

PATRICK A. HELL

Offenlegung
nichtfinanzieller
Informationen

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
82*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

82



Patrick A. Hell

Offenlegung nichtfinanzieller Informationen

Nichtfinanzielle Publizitätspflichten im Spannungsfeld
von Informations- und Regulierungsfunktion
im europäischen, deutschen und US-amerikanischen
Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht

Mohr Siebeck

Patrick A. Hell, geboren 1991; Studium der Rechtswissenschaften an der Ludwig-Maximilians-Universität München als Stipendiat der Studienstiftung des deutschen Volkes; Referendariat am OLG München; Promotion an der Ludwig-Maximilians-Universität München zum Dr. jur. mit Forschungsaufenthalt in Cambridge, MA (Harvard Univ.); Wiss. Mitarbeiter am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen, Abteilung für Unternehmens- und Steuerrecht, München.

ISBN 978-3-16-159436-6 / eISBN 978-3-16-159437-3

DOI 10.1628/978-3-16-159437-3

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2020 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung sowie die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2019/20 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Die Arbeit ist während meiner Zeit am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen in der Abteilung für Unternehmens- und Steuerrecht von Ende 2016 bis Ende 2018 entstanden. Rechtsprechung und Literatur sind bis März 2020 berücksichtigt.

Mein herzlicher Dank gilt allen voran meinem Doktorvater, Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Schön. Ich habe es stets als großes Privileg und Ehre empfunden, bei ihm und am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen mit dessen optimalen Forschungsbedingungen promovieren zu dürfen. Tief dankbar bin ich ferner Prof. Dr. Florian Möslein, der mich nicht nur zum Thema meiner Arbeit geführt hat, sondern der mir auch zu einem wichtigen Mentor und guten Freund geworden ist. Herzlichen Dank!

Prof. Dr. Rüdiger Veil danke ich für die zügige Erstellung seines konstruktiven Zweitgutachtens und ferner für die Möglichkeit der Teilnahme an seinem Seminar zu „Sustainable Finance“, das mir wertvolle Einblicke in diesen eng mit meinem Thema verknüpften Bereich gegeben hat. Ihm und den weiteren Herausgebern der „Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht“ sei für die Aufnahme in diese tolle Reihe gedankt. Prof. Dr. Mathias Habersack bin ich für das sehr angenehme und interessante mündliche Prüfungsgespräch dankbar.

Der rechtsvergleichende Teil hat sehr von meinem Forschungsaufenthalt von September bis Dezember 2017 an der Harvard University profitiert. Dieser Aufenthalt wurde gefördert von der Bayerischen Amerika-Akademie (BAA) durch deren „Harvard University Post-Graduate Research Fellowship“. Viele Gespräche mit dortigen Professoren haben meine Arbeit bereichert, stellvertretend soll hier Reinier Kraakman (Harvard), Ed Rock (NYU), John Coffee (Columbia) und Cass Sunstein (Harvard) für deren Impulse und Einblicke gedankt werden.

Die Drucklegung wurde großzügig durch die Max-Planck-Gesellschaft und die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung gefördert, wofür ich sehr dankbar bin.

Schließlich will ich meiner Familie danken, insbesondere meinen Eltern. Deren unbedingte Liebe zu mir und Vertrauen in mich tragen mich bis heute. Ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

München, im Frühjahr 2020

Patrick A. Hell

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	XI
<i>Einführung und Gang der Untersuchung</i>	1
Erster Teil: Grundlegung	7
<i>A. Unternehmenspublizität nichtfinanzieller Informationen aus historischer Perspektive</i>	9
I. Überblick über die Entwicklung der finanziellen Unternehmenspublizität	9
II. Entwicklung der nichtfinanziellen Unternehmenspublizität	15
III. Exkurs: Integrated Reporting als Weiterentwicklung der Unternehmenspublizität	48
<i>B. Unternehmenspublizität nichtfinanzieller Informationen aus ökonomischer Perspektive</i>	53
I. (Nichtfinanzielle) Unternehmensinformationen als Gegenstand der ökonomischen Theorie	53
II. Rechtsökonomische Notwendigkeit gesetzlicher nichtfinanzieller Informationsregeln	67
III. Empirische Untersuchungen zur nichtfinanziellen Berichterstattung	76
IV. Ergebnis zur rechtsökonomischen Perspektive	90
<i>C. Unternehmenspublizität nichtfinanzieller Informationen aus rechtsfunktionaler Perspektive</i>	93
I. Informationsfunktion	93
II. Regulierungsfunktion	96
III. Überwachungsfunktion, Vorbereitungsfunktion materieller Rechtsetzung, Erstreckungsfunktion	113
IV. Exkurs: Nichtfinanzielle Informationen im Informationsmodell des europäischen Gesellschaftsrechts	115
V. Ergebnis zu den Funktionen von Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen	117

Zweiter Teil: Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen im europäischen und deutschen Recht	121
<i>A. Europäisches und deutsches Bilanz-, Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht</i>	123
I. Die Offenlegungspflicht nichtfinanzieller Informationen nach § 289 Abs. 3 HGB	123
II. Die Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung nach den §§ 289b ff. HGB	129
III. Besondere Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen	196
IV. Anlassbezogene Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen: die Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung	206
V. Individuelle Offenlegungspflicht nichtfinanzieller Informationen: das Auskunftsrecht des Aktionärs nach § 131 AktG	211
VI. Ergebnis zum deutschen Recht der Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen	223
<i>B. Einfluss der Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung auf das deutsche Aktienrecht</i>	225
I. Die nichtfinanzielle Erklärung als Bestandteil des aktienrechtlichen Informationssystems	225
II. Der Einfluss der Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung auf das Formalziel der Aktiengesellschaft und den aktienrechtlichen Pflichtenrahmen der Organe	237
III. Ergebnis zum Einfluss der Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung auf das Aktienrecht	269
 Dritter Teil: Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen im US-amerikanischen Recht	 271
<i>A. Offenlegungspflichten auf Bundesebene im Kapitalmarktrecht</i>	273
I. Kein explizites System nichtfinanzieller Offenlegungspflichten	274
II. Implizite Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen nach den bestehenden kapitalmarktrechtlichen Publizitätsvorschriften	275
III. Möglichkeit eines expliziten Systems nichtfinanzieller Offenlegungspflichten <i>de lege ferenda</i>	291
IV. Zielgerichtete, spezifische nichtfinanzielle Publizitätspflichten (<i>targeted public interest disclosure</i>)	299
V. Individuelle Aktionärsrechte: die <i>shareholder proposal rule</i> als Instrument zur Offenlegung nichtfinanzieller Informationen	318
VI. Ergebnis zu den kapitalmarktrechtlichen nichtfinanziellen Publizitätspflichten	336

