

Schriftenreihe Recht + Wirtschaft

Lars-Gerrit Lüßmann

**Unternehmenskontrolle,
Kapitalmärkte und
Fair Value Accounting**

Verlag Wissenschaft & Praxis



Unternehmenskontrolle, Kapitalmärkte und
Fair Value Accounting

Schriftenreihe Recht + Wirtschaft

Band 3

Lars-Gerrit Lüßmann

**Unternehmenskontrolle,
Kapitalmärkte und
Fair Value Accounting**

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Zugl.: Konstanz, Univ., Diss., 2003

ISBN 3-89673-224-2

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2004
Nußbaumweg 6, D-75447 Sternenfels
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde nach ihrer Einreichung im Sommer 2003 im Wintersemester 2003/2004 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Universität Konstanz als Dissertation angenommen. Referenten waren Professor Dr. jur. Werner F. Ebke, LL.M., der die Arbeit betreut und das Erstgutachten erstellt hat, und Professor Dr. jur. Günter Reiner, der das Zweitgutachten erstellt hat. Tag der mündlichen Prüfung war der 15. Dezember 2003. Die Arbeit gibt den Stand der Diskussion im Sommer 2003 wieder. Einzelne Entwicklungen und Diskussionsbeiträge konnten bis Dezember 2003 berücksichtigt werden.

Mein herzlicher Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Ebke, für die Anregung zu dieser Arbeit und die vorzügliche Betreuung sowie für seine Bereitschaft, das Erstgutachten zu erstellen. Herrn Professor Reiner danke ich für die Übernahme des Zweitgutachtens.

Mein besonderer Dank gilt meinen Eltern, Dr. Hartwich und Sigrid Lüßmann, die mich in jeder Lebensphase nach Kräften gefördert und mir meine Ausbildung und damit auch die Erstellung dieser Arbeit ermöglicht haben, sowie meiner Frau Helen für ihre Geduld mit meinen „schriftstellerischen“ Ambitionen. Ihnen widme ich dieses Buch.

Frankfurt am Main, im März 2004

Lars-Gerrit Lüßmann

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	14
A. Einleitung.....	19
B. Corporate Governance, Shareholder Value und Kapitalmarkt	25
I. Der Begriff „Corporate Governance“	26
II. Shareholder Value als Leitmotiv „guter Corporate Governance“	29
III. Unternehmenskontrolle durch den Kapitalmarkt.....	31
1. „Separation of Ownership and Control“ – Überwachungs- und Kontrolldefizite in der modernen Publikumsaktiengesellschaft	31
2. Instrumente der Unternehmenskontrolle.....	34
a) Unternehmensinterne Instrumente der Unternehmenskontrolle	35
b) Unternehmensexterne Instrumente der Unternehmenskontrolle.....	36
(1) Unternehmenskontrolle durch den Primärmarkt.....	37
(2) Unternehmenskontrolle durch den Sekundärmarkt.....	38
(a) Die Indizwirkung des Aktienkurses	38
(b) Der Markt für Manager	39
(c) Der Markt für Unternehmenskontrolle (Market for Corporate Control)	39
3. Voraussetzungen wirksamer Unternehmenskontrolle durch den Kapitalmarkt.....	41
a) Funktionierende Kapitalmärkte und Information.....	42
b) Erhöhung des Ausschüttungsdrucks.....	45
4. Kritik an der Theorie einer Unternehmenskontrolle durch den Kapitalmarkt.....	47
a) Zweifel an den beschriebenen Funktionsmechanismen	48
b) Tatsächliche Effizienz und Kontrolleistung des Kapitalmarktes	50
IV. Unternehmenskontrolle und Rechnungslegung.....	53
1. Rechnungslegung im Rahmen unternehmensinterner Kontrollmechanismen	53
2. Rechnungslegung im Rahmen unternehmensexterner Kontrollmechanismen	54
C. Fair Value Accounting – Zeitwertbilanzierung	61
I. Begriffsbestimmung „Fair Value Accounting“	61
II. Ermittlung des Fair Value.....	64
1. Problemstellung	64
2. Vorgaben der Standardsetter	65
3. Zuverlässigkeit und ausreichende Objektivierbarkeit von Zeitwerten	66

