

MICHAEL PFEIFER

Selbstregulierung und Soft Law im japanischen Gesellschaftsrecht

*Max-Planck-Institut
für ausländisches und internationales
Privatrecht*

*Studien zum ausländischen
und internationalen Privatrecht*

489

Mohr Siebeck

Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht

489

Herausgegeben vom
Max-Planck-Institut für ausländisches
und internationales Privatrecht

Direktoren:

Holger Fleischer, Ralf Michaels und Reinhard Zimmermann



Michael Pfeifer

Selbstregulierung und Soft Law im japanischen Gesellschaftsrecht

Corporate Governance Code, Stewardship Code
und der „konstruktive Dialog“

Mohr Siebeck

Michael Pfeifer, geboren 1986; Studium der Rechtswissenschaft an der Bucerius Law School, Hamburg, mit Auslandstrimester an der Waseda Law School, Tōkyō; Referendariat und Zweite Juristische Staatsprüfung am Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für japanisches Recht der Goethe Universität Frankfurt am Main; 2015/16 Stipendiat am Deutschen Institut für Japanstudien, Tōkyō; 2021 Promotion; seit 2017 Rechtsanwalt in München.

D 30

ISBN 978-3-16-161455-2 / eISBN 978-3-16-161456-9

DOI 10.1628/978-3-16-161456-9

ISSN 0720-1141 / eISSN 2568-7441

(Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

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

© 2022 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 und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Böblingen gesetzt, von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

*Meiner Mutter,
in Dank und Erinnerung*

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand im Wesentlichen während meiner Beschäftigung als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für japanisches Recht an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main und meiner Zeit als Stipendiat der Max-Weber-Stiftung am Deutschen Institut für Japanstudien in Tōkyō.

Ziel der Arbeit ist, die Rolle von Soft Law in der Regulierung der japanischen Corporate Governance anschaulich zu machen. Sie fällt in eine Zeit höchster regulatorischer Aktivität und hat diese über sieben Jahre begleitet. In der vorliegenden Fassung bildet die Arbeit die Rechtslage und den Stand der Diskussion zum Oktober 2021 ab. Der japanische Corporate Governance Code, zu Beginn der Untersuchungen noch kein breit diskutiertes Thema, liegt wie der Stewardship Code mittlerweile in der dritten Fassung vom 1. Juni 2021 vor. Diese Entwicklungen wurden ebenso berücksichtigt wie die zum April 2022 in Kraft getretene Reform der Marktsegmente der Tokyo Stock Exchange. Ich danke zuvorderst meinem Doktorvater Prof. Dr. *Moritz Bälz* für die fürsorglich Betreuung und den wahrlich konstruktiven Dialog, der dieser Arbeit zu Grunde liegt, genauso aber auch für seine Nachsicht bei deren Finalisierung.

Angesichts der dynamischen Entwicklung waren Hinweise aus erster Hand umso wichtiger, um die Relevanz der Änderungen sowie der Flut an Veröffentlichungen einordnen zu können. Inhaltlich trägt die Arbeit so den Stempel einer Vielzahl von Gesprächen mit Personen, die den japanischen Diskurs seit Jahren maßgeblich prägen. Herausheben möchte ich hierbei Prof. *Hiroyuki Kansaku* von der Universität Tōkyō, der mich trotz seines vollen Terminkalenders stets außerordentlich freundlich mit wichtigen Erläuterungen und Einschätzungen aus erster Hand versorgte.

Ein besonderer Dank gilt weiter Prof. Dr. *Harald Baum* vom Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg und Prof. Dr. *Franz Waldenberger* vom Deutschen Institut für Japanstudien. Ihre nachdrückliche Förderung des Vorhabens und die wertvolle Unterstützung bei der Anbahnung von Kontakten ermöglichte mir einen Zugang zu Gesprächspartnern und aktueller Literatur, der aus Deutschland heraus so nicht denkbar gewesen wäre.

Vor allem die monatliche Teilnahme an den lebhaften und offenen Treffen einer von Prof. Dr. *Zenichi Shishido* an der Hitotsubashi-Universität organi-

sierten Forschungsgruppe zur Reform der Corporate Governance eröffnete mir einen wertvollen Einblick in den aktuellen akademischen Diskurs und die sehr offene Diskussionskultur. Ich bin ausgesprochen dankbar für die stets aufschlussreichen und hilfreichen Gespräche auch nach Abschluss des öffentlichen Programms und möchte hierbei gerade Prof. *Kenichi Ōsugi* von der Chūō-Universität, Prof. *Gen Gotō* und Prof. *Takahito Katō* von der Universität Tōkyō sowie Prof. *Hideaki Miyajima* von der Waseda-Universität nennen. Prof. *Akira Tokutsu* und Frau Prof. *Wen Xiaotong* luden mich nach Sendai für einen Austausch an der Tōhoku-Universität ein, der mir lange im Gedächtnis bleibt. Schließlich danke ich Prof. *Tomotaka Fujita* von der Universität Tōkyō für das sehr inspirierende Gespräch zu den theoretischen Grundlagen des Soft Law-Diskurses und die weiterführenden Hinweise. Ohne die großzügige finanzielle Förderung des Forschungsaufenthalts in Japan durch die Max-Weber-Stiftung hätte sich dieser Austausch und damit die Arbeit selbst so nicht realisieren lassen.

Meinem Zweitgutachter Prof. Dr. *Tobias Tröger* danke ich für die wertvollen Impulse außerhalb des japanischen Diskurses nach meiner Rückkehr nach Deutschland und die schnelle und wohlwollende Korrektur.

Wegen eines unvorhergesehenen Trauerfalls in der Familie und der kurz darauffolgenden Geburt meines Sohnes Minoru stand die Arbeit zwischenzeitlich unter keinem guten Stern. Ich bin mehr als glücklich über die eingeräumte Möglichkeit, diese trotz der pandemischen Situation doch noch einem guten Ende zuzuführen, und möchte daher auch Herrn Dr. *Dirk Schüßler-Langeheine* stellvertretend für meine Kollegen bei Hoffmann Eitle für das entgegengebrachte Verständnis für die akademische Betätigung neben der Mandatsarbeit herzlich danken. Ebenso dankbar bin ich Dr. *Lena Groth*, Dr. *Johanna Büstgens*, Dr. *Köksal Sahin*, Dr. *Tobias Klemm* und *Frank Schwalb* für ihre hilfreichen inhaltlichen und sprachlichen Anmerkungen, nicht zuletzt aber auch die emotionale Unterstützung neben ihrer eigenen beruflichen Tätigkeit.

Japan beschäftigt und prägt mich seit meiner Schulzeit und einem Austauschjahr in der Präfektur Hiroshima im Westen des Landes. Darauf folgten Studienaufenthalte an der Waseda Law School und während des Referendariats.

Mein weiterer Dank gilt daher all jenen, die mich auf diesem langen Weg unterstützt und ermutigt haben, allen voran meinen Eltern und meiner Frau und Partnerin. Sie ist mit mir nach Frankfurt, nach Tōkyō und zuletzt bis nach München gegangen. Ohne ihre liebevolle Sorge und unerschöpfliche Geduld wäre dieses Buch wohl unvollendet geblieben.

München, im Februar 2022

Michael Pfeifer

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XVII
Einleitung	1
Kapitel 1: Selbstregulierung und Soft Law	9
<i>A. Die Schnittmenge von Selbstregulierung und Soft Law</i>	9
<i>B. Wirkung und Legitimation privat gesetzter Regeln</i>	16
<i>C. Synthese: Soft Law als legitimationserhöhender Kompromiss</i>	31
Kapitel 2: Wandel und Steuerung der japanischen Corporate Governance	35
<i>A. Das japanische Unternehmen als community firm</i>	36
<i>B. Corporate Governance zwischen Deregulierung und Re-Regulierung</i> ..	52
Kapitel 3: Selbstregulierung und Soft Law im Mehrebenensystem .	63
<i>A. Formelles und materielles Gesellschaftsrecht</i>	63
<i>B. Selbstregulierung der Börse</i>	69
<i>C. Corporate Governance Code</i>	100
<i>D. Stewardship Code und der konstruktive Dialog</i>	132
<i>E. Weitere Regelungsakteure</i>	162
Kapitel 4: Formaler Erfolg und ausbleibender struktureller Wandel.	167
<i>A. Die Anreizschraube zur Stärkung der Aufsichtsfunktion des Verwaltungsrates</i>	168
<i>B. Hohe Befolgungsraten und legitimatorische Grenzen</i>	208