<i>B. Offenlegungspflichten auf einzelstaatlicher Ebene im Zivil- und Gesellschaftsrecht</i>	339
I. Rechtsformunabhängige, aber größenabhängige Offenlegungspflicht: das Beispiel des <i>California Transparency in Supply Chains Act</i>	339
II. Größenunabhängige, aber rechtsformabhängige Offenlegungspflicht: das Beispiel des <i>benefit reports</i> der Benefit Corporation	346
<i>C. Ergebnis zum US-amerikanischen Recht der Offenlegung nichtfinanzieller Informationen</i>	365
 Vierter Teil: Ausblick und Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung	 367
<i>A. Ausblick</i>	369
I. Europa- und verfassungsrechtliche Dimension	369
II. Konzeptionelle Grundausrichtung nichtfinanzieller Berichtspflichten	371
<i>B. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse</i>	375
 Literaturverzeichnis	 387
Sachregister	465

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
<i>Einführung und Gang der Untersuchung</i>	1
Erster Teil: Grundlegung	7
A. <i>Unternehmenspublizität nichtfinanzieller Informationen aus historischer Perspektive</i>	9
I. Überblick über die Entwicklung der finanziellen Unternehmenspublizität	9
1. Deutschland und Europa	9
2. USA	13
II. Entwicklung der nichtfinanziellen Unternehmenspublizität	15
1. Deutschland und Europa	15
a) Freiwillige Publizität nichtfinanzieller Informationen	15
b) Die CSR-Politik auf europäischer Ebene	22
c) Die Modernisierungsrichtlinie 2003/51/EG und deren Umsetzung ins deutsche Recht	30
d) Die CSR-Richtlinie 2014/95/EU und deren Umsetzung ins deutsche Recht	31
aa) Die Entstehung der CSR-Richtlinie auf europäischer Ebene	31
bb) Die Umsetzung der CSR-Richtlinie in Deutschland	34
2. USA	36
a) Freiwillige Publizität nichtfinanzieller Informationen	36
b) Gesetzliche Publizitätspflichten nichtfinanzieller Informationen	39
3. Internationaler Überblick	45
III. Exkurs: Integrated Reporting als Weiterentwicklung der Unternehmenspublizität	48

<i>B. Unternehmenspublizität nichtfinanzieller Informationen aus ökonomischer Perspektive</i>	53
I. (Nichtfinanzielle) Unternehmensinformationen als Gegenstand der ökonomischen Theorie	53
1. Neoklassische Ansätze	53
2. Neue Institutionenökonomik	54
a) Transaktionskostenökonomik	54
b) Informationsökonomik	55
3. Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	56
4. Informationsasymmetrien als (rechts-)ökonomisches Problem	58
a) Verborgene Eigenschaften, verborgene Informationen und adverse Selektion	58
b) Informationsasymmetrien in Prinzipal-Agent-Verhältnissen	59
5. Marktbasierende Lösungen für das Problem von Informationsasymmetrien	60
a) Screening	60
b) Signaling	61
c) Unternehmensreputation	63
II. Rechtsökonomische Notwendigkeit gesetzlicher nichtfinanzieller Informationsregeln	67
1. Marktversagen	67
a) Unterproduktion entscheidungserheblicher Informationen	68
b) Überproduktion und Information Overload	70
2. Reduzierung von Informationskosten	71
3. Rechtsökonomische Risiken gesetzlicher nichtfinanzieller Informationsregeln	72
4. Zwischenergebnis	75
III. Empirische Untersuchungen zur nichtfinanziellen Berichterstattung	76
1. Nichtfinanzielle Berichterstattung, CSR und Business Case	76
2. Nichtfinanzielle Berichterstattung, CSR und Kapitalkosten	81
3. Kapitalmarktinteresse an nichtfinanziellen Informationen	83
4. Exogene und endogene Einflüsse auf die CSR und nichtfinanzielle Berichterstattung	86
IV. Ergebnis zur rechtsökonomischen Perspektive	90
 <i>C. Unternehmenspublizität nichtfinanzieller Informationen aus rechtsfunktionaler Perspektive</i>	 93
I. Informationsfunktion	93
1. Externe Informationsfunktion	93
2. Interne Informationsfunktion	95

II. Regulierungsfunktion	96
1. Offenlegungspflichten als Alternative zu materiell-inhaltlichen Rechtsnormen	96
2. Offenlegungspflichten zur Ergänzung materiell-rechtlicher Rechtsnormen	102
3. Offenlegungspflichten und reflexives Recht	102
4. Vorteile und Möglichkeiten des Regulierungsinstrumentes der Offenlegungspflicht	107
5. Nachteile und Grenzen des Regulierungsinstrumentes der Offenlegungspflicht	110
III. Überwachungsfunktion, Vorbereitungsfunktion materieller Rechtsetzung, Erstreckungsfunktion	113
IV. Exkurs: Nichtfinanzielle Informationen im Informationsmodell des europäischen Gesellschaftsrechts	115
1. Begriff und Idee des Informationsmodells	115
2. Kritische Anfragen an das Konzept des Informationsmodells	116
V. Ergebnis zu den Funktionen von Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen	117

Zweiter Teil: Offenlegungspflichten nichtfinanzieller
Informationen im europäischen und deutschen Recht 121

*A. Europäisches und deutsches Bilanz-, Kapitalmarkt- und
Gesellschaftsrecht 123*

I. Die Offenlegungspflicht nichtfinanzieller Informationen nach § 289 Abs. 3 HGB	123
1. Struktur und Auslegung	123
a) Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren	124
b) Relevanz für Geschäftsverlauf oder der Lage der Gesellschaft	125
2. Funktion	126
3. Bewertung	127
II. Die Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung nach den §§ 289b ff. HGB	129
1. Struktur und Auslegung der §§ 289b ff. HGB	129
a) Persönlicher Anwendungsbereich	130
aa) Verpflichtete Unternehmen	130
(1) Rechtslage	130
(2) Bewertung	131
bb) Konzernbezogene Regelungen	132

(1) Rechtslage	132
(2) Bewertung	134
b) Erklärungspflichtiges Organ	136
c) Veröffentlichungsoptionen	136
aa) Erweiterung des Lageberichts um eine nichtfinanzielle Erklärung	137
bb) Gesonderter nichtfinanzieller Bericht	137
d) Inhalt der nichtfinanziellen Berichterstattung	139
aa) Anwendbarkeit der Grundsätze der Lageberichterstattung	139
bb) Beschreibung des Geschäftsmodells	139
cc) Berichtspflichtige nichtfinanzielle Belange	141
(1) Umweltbelange	142
(2) Arbeitnehmerbelange	143
(3) Sozialbelange	144
(4) Achtung der Menschenrechte	144
(5) Bekämpfung von Korruption und Bestechung	144
dd) Umfang und Ausgestaltung der nichtfinanziellen Berichterstattung	145
(1) Wesentlichkeitsgrundsatz in der nichtfinanziellen Erklärung	145
(2) Konzeptberichterstattung	148
(3) Ergebnisberichterstattung	149
(4) Risikoberichterstattung aus eigener Geschäftstätigkeit	149
(5) Risikoberichterstattung aus Geschäftsbeziehungen, aus Produkten und Dienstleistungen	152
(6) Berichterstattung über nichtfinanzielle Leistungsindikatoren und Bezug auf Jahresabschluss	153
e) Weglassen nachteiliger Angaben	154
f) Nutzung von Rahmenwerken	157
g) Verhältnis der §§ 289b ff. HGB zu § 289 Abs. 3 HGB	159
2. Vergleichbarkeit der nichtfinanziellen Informationen	160
3. Funktion der Offenlegungspflicht	161
a) Informationsfunktion	161
b) Regulierungsfunktion	163
4. Prüfung, privatrechtliche Sanktionierung und öffentlich-rechtliche Durchsetzung	166
a) Prüfung durch den Abschlussprüfer und den Aufsichtsrat	166
aa) Prüfung durch den Abschlussprüfer	166
(1) Allgemeine Funktion der Pflichtprüfung	166
(2) Gegenstand und Umfang der Pflichtprüfung der nichtfinanziellen Erklärung	167

