

Peter Hommelhoff/Klaus J. Hopt  
Axel v. Werder  
(Hrsg.)

# Handbuch Corporate Governance

Leitung und Überwachung  
börsennotierter Unternehmen in  
der Rechts- und Wirtschaftspraxis

2. Auflage

**ols**  
Verlag  
Dr. Otto Schmidt  
Köln

**eBook**  
**SCHÄFFER**  
**POESCHEL**



Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,  
vielen Dank, dass Sie dieses E-Book erworben haben. Damit Sie das Produkt optimal nutzen können, möchten wir Sie gerne auf folgende Navigationsmöglichkeiten hinweisen:

Die Verlinkungen im Text ermöglichen Ihnen eine schnelle und komfortable Handhabung des E-Books. Um eine gewünschte Textstelle aufzurufen, stehen Ihnen im Inhaltsverzeichnis und im Register als Link gekennzeichnete Kapitelüberschriften bzw. Seitenangaben zur Verfügung.

Zudem können Sie über das Adobe-Digital-Editions-Menü »Inhaltsverzeichnis« die verlinkten Überschriften direkt ansteuern.

Erfolgreiches Arbeiten wünscht Ihnen  
der Schäffer-Poeschel Verlag



---

# **Handbuch Corporate Governance**

**Leitung und Überwachung  
börsennotierter Unternehmen  
in der Rechts- und Wirtschaftspraxis**

2., überarbeitete Auflage

herausgegeben von  
Peter Hommelhoff, Klaus J. Hopt und Axel v. Werder

2009  
Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart  
Verlag Dr. Otto Schmidt KG Köln

Herausgeber:

(em.) Prof. Dr. iur. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff, Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Partner der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt/Berlin;

Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt, Direktor (em.) des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg;

Prof. Dr. Axel v. Werder, Lehrstuhl für BWL – Organisation und Unternehmensführung, Technische Universität Berlin.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

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

E-Book-ISBN 978-3-7992-6339-9

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

© 2010 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH  
[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)  
[info@schaeffer-poeschel.de](mailto:info@schaeffer-poeschel.de)  
[www.otto-schmidt.de](http://www.otto-schmidt.de)  
[info@otto-schmidt.de](mailto:info@otto-schmidt.de)

Einbandgestaltung: Willy Löffelhardt/Melanie Frasch  
Satz: Typomedia GmbH, Ostfildern

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart  
Ein Tochterunternehmen der Verlagsgruppe Handelsblatt

## Vorwort zur zweiten Auflage

Unser Handbuch Corporate Governance ist in erster Auflage 2003 erschienen. Erst kurz zuvor zum 26.2.2002 war der Deutsche Corporate Governance Kodex aufgestellt worden. Wenig später folgten das Transparenz- und Publizitätsgesetz vom 19.7.2002, das den § 161 AktG n. F. mit dem comply or explain-Prinzip eingeführt und das Aktienrecht und dessen Corporate Governance-Prinzipien wesentlich verbessert hat, und zum 1.1.2002 das WpÜG, das mit seiner Regelung der Übernahmeangebote zum ersten Mal in Deutschland die externe Corporate Governance erfasst. Im Vorwort zur ersten Auflage ist deshalb von »Neuland« die Rede, das die Herausgeber mit diesem Handbuch zu betreten wagten. Umso erfreulicher war dann die unerwartet große Akzeptanz des Handbuchs. Es ist nicht nur von der Literatur breit aufgenommen worden, sondern hat auch Besprechungen sowohl von rechts- als auch von wirtschaftswissenschaftlicher Seite gefunden, also in den beiden Wissenschaftsbereichen, die wir mit dem Handbuch ansprechen und zu deren verstärkter Kooperation wir damit einen Beitrag leisten wollten.

Seit 2003 ist das Gebiet der Corporate Governance förmlich explodiert. Das Aktiengesetz ist mittlerweile 18mal geändert worden. Viele dieser Reformen versuchten, verbesserte Rahmenbedingungen für die Corporate Governance zu schaffen. Erwähnt seien nur das SpruchG von 2003, das BilRegG und das BilKoG von 2004, das UMAG von 2005, das TUG von 2007, das RisikobegrenzungsG mit wesentlichen Änderungen zum WpÜG und seinen Regelungen über den Markt für Unternehmenskontrolle (externe Corporate Governance) von 2008, das MoMiG ebenfalls von 2008 sowie von 2009 das ARUG und das VorstAG. Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist ebenfalls beinahe jedes Jahr geändert worden, hat neue Probleme aufgegriffen und zusätzliche Empfehlungen und Anregungen gebracht. Über die erfreuliche Akzeptanz berichtet einer von uns, Axel v. Werder, jährlich in seinem Kodex Report, zuletzt in Der Betrieb 2009, 689 ff. Auch das WpÜG ist mehrfach geändert worden und Übernahmen, auch feindliche, sind mittlerweile in Deutschland fest etabliert. Das Schrifttum zur Corporate Governance ist kaum mehr überschaubar, und zwar nicht nur das aktien- und übernahmerechtliche allgemein, sondern gerade auch das speziell zur Corporate Governance. Das gilt für die Rechts- und Wirtschaftswissenschaften gleichermaßen. Der führende Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex liegt bereits in dritten Auflage 2008 vor.

Zu alledem ist seit kurzem die Finanzmarktkrise gekommen, die viele unserer herkömmlichen Vorstellungen auf den Prüfstand gestellt hat und zu weiteren tiefgreifenden Reformen im Bank-, Finanz-, Kapitalmarkt- und Aktiengesetz führen wird. Das gilt nicht nur für Deutschland, sondern auch für Europa und international. In der Öffentlichkeit und von interessierter Seite ist teilweise sogar die Rede davon, das System insgesamt habe versagt, Politik statt (!) Markt sei gefragt oder gar die Banken müssten verstaatlicht werden. Richtig ist demgegenüber, dass zwar grundlegende Reformen Not tun. Ihre Kunst wird es aber sein, Regeln für Krisenzeiten und für die Prävention von solchen zu finden, ohne das marktwirtschaftliche System insgesamt in Frage zu stellen und protektionistisch überzuregulieren. Der Staat weiß gewiss nicht mehr als der Markt, wie der gerne vergessene Beginn der Krise deutlich gezeigt hat. Auch wird das Verhältnis von Selbstregulierung und zwingendem und dispositivem Recht neu austariert werden müssen. Die Diskussion um das VorstAG hat diese Notwendigkeit klar gezeigt. Eine ausgewogene, zupackende, aber doch nicht lähmende Corporate Governance ist deshalb mehr denn je gefragt.