a)	Zuverlässigkeit und Objektivierbarkeit der Wertansätze nach HGB	66
b)	Ausreichende Objektivität und größere Relevanz	67
III.	Die Zeitwertbilanzierung von Finanzinstrumenten	69
1.	Innovative Finanzinstrumente	69
a)	Einführung	69
b)	Begriff	71
c)	Problemstellung	74
2.	Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach deutschen Rechnungslegungsgrundsätzen	76
a)	Die Bilanzierung von Wertpapieren im Allgemeinen	76
b)	Die Bilanzierung der nicht in einem Sicherungszusammenhang stehenden Derivate	76
c)	Hedge Accounting und die Bildung von Bewertungseinheiten	78
d)	Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten im Jahresabschluss der Banken und Versicherungen	80
(1)	Kreditinstitute	80
(2)	Versicherungen	82
3.	Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach US-GAAP	83
a)	Publizitätspflichten	83
b)	Originäre (primäre) Finanzinstrumente/Wertpapiere	84
(1)	„Securities held for trading“	84
(2)	„Securities held to maturity“	85
(3)	„Securities available for sale“	85
c)	Derivative Finanzinstrumente und Sicherungsgeschäfte	85
(1)	Allgemeine Grundsätze	86
(2)	Die Bilanzierung von nicht zu Sicherungszwecken eingesetzten Derivaten	87
(3)	Die Bilanzierung von Sicherungsgeschäften (Hedging Activities)	87
(a)	Fair Value Hedge	88
(b)	Cash-flow Hedge	88
(c)	Foreign Currency Hedge	89
4.	Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten und Sicherungsgeschäften nach IAS	89
a)	Einführung	89
b)	Anwendungsbereich	90
c)	Die Bilanzierung von „ungebundenen“ Finanzinstrumenten	91
d)	Die Bilanzierung von Sicherungsgeschäften	93
5.	Der Entwurf der Joint Working Group of Standard Setters	94
a)	Einführung	94
b)	Anwendungsbereich	95
c)	Generelle Fair Value-Bewertung	96
d)	Keine Sonderregeln für Sicherungsgeschäfte	96
e)	Zusätzliche Angaben	97
6.	Die Fair Value-Richtlinie der EU vom 27. September 2001	97
a)	Einführung	97
b)	Anwendungsbereich	98
c)	Weitergehender Richtlinienentwurf	98

d) Bilanzierung von Zeitwertveränderungen	99
e) Sicherungsgeschäfte	100
f) Publizitätspflichten	100
IV. Weitere Ansätze von Zeitwertbilanzierung	100
1. Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien (Investment Property)	100
2. Sachanlagevermögen	102
3. Landwirtschaft	103
4. Bodenschätze	105
5. Vorräte und Warenlager	105
6. Fair Value bei der Bilanzierung des Goodwill gemäß US-GAAP – SFAS 141 und 142	106
7. Sonstiges	106
V. Die Entwicklung zeitwertorientierter Ansätze in der Rechnungslegung	107
1. Zeitwerte in der klassischen Bilanztheorie	107
a) Statische Bilanztheorie	107
b) Dynamische Bilanztheorie	108
c) Organische Bilanztheorie	111
2. Jüngere Ansätze – „Inflation Accounting“	113
VI. Ansätze von Zeitwertbilanzierung im Jahresabschluss nach HGB	115
1. Marktwert und beizulegender Zeitwert gemäß § 253 HGB	115
2. Wertaufholung/Zuschreibung gemäß § 280 HGB	115
3. Teilgewinnrealisierung bei der Bilanzierung von langfristigen Aufträgen und teilweise erfüllten Leistungen	117
4. Die Bilanzierung von Gewinnen eines Tochterunternehmens im Jahresabschluss des Konzernmutterunternehmens	119
5. Ansätze von Zeitbewertung im HGB-Konzernabschluss	120
a) Zeitwertbilanzierung im Konzernabschluss allgemein	120
b) Zeitwerte im Rahmen der Konsolidierung des Eigenkapitals	121
c) Zeitwerte im internationalen Konzernabschluss – Währungsumrechnung	123
VII. Vergleich und Analyse der bestehenden und geplanten Regelungen zur Zeitwertbilanzierung	125
1. Grundelemente von Zeitwertbilanzierung	125
2. Vergleich der betrachteten Regelungen zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten	126
a) Ansatz und Bewertung von Finanzinstrumenten	126
b) Hedge Accounting	128
3. Vergleich von Fair Value Accounting mit den früheren Konzeptionen einer Bilanzierung zum sogenannten Tageswert	130
4. Ein grundlegend neues Bilanzverständnis des HGB?	131
VIII. Die absehbare weitere Entwicklung	132
1. Pläne der internationalen Standardsetter und Rechnungslegungsstrategie der EU	132
2. Erstreckung auf den Einzelabschluss	138