(3) Freiwillige Prüfung der nichtfinanziellen Erklärung	170
(4) Kritik am Prüfungskonzept der nichtfinanziellen Erklärung	171
bb) Prüfung durch den Aufsichtsrat	172
(1) Allgemeine Funktion der Prüfung durch den Aufsichtsrat	173
(2) Gegenstand und Umfang der Prüfung der nichtfinanziellen Erklärung durch den Aufsichtsrat	174
(3) Beauftragen einer freiwilligen Prüfung der nichtfinanziellen Erklärung durch den Aufsichtsrat	176
(4) Kritik am Prüfungskonzept der nichtfinanziellen Erklärung	177
b) Anfechtbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen aufgrund fehlerhafter nichtfinanzieller Erklärung nach § 243 AktG	178
aa) Regelungszweck des § 243 AktG	179
bb) Voraussetzungen der Anfechtbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen nach § 243 AktG	179
(1) Materielle Voraussetzungen der Anfechtbarkeit	180
(2) Formale Voraussetzungen der Anfechtbarkeit	182
cc) Anfechtbarkeit als Rechtsfolge	183
c) Privatrechtliche Sanktionierung	184
aa) Haftung für vorsätzliche fehlerhafte nichtfinanzielle Berichterstattung	184
bb) Haftung für fahrlässige fehlerhafte nichtfinanzielle Berichterstattung	185
cc) Durchsetzung der Berichtspflichten durch wettbewerbsrechtliches Verbandsklagerecht	187
dd) Gewährleistungs- oder Anfechtungsrecht aufgrund fehlerhafter nichtfinanzieller Berichterstattung	189
d) Öffentlich-rechtliche Sanktionierung	190
aa) Sanktionierung von Verstößen nach den §§ 331 ff. HGB	191
(1) Straftatbestand der unrichtigen Darstellung	191
(2) Bußgeldvorschriften	192
(3) Festsetzung von Ordnungsgeld	193
bb) Bilanzkontrollverfahren nach den §§ 106 ff. WpHG und §§ 342b ff. HGB	194
e) Fazit zum <i>Enforcement</i> der nichtfinanziellen Berichterstattung	194
5. Ergebnis zum rechtlichen Rahmen der §§ 289b ff. HGB	195
III. Besondere Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen	196
1. Der Zahlungsbericht nach der Richtlinie 2013/34/EU und dessen Umsetzung in den §§ 341q ff. HGB	196
a) Voraussetzungen und Rechtsfolgen	197

b) Funktion der Offenlegungspflicht	198
c) Bewertung	199
2. Nichtfinanzielle Informationen in der Erklärung zur Unternehmensführung nach § 289f HGB	200
a) Die Angabe zu Unternehmensführungspraktiken nach § 289f Abs. 2 Nr. 2 HGB	200
aa) Berichtspflichtige nichtfinanzielle Informationen	200
bb) Funktion und Bewertung der Berichtspflicht	202
b) Die Angabe des Diversitätskonzepts nach § 289f Abs. 2 Nr. 6, Abs. 5 HGB	203
aa) Berichtspflichtige nichtfinanzielle Informationen	203
bb) Funktion und Bewertung der Berichtspflicht	205
IV. Anlassbezogene Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen: die Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung	206
1. Entstehen der Ad-hoc-Publizitätspflicht für nichtfinanzielle Informationen	206
2. Aufschub der Ad-hoc-Publizitätspflicht für nichtfinanzielle Informationen	208
3. Funktion und Bewertung der Offenlegungspflicht	210
V. Individuelle Offenlegungspflicht nichtfinanzieller Informationen: das Auskunftsrecht des Aktionärs nach § 131 AktG	211
1. Regelungszweck und Rechtsnatur	211
2. Voraussetzungen und Umfang der Auskunftspflicht	212
a) Angelegenheiten der Gesellschaft	213
b) Beurteilungserheblichkeit	215
c) Auskunftsverweigerungsgründe	216
aa) Einwand des Rechtsmissbrauchs	216
bb) Auskunftsverweigerungsgrund des § 131 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 AktG	217
(1) Begriff des Nachteils	218
(2) Erheblichkeit des Nachteils	218
(3) Geeignetheit der Auskunftserteilung zur Nachteilszufügung	220
d) Erfüllung der Auskunftspflicht	220
3. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Auskunftspflicht	221
4. Ergebnis zum Auskunftsrecht des Aktionärs nach § 131 AktG	223
VI. Ergebnis zum deutschen Recht der Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen	223

B.	<i>Einfluss der Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung auf das deutsche Aktienrecht</i>	225
I.	Die nichtfinanzielle Erklärung als Bestandteil des aktienrechtlichen Informationssystems	225
	1. Information des Aufsichtsrats durch die nichtfinanzielle Erklärung	225
	a) Aufgaben des Aufsichtsrats	226
	b) Verortung der nichtfinanziellen Erklärung im aktienrechtlichen Informationssystem des Aufsichtsrats	228
	c) Exkurs: Nichtfinanzielle Belange und Vorstandsvergütung	229
	2. Information der Aktionäre durch die nichtfinanzielle Erklärung	232
	a) Aufgaben und Rechte der Hauptversammlung	232
	b) Verortung der nichtfinanziellen Erklärung im aktienrechtlichen Informationssystem der Aktionäre	233
	c) Exkurs: <i>Say on Pay</i> und nichtfinanzielle Belange	235
	3. Ergebnis zur aktienrechtlichen Informationsfunktion	236
II.	Der Einfluss der Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung auf das Formalziel der Aktiengesellschaft und den aktienrechtlichen Pflichtenrahmen der Organe	237
	1. Leitung im Sinne des § 76 Abs. 1 AktG und das aktienrechtliche Formalziel	237
	a) Leitungsaufgabe des Vorstands	237
	b) Regelung der formalen Zielkonzeption in der Satzung	238
	c) Die (Dauer-)Diskussion um die gesetzliche Zielkonzeption	241
	aa) Interessenpluralistische Zielkonzeption	242
	bb) Interessenmonistische Zielkonzeption	247
	cc) Stellungnahme	248
	(1) Kritik an interessenpluralistischer Zielvorgabe	249
	(2) Interessenmonismus unter Nebenbedingungen	253
	2. Einfluss der Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung auf die aktienrechtliche Zielkonzeption	257
	a) Ausstrahlung des europäischen Bilanzrechts auf das aktienrechtliche Formalziel	257
	b) Stellungnahme	259
	3. Einfluss der Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung auf den aktienrechtlichen Pflichtenrahmen der Verwaltung	261
	4. Exkurs: Zunehmende Färbung des Gesellschaftsrechts durch allgemeinpolitische Anliegen und alternative Reformperspektiven	265
III.	Ergebnis zum Einfluss der Offenlegungspflicht der nichtfinanziellen Erklärung auf das Aktienrecht	269

Dritter Teil: Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen im US-amerikanischen Recht	271
<i>A. Offenlegungspflichten auf Bundesebene im Kapitalmarktrecht</i>	273
I. Kein explizites System nichtfinanzieller Offenlegungspflichten	274
II. Implizite Offenlegungspflichten nichtfinanzieller Informationen nach den bestehenden kapitalmarktrechtlichen Publizitätsvorschriften	275
1. Relevante <i>Items</i> der <i>Regulation S-K</i> für nichtfinanzielle Belange	275
a) <i>Item 101</i> der <i>Regulation S-K</i>	276
b) <i>Item 103</i> der <i>Regulation S-K</i>	277
c) <i>Item 303</i> der <i>Regulation S-K</i>	278
d) <i>Item 503 (c)</i> der <i>Regulation S-K</i>	280
2. Die Voraussetzung der Wesentlichkeit (<i>materiality</i>)	281
a) Die Definition der Wesentlichkeit durch den <i>Supreme Court</i>	281
b) Das Leitbild des verständigen Investors (<i>reasonable shareholder</i>)	283
c) Anwendung auf die Bestimmung der Wesentlichkeit nichtfinanzieller Informationen	283
3. Haftung für fehlerhafte oder unterlassene nichtfinanzielle Informationen	286
a) Kapitalmarktrechtliche Haftung für gesetzlich erforderliche nichtfinanzielle Informationen	286
b) Kapitalmarktrechtliche Haftung für freiwillig veröffentlichte nichtfinanzielle Informationen	288
c) Haftung nach anderen Rechtsgebieten	290
III. Möglichkeit eines expliziten Systems nichtfinanzieller Offenlegungspflichten <i>de lege ferenda</i>	291
1. Explizite nichtfinanzielle Publizitätsvorschriften als Ausdruck der Informationsfunktion	292
2. Explizite nichtfinanzielle Publizitätsvorschriften als Ausdruck der Regulierungsfunktion	295
IV. Zielgerichtete, spezifische nichtfinanzielle Publizitätspflichten (<i>targeted public interest disclosure</i>)	299
1. Die Offenlegungspflicht eines <i>Code of Ethics</i> in Section 406 des <i>Sarbanes-Oxley Act</i>	299
a) Voraussetzungen und Rechtsfolgen	300
b) Funktion der Offenlegungspflicht	301
c) Bewertung	302
2. Die Einführung zielgerichteter, spezifischer nichtfinanzieller Offenlegungspflichten durch den <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i>	303

a) Die Section 1502 des <i>Dodd-Frank Act (conflict minerals disclosure)</i>	303
aa) Hintergrund	304
bb) Voraussetzungen und Rechtsfolgen	305
cc) Funktion der Offenlegungspflicht	307
dd) Bewertung	308
ee) Gerichtsverfahren zur <i>Conflict Minerals Rule</i>	312
b) Die Section 1503 des <i>Dodd-Frank Act (mine safety disclosure)</i> . .	314
c) Die Section 1504 des <i>Dodd-Frank Act (resource extraction payment disclosure)</i>	315
3. Weitere spezifische nichtfinanzielle Publizitätspflichten	317
V. Individuelle Aktionärsrechte: die <i>shareholder proposal rule</i> als Instrument zur Offenlegung nichtfinanzieller Informationen	318
1. Historische Entwicklung der <i>shareholder proposal rule</i>	319
2. Voraussetzungen und Rechtsfolgen	323
3. Ausschlussgründe und <i>shareholder proposal settlements</i>	325
4. Funktion der Offenlegungspflicht	330
5. Bewertung	332
VI. Ergebnis zu den kapitalmarktrechtlichen nichtfinanziellen Publizitätspflichten	336
B. <i>Offenlegungspflichten auf einzelstaatlicher Ebene im Zivil- und Gesellschaftsrecht</i>	339
I. Rechtsformunabhängige, aber größenabhängige Offenlegungspflicht: das Beispiel des <i>California Transparency in Supply Chains Act</i>	339
1. Voraussetzungen und Rechtsfolgen	340
2. Funktion der Offenlegungspflicht	341
3. Bewertung	343
II. Größenunabhängige, aber rechtsformabhängige Offenlegungspflicht: das Beispiel des <i>benefit reports</i> der Benefit Corporation	346
1. Rechtspolitischer Hintergrund der Benefit Corporation	346
2. Die Corporate Governance der Benefit Corporation	350
a) Statutarischer Unternehmenszweck	351
b) Erweiterter Pflichtenrahmen der Geschäftsleiter	353
c) Benefit Director und Benefit Officer	354
d) Benefit Enforcement Proceeding	355
e) Gewinnausschüttung und Besteuerung	356
3. Der <i>benefit report</i> als zentraler Bestandteil der Corporate Governance der Benefit Corporation	357
a) Funktion der Offenlegungspflicht	358

b) Bewertung	359
<i>C. Ergebnis zum US-amerikanischen Recht der Offenlegung nichtfinanzieller Informationen</i>	<i>365</i>
 Vierter Teil: Ausblick und Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung	 367
<i>A. Ausblick</i>	<i>369</i>
I. Europa- und verfassungsrechtliche Dimension	369
II. Konzeptionelle Grundausrichtung nichtfinanzieller Berichtspflichten . .	371
<i>B. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse</i>	<i>375</i>
 Literaturverzeichnis	 387
Sachregister	465

Einführung und Gang der Untersuchung

Nachhaltigkeit ist in aller Munde. Nachhaltigkeit wird als Paradigma und Mantra des 21. Jahrhunderts beschrieben,¹ Manifeste zur Nachhaltigkeit werden veröffentlicht,² nachhaltige Entwicklung wird zum Rechtsprinzip erklärt,³ der Natur soll der Status einer Rechtsperson verliehen⁴ und dem Prinzip der Nachhaltigkeit soll Verfassungsrang eingeräumt werden.⁵ Ganze Rechtsgebiete werden im Hinblick auf das Konzept der Nachhaltigkeit vermessen.⁶ Die Vereinten Nationen setzen mit ihren *Sustainable Development Goals* das Thema der Nachhaltigkeit auf die globale Agenda.⁷ Der europäische Finanzmarkt soll nachhaltig ausgestaltet werden.⁸