Die drei Herausgeber haben mit dieser 2. Auflage an ihrem bewährten Konzept festgehalten, beide Disziplinen, die Rechts- und die Wirtschaftswissenschaften, und nicht nur die Wissenschaft, sondern ganz nachhaltig auch die Praxis mit einzubinden. Diese zweite Auflage bringt 34 Beiträge deutscher und aus der Schweiz, Belgien und den USA stammender Autoren zusammen. Diese kommen wiederum aus den Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, aus der Unternehmens-, Bank- und Investmentpraxis, aus der Rechtsanwaltschaft, dem Wirtschaftsprüferstand und aus dem Bundesgerichtshof. Einzelheiten über ihre Themen und allgemeiner zum Konzept dieses Handbuchs Corporate Governance sind in dem Beitrag von Hopt über die Rahmenbedingungen der Corporate Governance dargestellt. Erwähnt sei hier nur die Neuaufnahme eines ausführlichen Literaturüberblicks zur Corporate Governance.

Die Herausgeber schulden wiederum vielen Dank. An der Universität Heidelberg ist insbesondere Herr Tobias van Beuningen zu nennen. Am Max-Planck-Institut in Hamburg haben vor allem Herr Jun.-Prof. Dr. Patrick Leyens, Universität Hamburg, sowie die Herren wiss. Mitarbeiter Daniel Annoff und Sven Sievert mitgearbeitet. An der Technischen Universität Berlin sind wir zu Dank verpflichtet Herrn Dipl. Oek. Sebastian Pitschner. Die Druckvorbereitung der in Hamburg zu bearbeitenden Beiträge hat Frau Ingeborg Stahl übernommen. Beim Verlag Schäffer-Poeschel danken wir für vielfältige Hilfe und große Geduld Frau Marita Mollenhauer.

*Peter Hommelhoff*  
Universität Heidelberg

*Klaus J. Hopt*  
Max-Planck-Institut Hamburg

*Axel v. Werder*  
Technische Universität Berlin

---

## Vorwort zur ersten Auflage

Noch vor wenigen Jahren war der Begriff Corporate Governance in Deutschland nur einer kleinen Zahl Eingeweihter bekannt. Heute ist er in aller Munde. Der Deutsche Corporate Governance Kodex liegt seit 26.2.2002 vor und ist im Mai 2003 bereits strenger gefasst worden. Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem Transparenz- und Publizitätsgesetz vom 19.7.2002 dem Kodex sein Backing gegeben und verlangt seine Respektierung nach der internationalen Formel »comply or explain«. Zwischenzeitlich liegen auch erste Kommentierungen des Deutschen Corporate Governance Kodex vor. Das ist gut und nützlich. Mit dem vorliegenden Handbuch ist aber mehr gewollt.

Corporate Governance ist entgegen einer in der Praxis und teilweise auch in der Wissenschaft verbreiteten Meinung nicht nur eine Angelegenheit von Kodices und soft law, so wichtig diese sind. Corporate Governance resultiert weitergehend aus den gesetzlichen Rahmenbedingungen, die in Deutschland vor allem das Aktien- und das Mitbestimmungsrecht (sogenannte interne Corporate Governance) und mittlerweile auch das seit 1.1.2002 geltende Wertpapiererwerbs- und -übernahmegesetz (WpÜG) über den Markt für Unternehmenskontrolle (externe Corporate Governance) setzen, aber auch und besonders aus der praktischen Handhabung der Unternehmensführung und -kontrolle innerhalb der rechtlichen und anderen Rahmenbedingungen. Für die Unternehmen ist eine gute Corporate Governance nämlich nicht nur eine Sache der Befolgung von Gesetzen und Kodices, sondern eine Frage der eigenen Leistungsfähigkeit und des Wettbewerbs am deutschen und internationalen Markt. Für sie kommt es also darauf an, nicht nur Normen zu beachten, sondern Probleme zu erkennen und ihre internen Strukturen und Abläufe so zu organisieren, dass ihre Corporate Governance ihren jeweiligen Besonderheiten am ehesten entspricht.

Im Hinblick darauf haben sich die drei Herausgeber – zwei Juristen und ein Ökonom – zusammengetan, um den Unternehmen und allen mit der Wissenschaft und Praxis der Corporate Governance in Deutschland Befassten den rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen State of the Art der Corporate Governance zugänglich zu machen. Sie haben zu diesem Zweck 39 deutsche und aus der Schweiz, Belgien und den USA kommende Autoren aus den Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, aus der Unternehmens-, Bank- und Investmentpraxis, aus der Rechtsanwaltschaft, dem Wirtschaftsprüferstand und aus dem Bundesgerichtshof zusammengerufen. Diese haben es unternommen, die zahlreichen, sehr verschiedenen Probleme, die sich den Unternehmen und allen Beteiligten mit der Corporate Governance stellen, jeweils aus wirtschaftswissenschaftlicher und rechtlicher Sicht zu beleuchten. Ausgangspunkt sind die Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance (Märkte, Recht und außerrechtliche Regeln) sowie die Ziele und Bezugsgruppen des Unternehmens einschließlich der deutschen Arbeitnehmermitbestimmung. Auf diesem Hintergrund befasst sich das Handbuch dann schwerpunktmäßig mit den praktischen Problemen der Führung und Kontrolle durch Vorstand und Aufsichtsrat im unabhängigen und im Konzernunternehmen. Corporate Governance bedarf nicht nur der Einrichtung, sondern der laufenden Pflege, aber auch der Transparenz, Prüfung und Kommunikation, und sie muss laufend verbessert, also evaluiert, und effektiv durchgesetzt werden. Jeder dieser Problemkreise wird in diesem Handbuch – in der Regel durch ein Tandem von Wirtschafts- und Rechtswissenschaftlern bzw. -praktikern – mit den notwendigen weiterführenden Hinweisen abgehandelt.