D. Rechtliche Konsequenzen von Rechnungslegung auf der Grundlage von Zeitwerten	145
I. Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung im Einzelabschluss nach deutschem Recht	146
1. Die traditionelle Funktion der handelsrechtlichen Ansatz- und Bewertungsvorschriften für das deutsche Recht im Überblick	146
2. Auswirkungen von Fair Value Accounting in der Handelsbilanz	148
a) Schutzzweckkonzeption des Handelsbilanzrechts	148
(1) Grundprinzipien handelsrechtlicher Bilanzierung	148
(2) Aufgaben der Handelsbilanz	150
(a) Dokumentation	150
(b) Ausschüttungsbemessung	151
(c) Rechenschaft und Information	152
(3) Schutzzweck des Handelsbilanzrechts: „Gläubigerschutz – Grundprinzip des deutschen Bilanzrechts“?	157
b) Ansatz	159
c) Bewertung – Vorsichtsprinzip	160
d) Gewinnermittlung	161
e) Stille Reserven	165
f) Folgen von Fair Value Accounting für System und Bedeutung bilanzrechtlicher Grundprinzipien und Aufgabenstellungen	166
3. Auswirkungen von Fair Value Accounting im Aktienrecht	167
a) Die gesellschaftsrechtliche Schutzzweckkonzeption des deutschen Rechts und ihre Schnittstellen mit der Handelsbilanz	167
(1) Gläubigerschutz als Hauptanliegen des Rechts der Kapitalgesellschaften	167
(2) Grundkapital und gesetzlich fixierte Nennkapitalziffer	168
(a) Grundkapital, Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung	168
(b) Grundkapital als Haftungssubstrat	169
(3) Gewinnermittlung und Ausschüttungsbemessung	171
(a) Bilanzgewinn als Maßstab des Ausschüttungsanspruchs der Aktionäre	171
(b) Bilanzielle Gewinnermittlung und Kapitalerhaltung	172
b) Folgen von Fair Value Accounting für Gesellschaftsrecht und Kapitalschutzsystem	173
(1) Wegfall einer tauglichen Grundlage für die Ausschüttungsbemessung	173
(2) Aushöhlung des Systems von Nennkapital und Kapitalschutz	174
c) Das Vorwarnsystem gemäß § 92 Abs. 1 AktG	175
4. Fair Value Accounting und Insolvenzrecht	176
5. Fair Value Accounting, Steuerrecht und Maßgeblichkeitsprinzip	178
II. Funktion und rechtliche Einbindung des Jahresabschlusses in den USA	183
1. Grundprinzipien und Aufgaben von Rechnungslegung angelsächsischer Prägung	183
a) Rahmenkonzept für die Aufstellung und Darstellung von Abschlüssen	184
(1) Conceptual Framework des FASB	184

