenenfalls hinnehmen wollen. Diese Auffassung wird von beiden Entwürfen geteilt, die es

³⁰ Vgl. Fn. 4.

³¹ So *Sinner*, a.a.O. (Fn. 28) und ZRP 2005 S. 39.

³² Vgl. *Lo*, a.a.O. (Fn. 28) sowie für Deutschland *Bassen/Prigge/C. Zöllner*, Corporate Governance und Unternehmenserfolg – Empirische Befunde zur Wirkung des Deutschen Corporate Governance Kodex. Arbeitspapier Universität Hamburg 2005.

³³ §§ 285 S. 1 Nr. 9 a) Satz 5, 314 Abs. 1 Nr. 6 a) Satz 5 HGB i.d.F. des RegE; §§ 285a Nr. 2, 314a Nr. 2 HGB i.d.F. des EigStG-E.

³⁴ Vgl. IFRS 2 (Fn. 6) Ziff. 44.

³⁵ *Ernst & Young*, Diskussionspapier zu Best Practice - Ansätzen des individuellen Ausweises nach 4.2.4 DCGK, 2004.

³⁶ Vgl. dazu oben Fn. 7.

³⁷ Vgl. bereits oben Fn. 8.

³⁸ Vgl. dazu die in Fn. 32 zitierten empirischen Studien.

gerade für die börsennotierte Gesellschaft der Entscheidung der Aktionäre überlassen wollen, ob die verschärften Offenlegungsvorschriften anzuwenden sein sollen oder nicht³⁹. De facto legt allerdings der Entwurf der FDP-Fraktion diese Entscheidung je nach Anteilseignerstruktur der Gesellschaft in die Hände der Verwaltung, die damit ihre persönlichen Interessen zum Tragen bringen kann⁴⁰. Außerdem verhindert jede *opt in* – oder *opt out* – Lösung mit Auslaufklausel, wie sie die beiden Entwürfe in unterschiedlicher Ausgestaltung vorsehen⁴¹, daß börsennotierte Gesellschaften, selbst wenn sie dies wollten, dem Kapitalmarkt und potentiellen Investoren gegenüber ein verbindliches Versprechen des Inhalts abgeben können, daß es auch künftig, nach einem Investment, bei der mit der Offenlegung verbundenen Sicherung der Aktionärsinteressen und Lauterkeitskontrolle des Gebarens der Verwaltungsorgane bleiben wird. Der Gang an den organisierten Kapitalmarkt, den börsennotierte Gesellschaften überlegt unternommen haben, bringt zwingende Publizitätspflichten mit sich, die im Interesse der Gesellschaften selbst weder zur Disposition der jeweiligen gegenwärtigen Aktionäre noch gar der Verwaltungen, soweit persönliche Interessen der Verwaltungsmitglieder im Spiele sind, gestellt werden dürfen.

III.

Mitunter wird in der öffentlichen Debatte gegen eine vom Gesetzgeber erzwungene Offenlegung von Vorstandsbezügen eingewandt, damit werde die Offenlegungsregelung des Deutschen Corporate Governance - Kodex, die auf dem *comply or explain* – Prinzip beruht (§ 161 AktG), unterlaufen. Die Gesellschaften, die sich der Empfehlung des Kodex zur individualisierten Offenlegung der Vorstandsvergütungen verweigert hätten⁴², hätten gerade von der ihnen belassenen Freiheit Gebrauch gemacht. Daß diese Unternehmen jetzt deshalb mit einer gesetzlichen, zwingenden Regelung bedroht würden, widerspreche dem Regulierungsansatz des Kodex und stelle ihn als Regulierungsinstrument in Frage⁴³.

In dieser Debatte muß aber die – zweifellos zu bejahende – Frage, ob Gesellschaften von Empfehlungen des Kodex abweichen können sollen, von der ganz anderen, rechtspolitischen Frage getrennt werden, welche Regelungsmaterien der „Selbstregulierung“ des Kodex überlassen werden sollten, und welche der Gesetzgeber an sich ziehen muß oder sollte. Das *comply or explain* – Prinzip des Kodex beruht auf der Erwägung, daß individuelle Besonderheiten einer börsennotierten Gesellschaft im Einzelfall gebieten können, von den Vorgaben des Kodex abzuweichen. So wird sich zum Beispiel

³⁹ Vgl. Fn. 3.

⁴⁰ Vgl. Text zu Fn. 19.

⁴¹ Vgl. Fn. 3.

⁴² Vgl. die Übersichten bei *Towers Perrin* (Hrsg.), *Corporate Governance Report 2004*; v. *Werder/Talaulicar* DB 2005 S. 841 ff.