Kapitel 5: Ausblick	243
Zusammenfassung in Thesenform	249
<i>A. Selbstregulierung und Soft Law</i>	249
<i>B. Wandel der japanischen Corporate Governance</i>	250
<i>C. Selbstregulierung und Soft Law im gesellschaftsrechtlichen Mehrebenensystem</i>	251
<i>D. Formaler Erfolg und ausbleibender struktureller Wandel</i>	256
<i>E. Ausblick</i>	260
 Materialien	 261
 Literaturverzeichnis	 305
Sachverzeichnis	335

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	IX
Abbildungsverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Einleitung	1
Kapitel 1: Selbstregulierung und Soft Law	9
<i>A. Die Schnittmenge von Selbstregulierung und Soft Law</i>	9
I. Selbstregulierung zwischen Staat und Privaten	10
1. Autonome und heteronome Selbstregulierung	10
2. Selbstregulierungsbegriff im japanischen Kontext	12
II. Die Durchsetzungsperspektive: Soft Law als Frage der Verbindlichkeit	12
III. Verschiedene Perspektiven auf dieselben Phänomene	15
<i>B. Wirkung und Legitimation privat gesetzter Regeln</i>	16
I. Wechselwirkung von sozialen Normen und staatlicher Regulierung ...	16
1. Bindungswirkung sozialer Normen	16
2. Kooperatives Verhältnis von Privaten und Staat	19
3. Staatliche Durchsetzung und Rechtswirkung	20
4. Selbstregulierung im Schatten des Rechts	22
II. Legitimation privat gesetzter Regeln	22
1. Legitimationsbedürftigkeit	23
2. Legitimation als Bindungsgrund	24
3. Anforderungen an den Regelungsprozess	26
III. Soft Law im japanischen Regulierungsprozess	27
1. Beschränkte Rolle des Legitimationsgedanken im japanischen Soft Law-Diskurs	27
2. Kooperative Regulierung zwischen politischer Steuerung und Kompromiss – Die Bedeutung von Expertenkommissionen ...	29
<i>C. Synthese: Soft Law als legitimationserhöhender Kompromiss</i>	31

Kapitel 2: Wandel und Steuerung der japanischen Corporate Governance	35
A. <i>Das japanische Unternehmen als community firm</i>	36
I. Die Anfänge der japanischen Corporate Governance-Debatte	37
II. Die japanische Art der Unternehmensführung	39
1. Stakeholder-Orientierung im Widerspruch zum Gesellschaftsrecht	40
2. Die „japanische Art der Unternehmensführung“ in Schlagworten ..	42
3. <i>Management control</i> durch stabile Beteiligungsverhältnisse	43
4. Externes Monitoring durch Banken?	45
III. Ein unvollständiger Wandel	47
1. Der Aufstieg institutioneller Investoren	47
2. Hybridisierung der Unternehmenslandschaft	49
IV. Die <i>community firm</i> als Wachstumshindernis	51
B. <i>Corporate Governance zwischen Deregulierung und Re-Regulierung</i> ..	52
I. Abbau zwingender Vorschriften	53
II. Verlagerung der Regulierungsaktivität zur Börse	56
III. Defensives (<i>mamori no</i>) und „wachstumsorientierte“ (<i>seme no</i>) Governance	56
1. Corporate Governance als Teil der politischen Agenda	57
2. Unternehmensskandale und ihre (ausbleibenden) Folgen	59
IV. Corporate Governance als Daueraufgabe	61
 Kapitel 3: Selbstregulierung und Soft Law im Mehrebenensystem	63
A. <i>Formelles und materielles Gesellschaftsrecht</i>	63
I. Grenzen des Gesellschaftsgesetzes	64
II. Materielles Gesellschaftsrecht in der Kapitalmarktregulierung	65
III. Paradigmenwechsel hin zu mehr Selbstregulierung	67
B. <i>Selbstregulierung der Börse</i>	69
I. Standortbestimmung	70
1. Marktumfeld	70
2. Organisationsform und Verfassung der TSE	71
3. Marktgliederung der TSE	73
II. Gesellschaftsrechtliche Regelungen in den Börsenzulassungsregeln im Überblick	74
1. Publizitätsvorgaben	75
2. Code of Corporate Conduct (<i>Kigyō kōdō kihan</i>)	76
3. Durchsetzung	78
III. Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Besonderen ..	80
1. Hintergrund	80
2. Privatplatzierung junger Aktien (<i>daisan-sha wariate</i>)	82

3. Präventive Abwehrmaßnahmen im engeren Sinne	84
IV. Mehr prinzipienbasierte Regulierung	87
1. Equity-Finanzierung	88
2. Unternehmensskandale und Compliance	88
V. Selbstregulierung von oben	89
1. Rechtsnatur der Börsenzulassungsregeln	90
2. Genehmigungserfordernis und Aufsichtsbefugnis	93
3. Selbstregulierung im Schatten des Rechts	95
4. Legitimatorische Grenzen	96
C. <i>Corporate Governance Code</i>	100
I. Japan schließt zur internationalen Kodexbewegung auf	101
II. Der Corporate Governance Code als Soft Law	104
1. <i>Comply-or-explain</i> -Mechanismus	105
2. Einbettung in die Börsenzulassungsregeln	106
3. Sanktionsmöglichkeiten und Durchsetzung	108
4. Prinzipienbasierter Ansatz	110
III. Inhaltlicher Überblick	111
1. Sicherung der Aktionärsrechte (Hauptprinzip 1)	112
2. Einbeziehung anderer Stakeholder (Hauptprinzip 2)	113
3. Publizität und Transparenz (Hauptprinzip 3)	116
4. Verantwortung des „Verwaltungsrats usw.“ (Hauptprinzip 4)	118
a) Stärkung der Aufsichtsfunktion und monitoring model	119
b) Anreize für unternehmerisches Risiko	120
c) Diversität auf Leitungsebene	122
5. Dialog mit den Aktionären (Hauptprinzip 5)	124
IV. Weitere Maßnahmen zur Stärkung des konstruktiven Dialogs	124
1. Abbau von Überkreuzbeteiligungen	125
2. (Erneut) Abbau von Abwehrmaßnahmen	127
3. Vitalisierung und Virtualisierung der Hauptversammlung	129
D. <i>Stewardship Code und der konstruktive Dialog</i>	132
I. Entdeckung des „konstruktiven Dialogs“ für nachhaltiges Wachstum ..	133
1. Nachhaltiges Wachstum im Gegensatz zu kurzfristiger Ausrichtung	133
2. Vom <i>shareholder engagement</i> zum „konstruktiven Dialog“	136
3. Die Präferenz für ESG-Investment	139
4. Zum Vergleich: Europäische Vorgaben, Zurückhaltung in Deutschland	141
II. Bindungswirkung des Stewardship Codes	144
III. Inhaltlicher Überblick zum Stewardship Code	147
1. Verankerung des Stewardship-Gedankens (Prinzip 1 JSC)	148
2. Behandlung von Interessenkonflikten (Prinzip 2 JSC)	149
3. Zielgerichteter Dialog (Prinzipien 3 und 4 JSC)	150
4. Ausübung von Stimmrechten und Veröffentlichung (Prinzip 5 JSC)	153

5. Bericht über Stewardship-Aktivitäten (Prinzip 6 JSC)	154
6. Ressourcennutzung (Prinzip 7 JSC)	154
7. Stimmrechtsberater und weitere Dienstleister (Prinzip 8 JSC)	155
IV. Guidelines for Investor and Company Engagement	157
V. Eine Frage der Perspektive	159
<i>E. Weitere Regelungsakteure</i>	162
I. Selbstregulierung der Wertpapierhandelsunternehmen	162
II. Wirtschaftsprüfer	164
III. Expertenkommissionen (<i>kenkyū-kai</i>), private Interessensgruppierungen und andere	166
 Kapitel 4: Formaler Erfolg und ausbleibender struktureller Wandel	167
<i>A. Die Anreizschraube zur Stärkung der Aufsichtsfunktion des Verwaltungsrates</i>	168
I. Drei Möglichkeiten der Organisationsverfassung im Gesellschaftsgesetz	169
1. Gesellschaft mit Prüferat	169
2. Gesellschaft mit Ausschüssen	172
3. Gesellschaft mit Kontrollausschuss	173
II. Unabhängige Organmitglieder in den Bemühungen der Börse	174
1. Unabhängigkeit des Verwaltungsrates	174
2. Höhere Anforderungen an die Unabhängigkeit	176
III. Numerische Vorgaben und der gesetzliche <i>comply-or-explain</i> -Mechanismus in Art. 327:2 GesG 2015	178
1. Qualifizierte inhaltliche Anforderungen an die Erklärung	179
2. Institutionelle Einkleidung	180
3. Im Vergleich zu § 161 Abs. 1 AktG erhöhte Bindungswirkung	182
4. Druck auf und seitens der Börse	184
5. Komplementäre Empfehlungen im Corporate Governance Code	185
IV. Die Rolle unabhängiger Direktoren	186
1. Rollenverständnis	187
2. Besetzung mit geeigneten Kandidaten	189
3. Unabhängige Beratungskomitees	191
4. Fallbeispiel: Führungsnachfolge	192
5. Kompatibilität mit der tradierten Kompetenzverteilung	194
6. Rolle der Prüfer	197
V. Opfer des eigenen Erfolgs: Eine zwingende Regelung für externe Direktoren	199
1. Schatten der möglichen Nachschärfung	199
2. Zwingende Regelung trotz hoher Umsetzungsquoten	200
3. Absage an die marktbasierende Durchsetzung	202
4. Schärfere Vorgaben für Gesellschaften im Marktsegment Prime	205