Eng mit diesem – unscharfen – Postulat der Nachhaltigkeit verbunden ist die – nicht minder unscharfe – Forderung der Übernahme gesellschaftlicher Verantwortung durch private Unternehmen, die auch mit der „Moralisierung der Märkte“⁹ zusammenhängt. Aufgrund der Auswirkungen der Geschäftstätigkeit privater Unternehmen auf die Umwelt und die Gesellschaft wird eine „verantwortungsvolle“ Unternehmenskultur als entscheidend für das Gelingen einer nachhaltigen Entwicklung angesehen. Diese Forderung wurde in den letzten Jahren und wird weiterhin unter dem Schlagwort der *Corporate Social Respon-*

¹ Siehe *Berger-Walliser/Shrivastava*, 46 *Geo. J. Int'l L.*, S. 417, 422 ff. (2015) und *Dyllick/Hockerts*, 11 *Bus. Strat. Env.*, S. 130, 130 (2002): „Sustainability has become a mantra for the 21st century.“

² Siehe *Bennett*, 27 *Midwest L. J.*, S. 1 ff. (2017).

³ Vgl. *Gehne*, *Nachhaltige Entwicklung als Rechtsprinzip*, 2011.

⁴ *Fischer-Lescano*, *ZUR* 2018, S. 205 ff.; siehe auch *Gordon*, 43 *Colum. J. Envtl. L.*, S. 49 ff. (2018).

⁵ Dies fordert etwa *Wieland*, *ZUR* 2016, S. 473 ff.; ausführlich dazu *Kahl*, *Nachhaltigkeitsverfassung*, 2018 und *Merkle* in: *Rühmkorf* (Hrsg.), *Nachhaltige Entwicklung im deutschen Recht*, 2018, S. 31 ff.

⁶ Siehe zur Nachhaltigkeit im Privatrecht *Halfmeier*, *AcP* 2016, S. 717 ff.

⁷ Ausführlich zu den UN Sustainable Development Goals (SDG) *Huck/Kurkin*, *ZaöRV* 2018, S. 375 ff.

⁸ Siehe dazu *High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, *Financing a Sustainable European Economy*, 2018 und *Europäische Kommission*, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM(2018) 97 final.

⁹ Monographisch aus soziologischer Sicht *Stehr*, *Die Moralisierung der Märkte*, 2007.

sibility (CSR) diskutiert. Was man unter dem schillernden und vielschichtigen Begriff der CSR zu verstehen hat, ist kaum trennscharf zu beantworten. Auf eine Darstellung der vielfältigen Definitionsversuche und Strukturierungen des Konzepts der CSR soll an dieser Stelle verzichtet werden, da letztlich eine solche Definition nur wenig gewinnbringend wäre.¹⁰ Für die folgende Untersuchung soll genügen, dass unter CSR die Übernahme gesellschaftlicher Verantwortung von Unternehmen verstanden wird, die über die rechtlich erforderlichen Verhaltensweisen hinausgeht, die Einhaltung des geltenden Rechts aber einschließt.¹¹ CSR betrifft also primär den Bereich der *Legitimität* unternehmerischen Handelns, umfasst aber auch die *Legalität* unternehmerischer Betätigung.

Dabei bezieht sich diese Diskussion insbesondere auf multinational agierende Unternehmen, deren Wirkmächtigkeit und Mobilität besonderes Misstrauen hervorrufen.¹² Insofern steht die Forderung, dass Unternehmen ihre gesellschaftliche Verantwortung wahrnehmen sollen, in einem engen Zusammenhang mit der Globalisierung wirtschaftlichen Handelns.¹³ Das Konzept der CSR soll die als besonders mächtig empfundenen multinationalen Unternehmen rechenschaftspflichtig im Hinblick auf ihre gesellschaftliche Verantwortung machen.¹⁴ Diese

¹⁰ Vgl. für eine Darstellung der Definitionsversuche des Begriffes der CSR etwa *Spießhofer*, Unternehmerische Verantwortung, 2017, S. 25–271; *Roth-Mingram*, Corporate Social Responsibility, 2017, S. 61–80; *Kapoor*, CSR im deutschen Aktienrecht, 2016, S. 39–101 und *Carr/Outhwaite*, 11 J. Corp. L. Stud., S. 299, 312 ff. (2011). Hingewiesen sei auch auf die Studie von *Sarkar/Searcy*, 135 Journal of Cleaner Production, S. 1423 ff. (2016), die 110 (!) verschiedene Definitionen des Konzepts der CSR ausmacht.

¹¹ Dies ist auch Ausgangspunkt der CSR-Initiativen auf internationaler und nationaler Ebene, vgl. *Spießhofer*, NZG 2018, S. 441, 442: „Alle wesentlichen internationalen CSR-Initiativen wie auch die jüngeren deutschen Verlautbarungen folgen diesem weiten CSR-Verständnis, wonach *Compliance* mit geltendem Recht das *Minimum* unternehmerischer Verantwortung sein soll, CSR darauf jedoch nicht begrenzt sein soll.“

¹² Siehe dazu ausführlich die Untersuchung von *Zerk*, Multinationals and Corporate Social Responsibility, 2006, passim. *Zerk* weist dabei einleitend auf das allgemeine Misstrauen gegenüber multinationalen Unternehmen hin, vgl. S. 8: „The multinational corporation, because of its apparent mobility and assumed lack of loyalty to any one jurisdiction, is particularly mistrusted.“

¹³ Zum Zusammenhang der Globalisierung und dem Konzept der CSR *Berger-Walliser/Scott*, 55 Am. Bus. L. J., S. 167 ff. (2018).

¹⁴ Siehe etwa *Villiers* in: Boeger et al. (Hrsg.), Perspectives on Corporate Social Responsibility, 2008, S. 85, 85; ferner *Albareda*, 8 Corporate Governance, S. 430, 437 (2008): „CSR has developed as a result of the transformations caused by economic globalization, the power of transnational corporations acting as private authorities and the emergence of global civil society.“ Konzis auch *Hodges*, Law and Corporate Behaviour, 2015, S. 517: „CSR is in reality the alignment of business operations with social values.“ Ausführlich zur „Macht“ großer Unternehmen und ihrer gesellschaftlichen Verantwortung schon *Jacoby*, Corporate Power and Social Responsibility, 1973. Siehe auch *Okoye*, Legal Approaches and Corporate Social Responsibility

Diskussion um die CSR von großen Unternehmen hat dabei insbesondere seit der Finanz- und Wirtschaftskrise enormen Auftrieb erhalten. Die Unternehmensethik von Unternehmen – auch und insbesondere in der Finanzbranche – wurde nun als zentral für eine funktionierende Corporate Governance angesehen.¹⁵ Diese Debatte um die Unternehmensethik, -moral und die CSR von Unternehmen hat dabei schon rein tatsächlich nicht unerhebliche Auswirkungen.¹⁶

Spätestens mit der sogenannten CSR-Richtlinie¹⁷ hat diese Diskussion um das Konzept der CSR von Unternehmen auch Einzug in die deutsche Rechtswissenschaft gehalten. Während es damit im Hinblick auf CSR vor einigen Jahren noch „Tue Gutes, und schweige darüber“¹⁸ hieß, heißt es nun „Tue Gutes oder lass es – aber berichte!“¹⁹ Dabei ist die Frage der gesellschaftlichen Verantwortung im deutschen Aktienrecht keineswegs neu.²⁰ Die Idee, dass eine private Unternehmung einem gesellschaftlichen Nutzen zu dienen hat, findet sich gar schon im römischen Recht.²¹ Dabei gehört die Debatte, ob und inwiefern gewinnorientierte Unternehmen auch Gemeinwohlbelange verfolgen dürfen, jurisdiktionsüber-

ty, 2017, S. 76 ff. und für einen allgemeinen Rahmen des Phänomens privater Macht und dessen Rezeption durch das Recht die Beiträge in *Möslein* (Hrsg.), *Private Macht*, 2016.