(2) Rahmenkonzept für die Aufstellung und Darstellung von Jahresabschlüssen des IASB	185
b) Aufgaben und Ziele der Rechnungslegung	186
c) Schutzzweck der Rechnungslegung	188
2. Trennung von Gesellschafts- und Bilanzrecht	190
a) Gläubigerschutzkonzept und Abschaffung des „Legal Capital“	190
b) Gewinnbeteiligungsanspruch der Aktionäre und Ausschüttungsbemessung in den USA	192
3. Handels- und Steuerbilanz	195
III. Folgerungen für das deutsche Recht	196
1. Informations- statt Ausschüttungsbemessungsfunktion der Handelsbilanz	198
2. Abkopplung des Aktienrechts vom Bilanzrecht	200
a) Abschaffung des Nennkapitalsystems und des Kapitalschutzes durch Gewinnermittlung und Ausschüttungsbemessung	200
b) Alternative Möglichkeiten der Ausschüttungsbemessung im deutschen Recht	205
(1) Problemstellung und Interessenlage	205
(2) Lösungsansätze	207
3. Neuorientierung des aktien- und bilanzrechtlichen Schutzzwecksystems	211
a) Relativierung des Dogmas vom Vorrang des Gläubigerschutzes im Aktienrecht	211
b) Anlegerschutz als Forderung der Kapitalmärkte	213
E. Moderne Corporate Governance als taugliches System des Interessenausgleichs in der Kapitalgesellschaft	215
I. Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht als Ersatz und Ergänzung von Gesellschaftsrecht	215
1. Die traditionelle Aufgabenzuweisung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht	215
a) Gesellschaftsrecht	215
b) Kapitalmarktrecht	216
c) Kapitalmarktrecht als bundesrechtliche Ergänzung einzelstaatlichen Gesellschaftsrechts in den USA	217
2. Ergänzung durch die Kontrollmechanismen des Kapitalmarktes	218
a) Begrenztheit institutionell-gesellschaftsrechtlicher Unternehmens(leiter)kontrolle	218
b) Kapitalmarkt als notwendiges zusätzliches Regulativ	221
c) „Internationalisierung“ des Bilanzrechts und „Amerikanisierung“ des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts	221
3. Zusammenwirken von Gesellschafts-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht	222
II. Betonung der Anlegerinteressen und Schutz anderer Interessengruppen	223
1. Gleichklang der Interessen von Anteilseignern und anderen Beteiligten	223
a) Problemstellung	223
b) Ausschüttungsinteressen	224

c) Informationsinteressen	226
d) Einflussnahme im Unternehmen	227
e) Interessen der weiteren „Stakeholder“	228
2. Shareholder Value als Bindeglied aller Interessengruppen in der Publikumsaktiengesellschaft	228
III. Schutzrichtung der Unternehmens(leiter)kontrolle durch den Kapitalmarkt ...	231
1. Eigenkapitalmärkte und Anlegerschutz	231
2. Der Markt für Fremdkapital als gleichwertiges Instrument der Unternehmens(leiter)kontrolle	231
a) Annäherung von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung	232
b) Rating und Indizwirkung der Fremdfinanzierungsfähigkeit	232
IV. Festsetzung angemessener Ausschüttungsbeträge	234
V. Zwischenergebnis	235
F. Zeitwertbilanzierung als Beitrag zu einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung	237
I. Verbesserung und Erleichterung der Abbildung von Finanzinstrumenten im Jahresabschluss	237
1. Die Corporate Governance-Relevanz von Finanzinstrumenten	237
2. Risikoeinschätzung und Beurteilung des Umgangs mit Derivaten durch die Unternehmensführung	238
3. Verwendbarkeit dank Bilanzierbarkeit	240
II. Verbesserung der Informationsfunktion von Rechnungslegung durch zeitwertorientierte Bilanzierung	241
1. Anforderungen des Kapitalmarktes an die Rechnungslegung	241
a) Lieferung von Information als Grundlage kompetenter Investitionsentscheidungen	241
b) Anforderungen an die Rechnungslegung nach US-GAAP und IAS	243
(1) Relevanz	244
(2) Verlässlichkeit	245
(3) Vergleichbarkeit	246
2. Informationswert handelsrechtlicher Rechnungslegung	246
a) Grenzen der Informationsproduktion handelsrechtlicher Rechnungslegung	246
(1) Komplexität der abzubildenden Sachverhalte	247
(2) Vergangenheitsbezogenheit und Unvollständigkeit der Daten	247
(3) Wahlrechte und Gestaltungsmöglichkeiten	248
(4) Vorsichtsprinzip und stille Reserven	249
(5) Objektivität und Relevanz	250
b) Überlegener Informationswert von Rechnungslegung nach US- GAAP und IAS	250
c) Empirischer Nachweis des generellen Informationswerts externer Rechnungslegung	253
d) Empirischer Nachweis der Überlegenheit von Rechnungslegung nach US-GAAP oder IAS	253