VI. Fazit: <i>Comply-or-explain</i> als <i>de facto</i> Hard Law	206
B. Hohe Befolgungsraten und legitimatorische Grenzen	208
I. <i>Compliance in word but not in spirit</i>	208
1. Corporate Governance Code	209
2. Stewardship Code	212
II. Faktische Bindungswirkung (insbesondere) des Corporate Governance Codes und nicht genutzte Flexibilität	216
1. Strukturelle Gründe begünstigen formale Umsetzung	216
2. (Insbesondere) Corporate Governance Code: Faktische Bindungswirkung bedingt formale Umsetzung	219
3. <i>Comply and explain</i> als Lösung?	222
III. Formale Umsetzung als Ausdruck eines Legitimationsproblems	224
1. Bindungswirkung und Legitimation	225
2. Die Rolle der Expertenkommissionen (erneut)	227
3. Grenzen einer Legitimation durch Expertise	230
4. Gefahr politischer Prädetermination	232
5. Legitimation durch Prozess	234
IV. Materielle Legitimation	235
1. Corporate Governance Code	235
2. Stewardship Code	237
V. Mehr konstruktiver Dialog durch Forcierung der Nachfrage?	240
 Kapitel 5: Ausblick	 243
 Zusammenfassung in Thesenform	 249
A. <i>Selbstregulierung und Soft Law</i>	249
B. <i>Wandel der japanischen Corporate Governance</i>	250
C. <i>Selbstregulierung und Soft Law im gesellschaftsrechtlichen Mehrebenensystem</i>	251
I. Selbstregulierung der Börse	251
II. Corporate Governance Code	253
III. Stewardship Code	254
D. <i>Formaler Erfolg und ausbleibender struktureller Wandel</i>	256
I. Die Anreizschraube zur Stärkung der Aufsichtsfunktion	256
II. Hohe Befolgungsquoten und die legitimatorischen Grenzen des Regelungsansatzes	258
E. <i>Ausblick</i>	260

Materialien	261
<i>Annex A: Art. 327:2 Gesellschaftsgesetz i. d. F. des Gesetzes Nr. 90/2014 vom 27. Juni 2014</i>	261
<i>Annex B: Art. 327:2 Gesellschaftsgesetz i. d. F. des Gesetzes Nr. 70/2019 vom 11.12.2019</i>	262
<i>Annex C: Tokyo Stock Exchange, Börsenzulassungsregeln (Yūkashōken Jōjō Kitei), Auszug</i>	263
<i>Annex D: Corporate Governance Code</i>	272
<i>Annex E: List of members of the Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code (as of August 7, 2014)</i>	291
<i>Annex F: List of members of Council of Experts Concerning the Follow-up of Japan's Stewardship Code and Japan's Corporate Governance Code (as of October 2020)</i>	292
<i>Annex G: Stewardship Code</i>	294
<i>Annex H: List of members of the Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code (as of August 5, 2013)</i>	302
<i>Annex I: List of members of the Council of Experts on the Stewardship Code (as of December 4, 2019)</i>	303
Literaturverzeichnis	305
Sachverzeichnis	335

Abbildungsverzeichnis

<i>Abbildung 1:</i> Entwicklung der Anteilseignerstruktur an der TSE gelisteter Gesellschaften (wertbasiert), 1986–2019	48
<i>Abbildung 2:</i> Externe/unabhängige Direktoren in an der TSE gelisteten Gesellschaften	201
<i>Abbildung 3:</i> Befolungsquoten des JCGC 2015 in der First Section und Second Section der TSE, Stand Juli 2017	209
<i>Abbildung 4:</i> Befolungsquoten des JCGC 2018 in der First Section und Second Section der TSE, Stand Juli 2019	210
<i>Abbildung 5:</i> Unterzeichner des Stewardship Codes (Stand November 2020) .	213
<i>Abbildung 6:</i> Offenlegung Stimmrechtsverhalten nach Investorentyp (Stand Dezember 2016).	214
<i>Abbildung 7:</i> Offenlegung Stimmrechtsverhalten nach Investorentyp (Dezember 2018).	215
<i>Abbildung 8:</i> Offenlegung Stimmrechtsverhalten nach Investorentyp (September 2019)	215

Abkürzungsverzeichnis

a. E.	am Ende
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AFGC	<i>Kansa Hōjin no Soshiki-teki na Kei'ei ni kansuru Gensoku (Kansa Hōjin no Gabanansu Kōdo)</i> [Principles for Effective Management of Audit Firms (The Audit Firm Governance Code)] vom 31. März 2017
AfP	Archiv für Presserecht (Zeitschrift)
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), i. d. F. vom 17. Juli 2017 (BGBl. I S. 2446)
AktionärsrechteRL	Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. EU L 132, 1.
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
Bearb.	Bearbeiter
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BörsDR	TSE, <i>Yūka shōken jōjō kitei sekyō kisoku</i> [Börsendurchsetzungsregeln/Enforcement Rules for Securities Listing Regulations] vom 1. November 2009 i. d. F. vom 5. November 2019
BörsZR	TSE, <i>Yūka shōken jōjō kittei</i> [Börsenzulassungsregeln für Wertpapiere/Securities Listings Regulations] vom 1. November 2009 i. d. F. vom 16. Juli 2019 (soweit nicht anders bezeichnet)
BTDrucks.	Bundestagsdrucksache
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CEO	Chief Executive Officer
CG Bericht	<i>Kōporēto gabanansu ni kansuru hōkoku-sho</i> [Corporate Governance Bericht]
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review

Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
COM	Commission
Corporate Govern- ance Code	siehe JCGC
CG-Kommission	<i>Kōporēto Gabanansu Kōdo no settei ni kansuru Yū 'ishiki-sha Kaigi</i> [Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code]
CSR	Corporate Social Responsibility
CVSG	<i>Kigyōkachi Kenkyū-kai</i> [Corporate Value Study Group]
d. h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
ders.	derselbe
dies.	dieselbe/dieselben
DG	Distriktgericht
DJT	Deutscher Juristentag
DPJ	Democratic Party of Japan [<i>Minshu-tō</i>]
EBOR	European Business Organization Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute:
EG	Europäische Gemeinschaft
engl.	englisch
erw.	erweitert
ESG	Environment, Social, Governance [Investment]
et al.	et alia
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
f.	folgend
FBG	<i>Kin'yū shōhin torihiki-hō</i> [Finanzprodukte- und Börsengesetz], Gesetz Nr. 25/1948, neu kodifiziert durch Gesetz Nr. 30/2009 i. d. F. des Gesetzes Nr. 95/2018
FBG-DVO	<i>Kin'yū shōhin torihiki-hō jikkō gyōrei</i> [Durchführungsverordnung zum Finanzprodukte- und Börsengesetz], Regierungsverordnung Nr. 321/1970 i. d. F. Regierungsverordnung Nr. 207/2020
FBG-PubVO	<i>Kigyō naiyō-tō no kaiji ni kansuru naikaku furei</i> [Kabinettsverordnung zur Publizität von gesellschaftsinternen Informationen], Kabinettsverordnung Nr. 5/1973 i. d. F. Kabinettsverordnung Nr. 24/2015
ff.	folgende
FFAJ	Financial Futures Association of Japan
Fn.	Fußnote
Follow-up Council	<i>Suchuwādoshippu Kōdo oyobi Kōporēto Gabanansu Kōdo no Forōappu Kaigi</i> [Council of Experts Concerning the Follow-Up of Japan's Stewardship Code and Japan's Corporate Governance Code]
FRC	Financial Reporting Council
FS	Festschrift
FSA	<i>Kin'yū-chō</i> [Financial Services Agency]