¹⁵ Vgl. *Hopt*, ZGR 2017, S. 438, 458: „Am Ende kommt es allerdings immer entscheidend auf Unternehmens- und Unternehmerethik und auf Unternehmenskultur an, die den tone from the top angeben muss, dies allgemein bei der Corporate Governance von Unternehmen, aber ganz besonders bei Banken und Finanzinstituten.“ Siehe ferner *Gordon/Zaring*, 42 J. Corp. L., S. 559, 577 (2017); vgl. dazu auch *Williams/Conley*, 39 J. Corp. L., S. 459 ff. (2014) und *Awrey et al.*, 38 Del. J. Corp. L., S. 191 ff. (2013). Interessant in diesem Zusammenhang auch *Wood*, 13 Capital Markets L. J., S. 185 ff. (2018) und *Hanrahan*, 10 Law and Financial Markets Review, S. 123 ff. (2016).

¹⁶ So auch *Spießhofer*, NZG 2018, S. 441, 445.

¹⁷ Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABl. 2014, L 330/1.

¹⁸ So der Titel des kritischen Beitrags zum Begriff der CSR von *Nöcker* in der FAZ vom 25.11.2006, S. 13.

¹⁹ So der Titel des Beitrags zur CSR-Richtlinie von *Hohenstatt/Voland* in der FAZ vom 28.09.2016, S. 16.

²⁰ Darauf verweist konzis *Fleischer*, ZGR 2018, S. 203, 204: „CSR [ist] nicht nur ein hochaktuelles, sondern auch ein altherwürdiges und nachgerade fundamentales Thema für unser Fach. Dazu nur ein historisches Schlaglicht: Ideengeschichtlich waren Aktiengesellschaften ursprünglich keineswegs Privatveranstaltungen der Aktionäre, sondern ein Zugeständnis des Staates an den Markt – eine Konzession. Das Preußische Allgemeine Landrecht von 1794 hatte für die Gründung von Aktiengesellschaften noch einen ‚fortdauernden gemeinnützigen Zweck‘ gefordert.“ Ausführlich zu dieser Debatte um den formalen Zweck der Aktiengesellschaft S. 241 ff.

²¹ Siehe etwa *Thompson*, 29 Notre Dame J. L. Ethics & Pub. Pol’y, S. 199, 205 f. (2015): „When first conceived in Roman law two millennia ago, the corporation was a legal entity

greifend zu den umstrittensten Themen des modernen Gesellschaftsrechts.²² Die Idee der CSR ist jedenfalls im Zentrum der gesellschafts-, bilanz- und kapitalmarktrechtlichen Debatte angekommen.²³

Im Einklang mit der CSR-Richtlinie (die den Begriff der CSR außer im zweiten und dritten Erwägungsgrund selbst allerdings gar nicht verwendet) soll im Folgenden von der Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen gesprochen werden. Allerdings entzieht sich auch der Begriff der nichtfinanziellen Berichterstattung einer klaren Definition.²⁴ Nichtfinanzielle Informationen werden im Zusammenhang diverser Berichtskonzepte behandelt und eigenständig definiert.²⁵ Diese legen ihren Berichtsschwerpunkt jeweils autonom auf bestimmte nichtfinanzielle Themen, ohne dass sich jedoch eine übergreifende trennscharfe Definition für den Begriff nichtfinanzieller Informationen herausgebildet hat.²⁶ So ließe sich der Begriff der nichtfinanziellen Informationen von den finanziellen Informationen abgrenzen, in dem man alle qualitativen, narrativen Informationen darunter versteht, während die finanziellen Informationen stets quantitativ darstellbar sein müssten.²⁷ Für die vorliegende Untersuchung soll jedoch ein anderer Maßstab für die Bestimmung nichtfinanzieller Informationen herangezogen werden. So sollen nichtfinanzielle Informationen als solche Informationen betrachtet werden, welche die ökologische, soziale und gesellschaftspolitische Dimension unternehmerischer Tätigkeit und Fragen der Unternehmensführung

licensed by the state to further *public* purposes.“ Siehe auch *Pitts*, 16 U.C. Davis Bus. L. J., S. 69, 73 (2015).

²² Prägnant *Azgad-Tromer*, 19 U. Pa. J. Bus. L., S. 341, 343 (2017): „Promotion of social agendas by corporations is one of the greatest controversies of corporate law.“

²³ *Fleischer*, AG 2017, S. 509, 509: „[Es ist] nicht übertrieben, Corporate Social Responsibility zu den großen Gegenwarts- und Zukunftsthemen (auch) des Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrechts zu zählen.“ Allgemein zur Verrechtlichung des Konzepts der CSR (auch in anderen Rechtsgebieten) etwa *Buhmann*, Global Sustainability Norms, 2018, S. 37 ff.; *Chiu*, 14 European Company Law, S. 193, 194 ff. (2017); *Scherer/Palazzo* in: Crane et al. (Hrsg.), The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility, 2008, S. 413 ff.

²⁴ Eindrücklich zu einer semantischen Analyse des Begriffs der nichtfinanziellen Informationen der Beitrag von *Haller et al.*, 14 Accounting in Europe, S. 407 ff. (2017).

²⁵ *Haller et al.*, 14 Accounting in Europe, S. 407, 407 f. (2017): „During the past two decades, the interest in corporate disclosures of ‘non-financial information’ has grown considerably. [...] Several reporting concepts have evolved to capture this type of information outside the traditional financial statements. These are Corporate Social Responsibility Reporting (CSRR), Sustainability Reporting (SR), Intellectual Capital Reporting (ICR), Value Reporting, Economic, Social and Governance (ESG) Reporting, and Integrated Reporting (IR), among others.“ Siehe zur Heterogenität der Definitionen zu nichtfinanziellen Informationen auch *Stolowy/Paugam*, 48 Accounting and Business Research, S. 525 ff. (2018).

²⁶ Vgl. *Haller et al.*, 14 Accounting in Europe, S. 407, 411 m. w. N. (2017).