3. Steigerung des Informationswerts von Rechnungslegung durch zeitwertorientierte Bilanzierung.....	254
a) Generelle Informationsorientierung der Rechnungslegung	254
b) Produktion (entscheidungs-)relevanter Information durch Fair Value Accounting	255
(1) Gesteigerte Aktualität der Rechnungslegungsinformation	255
(2) Abbildung künftiger Cashflows und Liquiditätsspeicher.....	256
(3) Reduzierung stiller Reserven	256
(4) Vergleichbarkeit.....	257
(5) Leistungskontrolle der Unternehmensführung („performance measurement“)	257
(6) Abbildung immaterieller Vermögenswerte und derivativer Finanzinstrumente	258
c) Ausreichende Verlässlichkeit und Objektivität.....	259
III. Erhöhung des Ausschüttungsdrucks und Beschränkung der Selbstfinanzierungsfähigkeit.....	260
IV. Flexibilisierung des Finanzmanagements.....	261
V. Zwischenergebnis	261
G. Zusammenfassung, Einschränkungen und Ausblick	263
Literaturverzeichnis	273

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen
AktG	Aktiengesetz
Am.Econ.Rev.	American Law and Economics Review
Am.J.Comp.L.	The American Journal of Comparative Law
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung
ARB	Accounting Research Bulletin
Art., Artt.	Artikel
Aufl.	Auflage
BB	Betriebs-Berater: Zeitschrift für Recht und Wirtschaft
Bd.	Band
betr.	betreffend
BFH	Bundesfinanzhof
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BiRiLiG	Bilanzrichtliniengesetz vom 19.12.1985
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BWL	Betriebswirtschaftslehre
bzw.	beziehungsweise
CalPERS	California Public Employees Retirement System
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
ders.	derselbe
dies.	dieselbe; dieselben
Diss.	Dissertation
DM	Deutsche Mark
DRS	Deutsche Rechnungslegungsstandards
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee e.V.

DSR	Deutscher Standardisierungsrat (beim DRSC)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DStZ	Deutsche Steuerzeitung (Zeitschrift)
DTG	Deutsche Treuhand Gesellschaft
EAR	European Accounting Review
ebd.	ebenda
EG	Europäische Gemeinschaft
EGV	Vertrag der Europäischen Gemeinschaft
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
engl.	englisch
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht – Betriebsberater für Europarecht (Zeitschrift)
f., ff.	(fort-)folgende
FASB	Financial Accounting Standards Board
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanz Betrieb (Zeitschrift)
Fin.Executive	Financial Executive (Zeitschrift)
Fn.	Fußnote
FN-IDW	IDW-Fachnachrichten: Aktuelle Informationen des IDW für seine Mitglieder
FS	Festschrift
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GesO	Gesamtvollstreckungsordnung
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung
griech.	griechisch
Großkomm.	Großkommentar
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Harv.L.Rev.	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
h.Lit.	herrschende Ansicht in der Literatur
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standards

IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
insbes.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
Int.J.Acct.	The International Journal of Accounting
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions (Internationale Vereinigung der Börsenaufsichten)
IRC	Internal Revenue Code
i.V.m.	in Verbindung mit
J.Acct.	Journal of Accountancy
J.Fin.Econ.	Journal of Financial Economics
J.Pol.Econ.	The Journal of Political Economy
JWG	Joint Working Group (of Standard Setters)
JWGSS	Joint Working Group of Standard Setters
JZ	Juristen-Zeitung
KapCoRiLiG	Kapitalgesellschaften- und Co.-Richtlinie-Gesetz
KIR	Kurznachrichten Internationale Rechnungslegung
KK-AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KO	Konkursordnung
KOM	Kommission
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KoR	Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KWG	Kreditwesengesetz
LBO	Leveraged Buy Out
Lit.	Literatur
lit.	Buchstabe
M.B.C.A.	Model Business Corporation Act
MBO	Management Buy Out
MüKo	Münchener Kommentar
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Numero
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
ÖBA	Bank-Archiv <Wien>: Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen (vormals Österreichisches Bank-Archiv)

OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
o.O.	ohne Ortsangabe
OTC	Over-the-counter (außerbörslich)
RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Recht, begründet von Rabel
RechVersV	Verordnung über die Rechnungslegung von Versicherungsunternehmen
RegE	Regierungsentwurf
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
R.M.B.C.A.	Revised Model Business Corporation Act
Rn.	Randnummer
ROHGE	Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Satz; Seite
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAC	Statement of Financial Accounting Concepts
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
SIC	Standard Interpretations Committee (des IASB)
s.o.	siehe oben
s.u.	siehe unten
str.	streitig
StuB	Steuer- und Bilanzpraxis (Zeitschrift)
SWI	Steuer und Wirtschaft International (Zeitschrift)
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
TransPuG	Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz)
Tul.L.Rev.	Tulane Law Review
Tz.	Textziffer
u.	und
u.a.	und andere
U.Chi.L.Rev.	The University of Chicago Law Review
UCLA L.Rev.	University of California Los Angeles Law Review
Urt.	Urteil
USA	United States of America
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
v.	versus (engl.: gegen); von
Va.L.Rev.	Virginia Law Review
vgl.	vergleiche
VglO	Vergleichsordnung
Vol.	volume

Wayne L.Rev.	Wayne Law Review
WM	Wertpapiermitteilungen: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPK	Wirtschaftsprüferkammer
WPK-Mitt.	Wirtschaftsprüferkammer-Mitteilungen
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIAs	Zeitschrift für ausländisches und internationales Arbeits- und Sozialrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht

A. Einleitung

In Deutschland ist die Börseneuphorie der neunziger Jahre verfliegen. Die unerfüllten Versprechungen der sogenannten „New Economy“ und die Erkenntnis, dass man an der Börse nicht nur Geld verdienen, sondern auch verlieren kann, führten zu einem Rückzug vieler Anleger von der Börse. Das junge Pflänzchen deutscher Aktienkultur drohte so bereits in einem frühen Stadium seiner Entwicklung zu verdorren. Die erschütternden Ereignisse des 11. September 2001 und die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung taten ein übriges, die Kapitalmärkte nachhaltig einbrechen zu lassen¹. Darüber hinaus haben die Vorkommnisse bei Enron, Worldcom und anderen US-amerikanischen Unternehmen das Vertrauen der Anleger in die Kapitalmärkte weltweit beeinträchtigt. Trotz allem spricht aber einiges dafür, dass diese Rückschläge nur zu einem „Zwischentief“ der langfristigen und nachhaltigen Entwicklung des deutschen und europäischen Kapitalmarktes geführt haben. Im Verlauf des Jahres 2003 konnte sich der Deutsche Aktienindex DAX spürbar erholen, gleichwohl ohne auch nur annähernd das Niveau der Jahre 1999 bis 2001 zu erreichen. Die Gesetzgebungstätigkeit der letzten Jahre belegt, dass auch die rot-grüne Bundesregierung erkannt hat, wie wichtig ein funktionierender Kapitalmarkt für den Wirtschaftsstandort Deutschland ist². Das Erfordernis einer privaten Altersvorsorge im Angesicht des Scheiterns staatlicher Fürsorgekonzepte ist ein weiterer Katalysator für eine langfristige Evolution deutscher Aktienkultur. Ein funktionierender und konkurrenzfähiger Kapitalmarkt in Deutschland ist auf Dauer nicht nur erforderlich, sondern unausweichlich.

Maßgeblich für diesen Trend ist seitens der Unternehmen das Erfordernis, sich zusätzliche Kapitalquellen zugänglich zu machen, da die wirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahre einen gesteigerten Kapitalbedarf der Unternehmen mit sich brachte. Ursächlich dafür sind der rasante Fortschritt auf allen Gebieten der Technik und die Verschärfung des internationalen Wettbewerbs in einer dank moderner Kommunikationstechnik „kleiner“ gewordenen Welt. Die Unternehmen brauchen Kapital nicht nur um innovations- und wettbewerbsfähig zu bleiben. Kapital wird auch benötigt, um Wachstum durch Akquisition zu ermöglichen und auf diese Weise die für den internationalen Wettbewerb erforderliche kritische Größe und Finanzkraft zu erlangen. Die Aktie dient