Die Herausgeber und die Autoren sind sich bewusst, dass sie mit diesem Anspruch des Corporate Governance-Handbuchs Neuland betreten. Das zeigt sich schon darin, dass zwei Verlage – ein wirtschaftsrechtlich und ein wirtschaftswissenschaftlich ausgerichtetes – das Buch verlegen und damit bewusst unterschiedliche Adressatenkreise ansprechen und, ambitioniert, ins Gespräch bringen wollen. Mit dem Corporate Governance Handbuch wollen die Herausgeber den Unternehmen und allen, die mit Corporate Governance zu tun haben, ein Arbeitsinstrument an die Hand geben, das Zusammenhänge erschließt, auf Probleme hinweist, Problemlösungen anbietet und dort, wo heute noch keine Antworten möglich sind, Fragen stellt und Anregungen gibt. Die Herausgeber nehmen deshalb gerne alle Anregungen auf, was in einer künftigen zweiten Auflage aus Unternehmenssicht noch berücksichtigt werden sollte.

Die Herausgeber schulden vielen helfenden Händen und Köpfen Dank. An der Universität Heidelberg ist insbesondere Frau stud. iur. Eva Schweitzer, an der Technischen Universität Berlin Herr Dipl.-Kfm. Stephan Bültel zu nennen. Am Max-Planck-Institut in Hamburg haben an der Erstellung und Korrektur von Literaturverzeichnis und Fußnoten mitgearbeitet: die Herren Rechtsreferendare Jörn Kowalewski, Patrick Leyens, Kay Rothenhöfer und Philipp Rühland sowie cand. iur. Jan Reiche. Die Druckvorbereitung der in Hamburg zu bearbeitenden Beiträge hat Frau Ingeborg Stahl übernommen.

Ihnen allen danken wir herzlich. Dank schulden wir auch den beiden Verlagen Dr. Otto Schmidt und Schäffer-Poeschel, die den Vorschlag der Herausgeber, ein Werk von Ökonomen und Juristen gemeinsam zu verlegen und zu vertreiben, bereitwillig aufgegriffen haben und damit in Deutschland Maßstäbe für interdisziplinäre Zusammenarbeit auch der Verlage gesetzt haben, sowie Frau Dr. Birgitta Peters und Frau Ass. jur. Marita Mollenhauer für Sachkunde, Initiative und Geduld, die uns unsere Arbeit sehr erleichtert haben.

*Peter Hommelhoff*  
Universität Heidelberg

*Klaus J. Hopt*  
Max-Planck-Institut  
für Privatrecht

*Axel v. Werder*  
Technische Universität  
Berlin

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur zweiten Auflage .....	V
Vorwort zur ersten Auflage .....	VI
Abkürzungsverzeichnis .....	XIII

### **Teil A: Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance**

<i>Axel v. Werder</i> Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance .....	3
<i>Klaus J. Hopt</i> Die internationalen und europarechtlichen Rahmenbedingungen der Corporate Governance .....	39
<i>Peter Hommelhoff/Martin Schwab</i> Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance: Gesetz, Satzung, Codices, unternehmensinterne Grundsätze .....	71
<i>Marcus Lutter</i> Deutscher Corporate Governance Kodex .....	123
<i>Eddy Wymeersch</i> Corporate Governance Regeln in ausgewählten Rechtssystemen .....	137

### **Teil B: Ziele und Bezugsgruppen des Unternehmens**

<i>Reinhard H. Schmidt/Marco Weiß</i> Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragen .....	161
<i>Holger Fleischer</i> Shareholders vs. Stakeholders: Aktienrechtliche Fragen .....	185
<i>Joachim Faber</i> Institutionelle Investoren (einschließlich Hedgefonds und Private Equity) .....	219
<i>Katharina Pistor</i> Corporate Governance durch Mitbestimmung und Arbeitsmärkte .....	231

**Teil C:  
Strukturen, Organe und Personalwirtschaft der Corporate Governance  
im Unternehmen: Vorstand und Aufsichtsrat**

*Peter Böckli*

Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs-  
und Aufsichtssystems ..... 255

*Hartmut Oetker*

Vorstand, Aufsichtsrat und ihr Zusammenwirken aus rechtlicher Sicht ..... 277

*Peter Witt*

Vorstand, Aufsichtsrat und ihr Zusammenwirken aus betriebswirtschaftlicher Sicht ... 303

*Marcus Lutter*

Die personelle Auswahl von Aufsichtsratsmitgliedern – die rechtliche Sicht ..... 321

*Axel v. Werder*

Qualifikation und Auswahl von Aufsichtsratsmitgliedern  
aus betriebswirtschaftlicher Sicht ..... 331

*Heinz Evers*

Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung ..... 349

**Teil D:  
Kernprozesse der Corporate Governance im Unternehmen:  
Führung und Kontrolle durch Vorstand und Aufsichtsrat**

*Christoph H. Seibt*

Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat (dualistisches Leitungssystem)  
bzw. innerhalb des Verwaltungsrats (monistisches Leitungssystem) ..... 391

*Thomas M. J. Möllers*

Treuepflichten und Interessenkonflikte bei Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern .. 423

*Wolfgang Ballwieser*

Controlling und Risikomanagement ..... 447

*Martin Winter/Stephan Harbarth*

Corporate Governance und Unternehmensübernahmen:  
Anforderungen an das Verhalten von Vorstand und Aufsichtsrat des Bieters  
und der Zielgesellschaft ..... 463

*Wolfgang Gerke/Ferdinand Mager/Till Förstemann*

Die Rolle von Finanzintermediären bei der Corporate Governance im Wandel ..... 503