FSAG	Gesetz zur Errichtung der Financial Services Agency [<i>Kin'yū-chō settchi-hō</i>], Gesetz Nr. 130/1998 i. d. F. Gesetzes Nr. 66/2015
GesG 2015	<i>Kaisha-hō</i> [Gesellschaftsgesetz], Gesetz Nr. 86/2005 i. d. F. des Gesetzes Nr. 90/2014
GesG 2021	<i>Kaisha-hō</i> [Gesellschaftsgesetz], Gesetz Nr. 86/2005 i. d. F. des Gesetzes Nr. 70/2019
GesG-DVO	<i>Kaisha-hō shikō kisoku</i> [Durchführungsverordnung zum Gesellschaftsgesetz], Ministerialverordnung Nr. 12/2006
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GPIF	<i>Nenkin Tsumitatekin Kanri Unyō Doku-ritsu Gyōsei Hōjin</i> [Government Pension Investment Fund]
Hrsg.	Herausgeber
i. d. F.	in der Fassung
i. S. d.	im Sinne des
i. V. m.	in Verbindung mit
ibid.	ibidem
IFLR	International Financial Law Review
inkl.	inklusive
ISS	International Shareholder Services
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
JACD	<i>Nihon Torishimari-yaku Kyōkai</i> [Japan Association of Corporate Directors]
jap.	japanisch
JASBA	<i>Nihon Kansa-yaku Kyōkai</i> [Japan Audit & Supervisory Board Members Association]
Jasdaq	Japan Association of Securities Dealers Automated Quotations
JCGC	TSE, <i>Kōporēto Gabanansu Kōdo – Kigyō no taizoku-teki na seichō to chūchōki-teki na kigyōkachi no kōjō no tame ni</i> [Japan's Corporate Governance Code. Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term] vom 1. Juni 2015 i. d. F. vom 11. Juni 2021 (soweit nicht anders bezeichnet)
JCGC 2015	JCGC i. d. F. 1. Juni 2015
JCGC 2018	JCGC i. d. F. 1. Juni 2018
JPX-R	Japan Exchange Regulation, Inc. [<i>Nihon Torihikijo Jishu Kisei Hōjin</i>]
JPY	Japanischer Yen
JSC	„ <i>Sekinin ga aru kikan tōshi-ka</i> “ no shogensoku „ <i>Nihon-han Suchiwādoshippu Kōdo</i> “ [Principles for Responsible Institutional Investors „Japan's Stewardship Code“] vom 26. Februar 2014 i. d. F. vom 24. März 2020 (soweit nicht anders bezeichnet)
JSDA	<i>Nihon shōken-gyō kyōkai</i> [Japan Securities Dealers Association]
JZ	Juristenzeitung (Zeitschrift)
KK	<i>Kabushiki kaisha</i> [Aktiengesellschaft]
krit.	kritisch
LDP	<i>Jiyū Minshu-tō</i> [Liberal Democratic Party]
LG	Landgericht
lit.	littera

m. N.	mit Nachweisen
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MarktTR	Tokyo Stock Exchange, <i>Torihiki sankha-sha kitei</i> [Trading Participants Regulations/Marktteilnehmerregeln] vom 1. November 2007 i. d. F. vom 30. August 2015
MDAX	Mid-Cap-DAX
METI	<i>Keizai Sangyō-shō</i> [Ministry of Economy, Trade and Industry]
Mothers	Market for the High-Growth and Emerging Stocks
MoJ	<i>Hōmū-shō</i> [Ministry of Justice]
Mrd.	Milliarden
MSCB	multiple strike convertible bonds
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nikkei	<i>Nihon Keizai Shinbun</i>
Nr.	Nummer
NSE	Nagoya Stock Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OG	<i>kōtō saiban-jo</i> [Obergericht]
OGH	<i>saikō saiban-jo</i> [Oberster Gerichtshof]
Osaka Gakuin Rev. Ec.	<i>Ōsaka Gakuin Daigaku Keizai-ronshū</i> [The Osaka Gakuin Review of Economics]
OSE	Osaka Stock Exchange
PRI Pub. Pol. Rev.	Policy Research Institute Public Policy Review
Preventing Principles	TSE, <i>Jōjō kaisha ni okeru fushōji yobō purinshipuru</i> [Principles for Preventing Corporate Scandals] vom 30. März 2018
R.	Regel
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Reformgesetz 2014	<i>Kaisha-hō no ichibu wo kaisei suru hōritsu</i> [Gesetz zur Reform eines Teils des Gesellschaftsgesetzes], Gesetz 90/2014,
Reformgesetz 2019	<i>Kaisha-hō no ichibu wo kaisei suru hōritsu</i> [Gesetz zur Reform eines Teils des Gesellschaftsgesetzes], Gesetz Nr. 70/2019,
Responding Principles	TSE, <i>Jōjō kaisha ni okeru fushōji taiō purinshipuru</i> [Principles for Responding to Corporate Scandals] vom 24. Februar 2016
RIETI	Research Institute on Economy, Trade and Industry
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
ROE	return on equity
S.	Satz/Seite
Shōji Hōmu sog.	<i>Junkan Shōji Hōmu</i> [Zeitschrift] sogenannte
Stewardship Code	siehe JSC
TakeoverRL	METI/MoJ, <i>Kigyō kachi/Kabumushi kyōdo no rieki no kakuhō mata ha jōkō no tame no bō'ei-saku ni kansuru shishin</i> [Guidelines Regarding Takeover Defense for the Purposes of Protection and Enhancement of Corporate Value and Shareholders' Common Interests] vom 27. Mai 2005
TSE	Tokyo Stock Exchange

TSE Principles 2004	TSE, <i>Kōporēto Gabanansu Gensoku</i> [Principles of Corporate Governance for Listed Companies] vom 16. März 2004
TSE Principles 2009	TSE, <i>Kōporēto Gabanansu Gensoku (2009nen kaitei-han)</i> [Principles of Corporate Governance for Listed Companies (Revised on December 22, 2009)]
u. a.	unter anderem
Übers.	Übersetzung
UK AGC	UK Audit Firm Governance Code
UK SC	UK Stewardship Code
Urt.	Urteil
USD	US Dollar
usw.	und so weiter
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
VGR	Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung Deutscher Staatsrechtslehrer
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708)
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
ZBK	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
Zf.	Ziffer
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJapanR	Zeitschrift für Japanisches Recht

Einleitung

In der Sprache der japanischen Rechtspolitik wird das Jahr 2015 auch als „Jahr eins der [Corporate] Governance“ bezeichnet.¹ Das ist erstaunlich, prägt die Debatte um die japanische Unternehmensführung und deren Verbesserung den gesellschaftsrechtlichen Diskurs in und mit Japan doch bereits seit Jahrzehnten.² Neu aber ist die prominente Rolle von Selbstregulierung und Soft Law. So wird das komplexe Mehrebenensystem der japanischen Corporate-Governance-Regulierung um zwei Kodizes erweitert: Der Corporate Governance Code³ trat zum Juni 2015 in Kraft und ist Teil der Börsenzulassungsregeln der Tokyo Stock Exchange (TSE). Institutionelle Investoren wurden bereits ein Jahr zuvor aufgerufen, sich freiwillig zum Stewardship Code⁴ zu bekennen. Beide Kodizes sollen nach dem Verständnis der Urheber wie ein „Wagen mit zwei Rädern“ (*ryōrin no kuruma*)⁵ ineinandergreifen, um die festgefahrenen Strukturen im japanischen Corporate-Governance-System zu überwinden. Sie sollen den Einfluss institutioneller Investoren steigern, Manager zu mehr unternehmerischem Risiko anhalten und damit letztendlich zu mehr Wirtschaftswachstum führen.

Stewardship Code und Corporate Governance Code sind kein Gesetzesrecht, sondern gleich in verschiedener Hinsicht Soft Law. Dies bezeichnet Verhaltensregeln ohne rechtliche Verbindlichkeit, die dennoch praktische Wirkung entfalten.⁶ Zunächst steht den institutionellen Investoren frei, ob sie sich zum

¹ H. KANSAKU, *Shōji Hōmu* 2101 (2016), 4, 5: *gabanansu no gan'nen*.

² Siehe für eine ausführliche Aufarbeitung der Diskussion in den 90er Jahren H. BAUM, *RabelsZ* 62 (1998), 739; jüngerem Datums H. KANSAKU, in: *Perspectives*, 243 ff. wie auch die Beiträge bei Z. SHISHIDO (Hrsg.), *Enterprise Law*; sowie die weiteren Nachweise bei H. BAUM/M. BÄLZ (Hrsg.), *HB Japanisches Recht*, § 3 Fn. 144.

³ TSE, *Kōporēto Gabanansu Kōdo – Kigyō no taizoku-teki na seichō to chūchōki-teki na kigyōkachi no kōjō no tame ni* [Japan's Corporate Governance Code. Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term] vom 1. Juni 2015 i. d. F. vom 11. Juni 2021 (soweit nicht anders bezeichnet), im Folgenden: „Corporate Governance Code“ oder „JCGC“. Abgedruckt in engl. Übers. als Annex D.

⁴ FSA, *Sekinin ga aru kikan tōshi-ka no shogensoku „Nihon-han Suchuwādoshippu Kōdo“* [Principles for Responsible Institutional Investors „Japan's Stewardship Code“] vom 26. Februar 2014 i. d. F. vom 20. April 2020 (soweit nicht anders bezeichnet), im Folgenden: „Stewardship Code“ oder „JSC“. In engl. Fassung abgedruckt als Annex F.

⁵ CG-KOMMISSION, *JCGC Final Draft* (2015), Rn. 9.

⁶ H. KANSAKU, *Shōji Hōmu* 2068 (2015), 13, 15, siehe unten Kapitel 1. A. II.

Stewardship Code bekennen. Beide Kodizes enthalten, jedenfalls zum überwiegenden Teil, eher abstrakte Prinzipien als strikte Vorgaben. Die Auslegung dieser Prinzipien bleibt nach dem sogenannten *principles based*-Ansatz den Regelungsadressaten selbst überlassen. Schließlich basiert die Durchsetzung der Kodizes auf dem sogenannten *comply-or-explain*-Mechanismus. *Comply-or-explain*-Regulierung erwartet keine strikte Befolgung, sondern verlangt lediglich die Offenlegung der Gründe bei Nichtbefolgung. Der Mechanismus hat seine Ursprünge im traditionell stark von Selbstregulierung und früh von institutionellen Investoren geprägten britischen Gesellschaftsrecht und hat sich zu einem „zentralen Bestandteil der europäischen Corporate Governance“⁷ und darüber hinaus entwickelt. Kodizes, die Prinzipien guter Unternehmensführung verkörpern sollen, haben sich – mit der verbleibenden wichtigen Ausnahme der Vereinigten Staaten – international so weit durchgesetzt, dass auch von einer globalen „Kodexbewegung“ gesprochen wird.⁸ *Hideki Kanda*, einer der maßgeblichen akademischen Akteure hinter dem Konzept und seit Jahren prägender Kopf der japanischen Corporate-Governance-Debatte, spricht sogar von einer Neuausrichtung der Regulierung in wirtschaftlich schwierigen Zeiten. Anders als die Vereinigten Staaten musste Europa und insbesondere das Vereinigte Königreich neue Instrumente entwickeln, um seine Wirtschaft nach der Finanzkrise auf solide Beine zu stellen. Dies nimmt man sich in Japan zum Vorbild:

„In letzter Zeit orientiert sich Japan bei der Corporate Governance Regulierung usw. plötzlich stärker an Europa als an Amerika. Das ist ein sehr großer Wandel, dessen Grund augenfällig ist: Unternehmen in Europa wachsen nicht, die amerikanischen schon. Anders ausgedrückt, in Zeiten großen Wachstums ist ein Governance-Diskurs gar nicht notwendig.“⁹

Japan schließt hier also zum europäischen Trend auf. Hintergrund ist eine zunehmende Diversifizierung der Corporate-Governance-Strukturen japanischer börsennotierter Unternehmen, von denen derzeit mehr als 3.700 allein an der TSE gelistet sind. Der Abbau von Regelungen und tiefgreifende Reformen des Gesellschaftsrechts sowie ein dramatischer Wandel in der Aktionärsstruktur der großen und international orientierten Gesellschaften haben ein Nebeneinander von tradierten Elementen und einer Öffnung gegenüber anglo-amerikanisch inspirierten Neuerungen entstehen lassen. Während manche Großunternehmen im internationalen Wettbewerb gut gerüstet scheinen, halten gerade kleinere und mittlere Unternehmen weiterhin an den tradierten Charakteristika der japanischen Corporate Governance fest. Das an sich wäre wohl wenig besorgniserregend, wenn japanische Unternehmen nicht gleichzeitig eine im Vergleich

⁷ EUROPÄISCHE KOMMISSION, Kommissionsempfehlung Comply or Explain (2014), Erwägungsgrund 6.

⁸ K. J. HOPT, ZHR 175 (2011), 444, 448.

⁹ H. KANDA, Shōji Hōmu 2103 (2016), 24, 25 (Übers. des Verf.).

niedrige Investitionsrendite und, damit verbunden, hohe Kapitalkosten aufweisen würden. Das wird jedenfalls auch auf die homogenen Leitungszirkel in traditionell geführten japanischen Unternehmen zurückgeführt, die weitgehend ohne Druck von Seiten des Kapitalmarkts agieren können. Von einer verbesserten Corporate Governance erhofft man sich so nicht nur eine gesteigerte Attraktivität des Kapitalmarkts, sondern einen Struktur- und Kulturwandel in der Breite.¹⁰

Wie auch der jüngst grundlegend überarbeitete Deutsche Corporate Governance Kodex¹¹ sind Stewardship Code und Corporate Governance Code nicht spontan entstanden, sondern gehen auf staatliche Initiative zurück. Für den Inhalt der Regeln zeichnen aber aus Privaten zusammengesetzte Expertenkommissionen verantwortlich. In der deutschen Literatur würde man hier wohl eher von heteronomer Selbstregulierung anstelle von „künstlichem Soft Law“¹² sprechen. Die unterschiedliche Begrifflichkeit ist von Relevanz für den inhaltlichen Zuschnitt des Diskurses. Dieser konzentriert sich in Deutschland eher auf die Legitimation sowie die Funktionsvoraussetzungen erfolgreicher Selbstregulierung. In der japanischen Diskussion nimmt dagegen die Frage nach der Bindungswirkung untergesetzlicher, von Privaten erstellter Normen und deren Nutzbarmachung zur Erzielung effektiver Regelungen die dominierende Stellung ein. Das mag daran liegen, dass die Integration privat organisierter Interessen im Sinne einer kooperativen Regulierung eine starke Tradition in Japan hat. Auch das japanische Gesellschaftsrecht und die Kapitalmarktregulierung stellen hier keine Ausnahme dar.¹³ Eine fehlende Pflicht zur Umsetzung bedeutet indes nicht, dass die Empfehlungen der Kodizes nicht dennoch ganz erhebliche Bindungswirkung entfalten können. Entscheidet sich die Gesellschaft, eine Regel nicht umzusetzen, obliegt es im Ausgangspunkt dem Markt, die hierzu offengelegten Gründe zur Kenntnis zu nehmen und sodann zu bewerten. In der Praxis aber haben die institutionellen Rahmenbedingungen ganz beachtliche Auswirkungen auf die faktische Bindungswirkung der Kodizes. Bestes Beispiel in dieser Hinsicht ist die kontroverse Debatte um die Wirkung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, die über § 161 Abs. 1 Aktiengesetz vermittelt wird. In Deutschland hat die als übermäßig wahrgenommene Bindungswirkung dazu geführt, die Frage nach der Legitimation der Selbstregulierung – und ihrem Scheitern – als zentrales Problem zu etablieren. Diese Verbindung wird in Japan deutlich seltener gezogen oder Legitimation auch nur

¹⁰ Siehe insbesondere K. ITŌ, Ito-Review (2014) und ausführlich Kapitel 2. B. III.

¹¹ Deutscher Corporate Governance Kodex vom 16. Dezember 2019 („DCGK“), veröffentlicht im Bundesanzeiger vom 20. Februar 2020 und abrufbar unter <<https://www.dcgk.de/de/kodex.html>>.

¹² H. KANSAKU, *Shōji Hōmu* 2068 (2015), 13, 15f.; vgl. dagegen P. BUCK-HEEB/A. DIECKMANN, *Selbstregulierung* (2010), 13, 45.

¹³ H. KANDA, 12 *University of Pennsylvania Journal of International Business Law* 569 (1991); siehe für eine breitere Perspektive M. DERNAUER, *ZJapanR Sonderheft* 10 (2018), 3 ff.

thematisiert. Dabei lassen sich einige Lehren aus der deutschen Diskussion, bei aller Vorsicht, durchaus übertragen.¹⁴

Wenn *Kenjirō Egashira*, einer der Kenner des japanischen Gesellschaftsrechts, in einem vielbeachteten Aufsatz postuliert: „Durch die Reform des Gesellschaftsrechts werden sich die japanischen Unternehmen nicht ändern,“¹⁵ führt er dies nur zum Teil auf rechtliche Ursachen zurück. Die Kernaspekte seiner These bilden die gewachsenen Beteiligungsverhältnisse und die rationale Apathie der institutionellen Investoren, namentlich der inländischen Versicherungsunternehmen und Treuhandbanken, sowie die durch Ausbildung und Auswahl verfestigte Managementkultur. Genau hier setzen der japanische Stewardship Code und der Corporate Governance Code an. Ganz am Puls der Zeit nehmen institutionelle Investoren hierbei eine Schlüsselrolle ein. Investoren sollen als *stewards* die ihnen von den Anlegern treuhänderisch anvertrauten Gelder nicht nur verwalten, sondern ihre Befugnisse aktiv im Sinne einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes einsetzen. Das Konzept nahm in der britischen Reaktion auf die Finanzkrise Gestalt an und hat davon ausgehend auch die Regulierung auf europäischer Ebene maßgeblich beeinflusst. Indem man die institutionellen Investoren im Interesse ihrer Treugeber auf ein langfristiges *engagement* in den Investitionszielen einschwor, sollten pervertierte Marktmechanismen eingegrenzt und verlorenes Vertrauen in die Finanzmärkte wiederhergestellt werden.¹⁶ Im Kontext der japanischen „wachstumsorientierten Governance“ wird aus *shareholder engagement* der „konstruktive Dialog“ (*kensetu-teki na taiwa*) und damit der Schlüssel, mit dem sich die Probleme in der Corporate Governance lösen sollen.¹⁷ Die spannende Frage hinter dem japanischen Diskurs liegt nun darin, ob sich die Kodizes als *legal transplants* ganz im Sinne japanischer Unternehmenskultur durch die Generierung eines Abstimmungsprozesses (*suri awase*) zwischen Management und Anteilseignern zur Stimulation von Wirtschaftswachstum fruchtbar machen lassen.¹⁸

Für die hiesige Diskussion sind die japanischen Erfahrungen auch aus einem weiteren Grund von Interesse. Japan war im Jahr 2014 erst das dritte Land weltweit, das einen Stewardship Code nach britischem Vorbild einführte. Mit der Neufassung der Aktionärsrichtlinie im Jahr 2017¹⁹ ist das Thema der Aktivie-

¹⁴ Hierzu unten Kapitel 1. B. II. und bezogen auf JCGC und JSC Kapitel 4. B. II. bzw. Kapitel 4. B. III.

¹⁵ K. EGASHIRA, *Hōritsu jihō* 86:12 (2014), 59.

¹⁶ Prägend auch für die japanische Debatte Kay-Review (2012); zum historischen Kontext des ersten UK Stewardship Code B. R. Cheffins, 73 *The Modern Law Review* 1004, 1008 (2010).

¹⁷ ITO-REVIEW (2014), 109 f.; siehe G. GOTŌ, 15:2 *Berkeley Business Law Journal* 365, 396 (2018).

¹⁸ Ausführlich unten Kapitel 3. D. I.

¹⁹ Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf eine langfristige Mitwirkung der Aktionäre, ABl. EU L 132, 1, dort Kapitel 1b.

rung institutioneller Investoren auch in Europa stärker auf die Agenda gelangt. Auch in der deutschen Diskussion gibt es zudem Überlegungen – bei aller Kritik an dem Konzept –, die neuen Regeln im Aktiengesetz um einen erläuternden Stewardship Code zu ergänzen.²⁰ Die Erfahrungen aus Japan sind keineswegs eindeutig: Sowohl Stewardship Code als auch der Corporate Governance Code weisen hohe Umsetzungsquoten auf. Gleichzeitig mehren sich die Anzeichen, dass diese Befolgung nur formal geschieht, die Kodizes aber nicht inhaltlich geliebt werden.²¹ Auch dieses Phänomen ist in Europa durchaus bekannt.

Derweil bleibt die regulatorische Taktzahl hoch. Bei Vorstellung des Stewardship Codes im Jahr 2014 war von einem Corporate Governance Code auch in der japanischen Literatur noch keine Rede.²² Zum 1. Juni 2015 in Kraft getreten, erfuhr der Corporate Governance Code nur drei Jahre später eine erste Revision; im Juni 2021 folgte die zweite.²³ Auch der Stewardship Code liegt nun bereits in seiner dritten Fassung von 2020 vor und reagiert so auf Kritik aus der Praxis.²⁴ Selbstregulierung erfolgt, wie auch im Falle des DCGK, immer auch im Schatten des Rechts und steht damit unter erheblichem Erfolgsdruck. Denn es besteht immer die Möglichkeit, eine weiche oder selbstregulatorische Regelung durch eine verbindliche zu ersetzen.²⁵ Das lässt sich nicht zuletzt auch in Japan beobachten. Strukturell ähnlich zu § 161 Abs. 1 Aktiengesetz brachte die erste große Reform des 2005 neu geschaffenen japanischen Gesellschaftsgesetzes (*Kaisha-hō*) auch einen gesetzlichen *comply-or-explain* Mechanismus mit sich. Art. 327:2 GesG in der Fassung des Reformgesetzes 2014²⁶ zielte auf die Einführung von mindestens einem externen Direktor, also einem Mitglied im Verwaltungsrat als dem zentralen Organ der Geschäftsführung mit einer gewissen Unabhängigkeit von der Gesellschaft.²⁷ Dem kamen innerhalb kürzester Zeit die allermeisten der von der Norm betroffenen börsennotierten Gesellschaften nach. Formal betrachtet war diese Form der Regulierung also sehr erfolgreich. Es drängt sich der Eindruck auf, dass der *comply-or-explain*-Mechanismus nicht trotz, sondern gerade wegen dieses Erfolgs wieder aus dem Gesellschaftsgesetz entfernt wurde. Mit Inkrafttreten der nächsten Gesellschaftsrechtsreform zum 1. März 2021 ist im Anwendungsbereich des

²⁰ T. BAUMS, ZHR 2019, 605, 610.

²¹ Siehe unten Kapitel 4. B. I.

²² Vgl. die rein referenzielle Einarbeitung bei K. ŌSUGI, *Hōritsu jihō* 87:3 (2015), 4, 11; H. KANSAKU, in: *Kigyō-hōsei* 2015, 104, 117.

²³ FOLLOW-UP COUNCIL, CG Revision 2018 sowie CG Revision 2021.

²⁴ FSA, JSC Revision 2020.

²⁵ Vgl. J. KÖNDGEN, AcP 206 (2006), 477, 499.

²⁶ Gesetz 90/2014, *Kaisha-hō no ichibu wo kaisei suru hōritsu* [Gesetz zur Reform eines Teils des Gesellschaftsgesetzes]. Art. 327:2 GesG 2015 abgedruckt in eigener Übersetzung als Annex A.

²⁷ G. GOTŌ ET AL., in: *Independent Directors in Asia*, 135 ff., T. SPIEGEL, *Independent Directors* (2017) sowie unten Kapitel 4. A. I.

Art. 327:2 GesG die Bestellung wenigstens eines externen Direktors zur Pflicht geworden.²⁸

Diese Arbeit untersucht, wie sich Soft Law und Selbstregulierung in die japanische Regulierung des Gesellschaftsrechts einordnen lassen. Das Augenmerk liegt hierbei weniger auf einem Rechts- als vielmehr auf einem Diskursvergleich. Weiterer Schwerpunkt ist die Frage, wie die Problematik der formalen Befolgung und die unterschiedliche Wahrnehmung der Legitimationsfrage zusammenhängen. Untersucht wird damit nicht nur, ob man die Reformen als erfolgreich ansehen kann. Es wird auch versucht, Anregungen für den Umgang mit dem *comply-or-explain*-Mechanismus über den spezifisch japanischen Kontext hinaus zu liefern.

Der Gang der Untersuchung ist wie folgt:

Anschließend an diese Einleitung stellt das erste Kapitel die theoretischen Grundlagen der Selbstregulierung dem Soft-Law-Diskurs gegenüber. Besondere Berücksichtigung/Beachtung findet dabei die Frage nach der Legitimation einer von Privaten erstellten Regelung als Bindungsgrund.

Das zweite Kapitel führt thematisch in die japanische Corporate-Governance-Diskussion ein. Der Schwerpunkt liegt hier neben der Prüfung der Veränderungen in rechtstatsächlicher Hinsicht in den letzten zwei Jahrzehnten auf den wirtschaftspolitischen Hintergründen der jüngsten Reformen. Ohne die – bisweilen stark politisch motivierten – Gedanken hinter der sogenannten „wachstumsorientierten Governance“ (*seme no gabanansu*) lassen sich der Auftrag der Kodizes wie auch deren Verortung im japanischen Mehrebenensystem der Regulierung kaum verstehen. Dieses wird im dritten Kapitel dargestellt, wobei hier das Augenmerk vor allem auf der wachsenden Bedeutung von Soft Law, der Selbstregulierung der Börse und dem Zusammenspiel von Corporate Governance Code und Stewardship Code liegen soll.

Anschaulich wird das Ineinandergreifen der verschiedenen Regelungsebenen anhand der Debatte um die Stärkung der Aufsichtsfunktion des Verwaltungsrates. Der im Jahr 2014 in das Gesellschaftsgesetz eingeführte *comply-or-explain*-Mechanismus zur Einführung externer Verwaltungsmitglieder zeigt deutlich, welche starke Bindungswirkung der Mechanismus in Abhängigkeit von seiner rechtsinstitutionellen Einkleidung entfalten kann. Auch die beiden Kodizes weisen hohe Befolgungsquoten auf und erscheinen so zunächst als großer Erfolg. Allerdings erhärtet sich der Eindruck, dass die Befolgung nur formal besteht, Gesellschaften und institutionelle Investoren den Geist der Kodizes indes nicht teilen. Im vierten Kapitel wird argumentiert, dass die Kodizes zwar eine starke faktische Bindungswirkung entfalten, jedoch nur bedingt auf die legitimationssteigernden Aspekte zurückgreifen können, die Selbstregulierung aus-

²⁸ Gesetz Nr. 70/2019 vom 11. Dezember 2019, *Kaisha-hō no ichibu wo kaisei suru hōritsu* [Gesetz zur Reform eines Teils des Gesellschaftsgesetzes] („Reformgesetz 2019“). Siehe unten Kapitel 4. A. V.

zeichnen. Unter diesen Bedingungen scheint fraglich, ob die Reformen ihr großes Ziel, die Revitalisierung der japanischen Wirtschaft, erreichen können. Das fünfte Kapitel wagt einen abschließenden Ausblick. Am Ende der Arbeit werden die aus dieser Darstellung gezogenen Schlussfolgerungen in Thesenform zusammengefasst.

Die Arbeit enthält weiter einen umfangreichen Anhang, der die wesentlichen Regelwerke zusammenträgt. Soweit verfügbar wurde dabei auf die englische Arbeitsübersetzung zurückgegriffen, an anderer Stelle hat der Verfasser die Übersetzung nach bestem Vermögen selbst vorgenommen. Gleiches gilt für die Titel der referierten Literatur. Die Transkription japanischer Wörter und Namen erfolgt nach dem modifizierten Hepburn-System, soweit keine andere Schreibweise üblich ist.²⁹ Entsprechend der (bislang)³⁰ in westlichen Sprachen üblichen Schreibweise und im Gegensatz zur Schreibweise im Japanischen selbst stehen Vornamen vor Familiennamen.

²⁹ Siehe R. EFFINOWICZ ET AL., Zitierregeln 2020.

³⁰ In offiziellen Dokumenten der japanischen Regierung steht mit Wirkung zum 1. Januar 2020 auch in westlichen Sprachen der Familienname zuerst, siehe SHUSHŌ KANTEI, Gemeinsame Absprache (2019).

Kapitel 1

Selbstregulierung und Soft Law

Der Begriff der Selbstregulierung mag seit Jahren, wenn nicht Jahrzehnten, Konjunktur haben.¹ Es handelt sich dennoch nicht um einen feststehenden Rechtsterminus, der ohne Weiteres aus sich selbst heraus verständlich wäre. Beim verwandten und nicht minder unkonkreten Begriff Soft Law verhält es sich im Kern nicht anders.² Dieser ist im deutschen Schrifttum bislang weniger verbreitet, findet in der japanischen Literatur aber üblicherweise Verwendung, um ganz ähnliche Phänomene zu charakterisieren, welche in Deutschland vornehmlich unter dem Begriff der Selbstregulierung behandelt werden. Um einen Diskursvergleich zu ermöglichen, soll im Folgenden die Schnittmenge der beiden Begriffe identifiziert werden (A). Ein großer Unterschied liegt dabei in der Rolle, die die Frage nach der Legitimation der Regeln in beiden Diskursen einnimmt (B).

A. Die Schnittmenge von Selbstregulierung und Soft Law

Mechanismen der Selbstregulierung und des Soft Law werden in der deutschen wie in der japanischen juristischen Literatur an verschiedensten Stellen identifiziert. Oftmals geht es dabei um eine größtenteils exemplarische Analyse verschiedener Phänomene, die auf den ersten Blick nicht viel miteinander gemein haben. Wie sich schon aus den Begriffen selbst ableiten lässt, schaut Selbstregulierung hierbei vor allem auf die Herkunft der Regelungen (I), während Soft Law die Durchsetzungsmechanismen in den Vordergrund rückt (II). Dennoch ist die Schnittmenge zwischen Selbstregulierung nach deutschem Verständnis und dem gerade in der japanischen Diskussion üblichen Topos vom Soft Law groß (III).³

¹ Erste ausführliche, rechtsvergleichende Erläuterungen aus dem kapitalgesellschaftsrechtlichen Referenzgebiet bereits bei K.-D. SABROWSKY, *Selbstregulierung* (1978), 177 ff.

² T. FUJITA, *Soft Law Journal* 22 (2013), 1 f.; für die Verwendung im Kontext des öffentlichen Rechts etwa M. KNAUFF, *Regelungsverbund* (2010), 211 ff.

³ Vgl. auch H. KANSAKU, in: *Markt und Staat*, 145, 146.

I. Selbstregulierung zwischen Staat und Privaten

Eine verallgemeinerungsfähige Definition der Selbstregulierung mit Geltungsanspruch für alle Rechtsgebiete gibt es – zum allgemeinen Bedauern der unter diesem Schlagwort erschienenen Literatur – nicht.⁴ Es handelt sich um eine Sammelbezeichnung für verschiedene Phänomene, in denen private Akteure als Regelsetzer agieren. Selbstregulierung kann frei sein von staatlicher Beeinflussung, sogenannte autonome oder echte Selbstregulierung, erfolgt in aller Regel aber als sogenannte heteronome Selbstregulierung eingebettet in das staatliche Gefüge mit einem variierenden Grad an Staatseinfluss (1). In der japanischen privatrechtlichen Literatur wird der Begriff der Selbstregulierung typischerweise enger im spezifisch regulatorischen Kontext verwendet (2).

1. Autonome und heteronome Selbstregulierung

Kern der Selbstregulierung ist die Regelsetzung durch Private. Im engeren Sinne betrifft dies zunächst institutionalisierte Einheiten, bei denen die einzuhaltenden Verhaltensmaßstäbe von den Mitgliedern selbst gesetzt werden.⁵ Diese Art der Selbstregulierung ist kein ausschließlich modernes Phänomen, sondern findet ihre historische Parallele in der Befugnis der Rechtssetzung von Zünften und Universitäten, vor allem der Adelsfamilien und der Gemeinden.⁶ Ähnlich historische Beispiele lassen sich im vormodernen Japan im Stand der Händler beobachten, der während der Edo-Zeit (1603 bis 1868) große Bedeutung erlangte.⁷

Diese ursprüngliche Form der Selbstregulierung erfolgt auf Basis privatrechtlicher und damit privatautonomer Gestaltung, sei es durch Vertrag, insbesondere auch in allgemeinen Geschäftsbedingungen, oder durch Satzung. So lässt sich fast das gesamte Binnengesellschaftsrecht, soweit es der Satzungsautonomie zugänglich ist, als Selbstregulierung der Mitglieder – etwa der Aktionäre, der Gesellschafter, Mitglieder eines Vereins und der Genossen – betrachten.⁸ Nicht jeder Adressat der Selbstregulierung ist zwangsläufig an der Regelsetzung beteiligt; umgekehrt wirken bei deren Erlass auch Nichtadressaten mit, die von der Regelung dennoch betroffen sind. In der Praxis dürfte der

⁴ Ausführlich zu verschiedenen Definitionsansätzen P. BUCK-HEEB/A. DIECKMANN, *Selbstregulierung*, 8 ff. sowie G. BACHMANN, *Private Ordnung* (2006), 27 ff.