-
- 1 Vgl. nur FAZ – Wirtschaft vom 15.6.2002, S. 13. Die massiven Kursverluste werden begleitet von den Vertrauensverlusten von Anlegern wie Unternehmen; die verschwindend geringe Anzahl an Börsengängen und Neuemissionen belegt, dass vor allem auch für junge Unternehmen der (Eigen-)Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle einen Ansehens- und Bedeutungsverlust hinnehmen musste.
 - 2 Z.B. Transparenz- und Publizitätsgesetz vom 19.7.2002, BGBl. 2002 I, 2681; Viertes Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.6.2002, BGBl. 2002 I, 2010; WpÜG vom 20.12.2001, BGBl. 2001 I, 3822; zur Begründung des TransPuG mit kapitalmarktorientierten Erwägungen seitens der Bundesregierung vgl. auch *Schüppen*, ZIP 2002, 1269 u. 1277 m.w.N.

nicht mehr nur der Kapitalbeschaffung, sondern muss auch als „Akquisitionswährung“ fungieren³.

Mit dem Phänomen der Globalisierung geht die Internationalisierung der Kapitalmärkte einher. Die Unternehmen müssen zur Deckung ihres gestiegenen Kapitalbedarfs zunehmend nicht nur den heimischen, sondern darüber hinaus auch weitere Kapitalmärkte erschließen und in Anspruch nehmen. Naturgemäß steht hier – schon allein aufgrund seiner Größe und seines Volumens – der US-amerikanische Markt und damit der Gang an die „Wall Street“ im Mittelpunkt des Interesses. In den letzten Jahren sind daher zahlreiche deutsche Unternehmen mit einem „Listing“ an die New York Stock Exchange (NYSE) gegangen⁴. Die Finanzkraft gerade zahlreicher institutioneller Anleger aus den USA macht aus Sicht der deutschen Wirtschaft außerdem eine Öffnung des einheimischen Kapitalmarktes für ausländische Investoren interessant. Die Attraktivität des deutschen Kapitalmarktes wird zum überlebenswichtigen Wettbewerbsfaktor für die hiesigen Unternehmen. Globalisierung und Internationalisierung der Kapitalmärkte steigern die ohnehin schon hohe Mobilität des Kapitals weiter. Die genannten Faktoren tragen zu einer ständigen Verschärfung der Wettbewerbssituation bei. Da die Anleger nur bereit sind, dort zu investieren, wo sie ihre Rechte auch wohlvertreten und -beschützt wissen, wird der Wettbewerb um Kapital damit auch zum Wettbewerb der Rechtsordnungen.

Bei deutschen Unternehmen führt die verstärkte Inanspruchnahme des Kapitalmarktes bei der Unternehmensfinanzierung zu einer zunehmenden Schwerpunktverlagerung von den traditionellen Hausbanken hin zum Kapitalmarkt und seinen verschiedenen, sich immer weiter entwickelnden Finanzierungsinstrumenten. Während auf den Kapitalmärkten der Wettbewerb der Unternehmen um Kapital entstand, löste sich das enge Beziehungsgeflecht zwischen Kapitalgeber (sprich: Hausbank) und Unternehmen auf und konnte nicht mehr für die Interessenwahrnehmung aller Kapitalgeber sorgen⁵. Dadurch ist eine Lücke im deutschen System der „Unternehmenskontrolle“ entstanden. Die Investoren, die den Unternehmen Kapital über den (Eigen-)Kapitalmarkt überlassen, haben gerade in Deutschland traditionellerweise nicht annähernd soviel Einfluss wie die Banken als Fremdkapitalgeber.

Viele ausländische Investoren fordern daher seit einigen Jahren auch von einheimischen Unternehmen eine „good corporate governance“ als Grundvoraussetzung ihres finanziellen Engagements⁶. Leitmotiv ist dabei der Gedanke des Shareholder Value⁷. Die internationalen institutionellen Anleger erwarten von den deutschen Unternehmen vor

3 Vgl. *Herzig*, FAZ vom 11.3.2002, S. 27.

4 Die Daimler-Benz AG bereits 1993, vgl. *Ebke*, WPK-Mitt. Sonderheft Juni 1997, 12, 13 f. m.w.N. Allein zwischen 1991 und 1996 hat sich die Zahl der an der NYSE notierten ausländischen Unternehmen etwa verdoppelt, vgl. *Ebke*, FS Buxbaum, S. 113, 115 m.w.N.