**Teil E:****Transparenz und Prüfung der Corporate Governance im Unternehmen:  
Rechnungslegung, Abschlussprüfung, Kommunikation***Bernhard Pellens/Adam Strzyz*

Rechnungslegung von Unternehmen und Konzernen ..... 533

*Daniela Mattheus*

Die Rolle des Abschlussprüfers in der Corporate Governance ..... 563

*Gerhard Cromme/Jürgen Claassen*

Unternehmenskommunikation als Element der Corporate Governance ..... 603

**Teil F:****Evaluation und Sanktionierung der Corporate Governance:  
Anteilseigner, Selbstkontrolle, Staatsaufsicht***Axel v. Werder/Jens Grundei*

Evaluation der Corporate Governance ..... 629

*Eberhard Scheffler*

Enforcement der Rechnungslegung ..... 653

*Hanno Merkt*

Selbstkontrolle und Staatsaufsicht bei der Corporate Governance ..... 683

*Wulf Goette*

Haftung ..... 713

*Reinhard Bork*

Sonderprüfung, Klageerzwingung ..... 743

**Teil G:****Corporate Governance in Sonderlagen***Peter Hemeling*

Die Corporate Governance der Societas Europaea (SE) ..... 769

*Detlef Kleindiek*

Konzernstrukturen und Corporate Governance:

Leitung und Überwachung im dezentral organisierten Unternehmensverbund ..... 787

---

<i>Christine Windbichler</i> Corporate Governance internationaler Konzerne unter dem Einfluss kapitalmarktrechtlicher Anforderungen .....	825
<i>Peter Bettermann/Oliver Heneric</i> Corporate Governance in börsenfernen Familiengesellschaften .....	849
<i>Dietrich Budäus/Dennis Hilgers</i> Public Corporate Governance .....	883
<i>Gottfried Wohlmannstetter</i> Corporate Governance von Banken .....	905
<i>Patrick C. Leyens</i> Anhang: Ausgewählte Literatur zur Corporate Governance .....	931
Stichwortverzeichnis .....	953

## Abkürzungsverzeichnis

a.	auch
a.A.	anderer Ansicht/Auffassung
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
a.M.	anderer Meinung
aaO	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
abgedr.	abgedruckt
Abl./ABL	Amtsblatt
Abl.EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft (Zeitschrift)
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
abw.	abweichend
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch von 1861
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift); Amtsgericht
ähnl.	ähnlich
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AKEIÜ	Arbeitskreis Externe und Interne Überwachung
AktG	Aktiengesetz
AktG-E	Aktiengesetz-Entwurf
allg.	allgemein
Alt.	Alternative
AMF	Autorité de Marchés Financiers
Anm.	Anmerkung/en
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AOP	Aktien-Options-Plan
AP	Arbeitsrechtliche Praxis (Zeitschrift)
APAK	Abschlussprüferaufsichtskommission
AR	Aufsichtsrat
ArbR	Arbeitsrecht
ARC	Accounting Regularity Committee
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
AT	außertariflich
Aufl .	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BB	Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft
BCC	British Company Cases
BCLC	Butterworths Company Law Cases
Bd.	Band
Bearb.	Bearbeiter
BeckBilKomm	Beck'scher Bilanzkommentar
Begr./begr.	Begründung/begründet
BEHG	Schweizerisches Gesetz über die Börsen und den Effektenhandel
Beil.	Beilage

Betr., betr.	Betreff, betrifft
BetrAVG	Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBL	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BHO	Bundeshaushaltsordnung
BilKoG	Bilanzkontrollgesetz
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BilReG	Bilanzrechtsreformgesetz
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BörsG	Börsengesetz
BörsZulVO	Börsenzulassungs-Verordnung
BR	Deutscher Bundesrat
BR-Druck.	Bundesrats-Drucksache
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
BT	Deutscher Bundestag
BT Drs.	Bundestags-Drucksache
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BWL	Betriebswirtschaftslehre
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
c. p.	ceteris paribus
ca.	circa
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
CF	Cash Flow
CFO	Chief Finance Officer
CG	Corporate Governance
Ch.D.	Chancery Division
City Code	City Code on Takeovers and Mergers (Großbritannien)
Co.	Compagnie
CoC	Change of Control
CTA	Contract Trust Arrangements
d. h.	das heißt
D&O	Directors & Officers Liability (Insurance)
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCF	Discounted Cash Flow
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex

---

Del.	Delaware
ders.	derselbe
DGB	Deutscher Gewerkschaftsbund
Dipl.	Diplom
DJT	Deutscher Juristentag
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung
Dr.	Doktor
DrittelbG	Drittelbeteiligungsgesetz
DRS	Deutscher Rechnungslegungsstandard
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee e.V.
Drucks.	Drucksache
DSR	Deutscher Standardisierungsrat
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DTI	Department of Trade and Industry (Großbritannien)
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
DWS	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
E.	Entwurf (Gesetz-)
e. V.	eingetragener Verein
EASD	European Association of Securities Dealers
ebda	ebenda
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Gewinn vor Zinsen und Steuern)
EBITA	Earnings before Interest, Taxes, and Amortization (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände)
EBOR	European Business Organization Review
EBRG	Gesetz über Europäische Betriebsräte
EBS	European Business School
EBT	Earnings before Taxes
ECLR	European Competition Law Review
E-Commerce	Electronic Commerce
ED	exposure draft
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EECS	European Enforcers Coordination Sessions
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
EG	Europäische Gemeinschaft
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
EGHGB	Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
einschl.	einschließlich
Einzelnachw.	Einzelnachweis
E-Mail	Electronic Mail
emerit.	emeritus
endg.	endgültig
entspr.	entsprechend
EStG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii/et aliter
et sequ.	et sequitur (folgend)



etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
evtl.	eventuell
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
F&E	Forschung & Entwicklung
f./ff.	folgend(e)
FamFG	Gesetz über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit
FASB	Financial Accounting Standards Board
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FD	Fair Disclosure
FGG	Gesetz zur Freiwilligen Gerichtsbarkeit
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FN/Fn.	Fußnote
FRRP	Financial Reporting Review Panel
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority (Großbritannien)
G+V	Gewinn und Verlust
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GB	Geschäftsbericht
GCCG	German Code of Corporate Governance
gem.	gemäß
GenG	Gesetz betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften
GesR	Gesellschaftsrecht
GesRZ	Der Gesellschafter, Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GEX	German Entrepreneurial Index der Deutschen Börse
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GK	Großkommentar
GM	General Motors
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
GoF	Geschäfts- oder Firmenwert
GoÜ	Grundsätze ordnungsmäßiger Überwachung
GoU	Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensleitung
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht (Zeitschrift)
GTZ	Deutsche Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit
GuV	Gewinn und Verlustrechnung
h. c.	honoris causa
h.M.	herrschende Meinung
H.R.	House of Representatives
Habil.	Habilitation
HB	Handelsbilanz
Hdb.	Handbuch
HdJ	Handbuch des Jahresabschlusses
HFA	Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.

---

HGB	Handelsgesetzbuch
HGB-E	HGB-Entwurf
Hrsg.	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
HVB	HypoVereinsbank AG
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
i.S.	im Sinne
i.S.d.	im Sinne der, des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinn
IAS	International Accounting Standard(s)
IASB	International Accounting Standard Board
IASC	International Accounting Standard Committee
ICGN	International Corporate Governance Network
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFAC	International Federation of Accountants
IFAG-PSC	International Federation of Accounting - Public Sector Committee
IFRIC	International Financial Reporting Interpretation Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IG	Industriegewerkschaft
IKB	Deutsche Industriebank
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
IPSAS	International Public Sector Accounting Standards
ISA	International Standards on Auditing
IT	Informationstechnik
Jg.	Jahrgang
JURA	Juristische Ausbildung (Zeitschrift)
JW	Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
JZ	Juristenzeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
Kap.	Kapitel
KapAnlG	Kapitalanlagegesetz
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
Kodex-Komm.	Kodex-Kommentar
KölnKomm.	Kölner Kommentar
Komm.	Kommentar
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
krit.	kritisch
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LBO	Leveraged Buyout
Lfrg.	Lieferung
LG	Landgericht

lit.	litera, Buchstabe
Lit.	Literatur
LM	Nachschlagewerk des Bundesgerichtshofs (Lindenmaier und Möhring)
LSC	Lois sur les Sociétés Commerciales
LTI	Long Term Incentives
M&A	Mergers and Acquisitions
m.a.W.	mit anderen Worten
m. Anm.	mit Anmerkung
m. E.	meines Erachtens
m. N.	mit Nachweisen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
m.z.N.	mit zusätzlichen Nachweisen
MA	Master of Arts
MDAX	Midcap-Index der Deutschen Börse
Mio.	Million
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
MOEL	mittel- und osteuropäische Länder
Mrd.	Milliarden
MünchHdb	Münchener Handbuch
MünchKomm.	Münchener Kommentar
n. F.	neue Fassung
NACD	National Association of Chemical Distributors
NED	Non-Executive Director
Nemax 50	(ehemaliger) Neuer Markt-Index der Deutschen Börse
NEO	Non Executive Officer
NJW	Neue Juristische Wochenzeitung
No.	Numero
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o. V.	ohne Verfasser
öAktG	Österreichisches Aktiengesetz
OCI	Other Comprehensive Income
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OGH	Österreichischer Oberster Gerichtshof
OLG	Oberlandesgericht
OLGR	OLG Report
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
öÜbG	Österreichisches Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (Übernahmegesetz)
OwiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
p. a.	per annum
para.	paragraph
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
PCG	Public Corporate Governance
PDG	président-directeur général
PE	Private Equity
PhD	Philosophiae Doctor
Prof.	Professor

---

PS	Prüfungsstandards
PublG	Publizitätsgesetz
R/Rdnr.	Randnummer
RefE	Referenten-Entwurf
REG	Rückerstattungsgesetz
RegE	Regierungsentwurf
rev.	veröffentlicht
RG	Reichsgericht
RGZ	Amtliche Sammlung von Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Richtl.	Richtlinien
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity
RpflG	Rechtspflegergesetz
Rs.	Rechtssache
RS HFA	IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung des Hauptfachausschusses
Rspr.	Rechtsprechung
Rz.	Randziffer
S.	Seite/Satz
s.	siehe
S. A.	Société anonyme
SARs	Stock Appreciation Rights
SCBP	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance
SDAX	Smallcap-Index der Deutschen Börse
SE	Societas Europaea
SE-RL	Societas Europaea-Richtlinie
SE-VO	Societas Europaea-Verordnung
SEAG	Societas Europaea-Ausführungsgesetz
SEBG	Societas Europaea-Beteiligungsgesetz
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
sec.	section
SEStG	Gesetz über steuerliche Begleitmaßnahmen zur Einführung der Europäischen Gesellschaft und zur Änderung weiterer steuerrechtlicher Vorschriften
SFAS	Statements of Financial Accounting Standards
SHV	Shareholder Value
SIC	Standing Interpretation Committee
Slg.	Sammlung
SME	small and medium-sized Entities
SOA	Sarbanes-Oxley Act
sog.	sogenannt(e)
sonst.	sonstige
SOX	Sarbanes Oxley-Act
Sp.	Spalte
StGB	Strafgesetzbuch
str.	streitig
sub.	unter
Tab.	Tabelle
TecDAX	Technologie-Index der Deutschen Börse

TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
Tsd.	Tausend
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
Tz.	Teilziffer/Textziffer
u.	und
u. ä.	und ähnlich
u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
UEV-UEK	Schweizerische Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote
UK	United Kingdom
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
umfangr.	umfangreich
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil
US	United States
USA	United States of America
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
usw.	und so weiter
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	vom/von
v. a.	vor allem
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz
vs.	versus
VSE	Verordnung zur Europäischen Gemeinschaft
Vw.	Volkswirt
WBl	Wirtschaftsrechtliche Blätter (Zeitschrift)
WEG	Wohnungseigentumsgesetz
weit.	weiter(e)
WM	Wertpapiermitteilungen (Zeitschrift)
WP	Wirtschaftsprüfer
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPK	Wirtschaftsprüferkammer
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer

---

ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
zutr.	zutreffend



---

**Teil A:**  
**Regelungsquellen und Regelungsebenen**  
**der Corporate Governance**





---

# Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance

Axel v. Werder\*

- A. Begriff und aktuelle Bedeutung der Corporate Governance
- B. Grundtatbestände der Corporate Governance
  - I. Corporate Governance im Spannungsfeld von Opportunismusrisiken und Opportunismuschancen
  - II. Funktionen der Corporate Governance
  - III. Unternehmensinteresse als Leitmaxime
- C. Gestaltungskonzepte der Corporate Governance
  - I. Governancemechanismen
  - II. Governanceprinzipien
  - III. Regelungsinstrumente
- D. Corporate Governance Systeme
  - I. Systemelemente und Systemtypen
  - II. Systemwettbewerb
  - III. Corporate Governance und Unternehmenserfolg
- E. Ausblick

Literatur

---

\* Prof. Dr. Axel v. Werder, Lehrstuhl für BWL – Organisation und Unternehmensführung, Technische Universität Berlin.

## A. Begriff und aktuelle Bedeutung der Corporate Governance

Der angelsächsische Terminus Corporate Governance (CG) hat seit Mitte der 90er Jahre verstärkt Eingang in die deutsche Fachliteratur gefunden<sup>1</sup> und markiert heute eines der am meisten diskutierten Managementthemen. CG bezeichnet in einer Kurzformel den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens<sup>2</sup>. Der Terminus lässt sich nicht ohne weiteres wörtlich übersetzen, weist jedoch weitgehende Überschneidungen mit dem deutschen Begriff der Unternehmensverfassung auf<sup>3</sup>. Während die Unternehmensverfassung aber primär die Binnenordnung des Unternehmens (durch Festlegung von Informations- und Entscheidungsrechten verschiedener Akteure bzw. Interessengruppen) betrifft, werden unter dem Stichwort CG auch Fragen der (rechtlichen und faktischen) Einbindung des Unternehmens in sein Umfeld (wie namentlich den Kapitalmarkt) adressiert. Dementsprechend kann zwischen einer internen und einer externen Governanceperspektive differenziert werden<sup>4</sup>. Bei der Innensicht der CG geht es um die jeweiligen Rollen, Kompetenzen und Funktionsweisen sowie das Zusammenwirken der Unternehmensorgane wie Vorstand und Aufsichtsrat. Die Außensicht der CG hingegen bezieht sich auf das Verhältnis der (Träger der) Unternehmensführung zu den wesentlichen Bezugsgruppen des Unternehmens (Stakeholder), wobei den Anteilseignern (Shareholdern) im Kreis der Stakeholder besondere Bedeutung zukommt.

Im Einzelnen werden in der Governancediskussion allerdings höchst vielschichtige und verschiedenartige Fragestellungen verfolgt, die unterschiedlich weite Begriffsfassungen erkennen lassen. Dabei kann im Zeitablauf eine deutliche Ausdehnung des Begriffs der CG festgestellt werden. Im ursprünglichen, amerikanisch geprägten Verständnis betreffen Governancefragen das (Kontroll-)Verhältnis zwischen den Aktionären (als Eigentümern des Unternehmens) und dem Management (als Inhaber der Verfügungsmacht im Unternehmen)<sup>5</sup>. Diese Richtung steht in der Tradition der bahnbrechenden Untersuchung von Berle und Means über die dysfunktionalen Wirkungen der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht<sup>6</sup>. In der (kontinental-)europäischen Debatte und zunehmend auch in der angelsächsischen Literatur<sup>7</sup> wird der Fokus dagegen breiter angelegt. Neben Governanceproblemen zwischen Aktionären und Management werden auch solche im Verhältnis zwischen dem Management und anderen Stakeholdern sowie zwischen verschiedenen Stakeholdergruppen thematisiert. Ferner finden Fragen der Binnenorganisation der Unter-

1 Vgl. etwa *Baums et al.*, Investors; *Assmann*, Governance; *Picot*, Governance; *Scheffler*, Governance; *Feddersen et al.*, Governance.

2 Vgl. *Hopt/Prigge*, Preface, S. v; *Böckli*, Governance, S. 2 f.; *v. Werder*, Code, S. 2; *v. Werder*, in: *Kodex-Komm.*, Rn. 1.

3 Vgl. auch *Kübler*, Aktienrechtsreform, S. 141 f.; *Schmidt*, Kontinuität, S. 65; *v. Werder*, Corporate Governance, Sp. 160 f., sowie allgemein zur Unternehmensverfassung *Chmielewicz et al.*, Unternehmensverfassung; *Bleicher/Wagner*, Unternehmensverfassung, S. 3 f.

4 Siehe zu dieser Unterscheidung auch *Walsh/Seward*, Efficiency, S. 422; *Hopt*, Grundsätze, S. 782; *Zingales*, Search, S. 1642; *Schmidt*, Kontinuität, S. 76 f.

5 Vgl. auch *Hess*, Governance, S. 10; *Prigge*, Survey, S. 945; *Emmons/Schmidt*, Governance, S. 59.

6 *Berle/Means*, Corporation.

7 Siehe dazu Fn. 26.

nehmensführung im Kontext der CG verstärkt Beachtung. Dabei steht insgesamt die große börsennotierte (Aktien-)Gesellschaft nach wie vor im Mittelpunkt des Interesses, da sich die typischen Governanceprobleme hier in besonders markanter Form zeigen. Allerdings werden verstärkt auch andere Rechtsformen und Unternehmen mittlerer Größenordnungen aus dem Blickwinkel ihrer spezifischen Anforderungen an die CG analysiert<sup>8</sup>.

Die inhaltliche Nähe von CG und Unternehmensverfassung weist bereits darauf hin, dass die Erörterung der hiermit angesprochenen Fragen der Unternehmensführung gerade in Deutschland eine lange Tradition hat<sup>9</sup>. Dies gilt nicht zuletzt auch für die Auseinandersetzung mit der (mangelnden) Effizienz der Führungsorgane wie namentlich dem Aufsichtsrat<sup>10</sup>. Gleichwohl lässt sich ohne Zweifel konstatieren, dass die Diskussion über zweckmäßige Formen der Leitung und Überwachung börsennotierter Gesellschaften in den letzten Jahren unter dem Stichwort CG sowohl national als auch international einen bislang noch nicht da gewesenen Stellenwert erlangt hat. Dabei beschränkt sich die Bedeutung keineswegs nur auf den wissenschaftlichen Diskurs. Bemerkenswert ist vielmehr auch die große Resonanz der Thematik in der Wirtschaftspraxis sowie nicht zuletzt beim Gesetzgeber, die sich in einer immer rascheren Abfolge von Gesetzesänderungen niederschlägt<sup>11</sup>.

Treiber der CG-»Bewegung«<sup>12</sup> sind zum einen die Globalisierung der Wirtschaft und die Liberalisierung der Kapitalmärkte, da die global operierenden, einflussreichen Kapitalmarktakteure wie namentlich die großen institutionellen Investoren (z. B. Pensionsfonds) den Governancemodalitäten der Unternehmen mit Nachdruck Beachtung schenken<sup>13</sup>. Schubkraft erhält die Diskussion um effiziente und transparente Formen der Unternehmensführung zum anderen generell durch spektakuläre Fälle von Missmanagement und Unternehmensschiefen. Infolgedessen werden im Zuge der aktuellen dramatischen Finanz- und Wirtschaftskrise bisherige Governancemodalitäten mit besonderer Konsequenz in Frage gestellt. Den Hintergrund dieser Debatte bildet das bemerkenswerte Phänomen, dass die hochriskanten und teils offensichtlich schlicht kriminellen<sup>14</sup> Geschäftsmodelle im Finanzsektor gerade in der Periode massiver weltweiter Bemühungen zur Verbesserung der

---

8 Vgl. z. B. *Daily/Dalton*, Relationship; *Fiegener et al.*, Composition; *Johannisson/Huse*, Recruiting; *Talaulicar et al.*, Start-ups; *Claussen/Bröcker*, Kodex; *Grundei/Talaulicar*, Start-ups; *Hopt*, Board Structures; *Weissenberger-Eibl/Spieth*, Family Business; *Ingley/McCaffrey*, Start-Up; *Jaskiewicz/Klein*, Goal Alignment; *Uhlaner/Wright/Huse*, Private Firms; *Voordeckers/Van Gils/Van den Heuvel*, Board Composition.

9 Vgl. z. B. *Boetcher et al.*, Unternehmensverfassung; *Steinmann/Gerum*, Reform; *Witte*, Verfassung, S. 331 ff.; *Bohr et al.*, Unternehmungsverfassung; *Chmielewicz et al.*, Unternehmungsverfassung, sowie auch den historischen Rückblick von *Potthoff*, Wandlungen, S. 318 ff. Siehe zum Folgenden auch *v. Werder*, Code, S. 2 ff.; *v. Werder*, Kodex, S. 801.

10 Siehe exemplarisch schon *Schmalenbach*, Überwachungspflicht, mit teils drastischer Kritik.

11 Vgl. hier nur die Zusammenstellung wichtiger einschlägiger Gesetze aus den letzten Jahren bei *Pfitzer/Oser/Orth*, Reform; *v. Werder*, Entwicklungstrends, S. 69 ff., sowie auch bei *Hopt* und *Hommelhoff/Schwab* (in diesem Handbuch).

12 *Hommelhoff*, OECD, S. 239 f.; *Grechenig et al.*, Bewegung.

13 Vgl. auch *Faber* (in diesem Handbuch), S. 219 ff.

14 Erwähnt sei an dieser Stelle nur das »Schneeballsystem« von Bernard L. Madoff Investment Securities LLC, das einen der bislang größten Betrugsfälle der Wirtschaftsgeschichte markiert. Vgl. dazu *Benders/Slodcyk* (2008), S. 10.

CG entwickelt und praktiziert worden sind<sup>15</sup>. Ausgehend von diesem Befund werden Grundsatzzfragen zum Verhältnis Markt und Regulierung<sup>16</sup> ebenso intensiv diskutiert wie Einzelaspekte der CG, die etwa die Vergütung<sup>17</sup> und die Verantwortung<sup>18</sup> der Manager betreffen.

## B. Grundtatbestände der Corporate Governance

### I. Corporate Governance im Spannungsfeld von Opportunismusrisiken und Opportunismuschancen

#### 1. Unternehmen als Vertragsnetzwerke

Unternehmen bilden Orte der Bündelung von Beiträgen verschiedener Akteure bzw. Bezugsgruppen (z. B. Anteilseigner, Arbeitnehmer, Lieferanten und Gläubiger) zur arbeitsteiligen Wertschöpfung unter Leitung eines Top Managements<sup>19</sup>. Dabei werden die Beziehungen der Bezugsgruppen zum Unternehmen in expliziten oder impliziten Verträgen geregelt<sup>20</sup>. Die Governanceprobleme des Unternehmens lassen sich im Kern darauf zurückführen, dass die geschlossenen Verträge zwangsläufig bis zu einem gewissen Grade unvollständig sind und die diversen Bezugsgruppen teils unterschiedliche Interessen verfolgen. Je nach ihren Einflussmöglichkeiten auf das Unternehmensgeschehen können die Akteure somit versuchen, die Unvollständigkeiten der Verträge zu ihren Gunsten – und damit meist zu Lasten anderer Bezugsgruppen – auszunutzen. Je nach ihren Verhaltensmustern werden sie dieser Versuchung auch tatsächlich erliegen.

Verträge sind unvollständig, da und soweit sie sich auf Transaktionen in der Zukunft beziehen und nicht alle (komplexen und unvorhersehbaren) Entwicklungen im Austauschverhältnis zwischen den Vertragsparteien im Detail richtig prognostizieren und fair regeln

15 In diesem Sinne auch der Bundespräsident in seiner Rede am 27.05.2008 anlässlich der Verleihung des Max-Weber-Preises für Wirtschaftsethik in Berlin mit Blick auf die hohe Akzeptanz des Deutschen Corporate Governance Kodex: »Doch was hat diese hohe Akzeptanz tatsächlich bewirkt?« (Köhler, Vertrauen). Siehe zum Kodex näher Lutter (in diesem Handbuch) und zu seiner praktischen Akzeptanz die Erhebungen des Berlin Center of Corporate Governance (BCCG) zum jährlichen Kodex Report (zuletzt v. Werder/Talaulicar, Report 2009).

16 Siehe z. B. Kunz, Tendenz; Grundmann et al., Finanzkrise, S. 22 ff.; Möschel, Finanzmarktkrise; Vaubel, Finanzmarktkrise.

17 Vgl. an dieser Stelle nur den Vorschlag für ein Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung – VorstAG (hierzu o. V., Formulierungshilfe), sowie die diesbezügliche Pressemitteilung der Kodexkommission (siehe Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Pressemitteilung).

18 Vgl. Lutter, Organhaftung; v. Werder, Managementverantwortung.

19 Vgl. zu ähnlichen Unternehmensdefinitionen z. B. Alchian/Demsetz, Production, S. 793; Jones, Stakeholder, S. 407; Monks/Minow, Governance, S. 8 f.

20 Siehe speziell zur vertragstheoretischen Interpretation des Unternehmens, die in der frühen Anreiz-Beitrags- bzw. Koalitionstheorie des Unternehmens (Barnard, Functions; Cyert/March, Theory) ihren Vorläufer hat, Jensen/Meckling, Theory, S. 310, sowie zur Differenzierung zwischen expliziten und impliziten Verträgen Fama/Jensen, Separation, S. 302 f.; Cornell/Shapiro, Stakeholders, S. 6 ff.; Jensen, Revolution, S. 849; Zingales, Search, S. 1633.

können<sup>21</sup>. Die gegenseitigen Rechte und Pflichten der Vertragsparteien können daher stets nur (mehr oder weniger) lückenhaft vertraglich vereinbart werden. Ein typisches Beispiel bildet der (implizite) Vertrag der Aktionäre mit dem Unternehmen, Eigenkapital gegen eine angemessene Rendite zur Verfügung zu stellen. Schon aufgrund der Unsicherheit der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens lässt sich die tatsächliche Höhe der erzielbaren Rendite nicht ex ante fixieren.

Welche Arten von Governanceproblemen als Folge unvollständiger Verträge konkret zu bewältigen sind bzw. in Überlegungen zur CG betrachtet werden, hängt grundlegend vom Kreis der in die Analyse einbezogenen Bezugsgruppen sowie den ihnen unterstellten Verhaltensweisen ab. Dabei stehen sich in Hinblick auf die Abgrenzung der governancerelevanten Gruppen mit dem Shareholder-Konzept und dem Stakeholder-Konzept zwei prominente Positionen gegenüber.

## 2. Bezugsgruppen des Unternehmens

### a) Shareholder-Ansatz

Der klassische (Shareholder-)Ansatz zur CG thematisiert ausschließlich das Verhältnis zwischen Aktionären und Top Management, das als Principal-Agent-Beziehung modelliert wird<sup>22</sup>. Hiernach beauftragen die Anteilseigner (als Prinzipale) das Management (als ihre Agenten) mit der Leitung des Unternehmens. Dabei gelten für die beiden Bezugsgruppen strikte Verhaltensprämissen. Während die Aktionäre annahmegemäß nach Maximierung ihrer Kapitalrendite streben und risikoneutral sind, verhält sich das Management risikoavers und streng opportunistisch<sup>23</sup>. Aufgrund seiner weitreichenden Verfügungsrechte und Informationsvorsprünge hat das Management ohne weitere Governancevorkehrungen (in Form von Kontroll- und Anreizsystemen) gute Chancen, seine Eigeninteressen zu verfolgen und so das Unternehmensvermögen zum Nachteil der Aktionäre zu verschwenden.

Der klassische Principal-Agent-Ansatz hat über lange Zeit die wissenschaftliche Governancediskussion mit zunehmenden Ausstrahlungseffekten in die Praxis<sup>24</sup> beherrscht. Er sieht sich jedoch in den letzten Jahren zu Recht einer wachsenden Grundsatzkritik ausgesetzt, die vor allem an zwei Eckpfeilern des Konzepts ansetzt. Zum einen wird bemängelt, dass die Prämisse streng opportunistischer Verhaltensweisen (namentlich des Managements) so nicht realitätsgerecht und überdies dysfunktional ist, da sie Opportunismus durch

---

21 Vgl. *Hart/Holmström*, Contracts, S. 128 ff.; *Hart*, Contracts, S. 123; *Hart/Moore*, Contracts, S. 755.

22 Vgl. zum Shareholder (Value)-Ansatz allgemein *Bischoff*, Shareholder; *Bühner*, Report; *Rappaport*, Shareholder; *Copeland et al.*, Valuation; und zur Principal-Agent-Theorie allgemein *Ross*, Theory; *Jensen/Meckling*, Theory; *Fama*, Agency, sowie zur Relevanz dieser Ansätze für die Corporate Governance auch *Deakin/Hughes*, Governance, S. 4; *Mayer*, Systems, S. 145; *O'Sullivan*, Enterprise, S. 395; *Roe*, Preconditions, S. 545.

23 Siehe zum Ganzen *Jensen/Meckling*, Theory; *Fama*, Agency.

24 Ein markantes Beispiel bildet die zwischenzeitlich rasante Verbreitung von Stock Option-Programmen für das Management, die nicht zuletzt auch in dem agency-inspirierten Gedanken ihre Ursache hatte, die Eigeninteressen von Aktionären und Top Managern zu harmonisieren. Siehe hierzu *Oviatt*, Agency, S. 220; *Arnold/Gillenkirch*, Incentives; *Sanders/Hambrick*, Swinging, sowie *Evers* (in diesem Handbuch), S. 356 ff.