⁴³ So etwa *Süßner*, a.a.O. (Fn. 27); *Hopt* ZIP 2005, S. 461, 472 f.

die Bildung eines Prüfungsausschusses oder Audit Committee (vgl. Ziff. 5.3.2 DCGK) in einer Gesellschaft mit einem kleinen Aufsichtsrat in der Regel nicht empfehlen. An die Stelle der Befolgung der Vorgabe des Kodex tritt dann die Erklärung über die Nichtbefolgung seitens der Gesellschaft dem Kapitalmarkt gegenüber. Ein Bedarf dafür, wegen Vorliegens unternehmensindividueller Besonderheiten eine Abweichung von Offenlegungsvorschriften, wie zum Beispiel zur Vergütung der Vorstände, zuzulassen, ist nicht ersichtlich. Umgekehrt gibt es aber, wie oben unter II. 4. dargelegt, gute Gründe dafür, börsennotierten Gesellschaften zu ermöglichen, dem Kapitalmarkt bindend zu signalisieren, daß es auch künftig bei der mit der Offenlegung verbundenen Sicherung der Aktionärsinteressen und Lauterkeitskontrolle des Gebarens der Verwaltungsorgane bleiben wird. Die hier in Rede stehenden, an den Kapitalmarkt gerichteten Offenlegungsvorschriften vertragen aus diesem Grunde weder eine Ausstiegsklausel, noch gehören sie in einen auf dem *comply or explain* – Prinzip basierenden Kodex, sondern, ähnlich wie das für die Information des Kapitalmarkts bestimmte Rechenwerk der Gesellschaft (insbesondere Konzernabschluß und -lagebericht), in ein für alle börsennotierten Gesellschaften gleichermaßen zwingendes Gesetz. Das ist durchweg auch der Ansatz solcher Kapitalmarktsysteme, die, wie Deutschland, gleichfalls über einen Verhaltenskodex für börsennotierte Gesellschaften verfügen⁴⁴.

⁴⁴ Vgl. die Nachweise dazu bei *Ferrarini/Moloney/Vespro*, a.a.O. (Fn. 13).

Arbeitspapiere

(internet: <http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/index.html> /)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993, S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and
Corporate Governance
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994, S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy
Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994, S. 126 ff.)

- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages - (Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs") (publ. in: Der Betrieb 1993, S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments (publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe (publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach (publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften (publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1, S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten (publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen (publ. in: ZIP 1995, S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG (publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)

- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996, S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende Betrachtung
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie -
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996, S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996, S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.)

- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective
(publ. in: European Financial Services Law 1996, S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -
(publ. in: Versicherungsrecht 1996, S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen und aktuelle Reformfragen
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market Value of the Firm
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997, S. 699 ff. sowie in: Blair/Roe [Hrsg.], Employees and Corporate Governance, 1999, S. 206 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die Aktiengesellschaft 1997, S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -
(publ. in: Versicherungsrecht 1997, S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes Deutschland
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/ Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern

- Hans-Gert Vogel (publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligaverene und Börse
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:
A Comparative Study
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State
of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den
Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998, S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag
zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998, S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des
"kalten Delisting"
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998, S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -

- 65 Theodor Baums/
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden Lebensversicherungen“
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland

- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregulung
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, S. 33 ff.)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der
Börsenkursmanipulation
in: Wertpapier-Mitteilungen 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel/
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance
– Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte
(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/
Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR,
Heidelberg 2002, S. 13 ff.)
- 90 Theodor Baums/
Mathias Stöcker Rückwerb eigener Aktien und WpÜG
(publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)

- 91 Stefan Berg/
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum
Deutschen Corporate Governance Kodex
(publ. in: aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)
(publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates
(publ. in: The International Lawyer, Vol. 36, 2002, S. 1229 ff.)
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen
(publ. in: Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.)
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des
Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2002, S. 670 ff.)
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und
Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany
(publ. in: The Corporate Law Studies, Vol. 3, 2003, S. 181 ff.)
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe:
the Example of Germany
(publ. in: Giurisprudenza Commerciale, Vol. 30, 2003, 53-69)
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance
nach Enron
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 705 ff.)

- 105 Theodor Baums Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers aus deutscher Perspektive
- 106 Alessandra Daccò Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience
- 108 Jeffrey N. Gordon An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000
- 109 Jan Liersch Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte (publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 473 ff.)
- 110 Wolfgang Drobetz/
Andreas Schillhofer/
Heinz Zimmermann Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany
- 111 Mark Devlin/
Stephan Hutter U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports
- 112 Theodor Baums Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes (publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 167 (2003), S. 139 ff.)
- 113 Michael Gruson/
Matthias Kubicek Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (publ. in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 337 ff.)
- 114 Hanno Berger/
Kai-Uwe Steck Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland – Bestandsaufnahme, praktische Erkenntnisse und Ausblick (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2003, S. 192 ff.)
- 115 Theodor Baums/
Christian Fischer Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern
- 116 Mario Hecker Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen Befreiungsverfahren – Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt am Main, Beschl. vom 27.5.2003 - WpÜG 01/03 („ProSiebenSat.1/Haim Saban“) –
- 117 Mathias Stöcker Widerruf und Rücktritt von Ankündigungen eines Übernahmeangebots
- 118 Theodor Baums/
Roger Kiem Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital

- 119 Theodor Baums/
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously?
Corporate Governance in the United States and Germany
- 120 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz
von Vorstandsvergütungen
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, S. 1877 ff.)
- 121 Theodor Baums Anerkennungsprämien für Vorstandsmitglieder
- 122 Theodor Baums Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen