



universität
wien

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Corporate Governance in Kroatien im Vergleich zu
den EU-Regeln“

Verfasserin

Milena Vezmar

angestrebter akademischer Grad

Magistra der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im Februar 2008

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A 157

Studienrichtung lt. Studienblatt:

Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer:

ao. Univ.-Prof. Dr. Franz Silbermayr

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit des Eides Statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe.

Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Ort, Datum

Unterschrift

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	5
1 Einleitung	6
2 Politisch-wirtschaftliche Situation in Kroatien	8
2.1 Der Privatisierungsprozess	8
2.2 Wirtschaftswachstum	9
2.3 Der Weg in die Europäische Union	11
3 Corporate Governance	13
3.1 Definition	13
3.2 Prinzipal-Agent-Konflikt	15
3.3 Geschichtlicher Hintergrund	16
3.4 Corporate Governance Systeme	18
3.4.1 Insider Modell	18
3.4.2 Outsider Modell	20
3.5 Board Systeme	22
3.5.1 One-Tier-System	22
3.5.2 Two-Tier-System	23
3.5.3 Boardzusammensetzung	24
3.6 Bedeutung und Relevanz von Corporate Governance	25
3.7 Rechtliche Bindung an Corporate Governance, Corporate Governance Codes	26
4 Corporate Governance in Kroatien	28
4.1 Kapitalmarkt in Kroatien	28
4.2 South East Europe Corporate Governance Roundtable	28
4.3 White Paper on Corporate Governance in South East Europe	30
4.4 Corporate Governance Sector Assessment Project	30
4.5 Croatian Code of Corporate Governance	32
5 Corporate Governance in der Europäischen Union	34
5.1 Geschichtlicher Hintergrund	34
5.2 High Level Group (HLG)	34
5.3 Moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa	35
5.4 Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union	35
5.5 Beweggründe für die Harmonisierung der wesentlichen Corporate Governance Grundsätze	36
5.6 Aufbau des EU Aktionsplans	37
5.7 Sachverständigenausschuss	37
6 Vergleich der Corporate Governance (EU – Kroatien)	40
6.1 Kurzfristige Maßnahmen (2003-2005)	42
6.1.1 Einberufung des europäischen Corporate-Governance-Forums ..	42
a) Europäische Union	42
b) Kroatien	43
6.1.2 Verstärkte Offenlegung	44
a) Europäische Union	44
b) Kroatien	45
6.1.3 Corporate Governance Erklärung	48
a) Europäische Union	48
b) Kroatien	48

6.1.4 Integrierter rechtlicher Rahmen zur Erleichterung der Kommunikation mit den Aktionären und der Beschlussfassung..	63
a) Europäische Union	63
b) Kroatien	64
6.1.5 Stärkung der Rolle unabhängiger nicht geschäftsführender Direktoren oder Aufsichtsräte.....	67
a) Europäische Union	67
b) Kroatien	70
6.1.6 Stärkung der Verantwortung der Direktoren: kollektive Verantwortung aller Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans	75
a) Europäische Union	75
b) Kroatien	76
6.1.7 Angemessene Vergütungssysteme für Direktoren.....	80
a) Europäische Union	80
b) Kroatien	82
6.2 Mittelfristige Maßnahmen (2006-2008)	87
6.2.1 Offenlegungsbestimmungen in Bezug auf Anlagestrategie institutioneller Anleger.....	87
a) Europäische Union	87
b) Kroatien	88
6.2.2 Möglichkeit der Wahl zwischen einem dualistischen und einem monistischen System für alle börsennotierten Gesellschaften....	89
a) Europäische Union	89
b) Kroatien	89
6.2.3 Stärkung der Verantwortung der Direktoren	91
a) Europäische Union	91
b) Kroatien	92
6.2.4 Stärkung der Aktionärsdemokratie.....	93
a) Europäische Union	93
b) Kroatien	94
6.3 Harmonisierung der Abschlussprüfung.....	97
a) Europäische Union	97
b) Kroatien	98
7 Interessenskonflikte.....	100
7.1 Interessenskonflikte - Vorstand.....	100
7.2 Interessenskonflikte - Aufsichtsrat	101
8 Fazit	103
Literaturverzeichnis	114
Anhang.....	123
Zusammenfassung	123
Lebenslauf	124

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Wirtschaftswachstum in Kroatien	10
Abbildung 2:	Corporate Governance Organe	14
Abbildung 3:	OECD Grundsätze der Corporate Governance	17
Abbildung 4:	Insider Modell vs. Outsider Modell	20
Abbildung 5:	Regelkategorien	27
Abbildung 6:	South East Europe Corporate Governance Roundtable: Mitgliedsländer	29
Abbildung 7:	EBRD Länderrating 2003	31
Abbildung 8:	Kurzfristige und mittelfristige Maßnahmen des Aktionsplans zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union.....	38
Abbildung 9:	Überblick über die kurzfristigen Maßnahmen, tabellarische Gegenüberstellung	86
Abbildung 10:	Überblick über die mittelfristigen Maßnahmen, tabellarische Gegenüberstellung	96

1 Einleitung

Corporate Governance stellt heutzutage ein elementares Kriterium für national sowie international konkurrenzfähige Unternehmen in einem volatilen Wirtschaftsumfeld dar, die langfristig ihren Marktwert auf Trab bringen wollen. Auch wenn Corporate Governance unterschiedlich interpretiert wird, so hat es trotzdem generell eine einheitliche Bedeutung, nämlich der von bestimmten Regeln und Normen, die die Unternehmensstruktur, die Unternehmensleitung und die Unternehmenskontrolle determinieren.

Die unzähligen Finanzskandale, wie z.B. das des Unternehmens Enron, haben das Vertrauen der Investoren ruiniert. Das unverantwortliche Handeln von Managern, die undurchsichtige Unternehmensberichterstattung, sowie die Unklarheit über Aktionärsrechte in den letzten Jahren waren darüber hinaus der Grund für eine stärkere Entwicklung und Implementierung von Corporate Governance Verhaltensvorschriften und Empfehlungen.

Zur Bewältigung solcher kritischer Situationen hat die EU-Kommission einen Aktionsplan ausgearbeitet. In Anbetracht dieses Aktionsplans versucht man Corporate Governance, sowie Regeln des Gesellschaftsrechtes der EU-Länder aufeinander abzustimmen. Einer der Hauptziele ist es generell allen stakeholdern gleichrangigen Schutz zu gewähren, aber auch die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu fördern.

In dieser Diplomarbeit werde ich mich besonders auf Corporate Governance in Kroatien konzentrieren, wobei ich einen Vergleich zwischen dem Land und den EU-Regeln aufstellen möchte. Kroatien befindet sich in einer Übergangsphase, in der der kroatische Kapitalmarkt erste Schritte Richtung Fokussierung auf Aktionäre macht. Die Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union im Jahr 2005 haben Kroatien das Vorankommen dieses Transformationsprozesses ermöglicht, indem auch das Interesse von ausländischen Investoren am kroatischen Kapitalmarkt geweckt wurde. Im April dieses Jahres wurde sogar der erste kroatische Corporate Governance Kodex durch die Zusammenarbeit der ZSE

(Zagreber Börse) und der HANFA (Kroatische Agentur für die Überwachung von Finanzdienstleistungen) ausgearbeitet. Diese Bemühungen sind auf die Schaffung einer „Aktionärsdemokratie“ am kroatischen Kapitalmarkt ausgerichtet.

Aus diesem Grund möchte ich gerne zuerst die politisch-wirtschaftliche Situation in Kroatien, sowie den derzeitigen Stand der EU-Beitrittsverhandlungen zu-tage bringen.

Um anschließend einen tiefgründigen Einblick in das Thema Corporate Governance zu bekommen, werde ich generelle Hintergründe und die Bedeutung und Relevanz von Corporate Governance näher erläutern. Darüber hinaus werde ich Corporate Governance in Kroatien und der Europäischen Union detaillierter illustrieren.

Abschließend möchte ich einen Vergleich zwischen den EU-Regeln und Kroatien aufstellen, der den Fortschritt des kroatischen Systems aufzeigt und eventuelle Lücken und Schwachstellen aufdeckt.

2 Politisch-wirtschaftliche Situation in Kroatien

2.1 Der Privatisierungsprozess

Kroatien ist ein Land, das sich neben anderen südosteuropäischen Ländern in einem Transformationsprozess befindet, in dem die Privatisierung den springenden Punkt darstellt. Obwohl die ersten Schritte der Privatisierung mit der Einführung des Gesetzes der Unternehmensumstrukturierung im Jahr 1991¹ anfangen, konzentrierte sich dennoch die Regierung Tudjman² auf die Schaffung eines neuen Nationalgefüges. Deshalb blieb das Ziel der Schaffung einer marktwirtschaftlich ausgerichteten Volkswirtschaft weit untergeordnet. Der blutig multiethnische Bürgerkrieg in den Jahren 1991-1995 war ein besonders beeinflussender Faktor, der den Transformationsprozess aufgrund der nachfolgenden Schäden verglichen mit anderen Transformationsländern wesentlich verlangsamte. Auch gewisse Transformationsbedingungen im Land, wie z.B. der Verlust traditioneller Absatzmärkte der Nachbarrepubliken, die fehlende Einbeziehung in internationale Hilfs- und Strukturprogramme, sowie binnen- und infrastrukturelle Probleme haben den Privatisierungsprozess wesentlich verlangsamt³. Nach einer intensiven Privatisierung in den Jahren 1991-1993 folgte eine deutlich verlangsamte Phase die bis zum Jahr 1996 ins Stocken geriet. Im Vorfeld konnten aber kleine und ein Teil der mittelgroßen Unternehmen privatisiert werden. Im Jahr 1997 führte man sogar die Gutscheinprivatisierung ein um den Privatisierungsprozess so schnell wie möglich anzutreiben. Die Privatisierung der Großunternehmen, mit der man erst in den Jahren 1999-2003 begonnen hatte, dauert noch immer teilweise an. Der Staat hat sogar einzelne Gesetze⁴ erlassen, die die Privatisierung der einzelnen Großunternehmen gesondert regeln⁵. Den Privatisierungsprozess begann man ohne institutionelle und rechtli-

¹ vgl. NN – „narodne novine“ 19/1991: Kroatisches Amtsblatt, online unter: www.nn.hr

² Franjo Tudjman war 1990-1992 Präsident der Sozialistischen Teilrepublik Kroatien und 1992-1999 Präsident der souveränen Republik Kroatien

³ vgl. Ditz (2004), S. 11

⁴ z. B. das Gesetz über die Privatisierung der Kroatischen Telekom (NN 65/1999) oder das Gesetz über die Privatisierung des Ölkonzerns INA (NN32/2002)

⁵ vgl. Sivric-Pesa (2005), S. 274

che Rahmenbedingungen durchzuführen, um die hohen Staatsausgaben in Folge des Unabhängigkeitskrieges durch erhoffte Gewinne ausgleichen zu können.

Die Privatisierung wird von der Bevölkerung aus einer negativen Sicht gesehen, da der eigentliche Gewinner der Staat ist, aber auch aufgrund von Bevorzugungen die Manager der ehemals gesellschaftlichen Unternehmen, die Politiker und die Bankdirektoren. Die fehlende Transparenz der Privatisierungsstrategie und die mangelhafte Durchsetzbarkeit des Rechts haben dazu geführt, dass das Vertrauen in den Staat deutlich geschwächt wurde. Zudem ist die ganze kroatische Bevölkerung der eigentliche Verlierer, da sie sich in einer dramatischen Armutslage befand. Es bestehen noch immer soziokulturelle Hindernisse, die das Land erheblich geprägt haben. Das Gefühl der Hilflosigkeit herrscht noch immer unter der kroatischen Gesellschaft, da die „kleinen Leute“ noch immer keinen Einfluss auf die politischen Entscheidungen im Land haben. Die seit Jahren bestehende Korruption und Vetternwirtschaft in den öffentlichen Institutionen und Staatsbehörden im Land werden größtenteils von der Bevölkerung gezwungenermaßen toleriert.

2.2 Wirtschaftswachstum

Die Jahre 1995-1998 waren durch ein rasches BIP-Wachstum geprägt, das durch die Staatsausgaben für den Wiederaufbau und die steigenden Bankkredite ausgelöst worden ist. Nach einer leichten Abschwungphase im Jahr 1999 kam es im Jahr 2000 zu einer Wende der wirtschaftlichen Aktivität. Aufgrund politischer Veränderungen und einem eingeführten Stabilisierungspaket der Koalitionsregierung, begann man Reformen im Land durchzuführen. Ziel war es neue Quellen des Wirtschaftswachstums zu finden, die auf der Grundlage von Exporten, Umstrukturierungen und neuen Investitionen basieren sollten. Seit dem kann das Land ein jährliches BIP-Wachstum von mindestens 4,3 % verzeichnen⁶.

⁶ vgl. Kroatische Nationalbank, online unter:
<http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm?tsfsg=79aeee315061a91931bd7ff039ea9b17>

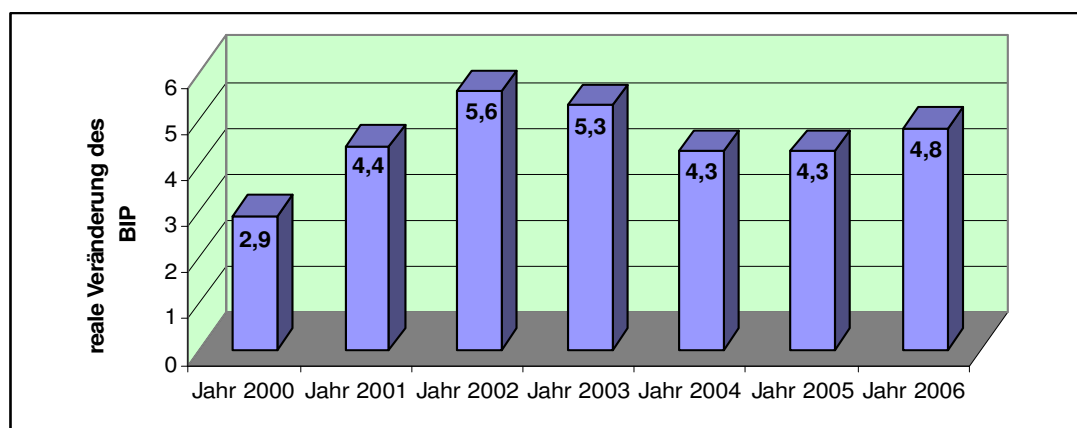


Abbildung 1: Wirtschaftswachstum in Kroatien⁷

Die Nachkriegsjahre haben die nachfolgenden Wirtschaftsjahre deutlich beeinflusst. So konnte erst im Jahr 2004 eine Effizienzsteigerung in der Wirtschaft verzeichnet werden, da das reale Niveau von 1990 erstmals 2004 überschritten werden konnte. Somit kann man feststellen dass die Transformation des Landes fast vollständig durchgeführt ist. Die im Land bestehenden Schwierigkeiten sind jedoch laut dem wiiw⁸ der Unterentwicklung hinzuzurechnen. Die Industrieproduktion in Kroatien liegt nämlich deutlich unter dem Level von 1990 (zwischen 80%-90%). Die positiv verlaufende Entwicklung des Bruttoinlandproduktes einerseits und die gewaltige De-Industrialisierung im Land andererseits drücken die Intensität des Strukturwandels und die nicht in genügendem Ausmaß vorhandene Kompetenz der Industrie aus, sich in das neue Umfeld einzuordnen⁹. Die ausschlaggebenden Ursachen für das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren sind der massive private Konsum und die steigenden Investitionen im Land. Der Außenhandel spielt dabei eine kleine Rolle, trotz seiner leichten Zunahme in den letzten Jahren durch normalisierende Handelsbeziehungen. Dank der boomenden Tourismuswirtschaft können die hohen Defizite im Güterexport durch den Überschuss an Tourismuseinnahmen ausgeglichen werden. Ungeachtet der Tatsache, dass die kroatische Wirtschaft konstant wächst, beträgt die Auslandsverschuldung aufgrund der Überbewertung der

⁷ vgl. Eigene Darstellung in Anlehnung an die kroatische Nationalbank, online unter: <http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm?tsfsg=79aeee315061a91931bd7ff039ea9b17>

⁸ Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche

⁹ vgl. Perspektiven des EU-Beitritts der Balkanländer Albanien, Bulgarien, Bosnien und Herzegowina, Kroatien, Mazedonien, Rumänien, Serbien und Montenegro, sowie der Türkei (2007), S. 2

kroatischen Währung in den letzten Jahren dennoch in etwa 85 % des BIP und hat mit 25,5 und 29,0 Milliarden Euro in den Jahren 2005 und 2006 drastisch zugenommen¹⁰. Nichtsdestoweniger wird die wirtschaftliche Entwicklung Kroatiens mit einem hohen Wirtschaftswachstum, einer niedrigen Inflation und fallenden Arbeitslosenrate positiv eingestuft.

2.3 Der Weg in die Europäische Union

Das Land steht nach langer Zeit der politischen Instabilität vor neuen Herausforderungen und hat seit 2000 beträchtliche Fortschritte auf dem Weg zur EU-Mitgliedschaft gemacht. Am 29. Oktober 2001 wurde das Stabilisierungs- und Assoziierungsabkommen (SAA) zwischen der EU und Kroatien unterzeichnet, das am 1. Februar 2005 in Kraft trat und als fundamentaler Baustein des Stabilisierungs- und Assoziierungsprozesses den vertraglichen Rahmen für die Beziehungen zwischen Kroatien und der EU bildet. Unter anderem soll mit dem Abkommen der politische Dialog, die vier Freiheiten (Die Errichtung einer Freihandelszone für gewerbliche Waren und die meisten landwirtschaftlichen Erzeugnisse bis 2007), die regionale Zusammenarbeit, die Angleichung der kroatischen Rechtsvorschriften an den gemeinschaftlichen Besitzstand und die weitreichende Zusammenarbeit in allen Politikbereichen durch das Land gewährleistet werden. Die lückenlose Ausführung des SAA wird durch die Kommission mit finanzieller Hilfe und fachlicher Beratung unterstützt und soll des Weiteren eine Vorbereitungshilfe für den Beitritt in die EU sein¹¹. Den Beitrittsantrag reichte Kroatien am 21. Februar 2003 ein, dabei wird dem Land ein Jahr später der offizielle Kandidatenstatus anerkannt. Da Kroatien zu der Zeit keine ordentliche Kooperation mit dem UN-Kriegsverbrechertribunal aufweisen konnte, begannen die offiziellen Beitrittsverhandlungen erst am 3. Oktober 2005. Der Europäischen Kommission zufolge kann Kroatien dank der hohen Zuwachsraten im Tourismus und in der Bau- und Infrastrukturwirtschaft in Zukunft als ein makroökonomisch stabiles Land angesehen werden. Dennoch müssen in Bereichen

¹⁰ vgl. Perspektiven des EU-Beitritts der Balkanländer Albanien, Bulgarien, Bosnien und Herzegowina, Kroatien, Mazedonien, Rumänien, Serbien und Montenegro, sowie der Türkei (2007), S. 1-11

¹¹ vgl. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/122&format=HTML&aged=1&language=DE&guiLanguage=en>

des Justiz- und Grundbuchwesens, der Verwaltung und des Steuersystems einige Reformen durchgeführt werden, um die kroatische Rechtsordnung an das europäische Recht anzupassen¹². Zudem sind das Rückkehrrecht der großteils serbischen Kriegsflüchtlinge, das Minderheitenrecht und die Korruptionsbekämpfung politische Voraussetzungen für den Beitritt in die EU. Um den Voran kommen des Landes zu beschleunigen, hat die Europäische Union sogar eine Vielzahl an Förderprogrammen in die Gänge gebracht, die neben Strukturmaßnahmen auch den Wiederaufbau, Wirtschaftsreformen, Sanierung der Umwelt und Aufbau der öffentlichen Institutionen und Verwaltungen unterstützen. Es werden aber dennoch viele Fakten im Land verschwiegen wie z.B. auch die Tatsache, dass etwa die Hälfte der Bevölkerung gegen einen EU-Beitritt ist. Viele denken dass es zu einem Jobverlust kommen wird oder z.B. die Küste ausverkauft wird. Überdies haben viele das Gefühl, dass die EU einen immensen Druck auf das Land ausübt. Auch die rückläufige Arbeitslosenrate kann mehr durch kurzfristige Jobs ohne Nachhaltigkeit erklärt werden. Ratschläge und Forderungen der Europäischen Union werden teilweise noch ignoriert. Trotz des Wirtschaftswachstums und dem positiven Trend besteht noch immer das Bedürfnis nach einem höheren Lebensstandard unter der Bevölkerung. Grundsätzlich wird aber dennoch der Beitritt in die Europäische Union die Stabilität des Landes auf lange Sicht fördern.

¹² vgl. Fräss-Ehrfeld (2006), S. 133

3 Corporate Governance

Bevor Corporate Governance in Kroatien und der EU näher erläutert werden, ist es durchaus belangvoll Corporate Governance selbst zu charakterisieren. Obwohl das Thema vor etwa 20 Jahre kaum bekannt war, so ist es gegenwärtig ein oft erwähntes Thema. Bücher, Zeitschriften, sämtliche Diskussionen und Medien befassen sich heutzutage mit der Bedeutung von Corporate Governance. Besonders wirtschaftliche und finanzielle Angelegenheiten werden oft mit dem Gegenstand in Verbindung gebracht. Dabei sind auch rechtliche, soziale und psychologische Aspekte mit einzubeziehen.

3.1 Definition

Corporate Governance wird von vielen Experten verschieden erklärt und interpretiert. Das macht es umso schwerer eine übereinstimmende Beschreibung zu finden. Letztendlich haben alle Theorien aber eine einheitliche Bedeutung. Corporate Governance symbolisiert damit zusammenfassend Werte und Grundsätze für eine erfolgreiche und verantwortungsvolle Unternehmensleitung und Unternehmenskontrolle. Führung und Überwachung des Unternehmens sind mit dieser Definition hervorzuheben, da sie die elementaren Grundpfeiler eines Corporate Governance Systems sind.

Corporate Governance bestimmt die Struktur und Prozesse eines Unternehmens. So werden Rollen und Verantwortlichkeiten den verschiedenen Organen einer Gesellschaft zugeteilt. Shareholder, Manager, Aufsichtsrat, aber auch alle anderen stakeholder spielen in diesem Gefüge alle eine wesentliche Rolle. Eine gute Definition dieses Zusammenspiels bietet *Escher-Weingart*. Eine gute Corporate Governance ist demnach ein bestimmtes Ordnungsgefüge, das Organen der Gesellschaft erlaubt ihre Interessen bestmöglich zu verfolgen¹³. Die Voraussetzung für das optimale Bestreben verschiedener Ziele ist die Aufteilung von Macht, Verantwortung und Kontrolle.

¹³ vgl. Haeseler/Gampe (2002), S.105

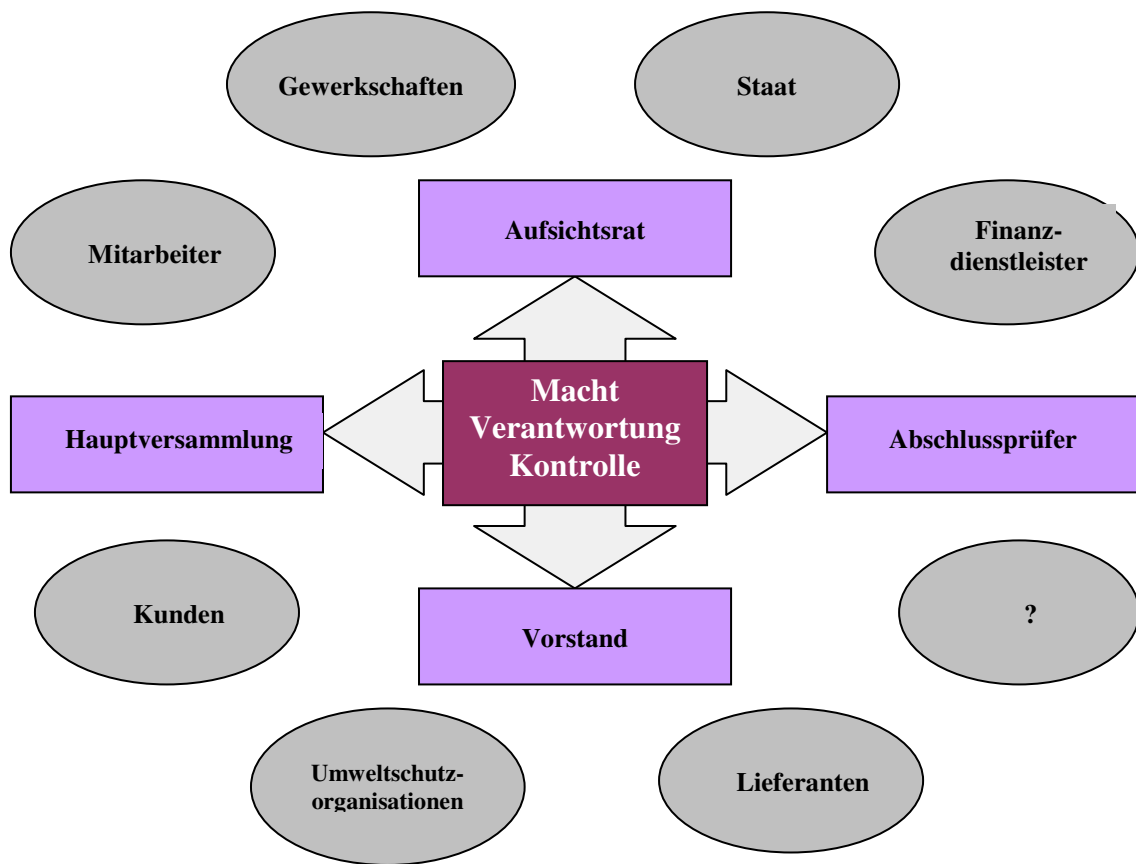


Abbildung 2: Corporate Governance Organe¹⁴

Corporate Governance Theorien unterscheiden sich in der Hinsicht, dass sie verschiedene Organe und Mitglieder der Gesellschaft in den Vordergrund stellen. Zum einen befassen sich viele Theorien mit Aktionären, zum andern wenden sich auch viele der Unternehmensführung zu. Wie in der Abbildung oben ersichtlich gehören je nach Eigenheit des nationalen Systems unterschiedliche Organe und Stakeholder zu einem Corporate Governance System dazu. So spielen z.B. die Arbeitnehmer besonders in Deutschland und Österreich eine wichtige Rolle, da sie aufgrund ihrer gesetzlich geregelten Mitwirkung im Aufsichtsrat die Unternehmensaufsicht wesentlich beeinflussen. Im Gegensatz dazu sind die Börsen und der Kapitalmarkt im angelsächsischen Raum noch immer weitaus mehr ausgeprägt. Zu guter Letzt richten aber doch die meisten Theorien ihre Aufmerksamkeit andeutungsweise auf alle Unternehmensbeteilig-

¹⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Haeseler/Gampe (2002), S. 106

ten. Corporate Governance impliziert des Weiteren eine Trennung von Eigentum und Kontrolle. Die wirtschaftlichen Eigentümer der Gesellschaft sind die Aktionäre. Aktionäre sind an einer „Verzinsung“ ihres eingesetzten Kapitals interessiert. In Bezug auf die Kapitalanlage wird Corporate Governance aus der finanzorientierten Sicht als „...alle Mechanismen (Märkte, Institutionen, Organe, Gesetze, Verträge etc.), die gewährleisten, dass Shareholder eine angemessene Rendite auf ihr eingesetztes Kapital erzielen“¹⁵ definiert. Das Ziel richtet sich somit auf langfristige Wertschaffung eines Unternehmens. Das Unternehmen soll in der Lage sein nachhaltig seinen Marktwert aufrechtzuerhalten und zu stärken. Das Shareholder-Value-Prinzip wird hiermit ersichtlich. Shareholder, also die Anteilseigner des Unternehmens, tragen das volle Risiko eines Verlustes, darüber hinaus erhalten sie auch keine vertraglich oder gesetzlich fixierte Mindestzahlung. Aus diesem Grund steht ihnen der Gewinn voll zu. Ihr Interesse richtet sich damit auf die Maximierung des Shareholder Value¹⁶.

3.2 Prinzipal-Agent-Konflikt

Mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle kann es aber zu einem Principal-Agent-Konflikt kommen. Jeder Mensch geht grundsätzlich seinem individuellen Nutzen nach. In einer Prinzipal-Agent-Beziehung überträgt der Prinzipal (der Eigentümer) per Vertrag Aufgaben und Befugnisse auf den Agenten (den Manager), damit er die Interessen des Prinzipals wahrnimmt. Da der Agent aber seine Kompetenzen systematisch zu seinem Nutzen und auf Kosten des Prinzipals einsetzen wird, kommt es zwischen dem Agenten und den Prinzipal automatisch zu einem Interessenskonflikt (also dem Prinzipal-Agent-Konflikt)¹⁷. Dieser Konflikt kann negative Konsequenzen haben, eine erfolgreiche Finanzierung von Unternehmen kann möglicherweise aufgrund dieser Problematik scheitern. Die von *Jensen und Meckling* (1976) eingeführte Agency Theorie versucht diese Interessensproblematik durch die Ausgestaltung von effizienten Verträgen zu lösen, die den Nutzen des Prinzipals durch das richtige Handeln des Agenten maximieren soll.

¹⁵ vgl. Hilpisch (2005), S. 26

¹⁶ vgl. Hilpisch (2005), S. 125

¹⁷ vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 104

3.3 Geschichtlicher Hintergrund

Bereits im Jahre 1776 setzte sich *Adam Smith* mit dem Thema Corporate Governance auseinander. Er debattierte in seinem Buch „An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations¹⁸“ über mögliche Konflikte zwischen Managern und Aktieninhabern eines Unternehmens. Mit seinem Werk versuchte er den Nachweis zu bringen, dass Manager nicht mit vollem Engagement den Interessen der Aktionäre nachgehen. In den 30er Jahren befasste man sich desgleichen mit der Materie Corporate Governance ebenfalls basierend auf Konflikten zwischen Managern und Aktieninhabern. Dabei wurden Manager, deren Aufgabe es war fremdes Kapital der Kapitalgeber zu verwalten, lange Zeit nicht kontrolliert. Eine Lücke in der Überwachung wurde entdeckt und man begann das Management mehr zur Verantwortung zu ziehen. Berle *Adolf Augustus* und *Gardiner C. Means* setzten sich zu dieser Zeit in ihrem Buch *The Modern Corporation and Private Property* mit diesem Thema auseinander. Kurze Zeit später begann man sich an die Gesetzgebung zu stützen und suchte einen Lösungsweg der die Führung und Überwachung einer Gesellschaft verbessern sollte. Das Ziel dieser Bestrebungen war die Verfolgung von stakeholder Interessen durch die Unternehmensleitung. Die Einführung von gesellschaftsrechtlichen Regeln ergab für diesen Konflikt aber keine ausreichende Lösung. Das führte zu einer weiteren Entwicklung von sogenannten Codes oder Reports. Erst Mitte der 80er Jahre wurde der Terminus „Corporate Governance“ von *Williamson* (1984) in eine ausführliche Diskussion eingebracht. Corporate Governance stellte er als institutionelle Arrangements dar, die zwischen Parteien langfristiger Verträge zur Konfliktlösung ausgearbeitet wurden. Ausgehend von den USA hat sich die Diskussion über das Thema in Großbritannien fortgesetzt. In Großbritannien wurden Ende der 80er, Anfang der 90er nach unzähligen Unternehmenszusammenbrüchen gleichzeitig mehrere Codes entwickelt. Der Cadbury Report¹⁹ (1992) war der erste Kodex, der Empfehlungen an briti-

¹⁸ Der Wohlstand der Nationen: Eine Untersuchung seiner Natur und seiner Ursachen

¹⁹ 1991 wurde der „Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance“ in Großbritannien gegründet. Der Cadbury Report wurde von diesem Komitee entwickelt und wurde nach dem Vorsitzenden Sir Adrian Cadbury benannt.

sche Gesellschaften beinhaltet. Des Weiteren wurde der Greenbury Report (1995), der Hampel Report (1998) und aktuell der Combined Code (1998, 2003 und 2006) entwickelt, der alle Empfehlungen der vorigen Reports zusammenfassend beinhaltet. Diese Codes stellen nicht nur bloße Empfehlungen in Bezug auf Rechnungslegung und Abschlussprüfung dar sondern basieren grundsätzlich auf gesetzlichen Anordnungen. In den darauf folgenden Jahren bemühten sich andere Länder um die Entwicklung nationaler Codes die die einheimischen Finanzmärkte ankurbeln sollten. Im Übrigen wurden in den letzten Jahren viele nationale sowie internationale Corporate Governance Codes entwickelt.

Ein international anerkannter Corporate Governance Kodex ist der OECD Corporate Governance Code. Er wurde erstmalig 1999 veröffentlicht und anschließend 2004²⁰ auf den aktuellen Stand gebracht. Ein Großteil der Corporate Governance Codes verschiedener Länder beruht auf diesen Grundsätzen. Die OECD-Grundsätze dienen als internationale Richtlinien für politische Entscheidungsträger, Unternehmen, Investoren und andere interessierte Gruppen. Obendrein bieten die OECD-Regeln eine akkurate Orientierungshilfe für Gesetzes- und Regulierungsaktivitäten. Dabei umfasst der OECD Corporate Governance Code sechs fundamentale Kernbereiche:

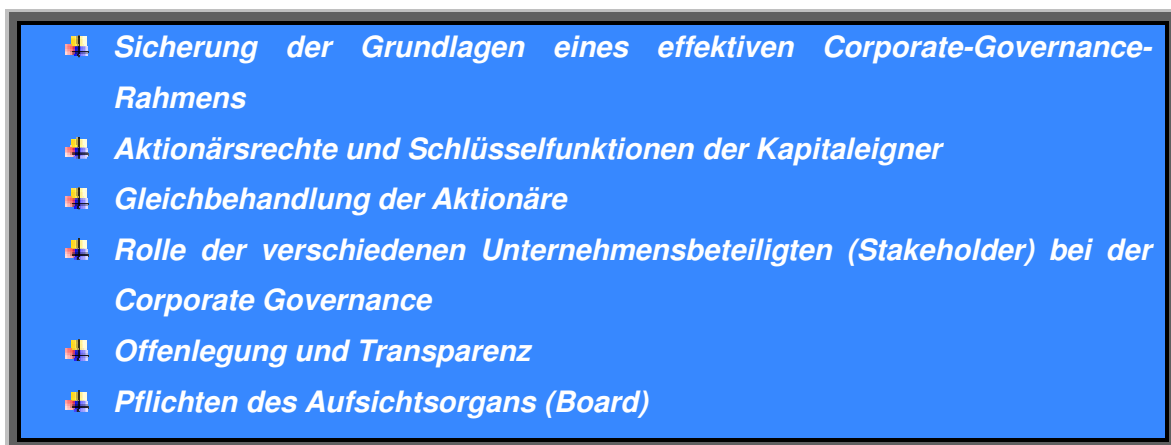


Abbildung 3: OECD Grundsätze der Corporate Governance²¹

²⁰ 2004: Revised OECD Principles of Corporate Governance

²¹ vgl. OECD Grundsätze der Corporate Governance (2004), S. 7

Der Trend heute richtet sich auf die Integrierung nationaler Codes und Konzentration auf wesentliche übereinstimmende Regeln, die eine Durchschaubarkeit aller Kapitalmärkte und Unternehmen gewährleisten.

3.4 Corporate Governance Systeme

Corporate Governance Systeme können sehr divergent in ihrer Ausprägung sein. Zum einen können die verschiedenen Corporate Governance Systeme Wirkung auf den Kapitaleinsatz und die Höhe der Kapitalkosten ausüben, zum anderen beeinflussen sie die Existenz und den Wachstums eines Unternehmens. Man unterscheidet zwischen dem „Insider Modell“ und dem „Outsider Modell“, die sich einerseits in den legislativen Bestimmungen und andererseits der Eigentümerkontrolle unterscheiden.

3.4.1 Insider Modell

Das Insider Modell wird durch eine konzentrierte Eigentümerstruktur charakterisiert. Das Insider Modell kommt überwiegend in Kontinentaleuropa und in Japan vor. Dabei halten die Eigentümer mehr als 25 % Anteil an einem Unternehmen oder sind in vielen Fällen Mehrheitsaktionäre²². Der Großteil der finanziellen Macht wird manchmal vom Unternehmen selbst ausgeübt. Die Eigentümer des Unternehmens sind dann in vielen Fällen die Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats selbst²³. Die starke Bindung an das Unternehmen hat meiner Meinung einerseits den Vorteil, dass Anteilseigner das Ziel der langfristigen Erhaltung und Stärkung des Unternehmens im Auge haben, andererseits haben sie es im Übrigen sowieso verglichen mit anderen shareholders schwer ihre Anteile in kurzer Zeit zu veräußern. Die Kontrolle des Unternehmens wird durch die Großaktionäre ausgeübt. Die Kennzeichen eines Insider Modells sind oft ein schwacher Wertpapiermarkt oder minimale Offenlegungsstandards. Das Insider Modell bietet ferner allen anderen stakeholders (Mitarbeiter, Kunden,

²² vgl. Lattreuter (2005), S. 29

²³ vgl. Kovacevic (2005), S. 10

etc. ...) die Möglichkeit durch Aufsichtsräte und unterschiedliche Interessensvertretungsgremien Einfluss auf strategische Entscheidungen auszuüben.

Das Insider Modell lässt sich in zwei verschiedene Systeme unterteilen. In einem germanischen System, das vorwiegend in Deutschland, Österreich, der Schweiz und anderen kontinentaleuropäischen Ländern vorkommt, ist die Eigentümerstruktur durch eine hierarchisch aufgegliederte Pyramide aufgebaut. Dabei besitzen Banken, der Staat, Familienangehörige oder andere Unternehmen zum Beispiel Aktien des Unternehmens A. Das Unternehmen A hat darüber hinaus Anteile am Unternehmen B, das im Übrigen Aktien des Unternehmens C in Besitz hat.

In einem japanischen System setzt sich die Eigentümerstruktur aus den sogenannten cross-shareholders zusammen. Eine solche Eigentümerstruktur besitzen die sogenannten Keiretsu-Unternehmen. Keiretsu ist dabei ein japanisches Unternehmensnetzwerk, bei dem sich Unternehmen rund um eine Hauptbank organisieren. In diesem Netzwerk hält jedes Unternehmen an jedem Unternehmen oder an der Bank einen Anteil an Aktien, sogar die Bank ist in Besitz von Aktien der meisten im Netzwerk eingegliederten Unternehmen. Dieses Netzwerk existiert auf langfristiger Basis durch starke Beziehungen zwischen den Unternehmen und durch enge Kooperation mit Partnern und der Bank, die die Unternehmen in der Finanzierung unterstützt²⁴.

Eine Mischform des japanischen und germanischen Insider-Modells ist das Koreanische Chaebol. Chaebols sind koreanische Konglomerate bestehend aus Familienunternehmen und Banken, die die Wirtschaft im Land wesentlich beeinflussen. Samsung, Hyundai, LG Group sind nur einige der bekanntesten Chaebols²⁵. Obwohl die mächtigen Gründerfamilien der koreanischen Industrie- und Handelsgruppen, zwar wenig Anteil am Gesamtkapital halten, haben sie dennoch trotzdem einen großen Einfluss auf die Unternehmen. Diese Mischkonzerne sind in allen erdenkbaren Industriebereichen aktiv²⁶. Die Unternehmen

²⁴ vgl. Brealey/Myers (2003), Kapitel 34, S. 984

²⁵ vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Chaebol>

²⁶ vgl. <http://www.willi-stengel.de/chaebol.htm>

innerhalb eines Chaebols sind wie in japanischen Keiretsus an anderen Unternehmen beteiligt. Im Gegensatz zum japanischen System haben dafür die Banken aber weitaus weniger Einfluss.

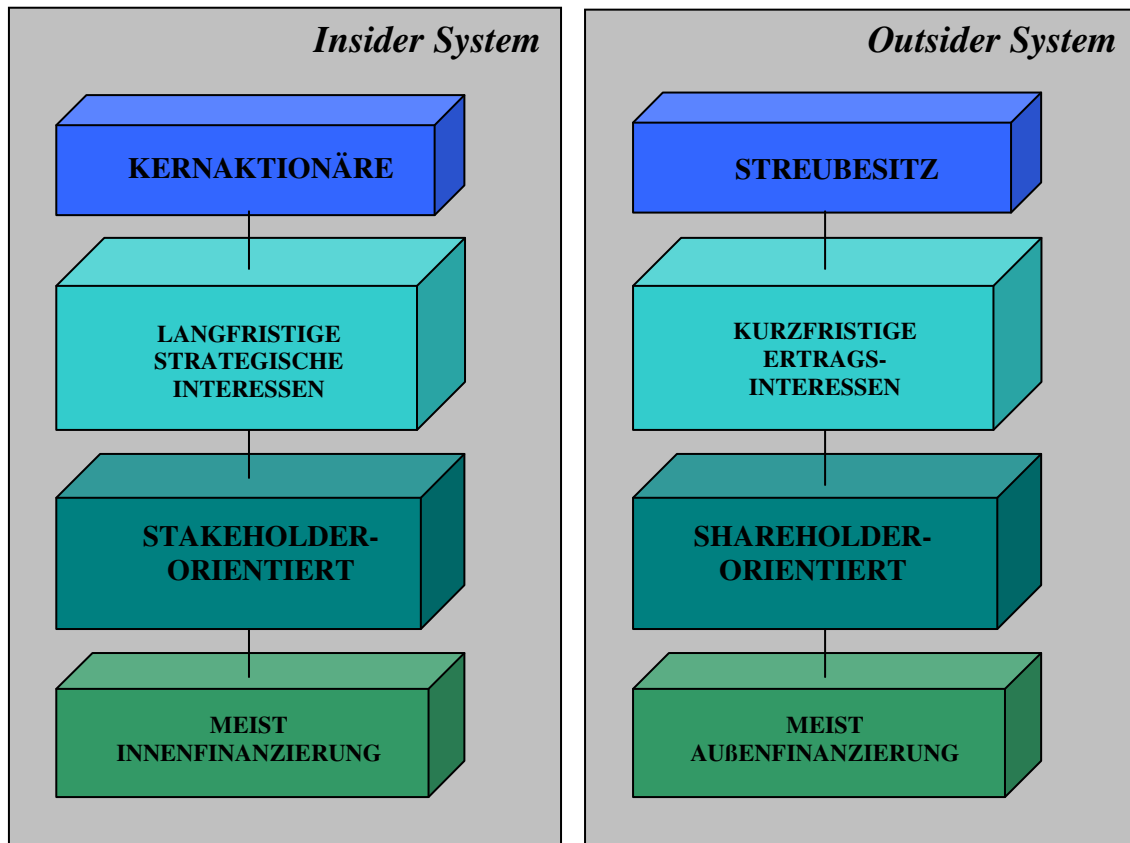


Abbildung 4: Insider Modell vs. Outsider Modell

3.4.2 Outsider Modell

Das Outsider Modell ist ein marktbasierendes Corporate Governance System, das vorwiegend im englischsprachigen Raum vorkommt (USA, Großbritannien, Kanada, Australien) und auf dem case law Rechtssystem²⁷ beruht. In einem case law Rechtssystem orientiert sich die Rechtspraxis an bereits vorhandenen Gerichtsurteilen und deren Rechtsfolgen anstatt an Gesetzen und Verordnungen wie im germanischen System. Die Aktionärsrechte sind in so einem Corporate Governance System durch rechtliche Bestimmungen umfangreich geschützt. Die Anteile am Unternehmen sind weit zerstreut, es existiert eine breite Masse

²⁷ vgl. Krejci (2002), S. 4

an Aktieninhabern, die an einem kurzfristigen Gewinn interessiert ist²⁸. Das Outsider Modell wird durch einen starken Kapitalmarkt charakterisiert. Crossshareholdings sind zwischen Unternehmen im Outsider Modell eher unüblich. Bei diesem System werden die shareholder Interessen weitaus mehr verfolgt als die Interessen aller stakeholder. Auch die flache Hierarchiestruktur dieses Systems zeigt, dass die eigentlichen Eigentümer direkte Kontrolle ausüben. Genauer gesagt kommen Macht und Kontrolle von Außen, den Aktien werden durch externe institutionelle Investoren oder Kleinaktionäre gehalten. Hier gilt ebenso das „one share – one vote-Prinzip“, dass eine Gleichbehandlung aller Aktionäre vorsieht.

Corporate Governance Systeme werden durch situative Gegebenheiten im politischen und wirtschaftlichen Umfeld geformt. Aus diesem Grund verändern sie sich kontinuierlich weiter und werden durch politische, rechtliche und sozialökonomische Veränderungen an die gegenwärtige Situation im jeweiligen Land schrittweise angepasst. So verändert sich das germanische Corporate Governance Modell in Richtung angelsächsisches Modell. Die Konzentration der Eigentümerstrukturen wird gelockert, das System richtet sich zunehmend auf den Markt. Die Hausbanken rücken immer mehr in den Hintergrund, dafür gewinnen institutionelle Investoren immer mehr an Bedeutung. Gleichzeitig verändert sich das angelsächsische System in Richtung Miteinbeziehung der institutionellen Investoren, sogar der Arbeitnehmer in die Boards der Unternehmen. Die Verantwortung des Unternehmens in Hinsicht auf gesellschaftliche und soziale Pflichten nimmt immer mehr zu. Daneben bewirkten auch die Aufsehen erregenden Finanzskandale der US-Unternehmen in den letzten Jahren eine anschauliche Abschwächung der Regulierung durch den Markt.

Seit der Kenntnis der Unterschiede in den Corporate Governance Systemen werden unzählige Debatten darüber geführt, welches System letzten Endes das „Beste“ ist. Die meisten Literaturen setzten sich in den letzten Jahren mit den Unterschieden zwischen dem germanischen, japanischen und den marktorien-

²⁸ vgl. Organisationen und ihre Strukturen im dynamischen Veränderungsprozess, online unter: www.imw.tuwien.ac.at/ibwl/Pdf/Praxis%20der%20strategischen%20Planung%20Teil%203.pdf

tierten Systemen (USA, UK) auseinander. Dabei sind Shleifer und Vishny (1997) der Ansicht, dass ein optimales Corporate Governance System eine Kombination aus Rechtsschutz der Investoren und einer Art von konzentriertem Eigentum ist²⁹.

3.5 Board Systeme

Ein Board stellt ein effektives Instrument für die Leitung und Kontrolle des Unternehmens dar. Das Board soll als ein Führungsorganisations-Konzept die Interessen der Investoren bestmöglich verfolgen und stellt somit eine Institution dar, die eine Lösung zu dem Agency-Problem bieten soll. Die Boardstruktur kann mehrere Formen haben. Grundsätzlich kann man zwischen zwei konträren Strukturen der Unternehmensführung- und -leitung unterscheiden. Das monistische Board System (One-Tier-System), das im anglo-amerikanischen (USA, Großbritannien, Kanada) Raum vorkommt und das duale Board System (Two-Tier-System), das vorwiegend in Kontinentaleuropa vorkommt.

3.5.1 One-Tier-System

Die meisten Länder wenden das One-Tier-System an. An der Spitze des Unternehmens existiert ein einziges Leitungskomitee („Board of Directors“), das sich in der Regel aus dem Supervisory Board und dem Managing Board zusammensetzt. Der Board of Directors befasst sich also mit der Überwachung und Führung zugleich. Er entlässt Führungskräfte, entscheidet über die Dividendenausschüttungen und entscheidet sozusagen über alle strategische Angelegenheiten. Das Supervisory Board (der Verwaltungsrat), übernimmt die Leitungskontrolle und das Managing Board die Geschäftsleitung³⁰. Die Direktoren des „Board of Directors“ sind in executive oder non-executive Direktoren eingeteilt. Die executive Direktoren üben ihr Amt hauptberuflich aus und haben die Aufgabe der Geschäftsleitung. Executive Direktoren haben zwar keinen absoluten Präsenzzwang, müssen sich aber trotzdem maßgeblich dem Unter-

²⁹ vgl. Keasey et al. (2005), S. 273

³⁰ vgl. Hilb (2005, 2006), S. 45

nehmen zuwenden. Die non-executive sind nebenberuflich tätige Mitglieder des Boards und übernehmen die Kontrolle³¹. Darüber hinaus ist in einem One-Tier-System die Bildung von Ausschüssen durch nicht geschäftsführende Mitglieder möglich.

Für gewöhnlich werden die Mitglieder des Board of Directors von der Hauptversammlung gewählt. Der Vorsitzende des Boards (Chairman) ist oft zugleich auch der „Chief Executive Officer“ (CEO) sein. Diese Tatsache führte in den USA zu heftiger Kritik, da so etwas die Effizienz eines Boards beeinträchtigt. Die Funktion eines Vorsitzenden beinhaltet die Einstellung, die Entlassung, die Evaluierung und die Entlohnung des CEO. Deshalb ist es umso widersprüchlicher den CEO auch gleichzeitig zum Vorsitzenden des Boards zu ernennen. Die Miteinbeziehung von Shareholder-Repräsentanten, und unabhängigen Personen in die Boards erlaubt die maximale Verfolgung von shareholder Interessen. Obendrein ermöglicht die symmetrische Informationsverteilung zwischen Geschäftsleitung und Verwaltungsrat und die Miteinbeziehung der Kontrollmitglieder in die täglichen Geschäfte eine schnellere Entscheidungsfindung³². Ein schwacher Punkt im monistischen System ist dafür aber die Entstehung von internen und externen Gruppen innerhalb des Verwaltungsrates. Auch die Nichtüberwachung des Verwaltungsrates selbst ist für ein Unternehmen ein mögliches Defizit. Dabei ist es durch dieses selbst-kontrollierende-System unmöglich ein effektives Funktionieren des Board of Directors zu gewährleisten.

3.5.2 Two-Tier-System

Beim Two-Tier-System kommt es zu einer klaren Trennung von Unternehmensüberwachung und Unternehmensführung. Das Two-Tier System findet sich in Ländern wie z.B. Deutschland, Österreich, Dänemark, Finnland und Schweden vor. Während der Vorstand (management board) in einem dualen System die Pflicht hat die täglichen Unternehmensgeschäfte zu regeln und strategische Entscheidungen zu treffen, akzeptiert oder verweigert der Aufsichtsrat

³¹ vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 80

³² vgl. Suljkanovic (2007), S. 15

(supervisory board) diese Vorschläge. In viele Satzungen ist auch bestimmt, dass wesentliche Geschäftsvorfälle Aufsichtsrat-genehmigungspflichtig sind. Daneben hat der Aufsichtsrat die Aufgabe das Management zu überwachen und über die Entlohnung, die Einstellung und Entlassung von Managementmitgliedern zu bestimmen³³. Das Two-Tier-System wird oft kritisiert, da es dem Management erlaubt Aufsichtsratsmitglieder zu wählen. Die Trennung der Führung und Überwachung führt zu asymmetrischen Informationsständen von Management und Aufsichtsrat. Deshalb ist es umso schwieriger eine effektive Überwachung und Kontrolle des Managements auszuüben, ohne wirklich in die Geschäftsführung miteinbezogen zu sein. Der Aufsichtsrat ist somit bezüglich Informationen vom Management abhängig. Das duale System wird zudem auch als ein langsames Entscheidungsfindungssystem angesehen. Obendrein besteht bei so einem System die Gefahr, dass nicht genügend Anreize zur Verfolgung der Aktionärsinteressen geschaffen werden.

3.5.3 Boardzusammensetzung

In den Medien hört man oft Diskussionen über die Zusammensetzung der Mitglieder innerhalb des Boards, dabei wird das Thema in Relation zu unabhängigen Direktoren, Insidern und Outsidern, aber auch zu Mitgliederselektion gebracht. Die Boardstruktur kann sich auf die Effektivität des Unternehmens auswirken. Dazu *Zhang (2006)*: „*On the problem of board ineffectiveness in monitoring management, some researchers find that the board size is crucial in determining corporate efficiency...board membership should be limited to seven or eight people*³⁴“. Um den Board of Directors folglich zu stärken und die Selbstüberwachung und Selbstkontrolle des Boards zu vermeiden, konzentriert man sich auf die Erhöhung der Unabhängigkeit des Boards durch die Miteinbeziehung von externen Direktoren und die Gründung von speziellen Komitees. Auch die OECD versucht mit ihren Bestrebungen auf internationaler Ebene die Relevanz von unabhängigen Direktoren deutlich zu machen³⁵. *Hermalin und Weisbach (1988)* liefern allerdings den Beweis, dass keine beträchtliche Verbindung

³³ vgl. Lattreuter (2005), S. 33

³⁴ vgl. Zhang (2006), S. 37

³⁵ vgl. Hilb (2005, 2006), S. 47

zwischen der Boardzusammensetzung und der Performance des Unternehmens besteht.

3.6 Bedeutung und Relevanz von Corporate Governance

Die Globalisierung hat einige gravierende Veränderungen mit sich gebracht. So kam es auch zu fundamentalen politischen, technologischen, rechtlichen und letztendlich zu wirtschaftlichen Veränderungen. So sind auch die massive Deregulierung und die Öffnung der Kapitalmärkte für ausländische Investoren eines dieser Folgen. Unternehmen die auf internationaler Ebene agieren wollen, müssen eine geeignete Finanzpolitik betreiben deren oberstes Ziel es ist die shareholder value zu maximieren. Die Fokussierung auf die shareholder value beruht auf der Tatsache, dass shareholder (die Aktionäre) die rechtlichen Eigentümer eines Unternehmens sind und das Management somit die Pflicht hat ihre Interessen maximal zu verfolgen. Die Maximierung der shareholder value ist darüber hinaus nach längerer Zeit in einer insgesamt verbesserten Lage für alle stakeholder ersichtlich. *„By forcing managers to evaluate business strategies based on prospective cash flows, the shareholder value approach favors strategies that enhance a company’s cash-flow generating ability – which is good for everyone, not just shareholders³⁶“*.

Seit nun etwa 25 Jahren ist Corporate Governance in Diskussionen über wirtschaftliche Angelegenheiten nicht mehr wegzudenken. Der Sinn einer guten Corporate Governance liegt in einer langfristigen Wertschaffung des Unternehmens. Ein Unternehmen mit einem erfolgreich integrierten Corporate Governance Konzept hat gute Voraussetzungen um neues Kapital extern zu beschaffen und sich auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten durchzusetzen.

In den letzten Jahren gab es mehrere Unternehmenszusammenbrüche und Insolvenzen, die das Vertrauen der Anleger extrem schlecht beeinträchtigt haben. Viele nationale Normen des Gesellschaftsrechts sind in mancher Hinsicht bezüglich Unternehmensführung und Unternehmensüberwachung von großen

³⁶ vgl. Shapiro (2005), S. 21

kapitalistisch strukturierten Unternehmen lückenhaft. Deshalb scheint es umso wichtiger Corporate Governance Systeme als ein vorbeugendes Instrument anzusehen, die mit ihren rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen das Gesellschaftsrecht komplementieren. Die Intention einer guten Corporate Governance ist den Fortschritt eines Unternehmens zu sichern und Vertrauen in das Unternehmen zu schaffen. Da die Konkurrenz auf den internationalen Kapitalmärkten zunimmt, ist es für ein Unternehmen umso wichtiger internationale Corporate Governance Bestimmungen in Betracht zu ziehen um ein Interesse der ausländischen Investoren an der Gesellschaft zu schaffen. Im Übrigen sind ohnedies multinationale Unternehmen verpflichtet die unterschiedlichen rechtlichen und finanziellen Vorschriften der Kapitalmärkte einzuhalten³⁷.

3.7 Rechtliche Bindung an Corporate Governance, Corporate Governance Codes

Corporate Governance Codes wurden einerseits aus einem gesetzesausfüllenden Grund und andererseits aus einem gesetzesergänzenden Grund entwickelt³⁸. Ein Corporate Governance Code (Corporate Governance Kodex) stellt ein Regelwerk dar, das vor allem Verhaltensempfehlungen enthält, die eine gute Corporate Governance, also gute Unternehmensleitung und Unternehmensüberwachung ausmacht³⁹. Vor der Einführung dieser Codes versuchte man die Verhaltensweisen eines Unternehmens gegenüber ihren Marktpartner und gegenüber anderen Gruppen und Institutionen, sowie die Führung und Kontrolle innerhalb des Unternehmens durch Regelungen des Gesellschaftsrechts zu steuern. Da die Gesetzgebung aber manchmal nicht den sachlichen Argumenten folgt, bietet die Entwicklung und die Anwendung eines Corporate Governance Codes die Möglichkeit einer Selbstverwaltung der Wirtschaft, da die Kodizes von der Wirtschaft für die Wirtschaft entwickelt wurden. Kodizes enthalten Regeln, Vorschriften, aber auch Empfehlungen an die sich die börsennotierten Unternehmen halten müssen oder können. Man unterscheidet zwischen:

³⁷ vgl. Inkpen/Ramaswamy (2006), S. 184

³⁸ vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 118

³⁹ vgl. http://de.wikipedia.org/wiki/Deutscher_Corporate_Governance_Kodex

<u>LEGAL REQUIREMENT (L):</u>	Regel beruht auf zwingenden Rechtsvorschriften
<u>COMPLY OR EXPLAIN (C):</u>	Regel soll eingehalten werden; eine Abweichung muss erklärt und begründet werden, um ein kodexkonformes Verhalten zu erreichen
<u>RECOMMENDATION (R):</u>	Regel mit Empfehlungscharakter; Nichteinhaltung ist weder offenzulegen noch zu begründen

Abbildung 5: Regelkategorien⁴⁰

Die nationalen Corporate Governance Kodizes sind in ihrem Inhalt teilweise unterschiedlich. Jedes Land kennzeichnet sich durch sein bestimmtes Rechts- und Wirtschaftssystem und durch kulturelle oder zufällig bedingte Unterschiede aus. Aufgrund dessen haben die Börsen und Kapitalmärkte, die Banken, der Vorstand und der Aufsichtsrat, die Arbeitnehmer, der Markt für Unternehmenskontrolle, die Wirtschaftsprüfung und die Publizität unterschiedliche Bedeutung und Relevanz in den verschiedenen Ländern. So kam es auch in der Entwicklung solcher Codes zu Unterschieden im Regelwerk. Jedes Corporate Governance System impliziert somit eine „path dependency“ also eine historische Kombination all dieser Merkmale, die die Eigenheit des jeweiligen Landes kennzeichnen⁴¹.

⁴⁰ vgl. Österreichischer Corporate Governance Kodex, online unter:
<http://www.wienerbourse.at/corporate/pdf/Oesterreichischer%20Corporate%20Governance%20Kodex%20in%20der%20Fassung%20Juni%202007.pdf>

⁴¹ vgl. Corporate Governance und die Rechtsgrundlagen im Aktienrecht, online unter:
http://www.wu-wien.ac.at/privatrecht/Studium/Kompetenzfelder/generalmanagement/VKI_Gall/CorpGovundRechtsgrundlagengesamt.pdf

4 Corporate Governance in Kroatien

4.1 Kapitalmarkt in Kroatien

Die wachsende Aufmerksamkeit der potenziellen Investoren am kroatischen Kapitalmarkt wurde lange Zeit durch die negativen Ereignisse der letzten Jahre im Land gehemmt. Korruption, politische Unsicherheit und eine geregelte Kriminalität sind nur einige der Indizien, die ein ausgesprochen großes Desinteresse von in- und ausländischen Kapitalanlegern hervorbrachten. Das Bedürfnis der Regeneration der kroatischen Wirtschaft verlangte aufgrund dessen zugleich auch die Erneuerung und Stärkung des kroatischen Kapitalmarkts. Des Weiteren verlangt die Europäische Union in Bezug auf die Beitrittsverhandlungen regelrecht eine Angleichung des kroatischen Kapitalmarktrechts an das europäische Recht. Die Einführung von Corporate Governance Regeln soll dazu führen, dass internationale und nationale Anleger, sowie andere stakeholder Vertrauen in börsennotierte Unternehmen gewinnen. Denn wie schon erwähnt können nur die Unternehmen, die ein erfolgreich integriertes Corporate Governance Konzept integriert haben, sich auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten durchsetzen. Kroatien hat erhebliche Fortschritte betreffend Corporate Governance gemacht. Laufend durchgeführte Reformen im Land haben den rechtlichen Schutzrahmen gegen Missbrauch erweitert und gestärkt. Die Börse und die Kapitalmarktaufsichtsbehörde haben mittlerweile strengere Voraussetzungen für die Teilnahme der Kapitalgesellschaften am Kapitalmarkt aufgesetzt. Der kroatische Kapitalmarkt ist demzufolge auf bestem Wege sich an die globalen Standards anzupassen.

4.2 South East Europe Corporate Governance Roundtable

Die OECD⁴² und die Weltbank waren einer der ersten Organisationen die sich zusammenschlossen um die Entwicklung und Ausdehnung der Corporate Go-

⁴² Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung

vernance in Transitionsländern zu fördern. Durch die Kooperation mit national politischen Entscheidungsträgern, Behörden und Marktteilnehmern wurden ihre Bemühungen durch die Gründung des South East Europe Corporate Governance Roundtable im Jahr 2001 umgesetzt. Die Teilnehmer der SEE Corporate Governance Roundtable sind südosteuropäische Länder wie Bosnien und Herzegowina, Kroatien, Serbien, Montenegro, Rumänien, ehemalige jugoslawische Republik Makedonien, Bulgarien, Moldawien und Albanien. Das Roundtable ist eine Initiative des „Investment Compact“ Programms. Ziel ist es das Investitionsklima in den südosteuropäischen Ländern und die Entwicklung des privaten Sektors zu fördern. Das Investment Compact Programm arbeitet unter der Schirmherrschaft des Stabilitätspaktes für Südosteuropa⁴³ und der OECD. Das South East Europe Corporate Governance Roundtable hat in den letzten Jahren große Fortschritte gemacht. Neben der Ausarbeitung von legislativen und politischen Reformen, kam es auch zur Entwicklung eines „White Paper on Corporate Governance in South East Europe“. Die Roundtables werden laufend in unregelmäßigen Abständen in Zusammenarbeit mit lokalen und regionalen Partner abgehalten, um über regionale Problemstellungen betreffend Corporate Governance zu diskutieren:



Abbildung 6: South East Europe Corporate Governance Roundtable: Mitgliedsländer⁴⁵

⁴³ Working Tabelle II: Wirtschaftlicher Wiederaufbau, Entwicklung und Zusammenarbeit
⁴⁴ vgl. South East Europe Corporate Governance Roundtable, online unter:
http://www.oecd.org/document/13/0,3343,en_2649_33725_2398029_1_1_1_1,00.html
⁴⁵ vgl. White Paper on Corporate Governance in South Eastern Europe (2003)

4.3 White Paper on Corporate Governance in South East Europe

Das White Paper on Corporate Governance in South East Europe enthält praktische Empfehlungen an südosteuropäische Länder in Bezug auf Corporate Governance und dient als ein Mittel zur Durchführung von Reformen auf nationaler und regionaler Ebene. Das White Paper enthält alle ausgearbeiteten Vorschläge der stattgefundenen regionalen Roundtables und repräsentiert ein unverbindliches Empfehlungsschreiben. Es beinhaltet Hinweise und Anregungen um politische Entscheidungsträger der Regionen in Hinsicht auf Corporate Governance zu unterstützen. Unternehmen, Investoren und andere Parteien, die an der Förderung guter Corporate Governance Praktiken in den Ländern interessiert sind, können ebenfalls das White Paper als einen Anreiz zur Umsetzung dieser Praktiken ansehen. In erster Linie konzentriert sich das White Paper auf börsennotierte Unternehmen. Letztendlich beinhaltet es aber auch Empfehlungen an nicht börsennotierte, sowie staatliche Unternehmen. Die ausgearbeiteten Kapitel des White Papers beruhen auf den OECD Corporate Governance Grundsätzen, die ich bereits in meiner Arbeit⁴⁶ aufgelistet habe. Das White Paper beinhaltet außerdem zusätzlich einen Abschnitt, in dem die Durchsetzung der OECD Corporate Governance Principles in den verschiedenen Ländern behandelt wird und ein zusätzlicher Vergleich zwischen den Ländern aufgestellt ist⁴⁷.

4.4 Corporate Governance Sector Assessment Project






Ein weiteres Corporate Governance Projekt ist durch die EBRD⁴⁸ in die Wege geleitet worden. Ziel dieses Projekts ist es gewisse Staaten, darunter auch Kroatien, auf den Beitritt zur Europäischen Union vorzubereiten. Das Corporate Governance Sector Assessment Project soll zum besseren Verständnis der rechtlichen Rahmenbedingungen in den Ländern, in denen die EBRD tätig ist,

⁴⁶ siehe 3.3 Geschichtlicher Hintergrund

⁴⁷ vgl. White Paper on Corporate Governance in South East Europe (2003), S. 9

⁴⁸ Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung

führen. Das Projekt ermöglicht die Feststellung des Fortschrittes der Länder betreffend der bereits eingeführten Governance Regeln und Vorschriften verglichen zu den von der OECD erarbeiteten Corporate Governance Grundsätzen⁴⁹. Ein internes Rating wurde 2003 mit dem Projekt durchgeführt, in dem die Länder verschiedenen Ebenen der „Compliance“, sozusagen den verschiedenen Ebenen der Befolgung und Einhaltung von Corporate Governance Vorschriften nach den OECD Grundsätzen eingestuft wurden. Dabei kann man zwischen den folgenden Ebenen unterscheiden:

-  **Ebene A** Very High Compliance
-  **Ebene B** High Compliance
-  **Ebene C** Medium Compliance
-  **Ebene D** Low Compliance
-  **Ebene E** Very Low Compliance

Das Länderrating ergab folgendes Ergebnis:

A (Very High Compliance):	
B (High Compliance):	<i>Ungarn, Armenien, Kasachstan, Lettland, Litauen, ehemalige jugoslawische Republik Makedonien, Moldawien, Polen und Russland</i>
C (Medium Compliance):	<i>Albanien, Bulgarien, Tschechische Republik, Estland, Kirgisische Republik, Slowakische Republik, Slowenien, Serbien&Montenegro, Usbekistan und Kroatien</i>
D (Low Compliance):	<i>Bosnien und Herzegowina, Georgien, Rumänien und Turkmenistan</i>
E (Very Low Compliance):	<i>Aserbaidshan, Tadschikistan, Ukraine und Weißrussland</i>

Abbildung 7: EBRD Länderrating 2003⁵⁰

⁴⁹ vgl. EBRD Corporate Governance Sector Assessment (2004), online unter: <http://www.ebrd.com/country/sector/law/corpgov/assess/index.htm>

⁵⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Corporate Governance Sector Assessment Project(2004), S. 2

Das Länderrating aus dem Jahr 2003 zeigt, dass Kroatien der C-Gruppe eingeteilt und bei der Einhaltung und der Befolgung von OECD Corporate Governance Grundsätzen als Durchschnitt eingestuft wurde. Neben länderspezifischen Merkmalen stellte die EBRD 2004 zusätzlich fest, dass Kroatien im Bereich Corporate Governance immer aktiver wird und bereits rege Diskussionen und Debatten zwischen staatlichen Stellen und dem privaten Sektor existieren⁵¹.

4.5 Croatian Code of Corporate Governance

Die Einführung des CCCG (Croatian Code of Corporate Governance)⁵² im 2007 indiziert infolgedessen die Bemühungen der engen Zusammenarbeit dieser beiden Sektoren. Entwickelt wurde der Code von der ZSE⁵³ und der HANFA⁵⁴ im April dieses Jahres. Der kroatische Corporate Governance Kodex ist ein entscheidender Schritt in der Entwicklung einer geregelten Kapitalmarktstruktur. Die derzeitige Situation eines positiv verlaufenden Aufwärtstrends der kroatischen Wirtschaft signalisiert mitunter die grundlegende Relevanz dieser Kodex-einführung. Die Befolgung der kroatischen Corporate Governance Regeln zwingt die an der kroatischen Börse notierten Kapitalgesellschaften regelrecht zu einer Offenlegung der Aktionärsrechte. Das Resultat der Veröffentlichung des CCCG macht sich dementsprechend in einer Verbesserung des Investorenklimas bemerkbar. Die Einführung des CCCG soll nicht nur in erster Linie die Investoren schützen und durch strengere Transparenzpflichten der börsennotierten Unternehmen den Zugang zum Kapital mit niedrigen Kosten ermöglichen, sondern soll grundsätzlich zum Schutz aller stakeholder führen. Die kroatischen Corporate Governance Regeln finden ihren Ursprung in den gesetzlichen Bestimmungen des:

⁵¹ vgl. Corporate Governance Sector Assessment Project (2004): Assessment Croatia, S. 1

⁵² vgl. CCCG - Croatian Code of Corporate Governance, Kroatischer Corporate Governance Kodex (2007)

⁵³ ZSE - Zagreb Stock Exchange: Börse Zagreb

⁵⁴ HANFA - Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga: kroatische Finanzmarktaufsicht

- ✚ **Company Law** (Unternehmensgesetz) 1995, mit in Kraft getretenen Änderungen in den Jahren 1999, 2000 und 2004,
- ✚ **Securities Market Law** (Kapitalmarktgesetz) 2002 und
- ✚ **Take-over Law** (Übernahmegesetz) 2002⁵⁵

Der Kodex beruht auf dem „comply or explain“-Prinzip, bei dem die Regeln von den börsennotierten Unternehmen grundsätzlich eingehalten werden sollen, eine Abweichung von den Regeln muss jedoch erklärt und begründet werden, um ein kodexkonformes Verhalten zu erreichen. Mit Regel 7 des CCCG (kroatischer Corporate Governance Kodex) müssen sich Unternehmen verpflichten in ihren Jahresberichten und auf ihren Unternehmenswebsites den Fragenkatalog, der ein Teil des CCCG ist, auszufüllen und zu veröffentlichen und in ihm anzugeben, ob sie sich an die Empfehlungen des CCCG gehalten haben.

Der Kodex beginnt mit einem Einführungskapitel, indem die Ziele und die generellen Grundsätze des CG Codes definiert werden. Im zweiten Kapitel wird die Offenlegungspflicht der Unternehmen näher behandelt. Im nächsten, den dritten Kapitel werden die Regeln in Bezug auf Unternehmensorgane im Detail erläutert. Dabei werden die Rollen, die Rechte und Pflichten, sowie andere Besonderheiten des Aufsichtsrats, des Vorstands und der Hauptversammlung näher bestimmt. Im dritten Kapitel ist zudem die Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsrat und Vorstand genauer geregelt. Das vierte Kapitel beschäftigt sich mit der Rechnungslegung und der Abschlussprüfung. Das Thema Investor Relations wird dann anschließend im 5. Kapitel konkretisiert. Kapitel 6 bezieht sich auf die stakeholder und deren Interessen. Das letzte Kapitel, Kapitel 7, bezieht sich auf die Offenlegung der „compliance“-Pflicht. Den Regeln ist als Anhang ein Fragenkatalog beigelegt, der von den Unternehmen beantwortet und in den Jahresberichten, sowie im Internet auf den Unternehmenswebsites veröffentlicht werden muss.

⁵⁵ vgl. Corporate Governance Sector Assessment Project (2004): Assessment Croatia, S. 2

5 Corporate Governance in der Europäischen Union

5.1 Geschichtlicher Hintergrund

Seit nun etwa 8 Jahren versucht die Europäische Union hohe Corporate Governance Standards aufzustellen. Die Integration der Finanzmärkte in der Europäischen Union, ausgehend von den FSAP⁵⁶ unterbreiteten Empfehlungen, beeinflusst auch die Struktur der Corporate Governance. Die Kommission hat sich aber dennoch unter Berücksichtigung der verschiedenen Kulturen der EU und der verschiedenen nationalen Corporate Governance Kodizes⁵⁷ lange mit dem Thema Corporate Governance zurückgehalten. Erst mit zwei zeitgleich stattfindenden Ereignissen setzte sich die Kommission verstärkt im Rahmen der Finanzmarktintegration mit Corporate Governance Fragen auseinander. Zum einen führte der Fall Enron (später auch der Fall Parmalat) zum Zweifeln an den bestehenden Kontrollmechanismen im Bereich der Corporate Governance, zum anderen war das Scheitern eines Entwurfes für eine Übernahmerichtlinie im europäischen Raum im Jahr 2001 der zweite Faktor, der die Aufmerksamkeit der EU-Kommission auf Corporate Governance lenkte⁵⁸.

5.2 High Level Group (HLG)

Die High Level Gruppe (oder die sog. „Winter-Gruppe“) hatte unter Leitung von *Jaap Winter*⁵⁹ die Aufgabe einen neuen Vorschlag für die Übernahmerichtlinie einzureichen, und somit Empfehlungen für die 13. Gesellschaftsrechtsrichtlinie zur Regelung von Übernahmeangeboten und für moderne gesell-

⁵⁶ Aktionsplan für Finanzdienstleistungen: Der Aktionsplan wurde im Jahr 1999 eingeführt und beinhaltet Richtlinien betreffend Bankwesen, Wertpapierhandel, Versicherungen, Hypotheken und Altersversorgung, die bis zum Jahr 2004 in den EU-Mitgliedsstaaten hätten umgesetzt werden sollen. Mit diesem Aktionsplan versuchte die EU den EU-Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu öffnen. Online unter:

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_de.pdf

⁵⁷ Derzeit gibt es in der Europäischen Union in etwa 35 verschiedene Corporate Governance Kodizes

⁵⁸ vgl. Beckmann (2007), S. 135

⁵⁹ Professor für internationales Unternehmensrecht in Rotterdam und Partner in der internationalen Anwaltsfirma De Brauw Blackstone Westbroek

schaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa auszuarbeiten. Dabei wurde das Mandat dieser Unternehmensrechtsexperten durch die ökonomischen Krisentendenzen der letzten Jahre und deren Konsequenzen auch auf Corporate Governance ausgedehnt.

5.3 Moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa

Die diskutierten Fragen zur Übernahmerichtlinie und zur Corporate Governance sind im vorgelegten Abschlussbericht der HLG mit dem Titel „Moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa“ im November 2002 miteinbezogen worden. Die Verbesserung der unternehmensinternen Kontrollmechanismen und die europaweite Durchsetzung des „one share, one vote“-Prinzips sind die Hauptvorschläge der Expertengruppe. Unter diesen Punkten soll die Publizität und Transparenz der Unternehmen verbessert und die Rechte der Anteilseigner gestärkt werden⁶⁰.

5.4 Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union

Diese Vorschläge der „Winter-Gruppe“ wurden größtenteils von der EU-Kommission übernommen. Sie stellen die Grundlage für den von der Europäischen Kommission ausgearbeiteten Aktionsplan mit dem Titel „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance⁶¹“ dar. Der am 21. Mai 2003 vorgelegte Aktionsplan richtet sich hauptsächlich an börsennotierte Gesellschaften. Er behandelt grundsätzlich aktuelle Diskussionsbrennpunkte und ist in kurzfristige (2003-2005), mittelfristige (2006-2008) und langfristige (ab 2009) Maßnahmen eingeteilt⁶². Die Kommission zeigt somit ihr

⁶⁰ vgl. Beckmann (2007), S. 136

⁶¹ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), Aktionsplan der Europäischen Kommission, online unter: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003_DC0284:DE:NOT

⁶² vgl. Freidank (2004), S. 212

Interesse den rechtlichen Rahmen für die Leitung und die Überwachung von Unternehmen in Europa zu modernisieren und zu vereinheitlichen. Dabei soll kein spezieller EU-Corporate-Governance-Kodex entwickelt werden, vielmehr fokussiert sich die Europäische Kommission auf die Harmonisierung der bestehenden Corporate Governance Grundsätze im europäischen Raum⁶³. Dabei stehen zwei politische Ziele im Zentrum des Aktionsplans:

- ✚ Stärkung der Aktionärsrechte und Verbesserung des Schutzes Dritter
- ✚ Förderung der Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen⁶⁴

5.5 Beweggründe für die Harmonisierung der wesentlichen Corporate Governance Grundsätze

Die zunehmende Tendenz der europäischen Unternehmen grenzübergreifend im Binnenmarkt tätig zu sein, erfordert solch eine Harmonisierung der fundamentalen Prinzipien auf EU-Ebene. Zudem wird durch die Schaffung von vereinheitlichten Regeln für die Unternehmensleitung und Unternehmensüberwachung die Integration der Kapitalmärkte in der Europäischen Union beschleunigt. Auch der Beitritt von zukünftigen Mitgliedsstaaten ist ein Ansporn für die Überprüfung des Geltungsbereichs des EU-Gesellschaftsrechts. Letztendlich stellen auch die jüngsten Finanzskandale eine Grundlage für die Weiterentwicklung und Verbesserung der Unternehmensleitung und Unternehmensüberwachung im gesamten europäischen Raum dar⁶⁵. Die Europäische Kommission hat dank ihrer zahlreichen Initiativen einen großen Beitrag geleistet um die Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen im EU-Binnenmarkt zu fördern. Die EU-weite Anpassung des Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance Vorschriften war in den letzten Jahren die grundlegendste Bestrebung des eingeführten Aktionsplans.

⁶³ vgl. Haller, Geirhofer (2005), S. 18

⁶⁴ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), S. 9

⁶⁵ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), S. 7

5.6 Aufbau des EU Aktionsplans

Wie schon bereits erwähnt lässt sich der Aktionsplan in drei Kategorien (kurz-, mittel- und langfristige Maßnahmen) unterteilen. Dabei ist je nach Art des einzusetzenden Rechtsinstruments zwischen legislativen und nicht legislativen Maßnahmen zu unterscheiden. Durch die Festlegung von Maßnahmen im Aktionsplan wird versucht die zentralen politischen Ziele des Aktionsplans zu verfolgen. Der Aktionsplan beinhaltet ausführliche Vorschläge, die in sechs wesentliche Teilbereiche eingeteilt sind:

3.1 Corporate Governance

3.2 Kapitalerhaltung und Kapitaländerung

3.3 Unternehmensgruppen und Unternehmenspyramiden

3.4 Unternehmensumstrukturierung und Unternehmensmobilität

3.5 Die Europäische Privatgesellschaft

3.6 Die Europäische Genossenschaft und andere Unternehmensformen

3.7 Verbesserte Offenlegung von nationalen Unternehmensrechtsformen⁶⁶.

5.7 Sachverständigenausschuss

Um einen technischen Rat zu der Umsetzung von Maßnahmen des Aktionsplans entgegenzunehmen, hat die Europäische Kommission einen Sachverständigenausschuss mit beratender Funktion eingeschaltet. Der Ausschuss setzt sich aus zwanzig regierungsunabhängigen Sachverständigen zusammen, die die Kommission bei Aktionärsrechten und Gesellschaftsrecht beraten. Im Gegensatz zum Corporate-Governance-Forum, der die strategische Funktion übernimmt, befasst sich der Sachverständigenausschuss mit technischen Fragen in Sachen Corporate Governance. Die Mitglieder des Ausschusses sind dabei im Jahr 2005 für drei Jahre bestellt worden, gehören unterschiedlichen Bereichen⁶⁷ an und verfügen somit über ausreichend Erfahrung und Sachkenntnis⁶⁸.

⁶⁶ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), S. 2

⁶⁷ Emittenten, Investoren, Arbeitnehmervertreter, Fachexperten und Akademiker

⁶⁸ vgl. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/500&format=HTML&aged=0&language=de&guiLanguage=en>

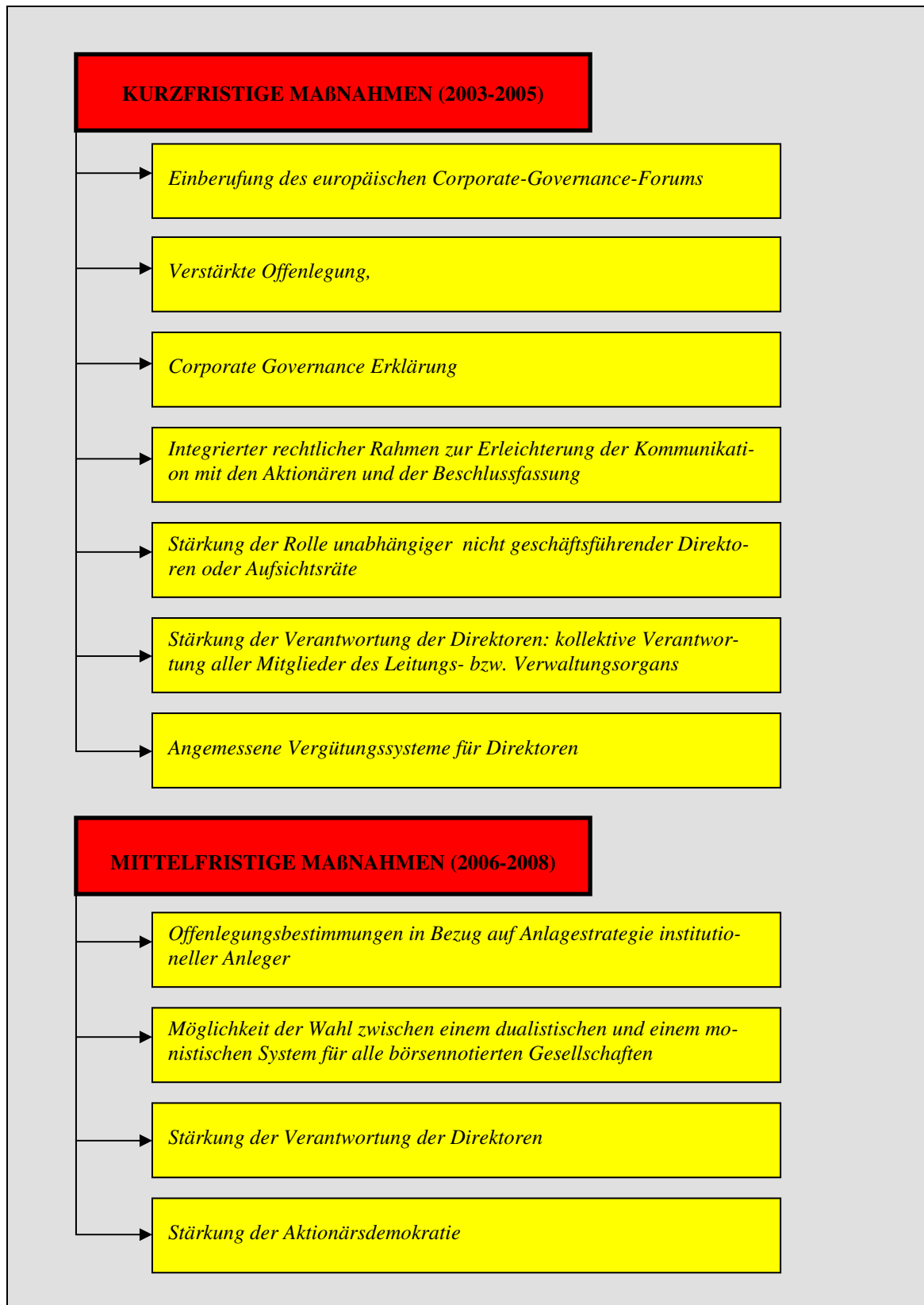


Abbildung 8: Kurzfristige und mittelfristige Maßnahmen des Aktionsplans zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union

Der Mehrjahresplan soll ein Rahmenwerk repräsentieren, an dem sich die Mitgliedsstaaten orientieren können. Die in verschiedene zeitliche Prioritäten (kurzfristig, mittelfristig, langfristig) eingeteilten Maßnahmen beziehen sich zugleich auf das Gesellschaftsrecht und die Corporate Governance. Bezüglich der Corporate Governance kommen jedoch nur die kurzfristigen und mittelfristigen Maßnahmen zur Anwendung. Der Vergleich der Corporate Governance zwischen Kroatien und der EU bezieht sich auf den eingeführten kroatischen Corporate Governance Kodex und den Aktionsplan der EU zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance.

6 Vergleich der Corporate Governance (EU – Kroatien)

Kroatien hat nun schon seit einigen Jahren große Fortschritte in Sachen Corporate Governance gemacht. Die Entwicklung des kroatischen Corporate Governance-Kodizes war eine notwendige Aktion um den kroatischen Kapitalmarkt an internationale Standards anzupassen und der Öffentlichkeit zu zeigen, dass sich das Land Richtung Aktionärsschutz und Aktionärsdemokratie bewegt. Der Kodex kann durchaus mit anderen nationalen Codes mithalten. Die festgelegten Bestimmungen in Bezug auf Transparenz, Aktionärsrechte und Organe erfordern ein hohes Maß an Pflichtbewusstsein der Unternehmen, die diese Regeln einhalten.

Die Europäische Union hat ebenfalls viel Engagement im Bereich Corporate Governance gezeigt. Der Aktionsplan zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance stellt seit seiner Einführung im Jahr 2003 ein generelles Rahmenwerk dar, an dem sich die Mitgliedstaaten orientieren können. Anhand von durchgeführten Studien in der Europäischen Union konnte man feststellen, dass trotz der nationalen Eigenheiten eine grobe Übereinstimmung der Corporate Governance-Grundsätze besteht. Die Europäische Union hat sich zum Ziel gesetzt die Corporate Governance auf EU-Ebene zu harmonisieren um einerseits Aktionärsrechte und Rechte anderer stakeholder zu stärken und andererseits die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu fördern. Die Vorschläge des Aktionsplans sind in verschiedene zeitliche Prioritäten (kurzfristig, mittelfristig und langfristig) eingeteilt, von denen sich nur die kurz- und mittelfristigen Maßnahmen auf die Verbesserung der Corporate Governance beziehen.

Der Vergleich der Corporate Governance bezieht sich auf den Aktionsplan der Europäischen Union und den kroatischen Corporate Governance Kodex. Da der Aktionsplan kein eigener Kodex ist, sondern eher allgemeine Grundsätze der Corporate Governance vorsieht, gehe ich bei der Gegenüberstellung näher auf die ausführlicheren kroatischen Bestimmungen ein. Der Vergleich ist so aufge-

baut, dass zuerst die geplanten EU-Maßnahmen erläutert und in Anschluss daran dann die derzeitigen kroatischen CG-Regeln gegenübergestellt werden.

6.1 Kurzfristige Maßnahmen (2003-2005)

6.1.1 Einberufung des europäischen Corporate-Governance-Forums

a) Europäische Union

Um die Konvergenz in Europa zu fördern hat die Europäische Kommission ein Europäisches Corporate Governance-Forum eingerichtet. Das Forum soll dabei die bewährten Corporate Governance Verfahren der Mitgliedstaaten prüfen und die Kommission beraten.

Dazu *Bolkenstein*⁶⁹ im Oktober 2004: „Da viele Mitgliedstaaten gerade ihre eigenen Corporate Governance-Kodizes überarbeiten, ist die Zeit für eine solche Initiative besonders günstig. Aufgrund seiner hochrangigen Besetzung kann das Forum die Konsensfindung in zentralen Fragen voranbringen. Diese Maßnahme ist kein Vorläufer für einen Europäischen Corporate Governance-Kodex, sondern eine Initiative für insgesamt höhere Standards. Das Forum wird uns in diesem Vorhaben unterstützen, ohne nationale Traditionen beiseite zu schieben oder uns etwas aufzuzwingen⁷⁰“.

Das Forum setzt sich aus fünfzehn Experten (Abschlussprüfer, Investoren, Emittenten, Regulierungsbehörden und andere Marktteilnehmer) zusammen. Eine solche Zusammensetzung aus erfahrenen Sachverständigen soll ein regelmäßiges hochrangiges Zusammentreffen ermöglichen, so dass die Zusammenarbeit und Konvergenz der nationalen Corporate Governance Kodizes ermutigt wird⁷¹. Im Forum werden wesentliche Bereiche der nationalen CG Codes diskutiert, das sind aktuell folgende:

⁶⁹ Frits Bolkestein war 1999-2004 Binnenmarkt-Kommissar der Europäischen Union unter Kommissionspräsident Romano Prodi

⁷⁰ vgl. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1241&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>

⁷¹ vgl. http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_de.htm

- ✚ Das „comply or explain“-Prinzip
- ✚ Proportionalität zwischen Kapital und Kontrolle
- ✚ Ausübung von Aktionärsstimmrechten
- ✚ Verbesserung der internen Kontrolle und des Risikomanagements

b) Kroatien

In Kroatien gibt es derzeit kein spezielles Corporate Governance Forum, das sich mit aktuellen Fragen des kroatischen Corporate Governance Kodex auseinandersetzt. Vielmehr finden regelmäßig Schulungen statt, die darauf ausgerichtet sind, Aufsichtsratsmitglieder bzw. Vorstandsmitglieder in die Welt der Corporate Governance einzuweißen und die aktuellen Bestimmungen des Kodizes zu diskutieren.

6.1.2 Verstärkte Offenlegung

Die Zeiten der Geheimhaltung firmeninterner Zahlen und Fakten sind längst vorbei. Die unzähligen Finanzskandale (Enron, Parmalat, WorldCom) haben die am Unternehmen Interessierten um ein Beträchtliches misstrauischer gemacht. Der Wunsch nach Klarheit, Wahrheit und Transparenz ist seit dem um ein Beträchtliches größer geworden. Transparente Unternehmen können durch ihre Offenheit gegenüber Investoren nachhaltig ihren Marktwert in Schwung bringen. Dabei ist Vertrauen hier das Stichwort. Denn nur Vertrauen in das Unternehmen kann langfristig den Unternehmenserfolg positiv beeinflussen.

a) Europäische Union

Die EU-Kommission hat sich in den letzten fünf Jahren seit der Veröffentlichung des EU-Aktionsplanes intensiv mit diesem Kapitel beschäftigt. So hat sie im Aktionsplan einen Vorschlag für eine kurzfristige Maßnahme zur Verbesserung der Offenlegung unterbreitet. Dieser Vorschlag soll börsennotierte Unternehmen verpflichten zusätzlich neben Jahresabschlüssen eine Corporate Governance Erklärung abzugeben. Dabei soll die Offenlegung der von den börsennotierten Unternehmen angewandten Corporate Governance Praktiken und Corporate Governance Strukturen deutlich verbessert werden⁷². Die Kommission hat 2004 eine Transparenzrichtlinie⁷³ in die Wege geleitet, die Mindesttransparenzanforderungen für börsennotierte Unternehmen umfasst und die in zwei Jahren EU-weit umzusetzen ist. Die Richtlinie verpflichtet alle Unternehmen innerhalb von vier Monaten nach ihrem Geschäftsjahr jährliche Finanzberichte zu veröffentlichen. Zudem sollen Aktionäre ausführlichere halbjährliche Finanzberichte bekommen. Unternehmen, die keine Quartalsberichte veröffentlichen, haben die Pflicht vierteljährliche Erklärungen der Geschäftsleitung vorzulegen. Die Richtlinie soll außerdem Unternehmen anregen die EU-weite Verbreitung von Informationen zu verbessern und somit grenzübergreifende Investitionsbar-

⁷² vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.1, S. 15

⁷³ vgl. Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen

rieren zu brechen. 2007 wurde die Richtlinie durch ergänzende Umsetzungsmaßnahmen⁷⁴ ergänzt und abgeändert. Diese Maßnahmen beziehen sich neben der Offenlegung von Finanzdaten in Jahres- Halbjahres- und Quartalsberichten auch auf die Offenlegung bedeutender Beteiligungen und auf Mindestanforderungen für die Anerkennung der Gleichwertigkeit von Drittlandsvorschriften in bestimmten Sachen der Richtlinie⁷⁵. Die Transparenzrichtlinie hat den Zweck die Transparenzbestimmungen der Mitgliedstaaten in Einklang zu bringen, um das problemlose Funktionieren der europäischen Kapitalmärkte zu bewerkstelligen und das Vertrauen der Investoren in diese Kapitalmärkte zu stärken.

b) Kroatien

Kroatische Aktiengesellschaften sind gemäß dem CCCG (Croatian Code of Corporate Governance⁷⁶) verpflichtet, alle wichtigen Informationen in kürzester Zeit allen an der Gesellschaft interessierten Personen öffentlich bekannt zu geben. Bei der Bekanntgabe von preissensitiven Informationen empfiehlt der CCCG sich dabei eher auf inhaltliche als auf formelle Formvorschriften zu konzentrieren. Die Gesellschaft hat all diese Informationen auf der eigenen Website zu veröffentlichen und allen Interessierten frei zugänglich zu machen⁷⁷.

Dabei sind relevante Informationen alle Informationen über Aktivitäten und Umstände der Gesellschaft, die den Marktwert beeinflussen können. Wichtige Informationen sind unter anderem auch die, die im kroatischen Kapitalmarktgesetz und an der kroatischen Börse in Bezug auf Wertpapiere als ausschlaggebend angeführt sind. Solche preisempfindlichen Informationen sind sehr bedeutungsvoll, da sie bei der Bekanntgabe das Verhalten von Aktionären in eine andere Richtung steuern können. Auf der anderen Seite kann das Geheimhalten preissensitiver Informationen bei der Aufdeckung solcher möglicherweise zu

⁷⁴ vgl. Richtlinie 2007/14/EG vom 8. März 2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG

⁷⁵ vgl. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/315&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>

⁷⁶ Kroatischer Corporate Governance Kodex

⁷⁷ vgl. CCCG 2.1

einer pessimistischen und skeptischen Verhaltensweise der am Unternehmen interessierten Mitglieder führen.

Zusammenfassend kann man sagen, dass Gesellschaften auf keine zweideutige, sondern auf eine klar verständliche Weise verpflichtet sind, wichtige Informationen zu deklarieren, die einen großen Einfluss auf die Gesellschaft, ihre finanzielle Situation, ihre Geschäftstätigkeit, ihre Eigentümerstruktur und zu guter Letzt auch auf ihre Unternehmensleitung haben könnten. Selbstverständlich soll die Veröffentlichung dieser Daten für alle Interessenten rechtzeitig nachvollziehbar sein. Positive aber auch negative Informationen, die sich auf die Investitionsentscheidung der Aktionäre auswirken, sollen unverzüglich bekannt gegeben werden⁷⁸.

Die Position des kroatischen Kapitalmarkts soll nachhaltig gestärkt werden. Eine der Voraussetzungen dafür ist aber, dass die an der kroatischen Börse notierten Unternehmen ihre Finanzberichte nach internationalen Finanzstandards richten, um so transparent wie möglich zu beleiben. Die Finanzberichte sind ebenfalls auf der Homepage der Gesellschaft zu veröffentlichen⁷⁹.

Die Einhaltung internationaler Finanzstandards ermöglicht potenziellen Investoren einen überschaubaren Einblick in die finanzielle Situation des Unternehmens. Aufgrund dessen kann die Investitionsintensität inländischer sowie ausländischer Anleger weiters ausgedehnt werden. Die Einhaltung internationaler Finanzstandards ist ferner Voraussetzung um in ausländische Kapitalmärkte eintreten zu können. Auf diese Weise können börsennotierte Unternehmen leichter und schneller zu einem extensiveren Investorenpool anrücken. Letztendlich ist eine doppelte Finanzberichterstattung, einerseits die nach internationalen Standards und andererseits die nach unternehmensinternen Vorschriften erfolgt, eine sehr zeitaufwändige, kostenaufwändige und meiner Meinung nach eine sinnlose Vorgehensweise.

⁷⁸ vgl. CCCG 2.7

⁷⁹ vgl. CCCG 2.2

Neben der Berücksichtigung internationaler Berichterstattungsstandards und gesetzlicher Regelungen befürwortet der kroatische Corporate Governance Kodex die Miteinbeziehung einer gründlichen Analyse des Managements und seines Standpunktes in Hinsicht auf Geschäftstätigkeit vergangener Geschäftsperioden. Eventuelle Abweichungen von geplanten Maßnahmen und die Realisierung strategischer Ziele sind ferner zu dokumentieren⁸⁰.

Sehr lobenswert ist die Einführung der kroatischen Corporate Governance Vorschrift neben jährlichen Berichten, auch halbjährliche und vierteljährliche Berichte bezüglich sämtlicher Geschäftstätigkeiten und Maßnahmen voriger Perioden zu veröffentlichen. Diese Berichte stellen eine äußerst wichtige Informationsquelle dar, da sie regelmäßig ein gegenwärtiges Bild der Unternehmenssituation und Unternehmensprozesse aufzeigen. Die Konsequenz einer solchen zeitnahen Berichterstattung spiegelt sich natürlich in einer „Investorenharmonie“ wider. Im Übrigen ist neben der Veröffentlichung der jährlichen Berichte in Kroatisch die Veröffentlichung der jährlichen Berichte in Englisch ein weiterer Pluspunkt. Schließlich ist eine sprachliche Verständigung eine essentielle Kommunikationsvoraussetzung. Kroatische Gesellschaften sind verpflichtet diese Berichte auf ihrer Homepage allen Aktionären zur Verfügung zu stellen, sowie jederzeit eine Einsicht der Berichte direkt im Unternehmen zu gewähren.

⁸⁰ vgl. CCCG 2.3

6.1.3 Corporate Governance Erklärung

a) Europäische Union

Nach Vorschlag der Europäischen Kommission sollte jedes börsennotierte Unternehmen neben ihren jährlichen Jahresabschlüssen auch einen Bericht abgeben, in dem die Corporate Governance Situation der Unternehmen ausführlich erläutert wird. Hierbei sollen Investoren mehr Informationen zu den CG-Praktiken der Unternehmen erhalten. Dabei sollen die nachfolgenden Punkte von Unternehmen in dieser Erklärung angegeben werden, um zu zeigen, in welchem Ausmaß die Regeln der nationalen Corporate Governance Kodizes befolgt werden:

- ✚ Hinweis auf Anwendung eines Corporate-Governance-Kodizes und Verweis auf sämtliche Abweichungen von den Regeln**
- ✚ Aktionärsrechte**
- ✚ Arbeitsweise der Hauptversammlung und deren Hauptbefugnisse**
- ✚ Zusammensetzung des Leitungs- und Überwachungsorgans und seiner Ausschüsse**
- ✚ Existenz eines Risikomanagementsystems**
- ✚ Beziehungen zwischen Großaktionären und der Gesellschaft**

b) Kroatien

Die oben genannten Punkte sind im kroatischen Corporate Governance Kodex alle ausführlich definiert. Die börsennotierten Unternehmen sind genauso wie die an den europäischen Kapitalmärkten börsennotierten Unternehmen verpflichtet, neben Jahresabschlüssen eine detaillierte Beschreibung zu jedem einzelnen Punkt des CCCG abzugeben, um die tatsächliche Corporate Governance Lage im Unternehmen widerspiegeln zu können.

Anwendung eines Corporate-Governance-Kodizes und Verweis auf sämtliche Abweichungen von den Regeln

Seit April 2007 sind alle börsennotierten Unternehmen in Kroatien verpflichtet den kroatischen Corporate Governance Kodex nach dem „comply-or-explain“-Prinzip zu befolgen. Generell sind die Kodexregeln zu befolgen, eine Abweichung von den Corporate-Governance-Regeln muss jedoch erklärt und auch begründet werden. Zudem müssen sie sich verpflichten in ihren Jahresberichten, sowie im Internet einen Fragenkatalog zur Corporate Governance zu beantworten und zu veröffentlichen, um die tatsächliche Corporate Governance Situation im Unternehmen wiederzuspiegeln und den Fortschritt des Unternehmens in der Corporate Governance aufzuzeigen.

Aktionärsrechte

Die Transparenz und die Offenlegung sind sehr wichtige Unterpunkte in Corporate Governance. Das Publizieren von relevanten Infos und die Ausrichtung auf Durchsichtigkeit sind Voraussetzungen um neue Aktionäre zu gewinnen. Die Gesellschaften zielen hierbei darauf ab in der Öffentlichkeit ein erstklassiges „Offenheitsimage“ zu verbreiten. Darüber hinaus hilft das aufrichtige Image vor allem bestehende Aktionäre strenger an das Unternehmen zu binden. Besonders die Offenlegung der Aktionärsrechte, die einem Anteilseigner zustehen, zählt zu den wichtigsten Transparenzkriterien. Dabei sind hier das Stimmrecht und das Auskunftsrecht die wesentlichsten Aktionärsrechte. Ein effektiver Corporate Governance Kodex sollte in aller Ausführlichkeit über Aktionärsrechte in der Hauptversammlung bestimmen. Dem kroatischen Kodex zufolge stehen einem Aktionär mehrere Rechte zu:

Mitwirkungsrecht:

Das Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung und das Stimmrecht sind grundlegende Mitwirkungsrechte in Kroatien. Das CCCG basiert auf dem „eine Aktie-eine Stimme-Prinzip“. Das Recht auf Stimme soll prinzipiell allen Aktionären gewährt werden. Zudem soll die Zahl der Stimmrechte in der Hauptversammlung der Zahl der Aktien die Aktionäre besitzen

gleichgesetzt werden. Dabei ist die Art des Wertpapiers irrelevant⁸¹. Das Gleichbehandlungsprinzip beruht auf demokratischen Überlegungen und symbolisiert zudem eine Stärkung der Aktionärsrechte am kroatischen Kapitalmarkt.

Vorzugsaktien

Manche Aktiengesellschaften machen es ihren Aktionären möglich Vorzugsaktien zu kaufen. Vorzugsaktien sind Aktien die kein Stimmrecht in der Hauptversammlung involvieren. Stattdessen beinhalten sie aber Sonderrechte, die sich auf die Gewinnbeteiligung, den Dividendenanspruch, die Stimmrechtsausgestaltung und auch auf die Bevorzugung bei der Verteilung des Liquidationsvermögens beziehen⁸². Vorzugsaktien sind eine besondere Art von Aktien und verlangen somit nach bestimmten Auskunftsrechten. So ordnet der kroatische Corporate Governance Kodex an, im Fall dass die Gesellschaft Vorzugsaktien ausgibt, alle ausschlaggebenden Einzelheiten der Sonderrechte von Vorzugsaktien bekannt zu geben⁸³. Denn nur eine ausführliche Beschreibung dieser Sonderrechte ermöglicht es dem Aktionär sich aus richtigen Gründen für die Vorzugsaktien zu entscheiden.

Stimmrechtsvertreter

Ein weiteres Mitwirkungsrecht kann von einem Aktionär durch einen Vertreter ausgeübt werden. Dabei bevollmächtigt der Aktieninhaber eine Person sein Stimmrecht in der Hauptversammlung auszuüben. Die Aktiengesellschaften haben nach dem kroatischen Kodex die Pflicht die Ausübung des Stimmrechtes durch einen Vertreter zu erleichtern. Dementsprechend muss auch die Erteilung einer Bevollmächtigung letzten Endes ohne Forderung von formellen Voraussetzungen erleichtert werden. Ist es aus irgendwelchen Gründen dem Aktionär nicht möglich einen Vertreter zu bevollmächtigen, so hat das Unternehmen die Aufgabe einen entsprechenden Vertreter aufzufinden ohne dabei zusätzliche Kosten in Rechnung zu

⁸¹ vgl. CCCG 3.1.1.1

⁸² vgl. <http://www.handelsblatt.com/wirtschaftswiki/index.php?title=Vorzugsaktie>

⁸³ vgl. CCCG 3.1.1.2

stellen. Der Vertreter muss selbstverständlich dementsprechend auch dann im Interesse des Wertpapierinhabers handeln⁸⁴.

Es ist sehr sinnvoll die Bevollmächtigung von Vertretern zu ermöglichen. Schließlich ist die Ausübung der Stimmrechte der Aktionäre auf verschiedenen Wegen ein Zeichen dafür, dass die grundlegenden Bedürfnisse einer guten „Investor-Relation“ befriedigt werden.

Informationsrecht

Das Management trägt prinzipiell die Verantwortung alle Shareholder ausführlich mit qualitativen Informationen zu versorgen⁸⁵. Der Einsatz von Informations- und Kommunikationstechnologien heutzutage bietet die Gelegenheit dies aus diesem Grund auch auf dem elektronischen Weg zu erledigen. Dementsprechend ordnet der kroatische Kodex an wichtige Informationen zeitgerecht ins Internet zu stellen, um sicherzustellen, dass auf der Grundlage von aktualisiertem Wissen auch richtige Entscheidungen am Tag der Hauptversammlung getroffen werden.

Bezugsrecht

Die Vorteile eines bestehenden Anteilseigners spiegeln sich auch im Bezugsrecht wider. So hat ein Shareholder einer Gesellschaft die Gelegenheit im Fall einer Kapitalerhöhung neue Aktien zu erwerben. Das Verhältnis am gezeichneten Kapital wird dadurch aber prozentuell nicht verändert⁸⁶. Der CCCG argumentiert, dass alle Aktionäre berechtigt sind bei einer Kapitalerhöhung im Verhältnis zu ihren bestehenden Aktien mitzumachen. Alle Aktionäre sollten grundsätzlich ihren Status in den Aktienregister eintragen lassen damit eine Feststellung aller Bezugsrechte möglich ist. Die Gesellschaft hat aus diesem Grund die Ausgabe der neuen Aktien mindestens 10 Tage vor der Aktionärsregistrierung anzukündigen⁸⁷.

⁸⁴ vgl. CCCG 3.1.1.7

⁸⁵ vgl. CCCG 3.1.1.5

⁸⁶ vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Bezugsrecht>

⁸⁷ vgl. CCCG 3.1.1.6

Außerdem kann das Unternehmen neben allen anderen Aktionären selber auch als ein Aktieninhaber agieren. Bei der Anschaffung oder der Ausgabe von treasury stocks⁸⁸ dürfen aber nach dem kroatischen Kodex keine individuellen Aktionäre oder Investoren privilegiert werden. Prinzipiell sollen diese Wertpapiere am offenen Markt gehandelt werden.

Dividendenzahlungen

Das Recht auf Dividende ist ein wichtiges Vermögensrecht eines Aktionärs. Verglichen mit anderen nationalen Kodizes (österreichischer Kodex, deutscher Kodex) ist dieses Recht im kroatischen Kodex weitaus detaillierter bestimmt. So muss nach CCCG jede Entscheidung über Dividendenauszahlung oder Dividendenvorschuss auch das Datum an dem der Aktionär das Recht auf Dividendenzahlung erhält und das Datum an dem die Dividende oder der Dividendenvorschuss an den Aktionär ausbezahlt wird beinhalten. Die Beschlussfassung über die Dividendenauszahlung sollte veröffentlicht werden und der Börse spätestens zwei Tage danach mitgeteilt werden.

Zudem muss der Tag an dem der Aktionär Anspruch auf Dividendenzahlung erhält mindestens 10 Tage nach dem Treffen der Entscheidung über die Dividendenauszahlung sein. Der Tag der Dividendenauszahlung sollte mindestens 12, höchstens aber 30 Tage nach dem Tag der Verkündung der Entscheidung sein. Dabei sind während der Dividendenauszahlungen Bevorzugungen bestimmter Aktionäre zu unterlassen⁸⁹.

Arbeitsweise der Hauptversammlung und deren Hauptbefugnisse

Generell können Aktionäre ihre Stimmrechte und Auskunftsrechte, soweit das Gesetz nichts anderes bestimmt, in der Hauptversammlung ausüben. Die Aktionäre haben in einer Hauptversammlung die Möglichkeit an der Willensbildung und Entscheidungen der Gesellschaft teilzunehmen. In der Hauptversammlung wird der Jahresabschluss durch den Vorstand vorgelegt, der über das abgelau-

⁸⁸ Aktien, die vom Unternehmen selber gehalten werden

⁸⁹ vgl. CCCG 3.1.3.2

fene Geschäftsjahr sowie die zukünftige Entwicklung der Aktiengesellschaft berichtet⁹⁰. Alle Schlüsselentscheidungen, die einen ausschlaggebenden Einfluss auf die Vermögenslage, die finanzielle Situation, die Geschäftstätigkeiten, die Eigentümerstruktur und die Unternehmensführung haben, sind nach kroatischem Kodex in der Hauptversammlung zu treffen. Derartige Entscheidungen werden vorschriftsmäßig mit einer Stimmenmehrheit getroffen⁹¹. Der kroatische Kodex schreibt weiters vor, dass der Vorstand unverzüglich alle getroffenen Entscheidungen in der Hauptversammlung, sowie eventuelle Beschwerden und Widersprüche gegen diese Entscheidungen unverzüglich zu veröffentlichen hat⁹². Die vorzulegenden Jahresberichte in der Hauptversammlung sind nach CCCG⁹³ auf eine verständliche und übersichtliche Weise zu verfassen, sodass auch eine aufrichtige und korrekte Darstellung der Vermögens- und Finanzlage, wie auch aktuelle und geplante Geschäftsführungsmaßnahmen berücksichtigt werden.

Die zentrale Aufgabe einer Hauptversammlung ist die Bestellung und Entlastung von Aufsichtsratsmitgliedern (§ 87 AktG⁹⁴). In diesem Fall werden Aufsichtsratsmitglieder bestellt, die die Kapitalseite des Unternehmens vertreten. Noch bevor die Hauptversammlung stattfindet sind alle potenziellen Aufsichtsratsmitglieder, die sich für die Wahlen in der Hauptversammlung kandidieren, nach dem kroatischen CG Kodex⁹⁵ mit all ihren relevanten Informationen (z.B. mit Lebensläufen) auf der Homepage der Gesellschaft spätestens am Tag der Bekanntgabe der Einberufung der Hauptversammlung anzukündigen. Die Bestellungskompetenz und die Entlastungskompetenz erlaubt der Hauptversammlung indirekte Kontrolle und Überwachung in einem Unternehmen auszuüben, da die Kompetenz der direkten Kontrolle grundsätzlich bei Aufsichtsräten liegt. Auch wenn die Mitglieder des Aufsichtsrates und des Vorstandes keine Aktionäre sind, so haben sie trotzdem das Recht an der Hauptversammlung teilzuneh-

⁹⁰ vgl. Schewe (2005), S. 175

⁹¹ vgl. CCCG 3.1.6

⁹² vgl. CCCG 3.1.9

⁹³ vgl. CCCG 3.1.7.2

⁹⁴ Österreichisches Aktiengesetz

⁹⁵ vgl. CCCG 3.1.1.3

men⁹⁶. Das österreichische Aktiengesetz⁹⁷ sieht folgende weitere Zuständigkeiten der Hauptversammlung vor:

- ✚ Mistrauensvotum gegenüber dem Vorstand (§ 75 Abs. 4 AktG)
- ✚ Bestellung von Sonderprüfern (§ 118 AktG)
- ✚ Geltendmachung von Ersatzansprüchen gegen Aktionäre, die nach den §§39-41, 47 AktG verpflichteten Personen aus der Gründung oder gegen die Mitglieder des Vorstands oder Aufsichtsrats aus der Geschäftsführung (§§ 122ff., AktG)
- ✚ Satzungsänderungen und wesentliche Eingriffe in die rechtliche Strukturierung der AG wie Verschmelzung, Spaltung, Umwandlung, Zustimmung zu Unternehmensverträgen (§238 AktG), Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und Auflösung der Gesellschaft und allenfalls Strukturmaßnahmen
- ✚ Geschäftsführungsmaßnahmen in besonderen Fällen (§ 103 Abs. 2 AktG)

Die Einberufung der Hauptversammlung durch den Vorstand hat nach dem kroatischen Corporate Governance Kodex⁹⁸ ein Mal jährlich zu erfolgen. Eine außerordentliche Hauptversammlung ist des Weiteren einzuberufen im Fall dass es im Interesse der Gesellschaft liegt. Halten Aktionäre zusammen mindestens 5 % am Grundkapital Anteil so haben sie ebenfalls die Möglichkeit die Einberufung der Hauptversammlung anzuordnen. Sie haben allerdings die Verpflichtung den Grund und Zweck der Hauptversammlung vorzulegen.

Aktionäre, die ihr Stimmrecht in der Hauptversammlung ausüben wollen müssen ihren Status in das Aktienregister eintragen. Der Zeitpunkt der Feststellung ist dabei vom Vorstand zu bestimmen, sollte aber nach CCCG⁹⁹ höchstens 7 Tage vor der Abhaltung der Hauptversammlung vorgenommen werden.

⁹⁶ vgl. Schewe (2005), S. 170-175

⁹⁷ vgl. Weilinger (2007)

⁹⁸ vgl. CCCG 3.1.2

⁹⁹ vgl. CCCG 3.1.3.1

Die Tagesordnung der Hauptversammlung und alle weiteren relevanten Dokumente sollten grundsätzlich nach kroatischem Kodex¹⁰⁰ auf den Unternehmenswebseiten veröffentlicht, sowie in den Räumlichkeiten des Unternehmens allen Aktionären ab dem ersten Tag der Veröffentlichung frei zur Verfügung gestellt werden. Somit wird gewährleistet, dass sich alle Aktionäre rechtzeitig über Punkte der Tagesordnung Gedanken machen können.

Dem Gleichbehandlungsprinzip folgend sollten keine Bedingungen für die Teilnahme der Aktionäre an der Hauptversammlung aufgestellt werden. Vielmehr schreibt der kroatische Corporate Governance Code, dass die Gesellschaft die Teilnahme aller Aktionäre an der Hauptversammlung unterstützen muss¹⁰¹.

Der Aufsichtsrat hat nach kroatischer CG-Regel¹⁰² die Pflicht in der Hauptversammlung einen Bericht einzureichen, der neben den gesetzlich geforderten Inhaltspunkten, auch die Beurteilung der gesamten Unternehmensperformance, die Beurteilung des Managements, sowie dessen Zusammenarbeit mit dem Management beinhaltet. Eventuelle Konflikte zwischen Mitgliedern des Aufsichtsrats und Mitgliedern des Vorstands und Maßnahmen zur Lösung dieser Konflikte sind ebenfalls diesem Bericht beizulegen.

Zusammensetzung des Leitungs- und Überwachungsorgans und seiner Ausschüsse

Qualifikation und Zusammensetzung des Vorstands

Nach kroatischem CG-Kodex sollte sich der Vorstand aus mehreren Vorstandsmitgliedern zusammensetzen, von denen ein Mitglied den Vorsitz des Vorstands einnimmt. Bei der Zusammensetzung des Vorstands sollte das Unternehmen darauf achten, dass die Mitglieder verschiedenen Erfahrungen, Ausbildungen und Charakterzüge mit sich bringen. Dabei sollen sie ohnedies Erfahrungen in z. B. der Geschäftsführung, in der Lösung von

¹⁰⁰ vgl. CCCG 3.1.4

¹⁰¹ vgl. CCCG 3.1.5

¹⁰² vgl. CCCG 3.1.7.1

Krisensituationen und in der Risikoerkennung und Risikoüberwachung besitzen. Auch Finanzkenntnisse, Buchführungskenntnisse, Kenntnisse über Geschäftstätigkeiten der Gesellschaft und Kenntnisse der nationalen und internationalen Märkte sind einer der Voraussetzungen die ein Vorstandsmitglied mit sich bringen muss. Die Vorstandsmitglieder müssen:

- ✚ fähig sein Geschäftsführungs- und Finanzberichte zu lesen und zu verstehen
- ✚ Interessenskonflikte meiden
- ✚ ihre Ziele mit den Zielen der Gesellschaft in Einklang bringen
- ✚ mit den Corporate Governance Praktiken anvertraut sein
- ✚ persönliche Integrität haben
- ✚ genügend freie Zeit zur Verfügung besitzen
- ✚ motiviert sein
- ✚ fähig sein im Team zu arbeiten und
- ✚ eine strategische Vision haben

Jedes Vorstandsmitglied muss über das alles hinaus regelmäßig und ohne Verzögerungen dem Vorstandsvorsitzenden über alle wichtigen Ereignissen Auskunft geben, die für die Beurteilung der gegenwärtigen Unternehmenssituation, der Unternehmensentwicklung und der Geschäftsführung von großer Bedeutung sind. Letztendlich muss die Unabhängigkeit der Vorstandsmitglieder bestmöglich angestrebt werden, damit individuelle Aktionäre oder Aktionärsgruppen gegenüber restlichen Aktionären nicht bevorzugt werden¹⁰³.

Qualifikation und Zusammensetzung des Aufsichtsrates

Der kroatische Kodex enthält keine Bestimmung über die Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder. Dafür ist aber diese Regelung bereits im kroatischen Gesellschaftsrecht einbezogen. Hier legt das kroatische Recht fest dass

¹⁰³ vgl. CCCG 3.3.2

die minimale Anzahl an Aufsichtsratsmitgliedern 3 und die maximale Anzahl 21 betragen soll. Darüber hinaus muss eine ungerade Anzahl an Aufsichtsratsmitgliedern gewählt werden¹⁰⁴.

Die Mitglieder des Aufsichtsrats müssen nach dem kroatischen Code¹⁰⁵ betreffend ihrer Ausbildung und ihrer fachmännischen Erfahrung den erforderlichen Standards entsprechen und hohe moralische Prinzipien besitzen. Die Gesellschaft hat, soweit es ihr möglich ist, gemäß CCCG¹⁰⁶ dafür zu sorgen, dass eine ständige Weiterbildung und Weiterentwicklung der Mitglieder des Aufsichtsrates und des Vorstandes ermöglicht und angetrieben wird. Zudem muss natürlich ein Aufsichtsratsmitglied genügend Zeit aufbringen um möglichst qualitativ seine Funktion auszuüben und seinen Verpflichtungen nachgehen zu können¹⁰⁷.

Im Übrigen muss der Aufsichtsrat dem kroatischen Corporate Governance Kodex folgend sich hauptsächlich aus unabhängigen Mitgliedern zusammensetzen, die in keinen geschäftlichen, familiären Beziehungen und keinen anderen Beziehungen mit der Gesellschaft, den Großaktionären oder der Gruppe der Mehrheitsaktionäre, den Mitgliedern des Vorstandes oder des Aufsichtsrates stehen. Dabei sieht man das Aufsichtsratsmitglied nach kroatischer CG Regel¹⁰⁸ als unabhängig an, im Fall dass:

- ✚ Es in keiner Beziehung zu der Gesellschaft steht mit Ausnahme von einer kleineren Anzahl an Aktien, die er an der Gesellschaft hält.
- ✚ Es mindestens 5 Jahre kein Mitglied der Geschäftsführung der Gesellschaft oder ihrer Tochtergesellschaften ist.
- ✚ Es seit mindestens drei Jahren kein Mitarbeiter des Unternehmens und seiner verbundenen Tochtergesellschaften ist.

¹⁰⁴ vgl. http://www.poslovniforum.hr/info/dionicko_drustvo_1.asp

¹⁰⁵ vgl. CCCG 3.1.1.3

¹⁰⁶ vgl. CCCG 3.2.1.4

¹⁰⁷ vgl. CCCG 3.2.4

¹⁰⁸ vgl. CCCG 3.2.2

- ✚ Es keine beträchtlich ergänzende Vergütung außer der Entlohnung für die Aktivitäten im Aufsichtsrat bekommen hat und bekommt mit Ausnahme von eventuellen Dividenden.
- ✚ Es keine über ein Jahr andauernde maßgebliche Geschäftsbeziehung zu der Gesellschaft und ihrer verbunden Unternehmen hatte bzw. hat.
- ✚ Es in den letzten drei Jahren kein Partner oder Mitarbeiter der Abschlussprüfungsgesellschaft gewesen ist, die dem Unternehmen und seinem verbundenen Unternehmen Abschlussprüfungsdienstleistungen anbietet.
- ✚ Es kein Mitglied des Vorstandes einer anderen Gesellschaft ist, in der manche Mitglieder des Vorstands gleichzeitig Mitglieder des Aufsichtsrats sind, und es außerdem keine bedeutenderen Beziehungen mit Mitgliedern des Vorstands durch die Mitwirkung in anderen Organisationen, Organen oder Gesellschaften hat.
- ✚ Es nicht mehr als 12 Jahre Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft ist.
- ✚ Es in keiner verwandtschaftlichen Beziehung zu Mitgliedern des Vorstands steht.

Im kroatischen Kodex wird besonders die unabhängige Position eines AR-Mitgliedes betont. Aus diesem Grund muss auch die unabhängige Tätigkeit eines Aufsichtsratsmitglieds nach zwei Mandaten durch schriftliche Demonstration der autonomen Position bewiesen werden.

Qualifikation und Zusammensetzung der Ausschüsse

Der Aufsichtsrat ist berechtigt ein oder mehrere Ausschüsse zu bestellen. Ausschüsse werden zur Unterstützung der Arbeit des Aufsichtsrats gebildet. Sie entlasten den Aufsichtsrat und ergänzen seine Arbeit. Einerseits werden Ausschüsse wegen bestimmten Überwachungsaufgaben, bei denen man über bestimmte Fachkenntnisse benötigt gebildet, andererseits kann nicht jedes Mitglied auf jedem Gebiet vollkommen erfahren sein. Den Ausschüssen werden spezielle Aufgabenbereiche zugeteilt, wie z. B. dem

„Audit Committee“, einem Prüfungsausschuss der im Wesentlichen Kontrollaufgaben übernimmt¹⁰⁹. Der Ausschuss diskutiert über bestimmte Angelegenheiten, bereitet Sachverhalte auf und hat manchmal auch die Aufgabe Entscheidungen für den AR vorzubereiten. Das erlaubt dem Aufsichtsrat seine Aktivitäten besonders bei großen Aufsichtsräten effektiver auszuführen¹¹⁰.

In der Regel soll ein Ausschuss gemäß dem kroatischen Kodex¹¹¹ mindestens aus drei Personen bestehen. Bei kleineren Unternehmen mit einem Aufsichtsrat bestehend aus weniger als 7 Mitgliedern kann ein Ausschuss mit zwei Personen gebildet werden. Der Aufsichtsrat hat über das Mandat und über den Zuständigkeitsbereich der Ausschüsse zu bestimmen. Die Ausschüsse sind berechtigt individuelle Experten oder Mitarbeiter des Unternehmens bei Seite zu ziehen und ihre Teilnahme an dem Ausschuss zu verlangen. Personen die keine Mitglieder des Ausschusses sind können nur nach Einladung des Ausschusses an den Sitzungen teilnehmen. Der Vorsitzende des Ausschusses sollte die Möglichkeit haben einen direkten Kommunikationsweg mit den Aktionären aufzubauen, insbesondere in speziellen Sachverhalten. Eine regelmäßige Berichterstattung der Ausschüsse über die Ausschussarbeit und die Ausschussergebnisse ist an den Aufsichtsrat zu erfolgen. Zudem ist die Gesellschaft verpflichtet ein Mal jährlich einen Report auszuarbeiten und zu veröffentlichen, der über die Arbeit, die Zusammensetzung, die Anzahl der Sitzungen und die Teilnahmen an den Ausschüssen berichtet. Je nach erforderlichem Zuständigkeitsbereich kann der Aufsichtsrat einen:

- ✚ Nominierungsausschuss
- ✚ Vergütungsausschuss und einen
- ✚ Rechnungslegungs-/Prüfungsausschuss

¹⁰⁹ vgl. Schewe (2005), S. 73

¹¹⁰ vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 147

¹¹¹ vgl. CCCG 3.2.11

bestellen. Kleinere Gesellschaften mit kleineren Aufsichtsräten haben die Möglichkeit der Bildung von Ausschüssen, die sich mit der Nominierung und der Vergütung zugleich beschäftigen.

Existenz eines Risikomanagementsystems

Ausländische Investoren, Gläubiger und Anleger können imposanten Risiken in einem Land ausgesetzt sein. Dabei unterscheidet Koch vier erhebliche Risiken:

- ✚ *Währungsrisiko:* Risiken, die mit der zukünftigen Währungsentwicklung verbunden sind
- ✚ *Unternehmensrisiko:* Besonders Länder, die sich in der Transformationsphase befinden, können von Unternehmensrisiken betroffen sein. Hier sind vor allem Informationsverpflichtungen und Rechnungslegung oft mangelhaft geregelt.
- ✚ *Abwicklungsrisiko:* Entstehen durch Verzögerungen, die zu einer eventuellen Überschreitung von Zeitlimits bei Auftragserteilungen führen, durch die Möglichkeit von Zertifikatsfälschungen oder durch teure, unzuverlässige und unsichere Deponierungsmöglichkeiten von Wertpapieren.
- ✚ *Politische Risiken* Entstehen durch unzureichende politische und rechtliche Rahmenbedingungen und nicht funktionierender Rechtssysteme oder politischer Instabilitäten¹¹².

Heutzutage sind Unternehmen von einem stark volatilen Umfeld umgeben. Interne Geschäftsrisiken, aber auch wirtschaftliche oder politische Risiken können brutale Folgen nach sich ziehen. Ein eingesetztes Risikomanagementsystem erlaubt die Erkennung, Messung, Steuerung und die Dokumentation von Risiken. Durch ein geeignetes Risikomanagementsystem kann man bestandsge-

¹¹² vgl. Koch (2006), S. 493

fährdende Risiken frühzeitig erkennen und vermeiden bzw. das Ausmaß des Schadens begrenzen. Ein Risikomanagementsystem sollte grundsätzlich von der Geschäftsführung gestaltet und durchgeführt werden. Jedoch hängt das System und seine Ausgestaltung von Größe, Aufbau und Komplexität einer Gesellschaft ab¹¹³. Der kroatische Corporate Governance Kodex reglementiert, dass der Vorstand politische, wirtschaftliche und operationale Geschäftsrisiken unter Einschluss seiner Einschätzung des Auftretens möglicher Risiken offenbaren muss¹¹⁴. Dabei wird im kroatischen Kodex aber nicht näher auf eine zu verwendende, bestimmte Art eines Risikomanagementsystems eingegangen. Vielmehr wird hier nur die Pflicht zur Offenlegung aller Risiken festgelegt.

Beziehungen zwischen Großaktionären und der Gesellschaft

Ein transparentes Unternehmen hat seine Eigentümerstruktur bekannt zu geben und somit konsequenterweise auch wesentliche Beziehungen mit Aktionären mit bedeutenden Beteiligungen und deren Einflüsse auf die Gesellschaft zu enthüllen. Eine spezielle Offenlegungsbestimmung über wesentliche Beziehungen zwischen Aktionären mit bedeutenden Beteiligungen und des Unternehmens ist jedoch im kroatischen Corporate Governance Kodex nicht festgelegt. Der kroatische Kodex regelt generell nur die Pflicht zur Offenlegung der Eigentümerstruktur der Unternehmen. Hier konzentriert sich der Kodex jedoch eher auf die Bekanntmachung aller Eigentümer und nicht nur der, die einen wesentlichen Einfluss ausüben. Die komplette Auflistung aller Aktionäre einschließlich der Zahl und Art der Aktien, sowie Eigentümer aller anderen ausgegebenen Wertpapiere der Beteiligungsgesellschaft sind nach 2.5.1 des CCCG zu publizieren. Diese Auflistung ist mindestens zwei Mal monatlich zu aktualisieren. Laut einer Studie der Wirtschaftsuniversität Zagreb ist die Eigentümerstruktur der börsennotierten Unternehmen sehr konzentriert. In 57 % der untersuchten Unternehmen besitzen zehn der größten Aktionäre mehr als 80 % der Aktien. Dabei sind in 57 % der untersuchten Unternehmen andere Unternehmen die Hauptaktionäre¹¹⁵.

¹¹³ vgl. Schneider (2000), S. 196

¹¹⁴ vgl. CCCG 2.6

¹¹⁵ vgl. Korporacijsko upravljanje u javnim dionickim društvima u Republici Hrvatskoj =

Hält eine Aktiengesellschaft mindestens 5 Prozent Kapitalanteil an einer anderen Aktiengesellschaft, so sind ebenfalls relevante Informationen bezüglich dieser „cross-shareholdings“ bekannt zu geben¹¹⁶. Aktien und andere Wertpapiere, die von Mitgliedern des Aufsichtsrates und des Vorstandes gehalten werden sind nach dem kroatischen Kodex¹¹⁷ im jährlichen Bericht aufzulisten. Im Fall dass sich das Beteiligungsverhältnis von Aktien und anderen Wertpapieren die von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern gehalten werden ändert, hat die Gesellschaft die Pflicht diese Veränderung innerhalb von 48 Stunden nach Erkenntnis via Internet und Börse mitzuteilen.

Eine detaillierte Beschreibung der gesamten Eigentümerstruktur ist insofern wichtig, da nur eine langfristig stabile Struktur ein Anzeichen für ein auf längere Sicht erfolgreiches Unternehmen ist. Ein Unternehmen, das nachhaltig Wert schaffen will sollte die Bekanntgabe der Eigentümerstruktur nicht nur als eine Kommunikationsstrategie, sondern auch als eine Unternehmensverantwortung ansehen.

Corporate Governance in börsennotierten Unternehmen in Kroatien (2005), S. 4

¹¹⁶ vgl. CCCG 2.5.2

¹¹⁷ vgl. CCCG 2.5.3

6.1.4 Integrierter rechtlicher Rahmen zur Erleichterung der Kommunikation mit den Aktionären und der Beschlussfassung

a) Europäische Union

Die Europäische Kommission will einen integrierten rechtlichen Rahmen in den Mitgliedstaaten schaffen, der die Kommunikation mit den Aktionären und die Beschlussfassung erleichtern soll. Damit soll den Aktionären im gesamten Raum der Europäischen Union die Möglichkeit geboten werden vor den Hauptversammlungen einschlägige Informationen auf elektronischem Wege zu erhalten und somit über alle wichtigen Angelegenheiten im Unternehmen rechtzeitig informiert zu sein. Der Erhalt von relevanten Information für die Hauptversammlung war bislang in einer Transparenzrichtlinie¹¹⁸ geregelt, in der jedoch nicht der Zeitpunkt und auch nicht die Weise, wie die Informationen zur Verfügung zu stellen bestimmt sind. Darüber hinaus fehlen der Transparenzrichtlinie fehlende Bestimmungen für gebietsfremde Aktionäre, die vor einer Hauptversammlung Zugang zu Informationen benötigen. Aus diesem Grund reichte die Kommission der Europäischen Gemeinschaften am 5. Jänner 2006 einen Vorschlag zur Änderung der Transparenzrichtlinie¹¹⁹ ein. Ziel dieses Vorschlags ist es die Rechte von Aktionären grenzübergreifend zwischen den Mitgliedstaaten zu stärken. Der Vorschlag der Kommission wurde bald darauf mit einer Richtlinie¹²⁰ im Juni dieses Jahres umgesetzt. Sie erlaubt Aktionären unabhängig von ihrem Wohnort relevante Informationen spätestens 21 Tage vor der Hauptversammlung zu erhalten und beseitigt Hindernisse für die Abstimmung und die Teilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Weg. Weitere Bestimmungen der Richtlinie sind außerdem:

¹¹⁸ vgl. Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen

¹¹⁹ vgl. Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Ausübung der Stimmrechte durch Aktionäre von Gesellschaften, die ihren eingetragenen Sitz in einem Mitgliedstaat haben und deren Aktien zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, sowie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG

¹²⁰ vgl. Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften

- ✚ Mitteilungsfrist von mindestens 21 Tagen für die meisten Hauptversammlungen
- ✚ Abschaffung der Aktiensperre und in allen Mitgliedstaaten Einführung eines Stichtags, der höchstens 30 Tage vor der Hauptversammlung liegen darf
- ✚ Abschaffung von Beschränkungen hinsichtlich der Voraussetzungen für Stimmrechtsvertreter
- ✚ Fragerecht und Verpflichtung der Unternehmen, Fragen zu beantworten
- ✚ Bekanntmachung der Abstimmungsergebnisse auf den Internetseiten der Unternehmen¹²¹

Neben der Informationserleichterung und der Ausübung des Stimmrechts auf elektronischem Wege ist die Förderung weiterer Aktionärsrechte für die Europäische Kommission von großer Bedeutung. Das Fragerecht, das Recht auf Vorlage von Beschlüssen, sowie das Recht auf Briefwahl und auf die Teilnahme an den Hauptversammlungen sind Rechte, die der Europäischen Kommission zufolge von großem Nutzen sind und die jedem Aktionär EU-weit zur Ausübung ermöglicht werden sollten. Aus diesem Grund plant die Kommission einen entsprechenden Vorschlag als kurzfristige Maßnahme einzuleiten¹²².

b) Kroatien

Der kroatische Kodex kann in diesem Gebiet durchaus mit anderen europäischen Kodizes mithalten und setzt den Einsatz von Informations- und Kommunikationstechnologien als eine fundamentale Voraussetzung für die Kommunikationserleichterung mit den Aktionären. So ordnet der Kodex allen börsennotierten Unternehmen an wichtige Informationen und Unterlagen rechtzeitig vor den Hauptversammlungen ins Netz zu stellen, um die Entscheidungsfindung am Tag der Hauptversammlung durch Besitz von aktualisiertem Wissen zu erleichtern.

¹²¹ vgl. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/800&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>

¹²² vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.2, S. 17

Viele Experten und Investoren schätzen das Internet als weitaus bedeutsamer für die finanzielle Kommunikation als Hauptversammlungen, Pressearbeit oder Road-Shows. Dabei gilt der Geschäftsbericht, der meistens online verfügbar ist, als das wichtigste Investor-Relations-Instrument. Besonders effektivere, transparente und zeitnähere Informationen sind heutzutage die zentralen Hauptmotive der Aktiengesellschaften für die Nutzung des Internets¹²³.

Der kroatische Corporate Governance Kodex sieht die Nutzung des Internets nicht nur als eine Kommunikationserleichterung mit den Aktionären, sondern sieht den Einsatz moderner Kommunikationstechnologien als eine Möglichkeit die Investor Relations zu stärken. So verpflichtet Regel 5.2 des CCCG Aktiengesellschaften durch die Einrichtung einer unternehmenseigenen Homepage einen effektiven und sinnvollen Informationsaustausch herzustellen. Informationen, die vorschriftsmäßig nach Gesetz oder nach dem Statut zu veröffentlichen sind, sind zusätzlich auch auf der Unternehmenswebsite zu veröffentlichen. Neben diesen Informationen sind auch preissensible Informationen, Finanzberichte, die Eigentümerstruktur, die Lebensläufe der Vorstands- und der Aufsichtsratsmitglieder und Informationen der für die Investor Relations zuständigen Personen im Internet bekannt zu geben. Der kroatische Kodex schreibt die Gleichbehandlung aller Aktionäre vor. So sind auch die Informationen allen Aktionären frei zugänglich zu machen. Um eine „Informationsdemokratie“ zu schaffen sollten die Gesellschaften daher besonders wegen ausländischen Aktionären alle relevanten Information in kroatischer aber auch in englischer Sprache ins Netz stellen.

Regel 2.4 des CCCG schreibt weiters einen Kalender mit wichtigen Ereignissen vor, den die Unternehmen gleichfalls ins Netz stellen müssen. Dieser Kalender sollte alle wichtigen Ereignisse, die das Geschäftsjahr betreffen beinhalten. Der Zeitpunkt der Veröffentlichung der finanziellen Ergebnisse, aber auch der Zeitpunkt der Abhaltung der Hauptversammlung sind zum Beispiel einige dieser wesentlichen Ereignisse. Im Falle einer Änderung eines wichtigen Ereignisses

¹²³ vgl. Kiss (2002), S. 191

ist die Gesellschaft verpflichtet 30 Tage im Voraus diesen Wandel anzukündigen.

Zu guter Letzt sollten die Unternehmen dafür sorgen, dass allen Aktionären die Abstimmung und die Teilnahme an der Hauptversammlung durch Benutzung moderner Kommunikationsmedien (z.B. Internet) ermöglicht werden¹²⁴.

¹²⁴ vgl. CCCG 3.1.8

6.1.5 Stärkung der Rolle unabhängiger nicht geschäftsführender Direktoren oder Aufsichtsräte

Sehr oft kann es passieren, dass sich geschäftsführende Direktoren in Bereichen wie z.B. Vergütung oder Beaufsichtigung der jährlichen Abschlussprüfung in einem Interessenkonflikt befinden können. Diese Konflikte stellen ein wesentliches Problem dar und sind ein erstes Anzeichen für das Fehlen von unabhängigen Direktoren.

a) Europäische Union

Auch die EU-Kommission ist der Überzeugung dass Entscheidungen in wichtigen Teilbereichen, wo Interessenskonflikte, in welche Mitglieder der Unternehmensführung involviert sind, existieren können, durch nicht geschäftsführende Direktoren¹²⁵ oder Aufsichtsräte getroffen werden sollten, da nur sie als unabhängige Mitglieder zu einer neutralen Entscheidung gelangen können¹²⁶. Dazu Bolkestein¹²⁷: *„Innerhalb von börsennotierten Unternehmen gibt es Gruppen, die zuweilen unterschiedliche Interessen haben – Management, Großaktionäre, Minderheitsaktionäre. Es muss auch ‚Schiedsrichter‘ geben. In Verwaltungs-/Aufsichtsräten sollte es daher eine ausreichende Zahl unabhängiger nicht geschäftsführender Direktoren oder Aufsichtsratsmitglieder geben, die potenzielle Interessenkonflikte in Keim ersticken können. Unabhängige Direktoren haben eine Rolle zu spielen sowohl in Unternehmen im Streubesitz, wo Geschäftsführer gegenüber schwachen Aktionären rechenschaftspflichtig gemacht werden müssen, als auch in Unternehmen mit Mehrheitsaktionären, wo unabhängige Direktoren zum Schutz von Minderheitsaktionären beitragen können.“*¹²⁸

¹²⁵ Ein Mitglied des Verwaltungsrats, das im monistischen System nicht mit der Geschäftsführung betraut ist.

¹²⁶ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.3, S. 17

¹²⁷ Frits Bolkestein war 1999-2004 Binnenmarkt-Kommissar der Europäischen Union unter Kommissionspräsident Romano Prodi

¹²⁸ vgl. Rede von Frits Bolkestein (Oktober 2004), online unter:
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1182&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>

Aus diesem Grund setzt sich die Kommission in ihrem Aktionsplan für die Stärkung der Rolle von unabhängigen nicht geschäftsführenden Direktoren und Aufsichtsräten ein. Zudem hat sie sich in den letzten Jahren bemüht eine Empfehlung als kurzfristige Maßnahme auszuarbeiten an der sich die Mitgliedstaaten orientieren können. Die Empfehlung¹²⁹ wurde im Februar 2005 eingeführt und beinhaltet Mindeststandards betreffend Engagement, Zusammensetzung und Unabhängigkeit der nicht geschäftsführenden Direktoren, Aufsichtsräte und der Nominierungs-, Vergütungs- und Prüfungsausschüsse, die nach dem „comply-or-explain“-Prinzip von den Mitgliedstaaten befolgt werden sollten. Diese Empfehlung richtet sich an die in der Europäischen Union börsennotierten Unternehmen, unabhängig davon ob sie im Gemeinschaftsraum oder in Drittländern gegründet worden sind. Schließlich soll mit der Empfehlung die Unternehmensführung und die Unternehmensüberwachung börsennotierter Unternehmen im Gemeinschaftsraum verbessert werden.

Verwaltungs-/Aufsichtsräte

Ein Mindeststandard der Empfehlung ist hierbei die Unabhängigkeit der nicht geschäftsführenden Direktoren und Aufsichtsräte. Dabei wird ein Mitglied als unabhängig angesehen, wenn es keine geschäftliche, familiäre oder sonstige Beziehung zur Gesellschaft, zu Mehrheitsaktionären oder zur Geschäftsführung aufweist, die einen wesentlichen Einfluss auf die Urteilsfähigkeit ausüben könnte. Selbstverständlich sollten alle Direktoren genügend Zeit und Engagement aufbringen um effizient ihren Pflichten nachgehen zu können. Auch die notwendige Vielfalt an Kenntnissen, Fähigkeiten und Erfahrungen erwähnt die Kommission in ihrer Empfehlung als grundlegende Qualifikation, die jedes Mitglied des Verwaltungs- und Aufsichtsrats zu besitzen hat. Darüber hinaus ist eine jährliche Überprüfung dieser „Skills“ durch den Verwaltungs-/Aufsichtsrat in Erwägung zu ziehen, um festzustellen inwieweit die Kenntnisse einzelner Mitglieder in gewissen Fachbereichen aufgefrischt werden müssen. Vor der Aufnahme

¹²⁹ vgl. Empfehlung 2005/162/EG der Kommission vom 15. Februar 2005 zu den Aufgaben von unabhängigen nicht geschäftsführenden Direktoren und Aufsichtsräten sowie der verschiedenen Ausschüsse

neuer Mitglieder ist das geforderte Kompetenzprofil der Öffentlichkeit durch den Verwaltungs-/Aufsichtsrat bekanntzugeben, damit auch entschieden werden kann, ob die Kandidaten dementsprechend für die offenen Positionen geeignet sind. Bezüglich Kommunikation mit Aktionären hat der Verwaltungs-/Aufsichtsrat einmal im Jahr zusätzlich neben der Corporate Governance Erklärung alle Aktionäre über die interne Organisation und Verfahren zu informieren und eine Selbstbeurteilung vorzunehmen und zu veröffentlichen. Letztendlich ist dafür zu sorgen, dass alle Verhältnisse im Unternehmen, die Unternehmensstrategie sowie etwaige Interessenkonflikte und Risiken zu veröffentlichen und allen Anteilseignern bekannt zu geben sind¹³⁰.

Einsatz von Ausschüssen

Zudem liegt es der Kommission am Herzen, dass sich der Verwaltungsrat im monistischen System bzw. der Aufsichtsrat im dualistischen System in der Art zusammensetzt, so dass genügend unabhängige nicht geschäftsführende Direktoren oder Mitglieder des Aufsichtsrats effektiv ihre Funktion bei der Lösung sämtlicher Interessenskonflikte ausüben können. In diesem Fall empfiehlt die Kommission den Einsatz von Nominierungs-, Prüfungs- sowie Vergütungsausschüssen innerhalb der Aufsichts- und Verwaltungsräte. Dabei sollten diese Ausschüsse laut der EU-Empfehlung aus mindestens drei Mitgliedern bestehen, im Fall kleiner Aufsichtsräte und Verwaltungsräte aus mindestens zwei. Diese Ausschüsse sollten der Empfehlung folgend selbst Empfehlungen abgeben, die als Grundlage für weitere Beschlüsse des Verwaltungs- und Aufsichtsrats dienen. Die Ausschüsse sollen grundsätzlich dazu errichtet werden, um die Arbeit des Verwaltungs- bzw. des Aufsichtsrats effizienter zu gestalten und nicht um den Aufsichtsrats- und Verwaltungsratsmitgliedern die komplette Verantwortung bei der Erledigung ihrer Aufgaben zu entziehen¹³¹.

¹³⁰ vgl. Empfehlung 2005/162/EG der EU-Kommission, S. 5-6

¹³¹ vgl. Empfehlung 2005/162/EG der EU-Kommission, S. 5

b) Kroatien

Die Mindeststandards, die in der Empfehlung der Kommission aufgelistet sind stimmen größtenteils mit den geforderten Kriterien des kroatischen Corporate Governance Kodizes überein. Genauso wie die Europäische Union setzt auch der kroatische Kodex z. B. die Unabhängigkeit der meisten Aufsichtsratsmitglieder voraus. Die Kriterien für die Erfüllung dieser unabhängigen Rolle wurden bereits detaillierter unter 6.1.3 „Qualifikation und Zusammensetzung des Aufsichtsrats“ aufgelistet. Weitere Merkmale der Aufsichtsräte und der Ausschüsse, die durch den kroatischen Kodex festgelegt sind werden in den folgenden Punkten näher erläutert:

Aufsichtsrat

In einem dualistischen System ist das wesentlichste Merkmal der Aufsichtsrat. Er repräsentiert ein separates institutionalisiertes Organ in einem Unternehmen, das die Kontrollbefähigung in der Gesellschaft in Anspruch nimmt. Er steht sozusagen zwischen Hauptversammlung und Vorstand, da er durch die Hauptversammlung und Belegschaft gewählt wird und selber den Vorstand bestellt und kontrolliert¹³². Was die Zusammensetzung der Mitglieder im Aufsichtsrat, ihre Vergütung, ihre Aufgaben und Kompetenzen betrifft, so sind national verankerte Gesetze in verschiedenen Ländern mit dualistisch angewendeten Systemen doch in einigen Sachen ein klein wenig verschieden, aber größtenteils existiert eine grobe Übereinstimmung. Der kroatische Kodex listet drei Hauptaufgaben des Aufsichtsrats auf:

- ✚ Bestellung und Entlassung des Vorstands
- ✚ Überwachung des Vorstandes und seiner Geschäftsführungsaktivitäten im Unternehmen
- ✚ Einreichung von Berichten in Hinblick auf die realisierte Kontrollkompetenz

¹³² vgl. Schewe (2005), S. 80

Der letzte Punkt bezieht sich ebenfalls auf die Bewertung der Aktivitäten des Aufsichtsrates in der vergangenen Periode nach Regel 3.2.15 des CCCG. Diese Bewertung soll neben der Beurteilung der Kompetenz jedes Aufsichtsratsmitgliedes und der Zusammenarbeit des Rates auch die Bewertung der Ausschusstätigkeit und der erreichten Ziele in Bezug auf Zielvorgaben der Gesellschaft einbeziehen. Unter Regel 3.2.1 CCCG wird auch die unabhängige und auf eigene Verantwortung zuständige Tätigkeit der Mitglieder des Aufsichtsrats angeordnet. Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen unter Wahrung des Geschäftsgeheimnisses des Unternehmens in einer ordnungsgemäßen und gewissenhaften Art und Weise ihre Funktion ausüben. Ein grober Entwurf ist vom Aufsichtsrat über seine Funktion zu erstellen. Neben der Auflistung der regelmäßigen Sitzungen ist auch die Nennung aller relevanten Informationen, die regelmäßig und zeitgerecht allen Mitgliedern des Aufsichtsrates zur Verfügung zu stellen sind in diesem Entwurf zu inkludieren. Bestimmte Verhaltensregeln sind vom Aufsichtsrat aufzustellen, die die Freiheit des unabhängigen Handelns jedes Aufsichtsratsmitglieds nicht eingrenzen. In Hinblick auf Verträge zwischen dem Aufsichtsrat und der Gesellschaft schreibt der kroatische Kodex¹³³ vor, dass alle Verträge und Abmachungen zwischen dem Aufsichtsrat und der Gesellschaft im Vorfeld vom Aufsichtsrat bewilligt werden müssen und alle wesentlichen Elemente solcher Verträge und Abkommen in den Jahresberichten der Gesellschaft einbezogen werden.

Nominierungsausschuss

Der Nominierungsausschuss sollte sich größtenteils aus unabhängigen Aufsichtsratsmitgliedern zusammensetzen und wird unter Punkt 3.2.11.1 des kroatischen Kodex geregelt. Seine Hauptaufgaben sind:

- ✚ Der Nominierungsausschuss sucht und empfiehlt dem Aufsichtsrat Kandidaten für leere Mandate im Aufsichtsrat und Vorstand
- ✚ Er unternimmt ein Mal jährlich eine Einschätzung der Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen individueller Aufsichtsratsmitglieder

¹³³ vgl. CCCG 3.2.9

- ✚ Daneben auch eine jährliche Feststellung der Zusammensetzung, Größe, Mitgliedschaft und der Arbeitsqualität des Aufsichtsrates und des Vorstandes und eine entsprechende Empfehlung an den Aufsichtsrat
- ✚ Der Ausschuss untersucht außerdem die Probleme verbunden mit der Kontinuitätsplanung des Aufsichtsrats und des Vorstands.
- ✚ Und untersucht ebenfalls die Strategie des Vorstands bezüglich Rekrutierung des Führungsstabs
- ✚ Der Ausschuss muss selbstverständlich bei der Erledigung seiner Aufgaben die Vorschläge des Vorstands und der Aktionäre berücksichtigen und den Vorsitzenden des Vorstands konsultieren.

Vergütungsausschuss

Der Vergütungsausschuss sollte sich wie der Nominierungsausschuss größtenteils aus unabhängigen Mitgliedern des Aufsichtsrats zusammensetzen. Die Hauptaufgaben des Vergütungsausschusses sind nach 3.2.11.2 CCCG:

- ✚ Dem Aufsichtsrat eine Strategie für die Vergütung des Vorstands vorzuschlagen, die sich auf alle Arten der Vergütung bezieht, besonders auf die fixe und variable Entlohnung, sowie den Pensionsplan und die Abfertigungen. Die variable Vergütung betreffend müssen dabei objektive Kriterien für die Leistungsbeurteilung vom Ausschuss vorgeschlagen werden
- ✚ Dem Aufsichtsrat mit Einbeziehung der Entlohnungspolitik des Aufsichtsrats Vergütungen individueller Vorstandsmitglieder vorschlagen
- ✚ Dem Aufsichtsrat eine geeignete Form und einen entsprechenden Inhalt des Vertrages mit dem Vorstand vorschlagen
- ✚ Die Höhe und Struktur der ausbezahlten Vergütung des Vorstands zu beobachten
- ✚ Die generelle Analyse und Überwachung der variablen Vergütungsform des Vorstands, die zum Beispiel Aktienoptionen oder andere Instrumente beinhaltet, die auf dem Erwerb von Aktien basieren.

- ✚ Die Konsultation mit dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats und dem Vorsitzenden des Vorstands über ihre Meinungen und Standpunkte in Bezug auf Vergütung der Vorstandsmitglieder

Prüfungsausschuss

Der Prüfungsausschuss repräsentiert eine Schnittstelle zwischen Aufsichtsrat und interner/externer Revision. Der Ausschuss führt eine detaillierte Analyse der Finanzberichte des Unternehmens durch. Zudem unterstützt er das Rechnungswesen und errichtet eine gute und qualitative interne Kontrolle der Gesellschaft. Der Prüfungsausschuss hat wie der Nominierungs- und der Vergütungsausschuss größtenteils aus unabhängigen Aufsichtsratsmitgliedern zu bestehen. Das Mandat der Mitglieder des Prüfungsausschusses kann bis zu 4 Jahre kontinuierlich ausgeübt werden. Seine Hauptaufgaben sind:

- ✚ Die Integrität der Finanzberichte im Unternehmen, insbesondere die Richtigkeit und Konsistenz der Rechnungslegungsmethoden im Unternehmen sichern
- ✚ Mindestens ein Mal jährlich die Qualität der internen Kontrolle und des Risikomanagements bewerten, so dass die Hauptrisiken, denen das Unternehmen ausgesetzt ist, auf entsprechende Art und Weise entdeckt und offengelegt werden, damit angemessene Maßnahmen für die richtige Umgangsweise mit ihnen gesichert werden können
- ✚ Die Sicherung der Effektivität der internen Rechnungsprüfung
- ✚ Die Vorbereitung der Auswahl, Nominierung oder des Austauschs des Abschlussprüfers

Der Prüfungsausschuss hat eine offene und unbegrenzte Kommunikation mit dem Aufsichtsrat, dem Vorstand, sowie den internen und externen Abschlussprüfern zu schaffen. Der Vorstand hat dem Prüfungsausschuss regelmäßig termingerechte Finanzberichte vor ihrer Veröffentlichung zu präsentieren und ihn über Anwendung bzw. Änderungen der Rechnungslegungsgrundsätze und –kriterien in der Gesellschaft zu informieren. Darüber hinaus sollte der Vorstand den Ausschuss über angewendete Methoden der Buchführung von wichtigen

und unüblichen Transaktionen und Geschäftsereignissen informieren, insbesondere dann, wenn verschiedene Methoden der Buchhaltung existieren.

6.1.6 Stärkung der Verantwortung der Direktoren: kollektive Verantwortung aller Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans

a) Europäische Union

Das große öffentliche Interesse an der Stärkung der Verantwortung der Direktoren ist den Finanzskandalen und Unternehmensmanipulationen der letzten Jahre zuzuschreiben. Die Europäische Kommission hat mit ihrem Aktionsplan eine Initiative gestartet, die das Vertrauen in die Vorlage von Jahresabschlüssen festigen soll. Dabei sind vier Überarbeitungen der bereits bestehenden Rechnungslegungsrichtlinien¹³⁴ vorgesehen.

Als erste kurzfristige Maßnahme soll die kollektive Verantwortung der Mitglieder des Leitungs- und Verwaltungsorgans für den Jahresabschluss und alle wesentlichen nicht-finanziellen Informationen bestätigt und gestärkt werden¹³⁵. Die Direktoren sollen somit für das verantwortlich gemacht werden, was sie der Öffentlichkeit erzählen und bekannt geben. Hier ist vorgesehen, dass Mitgliedstaaten auf nationaler Ebene Haftungsregeln bestimmen, die im Fall der Nichteinhaltung von Rechnungslegungsvorschriften anzuwenden sind.

Neben dieser Neuerung sollen auch die bereits bestehenden Offenlegungsanforderungen für Geschäfte mit verbunden Parteien (wie z. B. mit Mitglieder der Geschäftsleitung oder Familienmitgliedern), die bislang von börsennotierten Unternehmen einzuhalten waren, auch von nicht börsennotierten Unternehmen eingehalten werden.

Zudem sollen als dritte Überarbeitung alle außerbilanziellen Vereinbarungen von börsen- und nicht börsennotierten Unternehmen einschließlich ihrer finanziellen Konsequenzen offengelegt und den Jahresabschlüssen und den konsolidierten Abschlüssen beigelegt werden.

¹³⁴ Überarbeitung der vierten Rechnungslegungsrichtlinie (78/660/EWG) und der siebten Rechnungslegungsrichtlinie (83/349/EWG) des Europäischen Rates

¹³⁵ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.3, S. 19

Zu guter Letzt sollen börsennotierte Unternehmen in ihrem Lagebericht eine Corporate Governance Erklärung abgeben, in der die Corporate-Governance-Praktiken des Unternehmens ausführlich beschrieben werden¹³⁶.

Ziel dieser vier Überarbeitungsvorschläge ist es das Vertrauen in die Kapitalmärkte der Mitgliedstaaten zu stärken und schlechte und missbräuchliche Corporate Governance Praktiken zu reduzieren. Die Richtlinienvorschläge der Europäischen Kommission konnten erfolgreich am 14. Juni 2006 in eine Richtlinie¹³⁷ umgesetzt werden, aufgrund der die Mitglieder des Verwaltungs- Leitungs- und Aufsichtsorgane für die Aufstellung und Veröffentlichung von Jahresabschlüssen gegenüber ihrer Gesellschaft kollektiv verantwortlich gemacht werden, die Offenlegungsanforderungen betreffend verbundenen Parteien und außerbilanziellen Vereinbarungen einzuhalten sind und die Corporate-Governance-Erklärung von den Unternehmen mit zu berücksichtigen ist.

b) Kroatien

Jahresabschlüsse und dazugehörige Geschäftsberichte sind die wichtigsten und umfassendsten Informationsquellen und sollten aus diesem Grund nicht nur ein Minimum an Informationen enthalten, die gesetzlich vorgeschrieben sind. Diesem Grundsatz folgt auch der kroatische Kodex und ordnet aufgrund dessen börsennotierten Unternehmen an alle wichtigen Informationen mit dem Jahresabschluss zu deklarieren, die einen großen Einfluss auf die Gesellschaft, ihre finanzielle Situation, ihre Geschäftstätigkeit, ihre Eigentümerstruktur und zu guter Letzt auch auf ihre Unternehmensleitung haben könnten. Im Gegensatz zum europäischen Recht wird dabei die Verantwortung für die Jahresabschlüsse und nicht wesentlichen-finanziellen Informationen eher mit den Pflichten des Vorstands angeführt, auch wenn der Kodex die Kontrollkompetenz der Aufsichts-

¹³⁶ vgl. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1318&language=de&uiLanguage=en>

¹³⁷ vgl. Richtlinie 2004/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 zur Änderung der vierten und siebten Gesellschafts-Richtlinie

ratsmitglieder in Hinblick auf das Einreichen von Berichten angemessen festgelegt hat.

Im kroatischen Corporate Governance Kodex ist die Berichterstattungspflicht des Vorstands geregelt. Dabei muss der Vorstand zeitgerecht und vollständig dem Aufsichtsrat über alle Tatsachen und Umstände berichten, die einen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit, die Finanzposition und die Vermögenslage des Unternehmens haben. Bei strategischen Entscheidungen des Unternehmens haben der Aufsichtsrat und der Vorstand Einigung zu bewerkstelligen¹³⁸. Der Vorstand hat seine getroffenen Entscheidungen verantwortungsvoll auszuführen und zu vollziehen.

Der Vorstand hat laut kroatischem Kodex¹³⁹ das Unternehmen auf eigene Verantwortung eigenständig und unabhängig zu führen und muss zudem alle Entscheidungen nach eigenem Ermessen treffen. Dabei ist der Vorstand beim Erledigen seiner Arbeiten nicht verpflichtet Anweisungen anderer Gesellschaftsorgane zu befolgen, ist aber berechtigt Unterstützung bei Abschlussprüfern, Rechtsberatern und anderen Experten anzusuchen. Um den Unternehmenswert der Gesellschaft nachhaltig zu steigern muss er im Interesse der Gesellschaft, der Aktionäre und der Arbeitnehmer handeln. Dabei darf er seine Geschäftsführungskompetenzen nicht an weitere Organe übertragen. Die Rechte und Pflichten des Vorstands sind in der Geschäftsordnung zu bestimmen, die über den Zuständigkeitsbereich, die Ziele, die Vorgangsweisen, die Sitzungen, die Zusammenarbeit mit dem Aufsichtsrat und über weitere Regelungen näher bestimmen soll.

Jedes Mitglied des Vorstands ist außerdem verpflichtet der Gesellschaft alle Veränderungen bezüglich ihres Besitzes von Aktien an der Gesellschaft spätestens am nächsten Werktag mitzuteilen¹⁴⁰. Eine zusätzlich große Verantwortung trägt der Vorstand eines Mutterunternehmens in einem Konzern, da er für die strategische Leitung und den langfristigen Erfolg des ganzen Konzerns verant-

¹³⁸ vgl. CCCG 3.4

¹³⁹ vgl. CCCG 3.3.1

¹⁴⁰ vgl. CCCG 3.3.5

wortlich ist. Aus diesem Grund sieht der kroatische Kodex¹⁴¹ die Verantwortung des Vorstands in der Sicherung einer entsprechenden Zusammenarbeit innerhalb des Konzerns. Der Vorstand hat sich somit um einen zeitgerechten und qualitativen Informationsaustausch zwischen den Konzerngesellschaften zu kümmern und muss durch die Teilnahme an den Aufsichtsräten der Tochtergesellschaften die Geschäfts- und Investitionstätigkeiten der Tochtergesellschaften erfolgreich überwachen.

Im kroatischen Kodex wird anstatt der kollektiven Verantwortung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder vielmehr die Zusammenarbeit zwischen den beiden Organen betont. Die Zusammenarbeit zwischen dem Vorstand und dem Aufsichtsrat ist eine grundlegende Voraussetzung eines erfolgreichen Corporate Governance Systems. Verantwortungsvolle Kooperation zwischen Vorstand und Aufsichtsrat ist nur durch einen offenen Informationsaustausch möglich. Durch ständige und regelmäßige Kommunikation zwischen den Organen ist der wirtschaftliche Erfolg eines Unternehmens sozusagen gesichert. Denn nur durch die Kontinuität der Zusammenarbeit kann der Aufsichtsrat seine Aktivitäten effektiv gestalten und ausführen.

Der kroatische Corporate Governance Kodex¹⁴² schreibt vor, dass die Organe im bestmöglichen Interesse der Gesellschaft kooperieren sollen. In Hinblick auf die Zusammenarbeit haben alle Vorstandsmitglieder die Pflichten auf allen Aufsichtsratssitzungen präsent zu sein, außer der Aufsichtsrat setzt sich mit Fragen betreffend der Abberufung, der Verantwortung und der Vergütung des Vorstands oder gewisser Vorstandsmitglieder auseinander. In Hinblick auf zukünftige Nachfolger der Führungspositionen im Unternehmen muss der Aufsichtsrat einen langfristigen Nachfolgeplan erstellen, der eine sorgfältige und fristgemäße Nominierung der Nachfolger sicherstellt. Bei dieser Angelegenheit müssen die Vorstandsmitglieder dem Aufsichtsrat zur Seite stehen. Auf der anderen Seite muss der Vorstand seinen Mitgliedern und den Mitgliedern des Aufsichtsrats einen rechtzeitigen und ordentlichen Zugang zu den Daten, Dokumenten und

¹⁴¹ vgl. CCCG 3.3.7

¹⁴² vgl. CCCG 3.2.3

Papieren gewähren um somit den Mitgliedern die ordnungsgemäße Ausübung ihrer Funktionen zu ermöglichen.

Weitere Bestimmungen in Bezug auf Offenlegungsanforderungen betreffend außerbilanziellen Vereinbarungen und Geschäften mit verbundenen Parteien sind derzeit im kroatischen Corporate Governance Kodex nicht geregelt.

6.1.7 Angemessene Vergütungssysteme für Direktoren

a) Europäische Union

Die Vergütung von Direktoren ist seit längerem Gegenstand heftiger Diskussionen. Sogar die EU-Kommission hat das Thema Vergütung ihren kurzfristigen Maßnahmen eingeordnet und möchte mit Erlass einer Empfehlung ein angemessenes System für die Vergütung von Direktoren (Vorstand und Aufsichtsrat) in den Mitgliedstaaten fördern. Die Empfehlung¹⁴³ ist im Jahr 2004 eingeführt worden und beinhaltet Leitlinien für die Offenlegung der Vergütungspolitik von börsennotierten Unternehmen. So sollen die Mitgliedstaaten börsennotierte Unternehmen anregen ihre Vergütungsform, -struktur und -höhe offen zu legen und den Aktionären die Möglichkeit einer stärkeren Überwachung zu bieten. Nur ein umfassender Überblick über die Vergütungspolitik erlaubt Aktionären die Beziehung zwischen dem Unternehmensergebnis und der Höhe der Vergütungen einzuschätzen und sämtliche weitere Entscheidungen über variable Vergütungssysteme zu treffen¹⁴⁴. Eine adäquate Vergütung der Mitglieder der Unternehmensleitung¹⁴⁵ ist nur dann geschaffen wenn den Mitgliedern genügend Anreiz geboten wird, um so zu handeln und die Geschäfte zu führen, dass eine langfristige Wertschaffung des Unternehmens ermöglicht wird und die wirtschaftlichen Eigentümer bzw. die Anteilseigner einen angemessenen Ertrag auf ihr Eingesetztes bekommen. Bei einer solchen anreizbasierten Entlohnung ist hier vor allem wichtig, dass das gute Verhalten belohnt wird. In der Empfehlung der Kommission wird vorgesehen, dass Unternehmen, die an der Börse notiert sind, eine jährliche Erklärung abzugeben haben, in der die Vergütungsstrategie umfassend beschrieben wird und in der weitere Punkte wie:

¹⁴³ vgl. Empfehlung 2004/913/EG der EU-Kommission vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften

¹⁴⁴ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.3, S. 19

¹⁴⁵ Ein Mitglied der Unternehmensleitung ist im Sinne der Europäischen Union ein Mitglied des Geschäftsführungs-, des Aufsichts- oder des Verwaltungsorgans

- ✚ Angaben über fixe und variable Bestandteile der Vergütung,
- ✚ Kriterien der leistungsbezogenen Entlohnung,
- ✚ Angaben über sämtliche Bonuszahlungen oder sonstige Leistungen
- ✚ sowie Erläuterungen zu den Vergütungsverträgen, ohne Bekanntgabe von vertraulichen Informationen der Gesellschaft,

anzugeben sind. Darüber hinaus sollen in den jährlichen Erklärungen die Entgelte und Bezüge einzelner Direktoren im Detail angegeben werden, indem auch über gewährte Aktien und Aktienbezugsrechte, zusätzliche Altersversorgungsbeiträge, gewährte Kredite, Vorauszahlungen und Bürgschaften zu informieren ist. Eine solch erhöhte Rechenschaftspflicht ermöglicht ein gestiegenes und konstantes Anlegervertrauen und trägt dazu bei einen hohen Transparenzstandard in der gesamten Europäischen Union zu halten. Zudem schlägt die Kommission in der Empfehlung vor die Vergütung der Direktoren in die Tagesordnungspunkte der jährlichen Hauptversammlungen aufzunehmen und den Aktionären die Möglichkeit zu bieten die Vergütungspolitik des Unternehmens in der Hauptversammlung mitzubestimmen und über die Genehmigung von aktienbasierten Vergütungsformen abzustimmen.

Die meisten europäischen Länder haben heute ihre eigenen Corporate Governance Codes entwickelt, die in der Regel zur Erhöhung der Transparenz beitragen, und somit die Leitung und Überwachung eines Unternehmens offen legen. Angesichts der jüngsten Bilanzskandale in den USA und im europäischen Raum war die Entlohnung von Führungspersonen eine lange Zeit das Thema Nummer Eins in den Medien. „...*Thus, pay disclosures appear as an essential part of directors' accountability to their shareholders. Sensitive and taboo, top executive pay disclosures remain contentious in many European countries*¹⁴⁶.“

¹⁴⁶ vgl. Tyson/Bournois (2005), S. 57

b) Kroatien

Der kroatische CG Kodex sieht ebenfalls die Offenlegung der Vergütungen des Vorstands und des Aufsichtsrats in den jährlichen Abschlussberichten der Unternehmen vor¹⁴⁷.

Vergütung des Vorstands

Die Gesellschaften sind hierbei verpflichtet die bei den Vorstandsmitgliedern ausgeübte Vergütungsstrategie regelmäßig im Internet auf der Unternehmenswebsite zu veröffentlichen. Sie haben außerdem wesentliche Veränderungen in der Vergütungspolitik, die Relevanz der verschiedenen Vergütungsformen, ausreichende Informationen über die Kriterien und die Beziehung zwischen der Höhe der Vergütung und des Erfolgs des Vorstands, sowie andere Punkte wie Kündigungsfristen, Dauer des Vorstandsvertrages oder Abfindungen bekannt zu geben. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder und der Aufsichtsratsmitglieder kann teilweise aus Aktienoptionen oder anderen Erwerbsformen von Aktien ausgestattet sein. Dieser Art von Vergütung muss jedoch die Hauptversammlung zustimmen. Ansonsten legt der Aufsichtsrat die Vergütung der Vorstandsmitglieder fest. Die Vergütung muss dabei die aufgewendete Zeit, den Arbeitsaufwand und die angesammelte Erfahrung ihrer Funktionen widerspiegeln und einen ausreichenden Anreiz bieten um bestmöglich die Interessen der Gesellschaft und der Aktionäre zu verfolgen.

Nach 3.3.3.1 des CCCG muss sich die Vergütung der Mitglieder des Geschäftsführungsorgans aus:

- ✚ einem fixen Teil,
- ✚ einem variablen Teil, der durch den Erfolg des Vorstands bedingt ist, und
- ✚ aus Aktienoptionen oder anderen Aktienerwerbsformen, die eine langfristige Auswirkung auf die Anreizschaffung haben,

¹⁴⁷ vgl. CCCG 3.3.3

zusammensetzen. Die Höhe der Vergütung der Vorstandsmitglieder ist nach bestimmten Kriterien festzusetzen. Zu diesen Kriterien zählen¹⁴⁸:

- ✚ Umfang der Verantwortung individueller Vorstandsmitglieder
- ✚ persönliche Effizienz in der Ausübung der Vorstandsaktivitäten
- ✚ Größe und Finanzsituation des Unternehmens
- ✚ Geschäftsumgebung
- ✚ Performance des Unternehmens verglichen mit anderen Unternehmen in der gleichen Branche
- ✚ Erfüllung von Jahres- und Strategieplänen
- ✚ Vergütung der Vorstandsmitglieder durch verbundene Unternehmen

Eine durchgeführte Studie der Wirtschaftsuniversität Zagreb über börsennotierte Unternehmen in Kroatien ergab, dass sich Managervergütung im Durchschnitt mit 89,5 % aus einem fixen Bestandteil und mit 10,5 % aus einem variablen Bestandteil zusammensetzt¹⁴⁹. Daher sollte die Vergütung mehr variable Komponenten enthalten, zumindest in dem Ausmaß, dass Geschäftsführer wirklich ausreichend motiviert sind, um die Geschäfte ordnungsmäßig durchzuführen und Entscheidungen mit Sorgfalt zu treffen.

Dabei sind die individuellen Vergütungen der Aufsichtsrats- und Vorstandsmitgliedern in den Jahresberichten zu dokumentieren und zu veröffentlichen. Die kroatischen Vorschriften des CG sind hier sehr genau definiert und verlangen nach einer detaillierten Offenlegung der folgenden Elemente betreffend der Vergütung:

- ✚ Die gesamte Summe der Vergütung
- ✚ Erhaltene Vergütungen anderer Unternehmen
- ✚ Erhaltene Vergütung in Form einer Beteiligung am Profit und Bonusse

¹⁴⁸ vgl. CCCG 3.3.3.2

¹⁴⁹ vgl. Korporacijsko upravljanje u javnim dionickim drustvima u Republici Hrvatskoj = Corporate Governance in börsennotierten Unternehmen in Kroatien (2005), S. 6

- ✚ Zusätzlich erhaltene Vergütung für geleistete Arbeit, die nicht in den Rahmen der gewöhnlichen Tätigkeit fällt
- ✚ Ausgezahlte Abfindungen an ehemalige Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats
- ✚ Vergütung in Form von Aktienoptionen und Aktienerwerb
- ✚ Geschätzter Gesamtwert von Sachbezügen die als eine Form von Vergütung angesehen werden
- ✚ Gewährte Kredite¹⁵⁰

Vergütung des Aufsichtsrats

Neben der Gewährung einer fixen Entlohnung sollte die Höhe der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder dem kroatischen Corporate Governance Kodex zufolge ihren Beiträgen zum Unternehmenserfolg entsprechen und durch die Aktionäre in der Hauptversammlung, mit Vorschlag des Vorstandes und eines eventuellen Vergütungsausschusses oder durch Bestimmung im Statut beschlossen werden¹⁵¹. Die Höhe der Vergütung sollte so bestimmt werden, dass sie die Bemühungen, aufgewendete Zeit und die Erfahrungen betreffend ihrer Funktionen widerspiegelt. Dazu müsste die Vergütung einen ausreichenden Anreiz bieten um die Interessen der AR-Mitglieder mit den Interessen der Aktionäre in Gleichgewicht zu bringen und um bestmögliche Entscheidungen im Interesse der Gesellschaft und der Aktionäre zu bewirken. Die Zusammensetzung und die Höhe der Vergütungen der Aufsichtsratsmitglieder sind offen darzulegen und veröffentlichen. Wie die Vorstandsmitglieder sind auch die Aufsichtsratsmitglieder verpflichtet der Gesellschaft alle Veränderungen betreffend ihres Aktienbesitzes in der Gesellschaft spätestens am nächsten Werktag mitzuteilen¹⁵².

¹⁵⁰ vgl. CCCG 3.3.3.3

¹⁵¹ vgl. CCCG 3.2.5

¹⁵² vgl. CCCG 3.2.6

KURZFRISTIGE MAßNAHMEN (2003-2005)

Europäische Union	Kroatien
Einberufung des europäischen Corporate-Governance-Forums	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ EU-Kommission führt Corporate-Governance-Forum ein, regelmäßige hochrangige Treffen um Konvergenz der nationalen Corporate Governance Kodizes zu fördern 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Fehlen eines Corporate Governance Forums ➤ Nur Schulungen oder firmeninterne Veranstaltungen um Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder in die Welt der CG einzuweihen ➤ laufende Diskussionen in den Medien über aktuelle Bestimmungen des CCCG
Verstärkte Offenlegung	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2004: Einführung der Transparenzrichtlinie (Beinhaltet Mindesttransparenzanforderungen für börsennotierte Unternehmen (Pflicht zur Abgabe von Jahres-, Halbjahres- und Quartalsberichten, EU-weite Verbreitung von Infos) ➤ Ziel: Transparenzbestimmungen im Gemeinschaftsraum in Einklang zu bringen 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pflicht börsennotierter Unternehmen zur unverzüglichen Bekanntgabe aller wichtiger Informationen (besonders preissensitiver Informationen) ➤ Einhaltung internationaler Finanzstandards ➤ Pflicht zur Abgabe von Jahres-, Halbjahres- und Quartalsberichten
Corporate Governance Erklärung	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Neben Abgabe von Jahresabschlüssen besteht Pflicht zur Abgabe einer Corporate Governance Erklärung ➤ Angabe der wesentlichen CG-Praktiken und CG-Strukturen (IAktionärsrechte, Zusammensetzung der Leitungs- und Überwachungsorgane, Befugnisse der HV usw. ...) ➤ Damit besteht Möglichkeit die tatsächliche CG-Situation in den börsennotierten Unternehmen widerzuspiegeln 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pflicht zur Abgabe eines CG-Berichts mit Angabe von Informationen zu den gleichen wichtigen Punkten wie in der Corporate Governance Erklärung der EU ➤ Streng definierte Regeln im CCCG (Aktionärsrechte, Organe, Investor Relations usw. ...)
Integrierter rechtlicher Rahmen zur Erleichterung der Kommunikation mit den Aktionären und der Beschlussfassung	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2004: Einführung einer Richtlinie um die Rechte von Aktionären grenz- 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pflicht wichtige Informationen und Unterlagen vor der HV, sowie einen Ka-

<p>übergreifend zwischen den Mitgliedstaaten zu stärken</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Aktionäre sollen EU-weit einschlägige Infos rechtzeitig auf elektronischem Wege erhalten ➤ Beseitigung von Hindernissen für die Abstimmung und Teilnahme an der HV auf elektronischem Weg 	<p>lender mit wichtigen Ereignissen ins Netz zu stellen</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Effektiver und sinnvoller Informationsaustausch soll mit Aktionären hergestellt werden ➤ Abstimmung und Teilnahme an HV soll ermöglicht werden
Stärkung der Rolle unabhängiger nicht geschäftsführender Direktoren oder Aufsichtsräte	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2005: Einführung einer Empfehlung ➤ Beinhaltet Mindeststandards betreffend Einsatz, Zusammensetzung und Unabhängigkeit der nicht-geschäftsführenden Direktoren, Aufsichtsräte und der Ausschüsse 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ CCCG setzt Unabhängigkeit der meisten AR-Mitglieder voraus (aufgelistete Kriterien) ➤ Pflichten, Aufgaben und Zuständigkeitsbereiche des Aufsichtsrats und der Nominierungs-, Vergütungs- und Prüfungsausschüsse im CCCG sehr ausführlich festgelegt
Stärkung der Verantwortung der Direktoren: kollektive Verantwortung aller Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2004: Einführung einer Überarbeitungsrichtlinie: Kollektive Verantwortung aller Mitglieder des Leitungs- und Verwaltungsorgans für den Jahresabschluss und alle wesentlichen nicht-finanziellen Informationen ➤ Ziel: Vertrauen in die Vorlage von Jahresabschlüssen 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Die Verantwortung für die Jahresabschlüsse und nicht-wesentlichen Informationen im CCCG eher mit Pflichten des Vorstands verbunden ➤ Statt kollektive Verantwortung vielmehr die Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat betont
Angemessene Vergütungssysteme für Direktoren	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2004: Empfehlung in die Wege geleitet (Vergütungsform, -struktur und –höhe der Direktoren sollen offen gelegt werden) ➤ Empfehlung einer jährlichen Erklärung durch börsennotierte Unternehmen, in der die Vergütungsstrategie umfassend beschrieben wird ➤ Somit Möglichkeit einer stärkeren Überwachung durch Aktionäre 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vergütungsstrategie der Direktoren soll regelmäßig durch börsennotierte Unternehmen im Internet veröffentlicht werden ➤ Wesentliche Veränderungen in der Vergütungspolitik, die Relevanz der verschiedenen Vergütungsformen, die Kriterien der Vergütung und weitere Punkte sind gemäß dem CCCG bekannt zugeben

Abbildung 9: Überblick über die kurzfristigen Maßnahmen, tabellarische Gegenüberstellung

6.2 Mittelfristige Maßnahmen (2006-2008)

6.2.1 Offenlegungsbestimmungen in Bezug auf Anlagestrategie institutioneller Anleger

a) Europäische Union

Um die Offenlegung der Corporate Governance in den Mitgliedstaaten zu verbessern schlägt die EU-Kommission neben der Abgabe einer Corporate-Governance-Erklärung höhere Offenlegungspflichten für institutionelle Anleger als eine mittelfristige legislative Maßnahme vor.

In Bezug auf die Eigentümerstruktur stellen institutionelle Anleger eine durchaus bedeutende Gruppe dar. Institutionelle Anleger¹⁵³ haben sich in den letzten Jahrzehnten zu zentralen Teilnehmern der internationalen Finanzmärkte entwickelt. Ihr Engagement im Bereich der Corporate Governance hat besonders in den letzten Jahren zugenommen. Durch ihren verhältnismäßig großen Aktienanteil an börsennotierten Unternehmen haben sie die Möglichkeit einen beträchtlichen Einfluss auf die Gesellschaft auszuüben. Einerseits kann es durch den großen Einfluss der institutionellen Anleger zu negativen Auswirkungen kommen, da sie manchmal ihre eigenen Ziele verfolgen, die eventuell nicht mit Zielen der restlichen Anteilseigner übereinstimmen. Andererseits kann der Einfluss positive Folgen haben, da institutionelle Anleger die Geschäftsleitung regelrecht zwingen sich auf langfristige Wertschaffung zu konzentrieren, bestehende Corporate Governance Strukturen zu verbessern und Restrukturierungen einzuleiten¹⁵⁴.

Die mittelfristige Maßnahme der stärkeren Offenlegungspflicht für institutionelle Anleger sollte auf Vorschlag der Kommission mit einer Richtlinie umgesetzt werden. Ziel ist es, dass institutionelle Anleger ihre Anlagestrategie und die

¹⁵³ Banken, Große Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentgesellschaften

¹⁵⁴ vgl. Ungersböck (2006), S. 78

Strategie über die Ausübung ihrer Stimmrechte offen legen und auf Verlangen bekannt geben, wie sie diese Rechte in bestimmten Fällen genutzt haben. Das soll einerseits dazu führen, dass die interne Leitung und Überwachung bei den institutionellen Anlegern selbst verbessert wird. Andererseits soll auch die verstärkte Mitgestaltung der Angelegenheiten der Unternehmen, in die sie investieren, sichergestellt werden¹⁵⁵.

b) Kroatien

Der kroatische Kodex enthält keine näheren Bestimmungen und Regelungen bezüglich institutioneller Anleger und deren Offenlegung, da die Offenlegungspflichten der Eigentümerstruktur der Gesellschaften derzeit eher in allgemeinem Rahmen definiert sind. Aufgrund der bedeutenden Rolle und der zunehmenden Wichtigkeit solcher Anleger wird sich der kroatische Kodex in den nächsten Jahren jedoch höchstwahrscheinlich in Bezug auf dieses Gebiet durch zusätzliche Bestimmungen erweitern.

¹⁵⁵ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.1, S. 15

6.2.2 Möglichkeit der Wahl zwischen einem dualistischen und einem monistischen System für alle börsennotierten Gesellschaften

a) Europäische Union

Die Europäische Kommission plant mittelfristig Unternehmen, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt angemeldet sind, die Wahl zwischen einem dualistischem System und einem monistischem System der Unternehmensleitung zu ermöglichen¹⁵⁶. Die Wahlmöglichkeit soll prinzipiell solchen Unternehmen in die Hände gelegt werden, die rechtlich als eine Europäische Aktiengesellschaft (SE) geführt werden. Dabei ist die Wahl bei der Gründung im Statut zu treffen. Bei einem monistischen System erfolgt die Leitung der SE durch den Board oder auch anders genannt durch einen Verwaltungsrat¹⁵⁷, der gleichzeitig die Führungs- und die Überwachungsfunktion übernimmt. Im Gegensatz dazu wird bei einem dualistischen System die Geschäftsführungsfunktion von einem Vorstand und die Geschäftsüberwachungsfunktion von einem Aufsichtsrat ausgeübt. Eine derartige Wahlmöglichkeit ermöglicht börsennotierten Gesellschaften die Auswahl eines Corporate-Governance-Systems, das den spezifischen Bedürfnissen und den charakteristischen Eigenschaften des Unternehmens entspricht. Trotz der erheblichen Diskrepanzen der Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten in der Europäischen Union sollte trotzdem noch die nationale Legislative die Möglichkeit haben zu entscheiden, inwieweit sie ihre Rechtsordnung für beide Systeme öffnet.

b) Kroatien

In Kroatien besteht derzeit keine Wahlmöglichkeit zwischen diesen beiden Systemen. Selbst der kroatische Corporate Governance Kodex enthält nähere Bestimmungen zu den Aufgaben und Pflichten der Leitungs- und Überwachungs-

¹⁵⁶ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.3, S. 18

¹⁵⁷ vgl. §22 SEAG

organe nach einem dualistischen System. Dass Kroatien vielmehr das dualistische System bevorzugt liegt daran, dass sich das Land, einerseits bedingt durch den geschichtlichen Hintergrund, generell schon über Jahre hinweg eher am germanischen Rechtssystem orientiert. Wie die Situation nach dem zu erwartenden Beitritt in die Europäische Union ausschauen wird ist derzeit noch nicht reglementiert. Es werden aber spätestens mit der Anpassung des kroatischen Kapitalmarkts an die Standards der Europäischen Union ergänzende Regelungen hinsichtlich dieses Gegenstands in der kroatischen Rechtsordnung notwendig sein.

6.2.3 Stärkung der Verantwortung der Direktoren

a) Europäische Union

Neben der Stärkung der kollektiven Verantwortung der Direktoren für die Jahresabschlüsse und wesentlichen nicht-finanziellen Informationen bemüht sich die Europäische Kommission mittelfristig einen Vorschlag für eine Richtlinie einzuleiten, der basierend auf den Empfehlungen der hochrangigen Expertengruppe (HLG) die Verantwortung der Direktoren in den folgenden drei Bereichen stärken soll:

Die Richtlinie wird sich zum Zweck verfolgen Aktionären, die einen bestimmten Anteil am Aktienkapital haben, das Recht auf Sonderprüfung zu gewähren. Dabei wird die Sonderprüfung bei Gericht oder bei einer Verwaltungsbehörde von den Aktionären beantragt werden können.

Zudem soll die Verantwortung der Direktoren in Hinsicht auf Konkursverschleppungshaftung gestärkt werden. Die Kommission hat die Absicht Direktoren persönlich für den Konkurs eines Unternehmens zur Verantwortung zu ziehen sofern sie bei absehbarer Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens keine nötigen Schritte wie z. B. Konkursanmeldung oder Zahlung der Verbindlichkeiten, unternehmen, um das Unternehmen der Gefahr zu entreißen und zu retten.

Obendrein plant die EU-Kommission EU-weit ein Verbot der Tätigkeit als Direktor als Strafe einzuführen, wenn ein Direktor irreführende Geschäfte abschließt oder so handelt, dass es als Fehlverhalten angesehen werden kann¹⁵⁸.

¹⁵⁸ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.3, S. 19

b) Kroatien

Der kroatische Corporate Governance Kodex ist aufgrund seiner jüngsten Einführung im April 2007 bezüglich der Verantwortung der Direktoren eher noch generell definiert. Bei Fehlverhalten haften die Mitglieder des Vorstands solidarisch für alle Schäden, die durch die Folgen des Verstoßes ihrer Pflichten entstehen, außer sie liefern den Beweis, dass sie ehrlich und gewissenhaft ihren Verpflichtungen nachgegangen sind¹⁵⁹.

Besonders bei Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens haften die Mitglieder des Vorstands für alle Schäden, die durch die Missachtung von Regeln des kroatischen Unternehmensgesetzes in Bezug auf Konkursverschleppung entstanden sind. Bezug nehmend auf die drei oben angeführten Teilbereiche kann man dennoch höchstwahrscheinlich in Zukunft im Kodex mit ergänzenden Regelungen rechnen.

¹⁵⁹ vgl. CCCG 3.3.4

6.2.4 Stärkung der Aktionärsdemokratie

Grundsätzlich sollten die Aktionäre die fundamentalen unternehmerischen Entscheidungen treffen und sich an der Kontrolle der Unternehmensführung beteiligen, da sie die wirtschaftlichen Eigentümer eines Unternehmens sind. Eben deswegen findet es Achatz¹⁶⁰ umso wichtiger, dass ihnen ein unbegrenzter Anspruch auf ihre Rechte in der Hauptversammlung gewährt wird. Aus diesem Grund sind das Stimmrecht und das Auskunftsrecht fundamentale Bausteine einer erfolgreich eingebetteten Aktionärsdemokratie.

a) Europäische Union

Die Europäische Kommission hält es für notwendig Aktionäre über ihre Rechte in Kenntnis zu setzen und sie über die Möglichkeit der Nutzung dieser ausführlich zu informieren. Es sollten passable Instrumente eingesetzt werden, um die Ausübung dieser Rechte zu ermöglichen.

Eine Aktionärsdemokratie würde entsprechend der Meinung der Kommission nur dann erschaffen werden können, falls die nationalen Corporate Governance Kodizes der Mitgliedstaaten auf dem Grundgedanken „eine Aktie-eine Stimme“ beruhen¹⁶¹ und eine Ausgeglichenheit zwischen Eigentum und Kontrolle besteht. Demzufolge interpretiert die hochrangige Expertengruppe (HLG) diese Proportionalität als die Verhältnismäßigkeit zwischen dem wirtschaftlichen Risiko und der Kontrolle. Genauer definiert soll das Aktienkapital, dass die Aktionäre halten, proportional genauso viele Kontrollrechte beinhalten wie das eingegangene Risiko¹⁶². Die Kommission arbeitet darauf hin, dass mittelfristig Maßnahmen zur Stärkung der Aktionärsdemokratie unternommen werden.

¹⁶⁰ vgl. Achatz (2003), S. 176

¹⁶¹ vgl. Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), 3.1.2, S. 17

¹⁶² vgl. Stellungnahme des Europäischen Corporate Governance Forums (2007), online unter: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/statement_proportionality_en.pdf

Sogar eine eingeführte Studie sollte die tatsächliche Situation des „one share – one vote“-Prinzips in den Mitgliedstaaten widerspiegeln und einen Vergleich in der Europäischen gewährleisten, damit weitere Schritte in Richtung Aktionärsdemokratie unternommen werden konnten. Die Studie wurde von ISSE Europe¹⁶³, der Anwaltskanzlei Shearman&Sterling LLP und dem ECGI¹⁶⁴ durchgeführt. Es konnten Abweichungen von dem „eine Stimme – eine Aktie“-Prinzip in den Mitgliedstaaten festgestellt werden. Dabei wenden börsennotierte Unternehmen Instrumente an, die sogenannten CEM's¹⁶⁵, die die Kontrollrechte gewisser Aktionäre erhöhen und somit grundsätzlich vom Prinzip abweichen. Beispiele dieser CEM's sind Mehrfachstimmrechte, Stimmrechtsgrenzen, nicht stimmberechtigte Aktien, Pyramidestrukturen oder Vorzugsaktien. Die Studie ergab, dass besonders in Frankreich, Schweden, Ungarn und Belgien die Mehrheit der börsennotierten Unternehmen eine Art von CEM integriert hat¹⁶⁶.

b) Kroatien

Der kroatische Kodex regelt unter 3.1.1.1 die Mitwirkungsrechte der Aktionäre, zu denen das Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung und das Stimmrecht gehören. Alle Wertpapierinhaber werden aufgrund des Gleichbehandlungsrechts nach kroatischem Kodex gleichgesetzt. So ist unter Punkt 3.1.1.4 die Kapitalgesellschaft verpflichtet auf gleiche Art und Weise unter gleichen Bedingungen alle Shareholder gleich zu behandeln, unabhängig von der Aktienzahl, die Aktionäre besitzen, der Herkunft der Aktionäre und ihrer Besonderheiten. Der Kodex beruht generell auf dem „one share – one vote“-Prinzip. Dabei soll, unabhängig von der Art des Wertpapiers, die Zahl der gehaltenen Aktien der Aktionäre der Zahl ihrer Stimmrechte in der Hauptversammlung entsprechen. Die Integration dieses Prinzips führt auf einen demokratischen Grundgedanken zurück mit dem Ziel die Aktionärsrechte am kroatischen Kapitalmarkt generell zu stärken. Neben dem Recht der Aktionäre sich über ihre Aktionärsrechte zu informieren, haben sie zudem in Kroatien die Möglichkeit über alle

¹⁶³ Institutional Shareholder Services Europe

¹⁶⁴ European Corporate Governance Institute

¹⁶⁵ Control enhancing mechanisms

¹⁶⁶ vgl. commission staff working document (2007), S. 4

Veränderungen in den Stimmrechten zu entscheiden. *Barbic*¹⁶⁷ ist hier der Meinung, dass Kroatien verglichen mit anderen bedeutenden Ländern in Sachen Aktionärsschutz keineswegs hinten bleibt. Das Land hat bereits eine gut geregelte Rechtsordnung bezüglich dieses Gegenstands, das Problem in Kroatien ist nur die Uninformiertheit von Personen¹⁶⁸.

¹⁶⁷ Barbic Jaksca: Akademiker und Autor mehrerer Rechtsbücher in Kroatien

¹⁶⁸ vgl. Interview mit Prof. Barbic vom 30.10.2006, online unter:

<http://www.transfer-biro.hr/561.aspx>

MITTELFRISTIGE MAßNAHMEN (2006-2008)

Europäische Union	Kroatien
Offenlegungsbestimmungen in Bezug auf Anlagestrategie institutioneller Anleger	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie (Offenlegung der Anlagestrategie institutioneller Anleger) ➤ Einerseits Verbesserung der internen Leitung und Überwachung bei institutionellen Anlegern selbst ➤ Andererseits Möglichkeit einer verstärkten Mitgestaltung der Unternehmensangelegenheiten 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Derzeit keine Regelungen im kroatischen Kodex betreffend dieses Gegenstands vorhanden ➤ Nur CG-Regeln vorhanden, die börsennotierte Unternehmen verpflichten die Eigentümerstruktur offen zu legen
Möglichkeit der Wahl zwischen einem dualistischen und einem monisitischen System für alle börsennotierten Gesellschaften	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Wahlmöglichkeit soll allen Europäischen Aktiengesellschaften (SE) eingeräumt werden ➤ Somit Auswahl eines CG-Systems, dass den spezifischen Eigenschaften eines Unternehmens entspricht 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Derzeit nur das dualistische System vorhanden ➤ Aufgaben und Pflichten sind im CCCG für Mitglieder des Leitungs- und Überwachungsorgans eines dualistischen Systems festgelegt
Stärkung der Verantwortung der Direktoren	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Stärkung der Verantwortung der Direktoren (Vorschlag der EU-Kommission für eine Richtlinie) in drei Bereichen: ➤ Den Aktionären Recht auf Sonderprüfung gewähren, mehr Verantwortung der Direktoren bei Konkursverschleppung und Verbot der Tätigkeit als Direktor bei Fehlverhalten 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ CCCG betreffend Verantwortung der Direktoren noch generell definiert ➤ Bei Fehlverhalten haften Vorstandsmitglieder laut dem Kodex solidarisch für die Folgen durch Verstoß ihrer Pflichten ➤ Haftung des Vorstand bei Missachtung des Unternehmensgesetzes in Konkursfällen, aber kein Verbot der Tätigkeit als Direktor nach CCCG
Stärkung der Aktionärsdemokratie	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Aktionärsdemokratie laut Kommission nur durch „eine Aktie-eine Stimme“-Prinzip möglich und durch Ausgeglichenheit zwischen Eigentum und Kontrolle ➤ Zudem sollten Aktionäre über ihre Rechte ausführlich informiert werden 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ CCCG beruht grundsätzlich auf „eine Aktie-eine Stimme“-Prinzip. ➤ Ziel: Aktionärsrechte am kroatischen Kapitalmarkt zu stärken ➤ Alle Wertpapierinhaber werden aufgrund des Gleichbehandlungsrechts gleichgesetzt

Abbildung 10: Überblick über die mittelfristigen Maßnahmen, tabellarische Gegenüberstellung

6.3 Harmonisierung der Abschlussprüfung

Die letzten Jahre der Finanzskandale waren durch eine pessimistische Einstellung der Öffentlichkeit gegenüber der Abschlussprüfung geprägt. Die Abschlussprüfer befinden sich oft in einem Interessenkonflikt, da sie oft im Interesse der Aktionäre die Personen im Unternehmen kontrollieren sollen, von denen sie die Abschlussprüfungsaufträge bekommen. Das kann eventuell zu einer schlechten und ungenügenden Abschlussprüfungsleistung führen und somit das Vertrauen der Aktionäre in die Abschlussprüfung deutlich schwächen. Darum ist es umso wichtiger neben den derzeit debattierten Themen auch das Thema Abschlussprüfung in die Corporate Governance Diskussionen einzubeziehen.

a) Europäische Union

EU-Kommission neben den sechs kurzfristigen und den vier mittelfristigen Maßnahmen die Anforderungen an die Abschlussprüfer EU-weit zu stärken und zu harmonisieren. Aus diesem Grund hat die EU-Kommission einen Vorschlag zur Änderung der 8. Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie (der sog. Abschlussprüferrichtlinie) in die Wege geleitet, um das Vertrauen in die Jahresabschlüsse wiederherzustellen und einen hohen Qualitätsstandard der Abschlussprüferleistungen zu gewährleisten. *McCreevy*¹⁶⁹ zufolge soll die überarbeitete Richtlinie¹⁷⁰ eine strengere und stärker nach ethischen Gesichtspunkten ausgerichtete Jahresabschlussprüfung sicherstellen¹⁷¹. Dabei sollen die internationalen Prüfungsgrundsätze eingehalten werden. In der Richtlinie wird besonders die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers betont. Dabei kann diese entsprechend der Richtlinie zum Beispiel durch mittelbare oder unmittelbare finanzielle Beteiligung am geprüften Unternehmen, durch Erbringung von zusätzlichen prüfungsfremden Leistungen, durch die Höhe der Prüfungshonorare und oder durch die

¹⁶⁹ Charlie McCreevy ist 2004-2009 Binnenmarkt-Kommissar der Europäischen Union unter Kommissionspräsident José Manuel Barroso

¹⁷⁰ vgl. Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen

¹⁷¹ vgl. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/1249&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>

Zusammensetzung der Prüfungshonorare gefährdet werden¹⁷². Zudem sollen die Abschlussprüfer über genügend Kenntnisse im Gesellschafts-, Steuer- und dem Sozialrecht besitzen. Darüber hinaus haben die Abschlussprüfer die Pflicht sich in ein Register eintragen zu lassen, so dass der Öffentlichkeit Informationen über die Abschlussprüfer oder die Prüfungsgesellschaften leichter zur Verfügung gestellt werden können. Jeder Abschlussprüfer sollte seine Tätigkeit mit Sorgfalt ausüben, eine unparteiische Stellung einnehmen und sich an die Regeln der Verschwiegenheit halten.

b) Kroatien

Qualifikation des unternehmensexternen Abschlussprüfers

Die Funktion eines unternehmensexternen Abschlussprüfers ist im kroatischen Corporate Governance Kodex unter 4.1 geregelt. Darunter wird die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers als wesentliches Merkmal betont. Ein unabhängiger Abschlussprüfer stellt ein wichtiges Instrument der Corporate Governance dar. Unabhängigkeit besteht nach kroatischem Kodex nur dann, wenn der Abschlussprüfer nicht durch Eigentum oder Interessen am Unternehmen verbunden ist und wenn er für die Gesellschaft keine weiteren zusätzlichen Dienstleistungen ausführt, die seine Unabhängigkeit beeinträchtigen könnten. Führt eine externe Prüfungsgesellschaft die Abschlussprüfung aus, so hat die Prüfungsgesellschaft und ihre Mitglieder ihre Unabhängigkeit und Objektivität aufrechtzuerhalten, besonders wenn die Mitglieder zusätzliche Dienstleistungen wie z.B. Beratungsaufträge ausführen. Um möglichen Interessenskonflikten zu entgehen und keine Zweifel an der Unabhängigkeit der Prüfer zu haben muss der Prüfungsausschuss des zu prüfenden Unternehmens mit den angebotenen Dienstleistungen und der geplanten Entlohnung der Prüfungsgesellschaft anvertraut sein. Zudem hat der Aufsichtsrat die Möglichkeit in der Hauptversammlung an-

¹⁷² vgl. Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, Absatz (11)

dere Berater vorzuschlagen im Fall, dass die Unabhängigkeit der bestehenden Abschlussprüfer durch bestimmte Verhältnisse und Zustände bedroht ist

Aufgaben und Zuständigkeiten des Abschlussprüfers

Der kroatische Kodex verlangt von den externen Abschlussprüfern, dass sie Verantwortung in der Hinsicht tragen, dass sie auf eine deutliche und offensichtliche Weise ihre Meinung zum Ausdruck bringen und angemessen darüber urteilen, ob die vom Vorstand vorgelegten Finanzberichte die wirkliche Vermögens- und Finanzposition der Gesellschaft reflektieren. Aus diesem Grund hat er Sorge zu tragen, dass die Finanzberichte die tatsächliche Situation der Gesellschaft im Ganzen angemessen widerspiegeln.

Die Abschlussprüfer haben außerdem die Pflicht folgende Elemente dem Prüfungsausschuss mitzuteilen:

- ✚ Diskussion über grundlegende Rechnungslegungspolitik
- ✚ Wesentliche Mängel und Fehler der internen Kontrolle und Prozesse
- ✚ Alternative Rechnungslegungsverfahren
- ✚ Uneinigkeit mit dem Vorstand und Risikoeinschätzung
- ✚ Analyse möglicher Betrügereien und Missbräuche

Vergütung des Abschlussprüfers

Der Prüfungsausschuss hat neben der Bestimmung des Arbeitsplans der externen Abschlussprüfer auch die Form und Höhe der Vergütung der Prüfer vorzuschlagen. Bei der Auswahl, der Bestellung und Abberufung der Abschlussprüfer hat der Prüfungsausschuss seine Vorschläge und Empfehlungen dem Aufsichtsrat mitzuteilen. Die Gesellschaft hat außerdem die Vergütungen der Abschlussprüfer, die die Revision und zusätzliche Dienste im Unternehmen durchgeführt haben, öffentlich bekannt zu geben. Weitere Bestimmungen betreffend Vergütungen sind im kroatischen Kodex nicht geregelt.

7 Interessenskonflikte

Ein gutes Corporate Governance-System sollte so aufgebaut sein, dass sämtliche Interessenskonflikte aufgedeckt und schnell gelöst werden. Damit langfristige Wertschöpfung in einem Unternehmen gewährleistet ist, müssen die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder verantwortungsvoll im Interesse der Anteilseigner handeln und das Entscheiden im eigenen Interesse meiden. Darum ist es umso wichtiger dieses Thema in Bezug auf Corporate Governance nicht außer Acht zu lassen. Der kroatische Kodex hat bezüglich den Interessenskonflikten im Gegensatz zu der Europäischen Union, die in Bezug auf dieses Thema keine Vorschriften bestimmt hat, ausführlich definierte Regeln:

7.1 Interessenskonflikte - Vorstand

Interessenskonflikte sind dann als Konflikte zu sehen, wenn das Vorstandsmitglied nicht neutral handelt und entscheidet. Der kroatische Corporate Governance Kodex¹⁷³ verbietet das Treffen von Entscheidungen im eigenen Interesse oder im Interesse von nahe stehenden Personen. Die Vorstandsmitglieder sind berechtigt Aufsichtsratsmitglieder in anderen Unternehmen zu sein, nur unter den Bedingungen, dass der eigene Aufsichtsrat der Gesellschaft der Ausübung dieser Aktivitäten zustimmt und dass die Vorstandsmitglieder nicht in mehr als sieben Aufsichtsräten gleichzeitig tätig sind¹⁷⁴.

Zu einem Interessenskonflikt zwischen Vorstandsmitglied und Gesellschaft kann es auch dann laut der kroatischen CG Regel¹⁷⁵ kommen, wenn ein Vorstandsmitglied auf eigene oder fremde Rechnung, persönlich oder durch dritte Personen Geschäfte abwickelt und mit dem Unternehmen somit in Konkurrenz tritt. Auch beträchtliche Anteile der Mitglieder an anderen Unternehmen, die als Konkurrenzunternehmen angesehen werden können, können zu einem Konflikt führen.

¹⁷³ vgl. CCCG 3.3.6

¹⁷⁴ vgl. CCCG 3.3.6.3

¹⁷⁵ vgl. CCCG 3.3.6.2

Geschäfte an denen ein Vorstandsmitglied teilnimmt müssen auf Marktbasis bezüglich Fristen, Zinsen usw. erfolgen, und müssen in den Berichten der Gesellschaft ausdrücklich nach dem kroatischen Corporate Governance Kodex¹⁷⁶ ausdrücklich angeführt werden. Solche Geschäfte sind durch unabhängige Experten anzuerkennen.

7.2 Interessenskonflikte - Aufsichtsrat

Dem kroatischen Kodex¹⁷⁷ zufolge besteht ein Interessenskonflikt dann, wenn ein AR-Mitglied in seiner Entscheidung nicht neutral ist. Die Tatsache, dass ein Mitglied einem anderen Unternehmen oder anderen Personen nahe steht führt zur Annahme, dass die Interessen des Mitglieds nicht mit den Interessen der Gesellschaft übereinstimmen. Somit kann die Annahme bestehen, dass die Entscheidungen des Aufsichtsratsmitgliedes nicht auf den Interessen der Gesellschaft sondern eher auf den eigenen Interessen basieren. Aus diesem Grund soll die Entscheidungsfindung der Mitglieder nicht auf eigenen Interessen oder auf Interessen anderer Personen beruhen, mit denen sie eine enge Beziehung haben. Besteht zwischen Aufsichtsratsmitgliedern ein Interessenskonflikt bei konkreten Entscheidungsfällen, so sind nach der kroatischen Regel¹⁷⁸ diese Konflikte dem Aufsichtsrat anzuvertrauen.

Regel 3.2.8 des kroatischen Kodex verbietet sowie bei Vorstandsmitgliedern das Tätigen von Geschäften durch Aufsichtsratsmitglieder für eigene oder fremde Rechnung, die eigentlich Geschäftstätigkeiten der Gesellschaft selber sind. Obendrein wird das Beraten dritter Personen, die eventuelle Konkurrenten des Unternehmens sind nach dieser Regel untersagt. Neben der Offenlegung der Aktienbeteiligungen der AR-Mitglieder am Unternehmen sind auch alle Veränderungen betreffend Aktienbeteiligungen der Aufsichtsratsmitglieder an anderen Unternehmen, die als Konkurrenzunternehmen angesehen werden können, offen darzulegen.

¹⁷⁶ vgl. CCCG 3.3.6.1

¹⁷⁷ vgl. CCCG 3.2.7

¹⁷⁸ vgl. CCCG 3.2.10

Ein Aufsichtsratsmitglied muss die Gesellschaft über weitere Mitgliedschaften in Aufsichtsräten in anderen Gesellschaften in Kenntnis setzen. Im Fall, dass es sich um eine Mitgliedschaft im Aufsichtsrat eines Konkurrenzunternehmens handelt, darf das Aufsichtsratsmitglied seine Organfunktion in der anderen Gesellschaft nicht ausüben¹⁷⁹.

¹⁷⁹ vgl. CCCG 3.2.13

8 Fazit

Corporate Governance ist ein unentbehrliches Thema in Hinblick auf ein erfolgreich geführtes Unternehmen. Unternehmen die ein gut integriertes Corporate Governance Konzept adaptiert haben können mit einem langfristigen Aktionärsvertrauen rechnen. Besonders nach Zeiten zahlreicher Finanzskandale besteht das Bedürfnis nach gewissen Regeln und Normen die eine angemessene und sorgfältige Unternehmensleitung und Unternehmenskontrolle sicherstellen. Ein gut integriertes Corporate Governance System schafft Vertrauen in das Unternehmen und trägt wesentlich zum Fortschritt des Unternehmens.

In der Diplomarbeit wird näher auf dieses Thema eingegangen. Neben der generellen Erklärung des Begriffs und dem Aufzeigen der Relevanz der Corporate Governance werden die Entwicklungsstände der Corporate Governance in der Europäischen Union und Kroatien genauer analysiert. Der zentrale Teil der Arbeit bezieht sich auf den Vergleich der Corporate Governance in Kroatien und der EU. Dabei werden die derzeitigen Vorschriften und unternommenen Initiativen in diesem Bereich ausführlicher beschrieben, um eventuelle Schwachpunkte, sowie Fortschritte der beiden Systeme bei der Gegenüberstellung festzustellen.

Die Europäische Union konzentriert sich seit einigen Jahren immer mehr auf die Verbesserung der Corporate Governance in den Mitgliedstaaten. Mit dem im Jahr 2003 ausgearbeiteten Aktionsplan der Europäischen Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance hat die EU erste Schritte Richtung EU-weite Harmonisierung der Corporate Governance gemacht. Damit sollen grundsätzlich die Aktionärsrechte gestärkt und der Schutz Dritter verbessert werden, sowie die Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen in der EU gewährleistet werden.

In Kroatien hat man sich ebenfalls nach einem mehrjährigen Wandel des politischen Systems und der wirtschaftlichen Ordnung dem Thema hingewandt. Die Fokussierung auf eine marktwirtschaftlich fokussierte Wirtschaft verlangte

zugleich eine Stärkung und Regeneration des kroatischen Kapitalmarkts, der lange Zeit durch die politische und wirtschaftliche Instabilität geschwächt war. Die zunehmenden wirtschaftlichen Aktivitäten im Land, der Beitritt Kroatiens zur WTO und CEFTA und die zahlreichen Reformen im Rechts-, Justiz-, Sozial- und Steuerwesen haben die Wirtschaft seit nun etwa sieben Jahren positiv beeinflusst und das Interesse der ausländischen Investoren geweckt. Der im Jahr 2009 geplante Beitritt Kroatiens zur Europäischen Union verlangt darüber hinaus eine Angleichung der kroatischen Gesetze an die europäische Rechtsordnung. So ist auch das kroatische Kapitalmarktrecht bereits größtenteils an die gegenwärtigen europäischen Standards angepasst. Dank laufend durchgeführter Reformen im Land konnten beachtliche Schritte in Bezug auf Corporate Governance gemacht werden. Die verschiedenen Initiativen der OECD, der Weltbank und der EBRD zur Stärkung des Investitionsklimas und Förderung der Entwicklung und Ausdehnung der Corporate Governance in Kroatien führten zur Ausarbeitung und Einführung des kroatischen Corporate Governance Kodizes (CCCG – Croatian Code of Corporate Governance) durch die Börse Zagreb (ZSE – Zagreb Stock Exchange) und die kroatische Finanzmarktaufsicht (HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga) im April 2007.

Alle Unternehmen, die an der kroatischen Börse ihre Wertpapiere zum Handel angemeldet haben, müssen jedes Jahr neben ihren Jahresabschlüssen einen detaillierten Corporate Governance Fragebogen ausfüllen und veröffentlichen. Dabei sollen die Unternehmen das „comply-or-explain“-Prinzip befolgen, d. h. dass grundsätzlich die Regeln des kroatischen Corporate Governance Kodizes einzuhalten sind, eine Abweichung von diesen Regeln muss jedoch der Öffentlichkeit erklärt und begründet werden. Die festgelegten Bestimmungen des CCCG beruhen größtenteils auf bereits bestehenden Gesetzen (Unternehmensgesetz, Kapitalmarktgesetz und Übernahmegesetz), manche Regelungen davon sind jedoch durch die ZSE und die HANFA ergänzt worden.

Der unter Punkt 6 aufgestellte **Vergleich der Corporate Governance** zwischen Kroatien und der Europäischen Union bezieht sich auf die Regeln des CCCG und die in verschiedene zeitliche Prioritäten eingeteilten Maßnahmen des EU-Aktionsplans. Dabei wurden kroatische Vorschriften detaillierter erläutert, da der

EU-Aktionsplan nur ein Rahmenwerk repräsentiert (bestehend aus Empfehlungen und Richtlinienvorschlägen), das im Großen und Ganzen allgemein gehalten wird.

Die **Einberufung des Europäischen Corporate-Governance-Forums** ist die erste kurzfristige Maßnahme der Europäischen Kommission mit der man plant, die Konvergenz der nationalen Corporate Governance Codes durch regelmäßige Zusammentreffen von Experten zu fördern. In Kroatien gibt es derzeit kein spezielles Forum, das sich mit aktuellen Fragen des CCCG auseinandersetzt. Vielmehr finden regelmäßig Schulungen statt, die darauf ausgerichtet sind, Aufsichtsratsmitglieder bzw. Vorstandsmitglieder in die Welt der Corporate Governance einzuweihen und die aktuellen Bestimmungen des Kodizes zu diskutieren.

Mit der zweiten kurzfristigen Maßnahme plant die Europäische Kommission die **Offenlegung der börsennotierten Unternehmen zu verbessern**. 2004 wurde die Transparenzrichtlinie eingeführt, die Mindesttransparenzanforderungen in Hinblick auf finanzielle Berichte beinhaltet. Zudem sind die Unternehmen verpflichtet neben Jahresabschlüssen eine Corporate Governance Erklärung abzugeben, in der die Corporate Governance Praktiken und Corporate Governance Strukturen der Unternehmen ausführlich beschrieben werden sollen. Der kroatische Kodex ist bezüglich Offenlegung sehr genau definiert. Es sollen alle relevanten Informationen vom Unternehmen rechtzeitig allen am Unternehmen interessierten Personen zur Verfügung gestellt werden. Wie die EU verlangt auch der kroatische Kodex neben Jahres- und Halbjahresberichten auch Quartalsberichte zu veröffentlichen, um einen besseren Einblick in die Unternehmensprozesse und die Unternehmenssituation zu bekommen. Hier ist der große Fortschritt im Entwicklungsstand des Kodizes zu erkennen, da die Offenlegungsbestimmungen bis aufs i-Tüpfelchen gründlich festgelegt sind. Die Corporate Governance Bestimmungen hat man seit den ersten CG-Initiativen in den letzten Jahren schnell weiterentwickelt. Die Verpflichtung internationale Finanzstandards einzuhalten und Finanzberichte in englischer Sprache auf den Unternehmenswebsites zu veröffentlichen sind einige der Indizien, die darauf hindeuten, dass man den kroatischen Kapitalmarkt an die internationalen Vorausset-

zungen anpassen will, um das Interesse der ausländischen Investoren deutlich zu wecken.