²⁷ Vgl. die dahin gehenden Definitionsbeispiele bei *Haller et al.*, 14 Accounting in Europe, S. 407, 412 (2017).

betreffen.²⁸ Auf diese Weise werden nichtfinanzielle Informationen negativ abgegrenzt von den finanziellen Informationen, die allein die ökonomische Dimension unternehmerischen Handelns betreffen und die von der traditionellen Rechnungslegung umfasst werden. Dass auch dieser Zuschnitt angesichts der vielfältigen Interdependenzen von nichtfinanziellen und finanziellen Aspekten der Geschäftstätigkeit nicht trennscharf ist, liegt dabei auf der Hand.

Diese Untersuchung nimmt eine gesellschafts-, bilanz- und kapitalmarktrechtliche Perspektive auf das Konzept der CSR und damit zusammenhängender Offenlegungspflichten ein, auch wenn die Idee der CSR Unternehmen und das Unternehmensrecht natürlich in einem darüber hinausgehenden Sinne betrifft.²⁹ Die Untersuchung ist dabei in vier Teile gegliedert. Im *ersten Teil* soll die Grundlage für das Verständnis des geltenden Rechts der Offenlegungspflichten zu nichtfinanziellen Informationen geschaffen werden. Dazu wird zunächst auf die nichtfinanzielle Unternehmenspublizität in historischer Perspektive eingegangen. Sodann wird aus ökonomischer Sicht die nichtfinanzielle Unternehmenspublizität in theoretischer und empirischer Hinsicht ausgeleuchtet. Schließlich werden aus rechtsfunktionaler Warte nichtfinanzielle Berichtspflichten untersucht. Im *zweiten Teil* wird dann das geltende deutsche Recht – das maßgeblich vom europäischen Recht geprägt ist – der nichtfinanziellen Publizitätspflichten untersucht. Hierbei wird zwischen *allgemeinen periodischen* Offenlegungspflichten, *besonderen periodischen* Offenlegungspflichten, *anlassbezogenen* Offenlegungspflichten und *individuellen* Offenlegungspflichten unterschieden. Dabei sollen diese Berichtspflichten auf den Gehalt ihrer jeweiligen Informations- oder Regulierungsfunktion vermessen werden. In diesem Zusammenhang sind auch die Auswirkungen der nichtfinanziellen Berichtspflichten des Bilanzrechts auf das Aktienrecht zu beantworten. Im *dritten Teil* wird untersucht, wie sich das US-amerikanische Recht zur Frage der nichtfinanziellen Unternehmenspublizität verhält. Diese Frage bezieht sich vorrangig auf das bundesstaatliche Kapitalmarktrecht. Allerdings finden sich auch im einzelstaatlichen Zivil- und Gesellschaftsrecht Beispiele nichtfinanzieller Berichtspflichten. Im abschließenden

²⁸ Siehe auch *Europäische Kommission*, SWD(2013) 127 final, S. 2: „Non-financial information is generally seen as environmental, social and governance (ESG) information.“ Die RL 2014/95/EU bezieht sich in ihrem Titel auf die „Angabe nichtfinanzieller [...] Informationen“, allerdings ohne den Begriff der nichtfinanziellen Informationen im Richtlinien text zu definieren. Allerdings wird aus den Erwägungsgründen und den Berichtspflichten der Richtlinie klar, dass mit nichtfinanziellen Informationen ökologische und soziale Belange und Fragen der Unternehmensführung gemeint sind.

²⁹ Gleichsinnig insofern *Spießhofer*, NZG 2018, S. 441, 445, nach der es bei der Diskussion um CSR und deren Verrechtlichung „mithin nicht nur um Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, sondern um Unternehmensrecht in einem sehr viel umfassenderen Sinne [geht].“

vierten Teil finden sich ein Ausblick und eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung.

Erster Teil

Grundlegung

A. Unternehmenspublizität nichtfinanzieller Informationen aus historischer Perspektive

Um das geltende Recht der Publizität nichtfinanzieller Informationen verstehen zu können, ist zunächst in historischer Perspektive auf die Entwicklung der Unternehmenspublizität nichtfinanzieller Informationen einzugehen. Hierfür ist kurz das System der finanziellen Unternehmenspublizität in seinen wesentlichen Entwicklungsschritten nachzuzeichnen (dazu I.), da die CSR-Richtlinie an diese finanzielle Pflichtpublizität anknüpft. Sodann wird die historische Entwicklung der Publizität nichtfinanzieller Informationen und deren Verrechtlichung dargestellt (dazu II.). Zuletzt wird in diesem Abschnitt der (rechts-)historischen Entwicklung der nichtfinanziellen Publizität auf die integrierte Berichterstattung eingegangen, die das gegenwärtige Publizitätsmodell weiterentwickeln könnte (dazu III.).

I. Überblick über die Entwicklung der finanziellen Unternehmenspublizität

1. Deutschland und Europa

Die Idee einer nichtfinanziellen, gesellschaftsbezogenen Publizität beruht maßgeblich auf der Forderung, dass aufgrund des Einflusses großer Unternehmen auf die Wirtschaft, die Umwelt und die Gesellschaft Transparenz über deren unternehmerische Tätigkeit hergestellt werden müsse. Dieser Gedanke ist jedoch älter als die Idee einer nichtfinanziellen Unternehmenspublizität. Dessen Wurzeln finden sich schon früh in der Verrechtlichung der finanziellen Rechnungslegung.

Die Unternehmenspublizität finanzieller Informationen hat in Deutschland und Europa eine lange historische Tradition.¹ Die Ursprünge der kaufmännischen Publizität lassen sich in Europa schon vor dem 19. Jahrhundert ausmachen.² Eine Pflichtpublizität der Rechnungslegung ist jedoch bis in das 19. Jahr-

¹ Ausführlich dazu etwa *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 31–113 und *Schön/Osterloh-Konrad* in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 893 ff.

² Dazu *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 31–43.