⁵ E. SCHMIDT-ABMANN, in: *Regulierte Selbstregulierung*, 253, 255; ähnlich R. BAGGOT, *Public Administration* 67 (1989), 435, 436: „institutional arrangement whereby an organization regulates the standard of behaviour of its members“.

⁶ S. MEDER, *Ius non scriptum*, 56 ff.

⁷ M. DERNAUER, *ZJapanR Sonderheft* 10 (2018), 3, 11 ff.

⁸ P. BUCK-HEEB/A. DIECKMANN, *Selbstregulierung*, 90 ff.; H. MERKT, in: *Markt und Staat*, 169.

Regelsetzung durch in ihrer Zusammensetzung variierende Gremien sogar die Hauptrolle zukommen.⁹

Der Begriff der Selbstregulierung wird darüber hinaus auch dann bemüht, wenn der Staat die von der Regelsetzung betroffenen Normadressaten zur Gestaltung des regulatorischen Umfelds „ins Boot“ holt.¹⁰ Eine solche „Einbeziehung von Privaten in das Aufstellen, Anwenden und Durchsetzen von Verhaltensmaßstäben, neben oder anstelle des Staates“ wird als heteronome Selbstregulierung bezeichnet.¹¹ Im deutschen verwaltungsrechtlichen Schrifttum spricht man dann eher von „regulierter Selbstregulierung“ und betont so die Notwendigkeit der vom Staat erlassenen Strukturvorgaben. Dem Spannungsverhältnis zwischen Privatinitiative und Gemeinwohlverpflichtung setzt der Staat eigene Regeln, Institutionen und Strukturvorgaben entgegen. Sie sollen den Defiziten freier Initiative entgegenwirken und verhindern, dass schwächere Parteien übervorteilt werden und öffentliche Interessen außer Acht bleiben.¹² Damit beschreibt Selbstregulierung einen Zwischenraum zwischen der hoheitlichen Gestaltung und dem freien Spiel der Marktkräfte.¹³ Klare Abgrenzungen sind hierbei kaum möglich, in aller Regel aber auch nicht nötig. Vielmehr handelt es sich um ein Spektrum mit fließenden Übergängen, dessen Skala je nach Perspektive variiert. Steht aus staatsrechtlicher Sicht die Einbindung privatautonomer Kräfte in die Staatsfunktionen im Vordergrund,¹⁴ spannt sich die Differenzierung aus dem Blickwinkel des Privatrechts eher zwischen den Polen des spontanen oder indizierten Handelsbrauchs und formaler Regulierung.¹⁵ So ist der Deutsche Corporate Governance Kodex nach seinem eigenen Verständnis „Selbstorganisation der Wirtschaft“.¹⁶ Geschaffen von einer aus Interessenvertretern und fachkundigen Privaten zusammengesetzten Regierungskommission, ist der Kodex gleichermaßen privat gesetztes Recht mit den

⁹ P. BUCK-HEEB/A. DIECKMANN, Selbstregulierung, 20.

¹⁰ T. M. J. MÖLLERS/B. FEKONJA, ZGR 2012, 777, 779.

¹¹ P. BUCK-HEEB/A. DIECKMANN, Selbstregulierung, 13, 45; C. CALLIESS, Zeitschrift für Medien- und Kommunikationsrecht (AfP) 2002, 465, 466.

¹² W. HOFFMANN-RIEM, in: Wechselseitige Auffangordnungen, 221, 302; E. SCHMIDT-ABMANN, in: Regulierte Selbstregulierung, 253, 255; siehe auch A. C. THOMA, Regulierte Selbstregulierung (2008).

¹³ G. BACHMANN, Private Ordnung, 47; vgl. P. BUCK-HEEB/A. DIECKMANN, Selbstregulierung, 20; zum Teil wird auch zwischen privater Fremdregulierung und Selbstregulierung im engeren Sinne unterschieden, vgl. J. DAMRAU, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht (2003), 58 f.; J. A. KÄMMERER, in: Kapitalmarktgesetzgebung, 145, 150.

¹⁴ Vgl. etwa die Typisierung bei E. SCHMIDT-ABMANN, in: Regulierte Selbstregulierung, 253, 259 ff.; W. HOFFMANN-RIEM, in: Wechselseitige Auffangordnungen, 221, 300 f.

¹⁵ J. BASEDOW, 56 Am. J. Comp. L 703, 708 ff. (2008). auf einer insgesamt achteiligen Skala.

¹⁶ Vgl. G. CROMME, Vorwort DCGK (2002).

Vorteilen der Selbstregulierung,¹⁷ genauso aber effektives Regulierungsinstrument.¹⁸

2. Selbstregulierungsbegriff im japanischen Kontext

Ein ähnlich abstrakt-weites Verständnis des Begriffs der Selbstregulierung (*jishu kisei*) ist auch der japanischen Literatur nicht gänzlich fremd. In der Regel ist dies aber auf den öffentlich-rechtlichen Diskurs beschränkt.¹⁹ Im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts wird der Terminus der Selbstregulierung dagegen in erster Linie mit der Organisation der Börse verbunden. Hierbei unterscheidet die Literatur nach den Einflussmöglichkeiten der Exekutive zwischen klassischer Selbstregulierung „von unten“ nach Vorbild der Londoner City und auf Gesetz basierender, öffentlich autorisierter Selbstregulierung „von oben“.²⁰ Anleihen an dem stärker von der Privatautonomie geprägten Verständnis der Selbstregulierung im westlichen Schrifttum sind dagegen im japanischen privatrechtlichen Diskurs eher selten. Auch die hier zu analysierenden Kodizes werden typischerweise nicht unter dem Begriff der Selbstregulierung besprochen.²¹ Der Diskurs findet stattdessen unter dem Terminus Soft Law statt.

II. Die Durchsetzungsperspektive: Soft Law als Frage der Verbindlichkeit

Der deutschen Rechtswissenschaft fällt der Umgang mit dem Begriff „Soft Law“ eher schwer.²² Dieser stammt ursprünglich aus dem Völkerrecht und verweist im Kern auf Regeln hoheitlichen Ursprungs ohne Anwendungsimperativ.²³ Privatrechtliche Abhandlungen verwenden den Begriff zumeist freier, gerade mit Blick auf den Deutschen Corporate Governance Kodex,²⁴ ziehen

¹⁷ J. KÖNDGEN, AcP 206 (2006), 477, 496; K. J. HOPT, in: FS Hoffmann-Becking, 563, 565 f.

¹⁸ J.-H. BINDER, ZJapanR Sonderheft 10 (2018), 127, 143 f.; P. BUCK-HEEB/A. DIECKMANN, Selbstregulierung, 99 ff.

¹⁹ M. DERNAUER, ZJapanR Sonderheft 10 (2018), 3, 4 bietet unter Verweis auf *Hiroki Harada* folgende Definition an: „arbitrary ordering by private entities in response to an outside impact and in conformity with public interests.“

²⁰ S. MAEDA, in: FS Kawamoto, 91, 97 f.; T. KATŌ, in: FS Egashira I (2), 683, 686; X. WEN, Soft Law Journal 22 (2013), 141, 141 ff.

²¹ Vgl. aber H. NODA, Shōji Hōmu 2109 (2016), 14, 16 f., der sich an dem britischen Verständnis der *self-regulation* orientiert sowie K. KAWAMURA, Shōji Hōmu 1940 (2011), 51, 58 Fn. 1, der auch private Vorschläge für einen Corporate Governance Code als Selbstregulierung bezeichnet.

²² S. AUGSBERG, Rechtsetzung (2003), 36; P. BUCK-HEEB/A. DIECKMANN, Selbstregulierung, 35.

²³ M. KNAUFF, Regelungsverbund, 215, aus dem japanischen Schrifttum T. SAITŌ, Hōritsu jihō 77:3 (2005), 1 f.

²⁴ J. KÖNDGEN, AcP 206 (2006), 477; K. J. HOPT, ZHR 175 (2011), 444, 445; vgl. M. KNAUFF, Regelungsverbund, 217 f., der *privates Recht* von der Betrachtung ausschließen will, dem DCGK aber Soft Law entsprechende Wirkung beimisst (*ibid.*, 244 f.).