Was die **Corporate Governance Erklärung** betrifft, ist wie nach den Vorschriften des EU-Aktionsplans auch in Kroatien nach dem kroatischen Corporate Governance Kodex die CG-Situation im Unternehmen bis ins Einzelne bekannt zu geben und neben Jahresabschlüssen abzugeben. Hier sind die börsennotierten Unternehmen aufgefordert, neben dem CG-Bericht auch einen Fragenkatalog zu beantworten, der den Entwicklungsstand der CG im Unternehmen widerspiegelt. Jeder einzelner Punkt, der in der EU in der CG-Erklärung zu veröffentlichen ist, ist ebenfalls nach dem kroatischen Kodex detailliert vom Unternehmen bekannt zu geben. Dabei hat der kroatische Kodex besonders die Arbeitsweise und die Hauptbefugnisse der Hauptversammlung, sowie die Funktion und den Zuständigkeitsbereich der Leitungs- und Überwachungsorgane streng geregelt und setzt voraus, dass die Unternehmen diese Regeln auch einhalten und darüber ausführlich berichten.

Mit der dritten kurzfristigen Maßnahme des EU-Aktionsplans soll ein **integrierter rechtlicher Rahmen zur Kommunikationserleichterung mit Aktionären** und zur Erleichterung der Beschlussfassung in den Mitgliedstaaten geschaffen werden. Es soll ermöglicht werden, dass eine EU-weite elektronische Informationsverbreitung sichergestellt wird. Die Maßnahmen zur grenzübergreifenden Stärkung der Aktionärsrechte wurden mit einer Richtlinie umgesetzt, die neben den EU-weiten Informationserhalt auch die Abstimmung und die Teilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Weg in den Mitgliedstaaten ermöglichen soll. Im kroatischen Kodex wird grundsätzlich von einer Informationserleichterung auf elektronischem Wege gesprochen. Obwohl der Kodex kurz börsennotierte Unternehmen aufmerksam macht, die Abstimmung und Teilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Weg zu ermöglichen, beziehen sich die CG-Vorschriften jedoch meistens auf die Pflicht relevante Informationen unbedingt ins Netz zu stellen. Der rechtliche Rahmen zur Erleichterung der Beschlussfassung sollte daher im kroatischen Kodex in Zukunft strenger definiert werden. Denn zurzeit ist hier eine Lücke in den CG-Bestimmungen festzustellen.

len, die möglicherweise bei ihrer Beseitigung die Effizienz der langfristigen Unternehmensführung um ein Beträchtliches steigern würde.

Mit der vierten kurzfristigen Maßnahme richtet die Europäische Kommission ihre Aufmerksamkeit auf **die Stärkung der Rolle unabhängiger nicht geschäftsführender Direktoren oder Aufsichtsräte**. Betont wird dabei besonders die Unabhängigkeit der nicht-geschäftsführenden Direktoren und der Aufsichtsratsmitglieder. Sie sollen die Rolle eines Schiedsrichters in bestimmten Interessenskonflikten übernehmen. Die eingeleitete Empfehlung der Kommission enthält Mindeststandards in Bezug auf Einsatz, Unabhängigkeit und Zusammensetzung dieser und empfiehlt den Einsatz von Nominierungs-, Prüfungs- und Vergütungsausschüssen in besonderen Fällen. Die kroatischen CG-Regeln können bezüglich dieses Gegenstands auf jeden Fall mit den Vorschriften des EU-Aktionsplans mithalten. Im kroatischen Kodex wird wie auch in den EU-Regeln die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder vorausgesetzt. Die Kriterien für die Unabhängigkeit sind hinreichend beschrieben und sind sogar detaillierter festgelegt als in der EU-Empfehlung. Auch der Einsatz von Ausschüssen wird im kroatischen Kodex besonders bei Konfliktlösungsschwierigkeiten empfohlen. Zudem sind die Hauptaufgaben der Nominierungs-, Vergütungs- und der Prüfungsausschüsse eingehend konkretisiert. Darüber hinaus fehlen im EU-Aktionsplan ergänzende Bestimmungen bzw. Empfehlungen in Hinblick auf die Interessenskonflikte. Es sollen die Interessenskonflikte selbst und nicht nur die Rolle der Aufsichtsräte und der nicht geschäftsführenden Direktoren in die EU-Maßnahmen aufgenommen werden. Schließlich sind Konflikte und der Missbrauch einer der Hauptgründe für das Scheitern einer guten Corporate Governance. Hier ist der kroatische CG-Kodex zu loben, da er zu diesem Thema ausreichende Bestimmungen einbezogen hat.

Die Stärkung **der kollektiven Verantwortung aller Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans** stellt die fünfte kurzfristige Maßnahme des EU-Aktionsplans dar. Die zahlreichen weltweiten Finanzskandale haben das Interesse der Kommission geweckt, das Vertrauen in die Jahresabschlussvorlage zu stärken. Dabei hat man sich auf vier Überarbeitungen einer bestehenden Richtlinie gestützt, die den Missbrauch von Corporate Governance Praktiken

mindern sollte. Hierbei konzentriert man sich besonders auf die kollektive Verantwortung des Leitungs- und Kontrollorgans für den Jahresabschluss und alle relevanten nicht-finanziellen Informationen. Auch wenn die Verantwortungsbe-
reiche der Leitungs- und Überwachungsmitglieder im kroatischen Kodex ausrei-
chend geregelt sind, wird die Verantwortung für die Jahresabschlüsse und die
wesentlichen nicht-finanziellen Informationen mehr den Vorstandsmitgliedern
übertragen. Die Kollektivität wird hier mit der Zusammenarbeit zwischen den bei-
den Organen in Bezug gebracht.

Die letzte kurzfristige Maßnahme soll ein **angemessenes Vergütungssystem der Direktoren** in den Mitgliedstaaten fördern. Dabei soll mit einer eingeführten EU-Empfehlung vor allem die Vergütungspolitik der börsennotierten Unterneh-
men offen gelegt werden, in dem über Details der Vergütungsform, -struktur
und -höhe zu berichten ist. Betreffend die Vergütungsregelungen sind im kroa-
tischen Kodex keine besonderen Abweichungen von den EU-Regeln zu erken-
nen. Obwohl sich die Vergütung dem CCCG zufolge aus einem fixen, einem
variablen Teil und aus Aktienoptionen zusammensetzen sollte, setzten sich
dennoch die Direktorenvergütungen in Kroatien mit durchschnittlich 89,5 % aus
einem fixen Bestandteil zusammen. In Kroatien existiert somit kein gegenwärtig
angemessenes Vergütungssystem in den börsennotierten Unternehmen, da
durch einen höheren Anteil an variabler Vergütung der Anreiz besteht, sorgfältig
und gewissenhaft seine Arbeit zu erledigen und somit langfristig die Qualität der
Corporate Governance Praktiken sichergestellt werden kann.

In Bezug auf Offenlegung plant die Kommission ebenfalls mit einer mittelfristi-
gen legislativen Maßnahme die **Offenlegungsbestimmungen für institutio-
nelle Anleger** strenger zu gestalten, da institutionelle Anleger eine Investoren-
gruppe darstellen, die einen beträchtlichen Einfluss auf die Unternehmensent-
scheidungen haben können. Hier fehlt es im kroatischen Kodex an Regeln, die
diese Verpflichtung genauer festlegen, obwohl man nach einer durchgeführten
Studie festgestellt hat, dass großteils der Aktien in Kroatien von Großaktionären
gehalten werden, und trotzdem noch immer keine genaueren Offenlegungsbe-
stimmungen für institutionelle Anleger getroffen wurden. Es ist aber in Zukunft
höchstwahrscheinlich damit zu rechnen.

Mit der zweiten mittelfristigen Maßnahme der EU-Kommission soll die **Wahlmöglichkeit zwischen einem monistischen System und einem dualistischen System** der Unternehmensleitung ermöglicht werden. Zurzeit besteht grundsätzlich in Kroatien keine Wahlmöglichkeit zwischen den beiden Systemen. Gesetzlich sind die Unternehmen durch ein dualistisches System zu leiten. Hier wird sich auch in Zukunft noch was ändern. Der Beitritt zur Europäischen Union wird in den nächsten Jahren die Voraussetzung mit sich bringen, diese Wahlmöglichkeit in die börsennotierten Unternehmen einzuführen.

Die dritte mittelfristige Maßnahme soll die Mitgliedstaaten verpflichten das **Recht auf Sonderprüfungen** einzuführen, dass Aktionären mit gewissem Aktienkapital gewährt werden soll. Zudem soll die Verantwortung der Direktoren in Hinblick auf die **Konkursverschleppungshaftung** gestärkt werden und das **Verbot der Tätigkeit als Direktor** im Fall von irreführenden Geschäftsabschlüssen eingeleitet werden. Der kroatische Kodex bezieht sich bezüglich der Konkursverschleppungshaftung auf die Haftung der Vorstandsmitglieder bei Missachtung des kroatischen Unternehmensgesetzes. Weitere Bestimmungen in Hinblick auf Sonderprüfung und Verbot der Tätigkeit als Direktor sind jedoch zurzeit nicht vorhanden.

Die letzte mittelfristige Maßnahme die im Aktionsplan eine bedeutende Initiative der Kommission darstellt hat den Zweck die Aktionärsdemokratie im Gemeinschaftsraum zu stärken. Durch die Integration des „eine Aktie – eine Stimme“ in börsennotierten Unternehmen in den Mitgliedstaaten könnte man die Ausgeglichenheit zwischen Eigentum und Kontrolle fördern und somit die ersten Schritte Richtung Aktionärsdemokratie zu machen. Man hat jedoch durch Studien festgestellt, dass in den Mitgliedsländern meistens von diesem Prinzip abgewichen wird. Aus diesem Grund wird die geplante Maßnahme der Europäischen Union derzeit in Frage gestellt. Der kroatische Corporate Governance Kodex beruht ebenfalls auf diesem Prinzip mit dem Ziel die Aktionärsrechte am kroatischen Kapitalmarkt zu stärken. Aufgrund der konzentrierten Eigentümerstruktur in den börsennotierten Unternehmen in Kroatien, ist jedoch damit zu rechnen, dass

hier aller Voraussicht nach ebenfalls Abweichungen vom Gleichbehandlungsprinzip bestehen.

Wie aus dem Vergleich ersichtlich kann man höchstwahrscheinlich, aufgrund der Einführung des Kodizes erst im April 2007, in Zukunft mit ergänzenden Bestimmungen rechnen. Trotz des schnellen Entwicklungsstands der CG-Bestimmungen, wird es bei der Umsetzung dieser Vorschriften im Land vermutlich eine Zeit lang Probleme geben, da die Bedeutung einer guten CG-Praxis noch immer nicht erkannt wird. Auch die Tatsache, dass langfristige Unternehmensfinanzierungen noch größtenteils durch Bankkredite erfolgen, ist ein Indiz, dass der kroatische Kapitalmarkt durchaus noch Zeit braucht um mit anderen Kapitalmärkten konkurrieren zu können.

Zusammenfassender Überblick:

CORPORATE GOVERNANCE MAßNAHMEN

Kurzfristige Maßnahmen (2003-2005)	
Europäische Union	Kroatien
Einberufung des europäischen Corporate-Governance-Forums	
<ul style="list-style-type: none">➤ Maßnahme umgesetzt➤ Initiative der Kommission	<ul style="list-style-type: none">➤ Keine derartige Regelung im CCCG vorhanden➤ Keine vergleichbare Maßnahme in Kroatien vorhanden
Verstärkte Offenlegung	
<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen sehr genau definiert➤ Änderungsrichtlinie	<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen im CCCG sehr genau definiert➤ Studien durchgeführt
Corporate Governance Erklärung	
<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen sehr genau definiert➤ Änderungsrichtlinie	<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen im CCCG sehr genau definiert➤ Keine vergleichbare Maßnahme in Kroatien vorhanden
Integrierter rechtlicher Rahmen zur Erleichterung der Kommunikation mit den Aktionären und der Beschlussfassung	
<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen sehr genau definiert➤ Richtlinie	<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen im CCCG allgemein gehalten➤ Studien durchgeführt
Stärkung der Rolle unabhängiger nicht geschäftsführender Direktoren oder Aufsichtsräte	
<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen allgemein gehalten➤ Empfehlung	<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen im CCCG sehr genau definiert➤ Keine vergleichbare Maßnahme in Kroatien vorhanden
Stärkung der Verantwortung der Direktoren: kollektive Verantwortung aller Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans	
<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen allgemein gehalten➤ Änderungsrichtlinie	<ul style="list-style-type: none">➤ keine näheren Bestimmungen im CCCG➤ Keine vergleichbare Maßnahme in Kroatien vorhanden
Angemessene Vergütungssysteme für Direktoren	
<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen sehr genau definiert➤ Empfehlung	<ul style="list-style-type: none">➤ Bestimmungen im CCCG sehr genau definiert➤ Keine vergleichbare Maßnahme in Kroatien vorhanden

Mittelfristige Maßnahmen (2006-2008)	
Europäische Union	Kroatien
Offenlegungsbestimmungen in Bezug auf Anlagestrategie institutioneller Anleger	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Bestimmungen allgemein gehalten ➤ geplante Richtlinie 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Keine derartige Regelung im CCCG vorhanden ➤ Keine vergleichbare Maßnahme in Kroatien vorhanden
Möglichkeit der Wahl zwischen einem dualistischen und einem monisitischen System für alle börsennotierten Gesellschaften	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Bestimmungen allgemein gehalten ➤ geplante Richtlinie 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Keine derartige Regelung im CCCG vorhanden ➤ Keine vergleichbare Maßnahme in Kroatien vorhanden
Stärkung der Verantwortung der Direktoren	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Bestimmungen genau definiert ➤ geplante Richtlinie 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Bestimmungen allgemein gehalten ➤ Keine vergleichbare Maßnahme in Kroatien vorhanden
Stärkung der Aktionärsdemokratie	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Bestimmungen allgemein gehalten ➤ Studie in der EU durchgeführt 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Bestimmungen im CCCG allgemein gehalten ➤ Studien durchgeführt

Es ist wichtig, dass man in Kroatien erkennt, dass Corporate Governance eine ausschlaggebende Voraussetzung für national, sowie international konkurrenzfähige Unternehmen ist. Der Einsatz von guten Corporate Governance Praktiken ermöglicht Unternehmen ihren Marktwert am kroatischen Kapitalmarkt langfristig zu erhalten und zu stärken. Ziel der Corporate Governance ist Transparenz und die Offenlegung der Unternehmen zu verbessern, die effektive und effiziente Ressourcennutzung in den Unternehmen zu bewerkstelligen und ein gutes Verhältnis zwischen den verschiedenen Interessengruppen im Unternehmen sicherzustellen, die die Unternehmen bei der Umsetzung strategischer Ziele unterstützen. Aus diesem Grund ist die Einhaltung von Corporate Governance Regeln in Kroatien insofern wichtig, da das Investorenklima wesentlich verbessert werden kann und dadurch die Effizienz des kroatischen Kapitalmarkts wesentlich gesteigert werden kann. Letztendlich macht sich das aber in der Konkurrenzfähigkeit und dem Wirtschaftswachstum im Land bemerkbar.

Die Einführung eines qualitativen CG-Systems bietet börsennotierten Unternehmen in Kroatien die Gelegenheit ihren Ruf und das Image in der Öffentlichkeit zu verbessern und langfristig Kapital mit geringeren Kosten anzuschaffen. Darüber hinaus sind die meisten Investoren bereit, börsennotierten Unternehmen eine größere Prämie zu zahlen, die ein erfolgreich integriertes CG-Konzept haben. Mit der Integration von guten Corporate Governance Praktiken kann eine Organisationskultur erschaffen werden, die fähig ist, potentielle Interessenskonflikte zwischen verschiedenen Unternehmensgruppen erfolgreich zu lösen und zu managen, sowie mit den Herausforderungen der täglichen Geschäftstätigkeit fertig zu werden. Darum ist Corporate Governance in Kroatien durchaus notwendig.

Einerseits hat Kroatien selber die Ambitionen Corporate Governance im Land zu verbessern. Das Ziel ist es sich an die internationalen Standards anzupassen, um nationalen Unternehmen die Möglichkeit zu geben, sich am nationalen, aber auch an internationalen Kapitalmärkten zu behaupten. Andererseits ist das Land sowieso gezwungen sich ausführlich mit Corporate Governance zu beschäftigen, da das eine notwendige Voraussetzung für den Beitritt zur EU ist. Um EU-konform zu werden muss Kroatien die bestehenden Regelungen in der Rechtsordnung, im Justiz-, Verwaltungs- und Steuerwesen an den europäischen Rechtsrahmen anpassen.

Literaturverzeichnis

Achatz Helmut; Hauptversammlung, in: Schlienkamp Christoph, Müller Michael, Gumbart Roland [Hrsg.]; *Kapitalmarktstrategie: Erfolgsfaktoren für börsennotierte Gesellschaften*, Gabler Verlag, Wiesbaden 2003

Beckmann Martin; *Das Finanzkapital in der Transformation der europäischen Ökonomie*, Westfälisches Dampfboot, Münster 2007

Brealey Richard A., Myers Stewart C.; *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Irwin, 7. Auflage, Boston 2003

Ditz Christian; *Markteintritts- und Marktbearbeitungsstrategien westlicher Konsumgüterunternehmen in Kroatien*, Wien 2004

Feidank Carl-Christian [Hrsg.]; *Reform der Rechnungslegung und Corporate Governance in Deutschland und Europa*, Schriften zur Wirtschaftsprüfung, Steuerlehre und Controlling, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2004

Fräss-Ehrfeld Clarisse; *Wirtschaftsentwicklung und Wirtschaftsförderung in Rumänien, Bulgarien, Kroatien und Serbien-Montenegro: Mit einem ausführlichen Ausblick auf die EU-Regionalpolitik 2007-2013*, Linde Verlag, Wien 2006

Haeseler Herbert R., Gampe Ingrid; *Corporate Governance: Unternehmensverfassung, Spitzenorganisation und Überwachungsarchitektur*, Linde Verlag, Wien 2002

Haller Axel, Geirhofer Susanne; Initiativen der EU zur Verbesserung der Abschlussprüfung, in: Haller Axel [Hrsg.]; *Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance in Österreich*, Linde Verlag, Wien 2005

Hilb Martin; *Integrierte Corporate Governance: Ein neues Konzept der Unternehmensführung und Erfolgskontrolle*, Springer Verlag, 2. Auflage, Berlin Heidelberg 2005, 2006

Hilpisch Yves; *Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung: Grundlagen der Finanzierung, Wertorientierung und Corporate Governance*, Gabler Verlag, 1. Auflage, Wiesbaden 2005

Inkpen Andrew, Ramaswamy Kannan; *Global Strategy: Creating and sustaining advantage across borders*; Oxford University Press, Oxford 2006

Keasey Kevin, Thompson Steve, Wright Mike; *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*, Wiley, Chichester [u.a.] 2005

Kiss Patrick; Investor Relations im Internet – Demokratisierung der Aktionärsinformation, in: Nippa Michael, Petzold Kerstin, Kürsten Wolfgang; *Corporate Governance: Herausforderungen und Lösungsansätze*, Physica-Verlag, Heidelberg 2002

Koch Eckart; *Internationale Wirtschaftsbeziehungen*, Verlag Franz Vahlen, 3. Auflage, München 2006

Kovacevic Nebojsa, *Corporate Governance in Serbien und Montenegro: Auswirkungen der Eigentümerstruktur auf die Performance der Unternehmen*, Wien 2005

Krejci Heinz; *Privatrecht*, Manzsche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, 5. Auflage, Wien 2002

Lattreuter Philipp; *Towards a Combined Model of Corporate Governance – with application to the European Monetary Union*, Bamberg 2005

Malik Fredmund; *Effective Top Management: Beyond the Failure of Corporate Governance and Shareholder Value*, Wiley-VCH, Weinheim 2006

Pfattner Sabine; *Entwicklungsstand von Corporate Governance in Italien im Vergleich zu den derzeit bestehenden EU-Regeln*, Wien 2006

Schewe Gerhard; *Unternehmensverfassung: Corporate Governance im Spannungsfeld von Leitung, Kontrolle und Interessenvertretung*, Berlin Heidelberg 2005

Schneider Jürgen, *Erfolgsfaktoren der Unternehmensüberwachung: Corporate Governance aktienrechtlicher Aufsichtsorgane im internationalen Vergleich*, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2000

Shapiro Alan C.; *Foundations of Multinational Financial Management*, Wiley, 5. Auflage, Hoboken 2005

Sivric-Pesa Sanela; *Theoretische und praktische Aspekte der Privatisierung im Rahmen einer Systemtransformation: Das Beispiel der Republik Kroatien*, Tectum Verlag, Marburg 2005

Suljkanovic Midran; *Corporate Governance in Post-Privatized Bosnia and Herzegovina: Impact of Ownership Structure on Performance*, Wien 2007

Tyson Shaun, Bournois Frank [Hrsg.]; *Top Pay and Performance: International and Strategic Approach*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford [u.a.] 2005

Ungersböck Marliese; *The Role and Effectiveness of Active Institutional Investors in Corporate Governance*, Wien 2006

Weilinger Arthur [Bearb.]; *Unternehmensrecht: Kodex des österreichischen Rechts*, LexisNexis Verlag ARD Orac, 35. Auflage, Wien 2007

Zhang Ronghui; *Ownership and Corporate Governance: An International Review and Outlook*, Logos Verlag, Berlin 2006

URL-Adressen

CCCG - Croatian Code of Corporate Governance, Kroatischer Corporate Governance Kodex (2007), online unter:

<http://www.zse.hr/default.aspx?id=144> (17.11.2007)

Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003), Aktionsplan der Europäischen Kommission, online unter:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:DE:NOT> (20.11.2007)

Kroatisches Amtsblatt, online unter: www.nn.hr (22.10.2007)

Statistiken der kroatischen Nationalbank, online unter

<http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm?tsfsg=79aeee315061a91931bd7ff039ea9b17> (25.10.2007)

Perspektiven des EU-Beitritts der Balkanländer Albanien, Bulgarien, Bosnien und Herzegowina, Kroatien, Mazedonien, Rumänien, Serbien und Montenegro, sowie der Türkei: Mögliche Konsequenzen für Österreichs Landwirtschaft und Nahrungsmittelindustrie, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Wien 2007, online unter:

https://www.dafne.at/prod/dafne_plus_common/attachment_download/912541629691942eff3f67865ef5030a/1402%20EB%20Endfassung.pdf (27.10.2007)

Press Releases of the Directorate General Communication, online unter:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/122&format=HTML&aged=1&language=DE&guiLanguage=en> (27.10.2007)

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/500&format=HTML&aged=0&language=de&guiLanguage=en> (07.12.2007)

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1241&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (13.12.2007)

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/315&format=HTML&%20aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (14.12.2007)

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/800&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (02.01.2008)

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1182&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (04.01.2008)

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/1318&language=de&guiLanguage=en> (09.01.2008)

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/1249&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en> (16.01.2008)

OECD Grundsätze der Corporate Governance (2004), online unter:

http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1_00.html (29.11.2007)

Wikipedia:

<http://de.wikipedia.org/wiki/Chaebol> (12.11.2007)

http://de.wikipedia.org/wiki/Deutscher_Corporate_Governance_Kodex (18.11.2007)

<http://de.wikipedia.org/wiki/Bezugsrecht> (20.12.2007)

<http://www.willi-stengel.de/chaebol.htm> (12.11.2007)

Organisationen und ihre Strukturen im dynamischen Veränderungsprozess, online unter:

www.imw.tuwien.ac.at/ibw/Pdf/Praxis%20der%20strategischen%20Planung%20Teil%203.pdf (15.11.2007)

Österreichischer Corporate Governance Kodex, online unter:

<http://www.wienerbourse.at/corporate/pdf/Oesterreichischer%20Corporate%20Governance%20Kodex%20in%20der%20Fassung%20Juni%202007.pdf>

(25.11.2007)

Corporate Governance und die Rechtsgrundlagen im Aktienrecht, online unter:
http://www.wu-wien.ac.at/privatrecht/Studium/Kompetenzfelder/general-management/VKI_Gall/CorpGovundRechtsgrundlagengesamt.pdf (25.11.2007)

South East Europe Corporate Governance Roundtable, online unter:
http://www.oecd.org/document/13/0,3343,en_2649_33725_2398029_1_1_1_1_00.html (29.11.2007)

White Paper on Corporate Governance in South East Europe (2003), online unter:
<http://www.oecd.org/dataoecd/9/21/20490351.pdf> (30.11.2007)

EBRD Corporate Governance Sector Assessment (2004), online unter:
<http://www.ebrd.com/country/sector/law/corpgov/assess/index.htm> (02.12.2007)

EBRD Corporate Governance Sector Assessment Project (2004), online unter:
<http://www.ebrd.com/country/sector/law/corpgov/assess/report03.pdf>
(02.12.2007)

Corporate Governance Sector Assessment Project (2004) - Assessment Croatia, online unter:
<http://www.ebrd.com/country/sector/law/corpgov/assess/croatia.pdf>
(02.12.2007)

FSAP – EU Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (1999), online unter:
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_de.pdf
(05.12.2007)

http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_de.htm
(13.12.2007)

Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen, online

unter:<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:DE:PDF> (14.12.2007)

Richtlinie 2007/14/EG vom 8. März 2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG, online unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:069:0027:0036:DE:PDF> (14.12.2007)

<http://www.handelsblatt.com/wirtschaftswiki/index.php?title=Vorzugsaktie>
(19.12.2007)

http://www.poslovniforum.hr/info/dionicko_drustvo_1.asp (27.12.2007)

Korporacijsko upravljanje u javnim dionickim drustvima u Republici Hrvatskoj = Corporate Governance in börsennotierten Unternehmen in Kroatien (2005), Studie der der Wirtschaftsuniversität Zagreb, online unter: www.vse.hr/edukacija/Korporacijsko_upravljanje.pdf (29.12.2007)

Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG, online unter: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/com/2005/com2005_0685de01.doc (30.12.2007)

Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, online unter: <http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?hwords=&pgs=10&list=452297:cs,&val=452297:cs&nbl=1&lang=en&pos=1&page=1> (30.12.2007)

Empfehlung 2005/162/EG der Kommission vom 15. Februar 2005 zu den Aufgaben von unabhängigen nicht geschäftsführenden Direktoren und Aufsichtsräten sowie der verschiedenen Ausschüsse, online unter: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/oj/2005/l_052/l_05220050225de00510063.pdf (04.01.2008)

Richtlinie 2004/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 zur Änderung der vierten und siebten Gesellschafts-Richtlinie, online unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32006L0046:DE:NOT> (09.01.2008)

Empfehlung 2004/913/EG der EU-Kommission vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, online unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:DE:PDF> (11.01.2008)

Stellungnahme des Europäischen Corporate Governance Forums zur Proportionalität vom 25. August 2007, online unter: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/statement_proportionality_en.pdf (14.01.2008)

Commission staff working document – impact assessment on the proportionality capital and control in listed companies (2007), online unter: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf (14.01.2008)

Interview mit Prof. Barbic vom 30.10.2006, online unter: <http://www.transfer-biro.hr/561.aspx> (15.01.2008)

Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, online unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:157:0087:0107:DE:PDF> (15.01.2008)

Anhang

Zusammenfassung

Corporate Governance ist in Diskussionen über wirtschaftliche Angelegenheiten nicht mehr wegzudenken. Der Sinn einer guten Corporate Governance liegt in einer langfristigen Wertschöpfung des Unternehmens. Ein Unternehmen mit einem erfolgreich integrierten Corporate Governance Konzept hat gute Voraussetzungen, um neues Kapital extern zu beschaffen und sich auf nationalen und internationalen Kapitalmärkten durchzusetzen. Die zentrale Aufgabe dieser Diplomarbeit ist die Corporate Governance in Kroatien zu analysieren und einen Vergleich zu den Corporate Governance Regeln der EU aufzustellen. In der Diplomarbeit werden zuerst die politisch-wirtschaftliche Situation und der derzeitige Stand der EU-Beitrittsverhandlungen in Kroatien näher unter die Lupe genommen. Im Anschluss daran wird dann die Corporate Governance detaillierter beschrieben, um einen tiefgründigeren Einblick in das Thema zu bekommen. Danach wird die Corporate Governance Situation in Kroatien, sowie der Europäischen Union einzeln im Detail illustriert. Schlussendlich stellt der Vergleich zwischen der EU und Kroatien den letzten und den zentralen Teil der Arbeit dar. Damit sollen Lücken und Schwachstellen, aber auch Fortschritte in den beiden Corporate Governance Entwicklungsständen festgestellt werden. Hierzu werden die wesentlichsten Punkte einer CG wie z.B. die Transparenz, Aktionärsrechte oder die Leitungs- und Überwachungsorgane genauer behandelt. Durch die Gegenüberstellung der beiden Entwicklungsstände konnten einige kritische Punkte im kroatischen System festgestellt werden, die höchstwahrscheinlich der Einführung des kroatischen CG-Kodizes erst im April 2007 zuzuschreiben sind, und die in Zukunft dank des raschen Fortschritts der Corporate Governance in Kroatien mit ziemlicher Sicherheit beseitigt werden können.

Lebenslauf

MILENA VEZMAR

geboren am 17.01.1984

in Karlovac (Kroatien)

Universitäre Ausbildung

Oktober 2003 – Februar 2008:

Studium der internationalen Betriebswirtschaft an der Universität Wien

Kernfachkombinationen:

- International Management

Seminararbeiten:

„Internationalisierungsvoraussetzungen“

„Transaction Cost Determinants of Market Entry – Meta-Analysis“

Mündliche KFK-Abschlussprüfung: Oktober 2007

- Production Management

Seminararbeit:

„New Heuristic Algorithms for the Windy Rural Postman Problem“

Schulische Ausbildung

1998-2003 Bundeshandelsakademie in Mürzzuschlag

1994-1998 Hauptschule in Neuberg/Mürz

1992-1994 Volksschule in Mürzsteg

1990-1992 Volksschule in Karlovac