hundert praktisch nicht vorhanden. Gleichwohl finden sich erste Ansätze einer gesellschaftsrechtlichen Rechnungslegungspflicht im Octroisystem des 17. und 18. Jahrhunderts, die allerdings in erster Linie der staatlichen Kontrolle durch eine nichtöffentliche Rechnungslegung diente.³ Während sich im preußischen Aktiengesetz vom 9. November 1843 (PrAktG) erste Formen eines aktienrechtlichen Bilanzrechts in Deutschland finden lassen, ist es das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch (ADHGB) von 1861, das in der Folge erstmals für ganz Deutschland ein einheitliches Recht der Rechnungslegung schuf.⁴ Mit dem durch das ADHGB 1861 eingeleiteten und durch die Aktienrechtsnovelle von 1870 vollzogenen Übergang vom Konzessions- zum Normativsystem wurden 1870 durch den neu geregelten Art. 239 ADHGB erstmals in Deutschland Aktiengesellschaften gesetzlich verpflichtet, ihre Bilanz über den Kreis ihrer Aktionäre hinaus zu veröffentlichen.⁵ Dabei war im Gesetzgebungsprozess sehr umstritten, an wen sich die Bilanzpublizität zu richten habe. Durchsetzen konnte sich letztlich die Ansicht, dass sie einen weiter gezogenen Adressatenkreis als lediglich den der Aktionäre vorsehen solle.⁶ Die Vorschriften des ADHGB zur Rechnungslegung wurden 1897 durch den Gesetzgeber des HGB im Wesentlichen unverändert übernommen.⁷ Die AktVO 1931 und das AktG 1937 brachten Verfeinerungen des materiellen Bilanzrechts mit sich, aber keine grundlegenden Änderungen.⁸ In die nächste Phase der Entwicklung der finanziellen Publizität fallen das AktG 1965 mit dem Ziel der verbesserten Informationsvermittlung zugunsten der Aktionäre und das Publizitätsgesetz (PublG) aus 1969, das rechtsformunabhängige, aber größenabhängige Publizitätspflichten aufstellte.⁹ Im Zuge der Aktienrechtsreform 1965 und des PublG 1969 wurde zunehmend das Interesse der Allgemeinheit an einer Transparenz der Verhältnisse großer Unternehmen angeführt.¹⁰ Eine mögliche Verrechtlichung einer nichtfinanziellen Publizität sozialer,

³ *Walter*, Publizität der Rechnungslegung im internationalen Vergleich, 2012, S. 44 f.

⁴ Vgl. *Schön/Osterloh-Konrad* in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 893, 897 ff.; siehe dazu auch *Roth* in: Siekmann (Hrsg.), FS Baums, Bd. II, 2017, S. 1023, 1026 ff.; siehe auch *Gross* in: Baetge et al. (Hrsg.), FS Ludewig, 1996, S. 333, 351, der von der „Geburt eines deutschen Bilanzrechts“ spricht.

⁵ Vgl. *Walter*, Publizität der Rechnungslegung im internationalen Vergleich, 2012, S. 48.

⁶ Vgl. dazu *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 63 f.

⁷ *Walter*, Publizität der Rechnungslegung im internationalen Vergleich, 2012, S. 57.

⁸ Ausführlich dazu *Walter*, Publizität der Rechnungslegung im internationalen Vergleich, 2012, S. 60 ff.; *Schön/Osterloh-Konrad* in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 893, 910 ff.

⁹ Dazu *Schön/Osterloh-Konrad*, aaO, S. 923 ff.; zu den Änderungen durch das AktG 1965 ausführlich *Wöhe* in: Küting/Langenbucher (Hrsg.), FS Weber, 1999, S. 65, 71 ff.

¹⁰ *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 98 ff.

Sachregister

- Ad-hoc-Publizität 206–210
Adverse Selektion 58
Agency Costs 55
Aktionärsaktivismus 232, 320 f., 332–334
Aufsichtsrat
– Aufgaben 226 f.
– Prüfung 172–178
- Blue Sky Laws 13
Business Judgement Rule 156, 263 f., 353
- Comply or Explain 149, 164, 259, 301
Conflict Minerals Rule 303–314
Corporate Social Responsibility, *siehe* CSR
CSR
– Business Case 76–81
– Definition 1 f., 109
– Einflussfaktoren 86–90
– Entstehung der Richtlinie 31–36
– Satzungsklauseln 238–241, 351 f.
– Verhaltenskodizes 101, 299
- DCGK 246 f., 252 f.
Deutscher Nachhaltigkeitskodex 21 f.
Disclosure Philosophy 14 f.
Dodd-Frank Act 15, 45, 303
- Efficient Capital Market Hypothesis, *siehe*
Kapitalmarkteffizienzhypothese
Erklärung zur Unternehmensführung 200
Extraterritoriale Regulierung 114 f., 199,
307 f., 316, 342
- Global Reporting Initiative, *siehe* GRI
Good Corporate Citizen 64, 253
Greenwashing 69, 195, 373
GRI 20 f., 38, 158
- Haftung 184–187, 189 f., 286–290
Halo Effect 66
Hauptversammlung
– Aufgaben und Rechte 232 f., 335
– Information 233–235
Hybride Rechtsformen 268, 350
- IIRC 49
Individuelles Auskunftsrecht 211–223
Information Overload 70 f.
Informationsasymmetrie 58
Informationsfunktion 93, 161–163, 202,
210, 331
Informationskosten 55, 71
Informationsmodell 115
Informationsökonomik 55
Integrated Reporting 48–52
International Integrated Reporting Council,
siehe IIRC
- Kapitalmarkteffizienzhypothese 56 f.
- Lagebericht 123 f., 137, 139, 279
Louis D. Brandeis 14
- Marktversagen 67
Materiality 43, 281–286, 292 f.
Materiality
– *siehe auch* Wesentlichkeitsgrundsatz
Meta-Regulierung 103
Mitgliedstaatenwahlrechte 129
Modernisierungsrichtlinie 30 f., 123
- Naming and Shaming 102, 309, 314, 341
Neue Institutionenökonomik 54
Nichtfinanzielle Belange 141–145
Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren 124,
153

- Nudging 100
 Prinzipal-Agent-Konstellation 55 f., 59 f.,
 250, 253 f., 334 f.
 Private Enforcement 101, 185, 187, 286
 Proxy-System 319
 Public Enforcement 101, 190–194, 286
 Public Interest Entities 130
 Publizitätsgesetz 10, 16

 Rahmenwerke 157–159
 Rahmenwerke
 – *siehe auch* Standardsetzer
 Reasonable Investor 283, 293
 Reflexives Recht 102–107, 260
 Regulation S-K 43, 273, 275–281, 291
 Regulierungsfunktion 96, 163–165, 199,
 205, 264, 295, 301 f., 307, 342
 Risikoberichterstattung 149–153

 Sarbanes-Oxley Act 15, 299
 SASB 39, 294
 Say on Pay 235 f.
 Screening 60
 SEC 14, 273
 Securities Exchange Commission, *siehe*
 SEC
 Shareholder Value 239, 241, 247 f., 267,
 348 f.

 Signaling 61, 74, 78
 Social Audit 37 f.
 Socially Responsible Investing 83
 Sozialbilanz 16–18, 45 f.
 Stakeholder Value 242–247, 258, 353 f.
 Standardsetzer 20–22, 39, 128, 157
 Sustainability Accounting Standards Board,
siehe SASB
 Sustainable Finance 1, 83, 371 f.

 Transaktionskostenökonomik 54

 Überregulierung 73
 UK Companies Act 2006 46, 267
 UK Modern Slavery Act 47, 343
 UN Global Compact 25
 Unravelling 62, 68
 Unternehmensreputation 63–66, 78, 82, 99,
 262 f., 359 f.

 Verbandsklage 187 f.
 Verfassungsrecht 313 f., 369
 Vorstandsvergütung 229–232

 Wesentlichkeitsgrundsatz 125 f., 145–147
 Wesentlichkeitsgrundsatz
 – *siehe auch* Materiality
 Zahlungsbericht 196, 315