5 Dazu *Ebke*, WPK-Mitt. Sonderheft Juni 1997, 12, 13; *Kübler*, ZGR 2000, 550, 555; zum Wettbewerb der Unternehmen um Kapital vgl. auch RegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 11.

6 Deutscher Corporate Governance Kodex/von *Werder*, Vorbem. Rn. 2.

7 Vgl. statt aller: *von Wartenberg*, WM 2001, 2239.

allem ein gewisses quantitatives und qualitatives Niveau an Information, bevor sie ihnen Kapital zur Verfügung stellen. Dazu gehören insbesondere Zahlen und Daten, die denjenigen der Unternehmen in ihren Heimatkapitalmärkten vergleichbar sind. Im Rahmen dessen wird regelmäßig auch die Forderung nach einer Rechnungslegung auf der Grundlage international anerkannter Grundsätze erhoben. Das Investitionsvolumen und die Marktkraft zahlreicher institutioneller Investoren insbesondere aus den Vereinigten Staaten verleihen dieser Forderung erheblichen Nachdruck⁸. Durch den am 30. Juli 2002 vom US-Präsidenten unterzeichneten Sarbanes-Oxley-Act⁹ hat die Corporate Governance-Diskussion einen weiteren kräftigen Schub aus den USA erhalten.

Insbesondere die US-amerikanischen Anforderungen an Unternehmen haben damit auch in Deutschland eine Diskussion über „gute Corporate Governance“ börsennotierter Kapitalgesellschaften angestoßen, die einen vorläufigen Abschluss im Deutschen Corporate Governance Kodex der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex vom 26. Februar 2002¹⁰ gefunden hat, in dem international und national anerkannte Standards guter Unternehmensführung insbesondere im Hinblick auf eine Verbesserung der Transparenz zur Stärkung des Vertrauens der Kapitalmärkte formuliert sind¹¹. Gemäß Ziff. 7.1 des Deutschen Corporate Governance Kodex sollen börsennotierte Kapitalgesellschaften Konzernabschluss und Zwischenberichte unter Beachtung international anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze aufstellen.

Der Rechnungslegung wird damit eine neue Rolle zugewiesen. Sie ist als Informationsinstrument für Kapitalmarkt und Anleger ein wichtiges Element „guter Corporate Governance“ verstanden als wirksame Unternehmens(leiter)kontrolle im Interesse der Kapitalanleger. Skandale wie die um Enron und Worldcom und die Reaktion des Gesetzgebers in den Vereinigten Staaten mit dem Sarbanes-Oxley-Act of 2002 belegen die Bedeutung von Rechnungslegung und Abschlussprüfung für die Wahrung der Rechte der Kapitalanleger. In Deutschland zeigte der Streit der Metallgesellschaft mit ihrem Großaktionär Happel im Frühjahr 2001, bei dem es nicht zuletzt um Fragen der Rechnungslegung ging, den engen Zusammenhang zwischen Rechnungslegung und Interessen der Aktionäre, zwischen Rechnungslegung und Corporate Governance. Die Auseinandersetzung kreiste um Performancedruck für Unternehmen und Management sowie um Kontrolle der Unternehmensleitung und Bilanzierung. Es ging um die Eignung von Rechnungslegung als Grundlage der Investitionsentscheidung des Anlegers und die Erkennbarkeit

8 *Ebke*, FS Buxbaum, S. 113, 121.

9 Sarbanes-Oxley Act of 2002, im Internet abrufbar unter <http://www.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf>.

10 Zuletzt geändert am 21.5.2003, veröffentlicht am 4.7.2003; im Internet abrufbar unter <http://www.corporate-governance-code.de>.

11 Gleichwohl ist die Corporate Governance-Diskussion in Deutschland damit nicht beendet; Der Kodex ist Gegenstand regelmäßiger Überprüfung und Überarbeitung, das wirtschaftliche Tagesgeschehen erfordert regelmäßig neue Antworten auch im Bereich der Corporate Governance. Zum weiteren Reformbedarf und der sogenannten „Aktienrechtsreform in Permanenz“ vgl. *Seibert*, AG 2002, 417 m.w.N.